



КОММЕНТАРИИ

ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС В США И ЕГО ПОСЛЕДСТВИЯ ДЛЯ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ

Паника на фондовых рынках

Во второй половине января текущего года на мировых фондовых рынках произошло резкое снижение котировок акций. Тенденция плавного снижения фондовых индексов, наметившаяся с ноября прошлого года, с 15 января 2008 г. сменилась массовой продажей акций на всех фондовых площадках. Кульминацией этого процесса стал «черный понедельник» 21 января – в этот день темпы падения фондовых индексов во многих странах достигли максимальных значений не только за последние месяцы, но и за многие годы. Другими словами, ситуацию на фондовых рынках в эти дни можно было охарактеризовать словом «паника».

Динамика мировых фондовых индексов (12.2005 г.=100)



Примечание: Данные приведены по состоянию на 23 января 2008 г.
Источник: S&P.

Дальнейшее резкое падение котировок акций на мировых фондовых рынках было сдержано решением ФРС США, которая за неделю до своего официального заседания снизила ставку по федеральным фондам - базовую процентную ставку в США - до 3,5% годовых, т.е. на 0,75 процентного пункта (обычно изменение ставки составляет 25 или 50 б.п.). К столь радикальным и чрезвычайным мерам денежные власти США не прибегали давно; в последний раз ставка была экстренно скорректирована в 2001 г., но даже тогда, после терактов 11 сентября, она была уменьшена всего на 50 б.п.

Помимо решения ФРС положительное влияние на фондовый рынок оказало известие о том, что 23 января глава Страхового департамента штата Нью-Йорк встретился с руководителями ряда банков и обсудил с ними возможность вливания капитала в компании, занимающиеся страхованием выпусков облигаций. Эта новость воодушевила участников фондовых торгов, несмотря на заявление Жана-



Клода Трише, согласно которому ЕЦБ вряд ли последует примеру ФРС и понизит базовую ставку в еврозоне.

В результате удалось, несмотря на понижающую динамику котировок акций, купировать начавшуюся панику на мировых фондовых рынках.

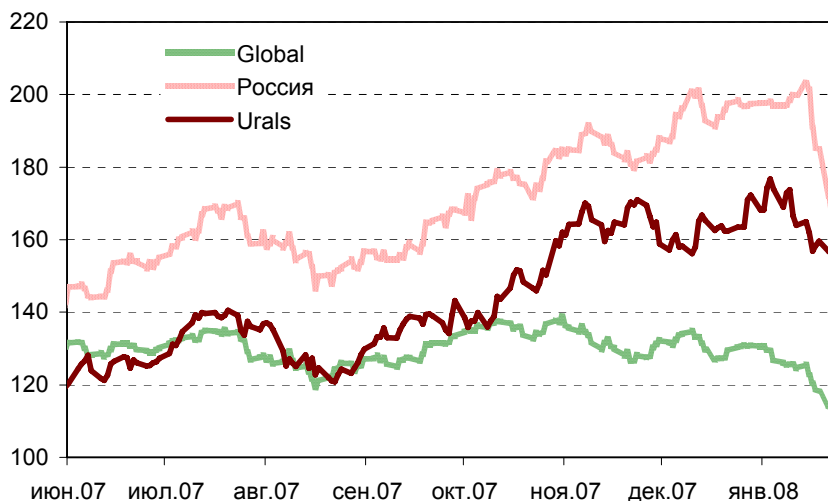
Степень коррекции на фондовых биржах мира различалась в зависимости от предыдущей динамики и уровня развития экономики. На вышеприведенном графике представлены фондовые индексы, рассчитанные S&P для развитых стран (с выделением лидера капитализации – США) и трех основных региональных развивающихся рынков (Азии, Латинской Америки и России).

Наибольшее падение в период с 15 по 23 января было отмечено на развивающихся рынках (около 20% в России, 13-14% - в Азии и Латинской Америке). Столь сильное падение российских акций, на наш взгляд, объясняется ростом их котировок в предыдущие несколько месяцев, в течение которых фондовые биржи развивающихся рынков Азии и Латинской Америки уже демонстрировали понижающий тренд. Если за точку отсчета взять конец октября прошлого года (точка перелома тенденции), то оказывается, что фондовый рынок Россия выглядит лучше других рынков. Если дистанцироваться от прошлогодних кризисных явлений на мировых рынках капитала и в качестве базисного периода использовать конец 2005 г., то к финишу все развивающийся рынки пришли с достаточно одинаковым запасом прочности (рост на 64-76%).

Среди развитых стран фондовый рынок США оказался в относительно лучшей ситуации: снижение котировок акций в период с 15 по 23 января составило здесь в среднем 5%, в то время как в других странах сводный индекс упал на 11%. Как и в предыдущем случае, это можно в определенной степени объяснить динамикой фондовых индексов в предшествующие месяцы, но в итоге рынок США, в отличие от других стран, вернулся к уровню двухлетней давности.



Рынок акций и цены на нефть



Источники: S&P, Reuters.

На других рынках – разнонаправленные тенденции

Помимо акций другим падающим активом стала нефть. В последнее время нефтяной рынок двигался в унисон с рынками акций. Динамика котировок акций нефтедобывающих стран, многие из которых относятся к странам с развивающимися рынками (например, Россия), в определенной степени определялась ситуацией с ценами на нефть. Падение нефтяных котировок резко снижает устойчивость фондовых рынков этих стран к внешним шокам.

Под влиянием опасений рецессии в США нефтяные котировки в текущем году стали снижаться. Пока речь идет, с нашей точки зрения, лишь о спекулятивной составляющей цены на нефть. Стоимость одного барреля российской нефти марки Urals с конца прошлого года снизилась на 7% - это примерно соответствовало понижательной динамике сводного индекса всех фондовых рынков (как развитых стран, так и стран с развивающимися рынками).

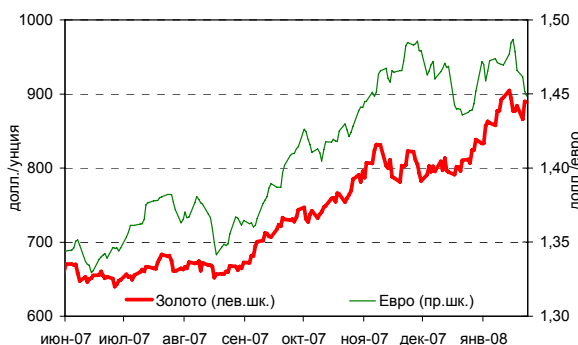
О спекулятивной составляющей цен на нефть может свидетельствовать их корреляция с ценами на золото. Продажа фондовых активов и производных инструментов на нефть приводила к высвобождению ликвидности и, по нашему мнению, могла быть направлена на рынок драгметаллов и на покупку наиболее надежных долларовых активов (долговых обязательств). Об этом свидетельствуют тенденция к росту котировок золота, укрепление доллара к евро и снижение доходности казначейских обязательств США.

В отличие от нефтяного рынка рынок золота, в условиях высокой неопределенности на финансовых рынках и в экономиках ведущих стран мира, традиционно является «тихой гаванью» для инвесторов. Не случайно цены на золото активно повышались после возникновения кризиса ипотечного рынка sub-



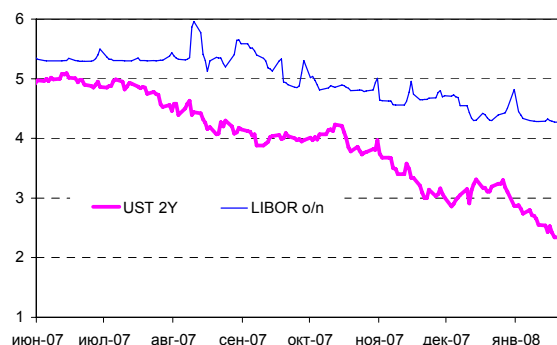
prime (сентябрь-октябрь) и после небольшой паузы вновь возобновили рост на фоне ожиданий рецессии в американской экономике.

Цена на золото и курс евро к доллару



Источник: Reuters.

Доходность US Treasuries и ставка LIBOR (в %)



Источники: Reuters, Cbonds.

Смягчение денежно-кредитной политики обычно сопровождается ростом ликвидности и снижением краткосрочных процентных ставок. Поскольку действия денежных властей США укладывались в рамки ожиданий инвесторов, последние использовали этот момент для покупки кратко- и среднесрочных долговых обязательств Казначейства США, цены на которые начали повышаться (доходность - снижаться, а спрэд к ставкам ФРС - сокращаться). Пока доходность двухлетней ноты (около 2%) все еще ниже ставки ФРС почти на 150 б.п, тогда как в нормальной ситуации эти две величины обычно практически равны. По всей видимости, переток капитала из ликвидности в долговые обязательства еще не завершен. О наличии такой ликвидности на рынке свидетельствует ситуация на межбанковском валютном рынке: процентные ставки межбанковского кредитования (LIBOR overnight) находятся в настоящее время на достаточно низком уровне.

Кризис локальный, но возможен «эффект домино»

По нашему мнению, финансовый кризис, вызванный крахом ипотечного рынка sub-prime в США, только начинается, в той или иной степени затрагивает весь мир и продлится, по всей видимости, еще долго.

Нынешний обвал на фондовых рынках является следствием и продолжением августовских событий прошлого года. Перелом тенденции на фондовых рынках большинства стран произошел еще в июле-августе 2007 г. как следствие ипотечного кризиса на рынке sub-prime и дефицита ликвидности на мировых финансовых рынках. При этом на протяжении последних двух лет наблюдалось еще несколько периодов спада, важных для понимания текущей ситуации. В мае 2006 г. падение было связано с ужесточением денежно-кредитной политики в США (что, возможно, было несвоевременно на фоне начавшихся проблем в жилищном секторе); в конце февраля прошлого года – со снижением котировок акций в Китае (мировой рынок капитала болезненно воспринимает негативные новости из этой страны, являющейся ключевым рынком сбыта для большинства государств). Другими словами, «звоночки» были, но мало кто обращал на них внимание.



Формальным поводом к панике на фондовых рынках в январе, по всей видимости, могли послужить крупные продажи пакетов акций в целях пополнения ликвидности из-за кризиса рынка sub-prime или, например, падение котировок акций крупнейших инвесторов - участников ипотечного рынка. Так, например, за несколько дней до обвала фондовых рынков стало известно о рекордных убытках за четвертый квартал 2007 г. в Citigroup и Merrill Lynch – падение котировок этих компаний измерялось двузначными цифрами. О резком сокращении прибыли сообщили Bank of America и компания Wachovia - четвертая по величине в банковской индустрии США⁵. Плохие финансовые показатели объяснялись списаниями по долговым обязательствам, обеспеченным ипотечными кредитами sub-prime, и по убыткам от невозвращенных кредитов. Но столь плачевные итоги конца прошлого года были характерны не только для американских компаний - в кризис рынка sub-prime оказались втянуты инвесторы других стран. Так, в конце года один из ведущих банков КНР - Bank of China – заявил о возможном списании около 5 млрд. долл. зарубежных активов.

Возможно, крупным компаниям удастся справиться с возникшими финансовыми трудностями. Для стабилизации ситуации американский бизнес привлекает Азию, где сосредоточены основные суверенные фонды и золотовалютные резервы. Для пополнения ликвидности Merrill Lynch уже привлекла 12,5 млрд. долл. у азиатских инвестиционных фондов, а также у компаний США и Южной Кореи. Bank of America продает ценные бумаги на сумму порядка 12 млрд. долл., рассчитывая привлечь в два раза больше капитала, чем планировал ранее.

Но ситуация все больше и больше развивается по «принципу домино»: сначала произошел ипотечный кризис и наблюдался дефицит ликвидности на мировых рынках летом 2007 г., затем последовал обвал фондовых рынков в январе 2008 г. Многие крупные банки и страховые компании мира испытывают серьезные финансовые проблемы. Кризис в финансовом секторе возник не сам по себе, а на фоне ухудшения макроэкономических показателей. Причем постепенно эпицентр кризиса (ипотечный рынок sub-prime в США) расширяет свои границы и в состоянии перекинуться на смежные сектора и на американскую экономику в целом. Не случайно основное внимание инвесторов и трейдеров сейчас приковано к ситуации в экономике США. Пока основные проблемы связаны с сокращением объемов строительства жилья и ростом уровня безработицы. Но положение продолжает ухудшаться, а экономических рычагов воздействия на него у денежных властей не так много (дефицит бюджета растет, процентные ставки по федеральным фондам достаточно низки, доллар теряет свои позиции на мировых рынках и т.д.).

Возможные последствия финансового кризиса

1. Финансовый кризис может обернуться стагнацией американской экономики и распространиться за ее пределы.

⁵ Чистый убыток Citigroup составил в четвертом квартале около 10 млрд. долл., а сумма списаний, связанных с инвестициями в ипотеку sub-prime, составила более 18 млрд. долл. Убытки Merrill Lynch составили порядка 10 млрд. долл., что почти в 5 раз больше убытков предыдущего квартала, списания - более 14 млрд. долл. Чистая прибыль Bank of America и Wachovia упала почти вдвое (год к году).



Экономика США характеризуется высокой степенью диверсификации, достаточно высоким процентом занятости, высоким уровнем потребления и низкой инфляцией. Проблемы в банковской сфере, в сфере ипотечного кредитования и на фондовом рынке, безусловно, скажутся на американской экономике, но при этом можно говорить о широком спектре сценариев – от замедления роста до глубокой и длительной рецессии.

Начавшееся понижение ставки ФРС должно уменьшить стоимость заимствований для американских компаний и подтолкнуть население к рефинансированию ипотечных кредитов и покупке жилья. Однако воспользоваться этими благоприятными условиями смогут, скорее всего, только заемщики с положительной кредитной историей. В итоге позитивный эффект от снижения ставок будет ограниченным. Ограниченный эффект в США будет иметь и план по возврату налогов, который оценивается на сумму около 1% ВВП, или 150 млрд долл.

В то же время оперативная реакция со стороны американских властей снижает вероятность возникновения рецессии. При этом развивающиеся рынки остаются основными очагами роста мировой экономики, в том числе за счет привлечения избыточной ликвидности с мировых рынков капитала. Однако вопрос состоит в том, что перевесит: «запас прочности» развитых стран (без учета США) и «хрупкая» устойчивость развивающихся рынков - или «упругость» американской экономики, сжатие которой в состоянии увлечь за собой все остальные экономики.

Усилиями только денежных властей США вряд ли можно предотвратить разворачивающийся в этой стране экономический кризис и его последствия для мировой экономики в целом. Резкое смягчение денежно-кредитной политики является проинфляционным фактором; проблема двойного дефицита США (бюджетного и торгового) остается неразрешенной. Вряд ли удастся обойтись без помощи со стороны других стран – торговых партнеров и мировых финансовых центров. Между тем помощь не спешит: ЕЦБ пока не стремится последовать примеру ФРС и снизить ключевую процентную ставку.

Вообще ни одна из великих держав сама по себе не в состоянии предотвратить мировой кризис. Правительство Японии уже заявило, что не может в одиночку справиться с нынешним падением курсов акций, и призвало к коллективным действиям ведущих экономических держав мира для предотвращения кризиса.

Наиболее серьезной угрозой для стабильности мировой экономики и финансового рынка является риск циклического ухудшения деловой конъюнктуры на фоне кризиса рынка недвижимости в США и возросших кредитных рисков. Если в Америке начнется рецессия, то, по мнению зарубежных экономистов, самое позднее через год она достигнет основных стран - торговых партнеров США (еврозоны и стран АТР).

С учетом углубления интеграции России в мировую экономику негативные последствия кризиса окажут влияние и на российскую экономику. В то же время в планах Правительства РФ отсутствуют сценарии поведения в условиях мирового кризиса. К чему это может привести – известно на примере кризиса 1998 года. Скоротечный мировой кризис может грозить России лишь падением темпов экономического



роста. А если кризис будет долгим – хватит ли у России ресурсов противостоять такому внешнему натиску в течение, скажем, трех-пяти лет?

2. Торможение темпов роста мировой экономики будет сопровождаться сокращением спроса со стороны индустриально развитых стран.

Если экономика США скатывается в длительную рецессию, Китай, весьма зависимый от экспорта в США, не способен в одиночку развивать мировую экономику. Когда одновременно замедляются два главных двигателя мировой экономики (США и Китай вместе обеспечивают более 43% прироста глобальной экономики), замедление в целом неизбежно.

Россия чувствительна к изменению мирового ВВП, поскольку нефть и металлы составляют 80% ее экспорта. В условиях экономического кризиса это сырье обычно дешевеет и спрос на него снижается. Произойдет резкое падение стоимости российского экспорта - сначала за счет снижения цен, а затем, по мере перерастания финансового кризиса в экономический, за счет сокращения физических объемов экспорта.

Но основная проблема будет заключаться в том, насколько быстро к потерям экспортеров сможет адаптироваться импорт. Если сохранится инерционность в спросе на импорт (который в последние годы устойчиво прирастает темпами 25-37%), счет текущих операций может сформироваться с дефицитом уже в текущем году. Но и с учетом адаптации импорта к сокращающемуся внутреннему спросу отрицательного сальдо избежать не удастся - правда, возникнет оно на один-два года позже. Если сокращение предложения иностранной валюты по текущим операциям не будет компенсироваться дополнительным притоком капитала по финансовым операциям платежного баланса (что очень вероятно в условиях финансового кризиса), сдерживающими факторами резкого обесценения рубля становятся уровень валютных резервов (его достаточность относительно объемов импорта и платежей по внешнему долгу) и степень поддержки рубля со стороны Банка России во избежание его резких колебаний. Текущий уровень резервов (476 млрд. долл.) примерно в два раза превышает годовую стоимость импорта и сопоставим с внешним долгом России (государства и частного сектора). Этого запаса прочности для поддержания стабильного обменного курса может хватить на несколько лет, но по мере «таяния» резервов давление на рубль будет экспоненциально возрастать.

Падение мирового спроса и снижение цен на нефть и металлы приведут к сокращению экспортных доходов России и, соответственно, доходов бюджета. В этих условиях основным стабилизирующим фактором становятся средства резервных фондов федерального бюджета, которые по состоянию на начало текущего года составляли 3,8 трлн. руб. По расчетам Центра развития, даже с учетом одобренных в конце января поправок в бюджет на 2008-2010 гг. в случае падения средних цен на нефть до уровня 50 долл./барр. (сейчас нефтяные котировки скорее ближе к 100 долл./барр.) объема этих средств будет достаточно не только для выполнения запланированных непроцентных расходов бюджета на среднесрочную перспективу до 2010 г., но и для поддержания этих расходов на стабильном уровне относительно ВВП до 2012 г. Однако, хотя уровень защищенности социально



уязвимых слоев населения останется высоким, следует ожидать сокращения темпов роста реальных располагаемых доходов населения, занятого в негосударственном секторе экономики, прежде всего в финансовой сфере, операциях с недвижимостью и других, в наибольшей степени зависящих от конъюнктуры мировых рынков.

Поскольку период благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры, по всей видимости, остался позади, экономическую политику России необходимо формировать исходя из условий приближающегося очередного, возможно, более продолжительного циклического спада мировой экономики.

3. Финансовый кризис может сопровождаться кризисом недоверия к участникам рынка мирового капитала.

В настоящее время сохраняется опасность ухудшения финансового положения крупнейших банковских структур в мире из-за дальнейших списаний долговых активов, связанных с ипотечными кредитами sub-prime. Если эта опасность реализуется, мир ожидает глобальный кризис ликвидности, остаться в стороне от которого России вряд ли удастся.

Влияние мирового кризиса на Россию, с нашей точки зрения, проявится через возобновление чистого оттока капитала из страны. На фоне сокращения профицита или даже формирования отрицательного сальдо счета текущих операций можно ожидать повышения процентных ставок, удорожания кредитов, торможения их роста и, как следствие, усиления рисков в банковской системе.

Надежды на то, что Россия на фоне американского кризиса станет «тихой гаванью» для иностранного капитала, никак не подтверждаются всей историей мировых кризисов, при которых инвесторы выводили деньги с развивающихся рынков и размещали их в наиболее надежные активы. Именно так сейчас и происходит – распродают спекулятивные активы (акции и товарные фьючерсы), доллар начинает показывать признаки роста, цены на US-Treasuries и золото повышаются. При этом увеличивается спрос на иностранные активы со стороны российских инвесторов, а иностранные инвесторы фиксируют прибыль и выводят свой капитал из России. По всей видимости, в ближайшее время произойдет отток капитала, сопоставимый по своей силе с оттоком в августе прошлого года. Тогда чистый отток капитала из частного сектора составил 7 млрд. долл.

Наибольшей волатильности, вследствие высокой доли краткосрочных инвестиций, подвержен капитал банковской системы. Так, например, в структуре внешнего долга российских банков, который на начало октября прошлого года составлял около 150 млрд. долл., на долю краткосрочных обязательств приходилось около одной трети долга против 17% у предприятий. Никто не сомневается в платежеспособности банковского сектора, но привлечь инвестиции с внешних рынков в прежних масштабах будет проблематично. Поскольку приток иностранного капитала в последние годы являлся одним из основных источников роста кредитования населения и предприятий, в условиях кризиса можно ожидать снижения кредитной активности.



Усиление доллара на мировых рынках в условиях глобального кризиса повлечет за собой спрос на долларовые активы со стороны российских банков и девальвацию рубля. Последний фактор может оказать негативное воздействие на финансовое состояние банковской системы - отрицательная чистая международная инвестиционная позиция (превышение иностранных обязательств над иностранными активами) российских банков в прошлом году превысила 100 млрд. долл. При девальвации рубля за год на 10% потери банков от курсовой переоценки составят около 35% балансовой прибыли. Попытка Банка России удержать рубль от девальвации за счет сокращения резервов может иметь успех лишь в краткосрочном плане, в основном чтобы избежать паники на валютном рынке.

Однако представители Банка России поспешили заверить, что последствий мирового финансового кризиса для национального банковского сектора не будет: первый зампред ЦБР Геннадий Меликьян заявил, что развитие финансового кризиса на Западе не будет иметь серьезных последствий для российских банков. Это не исключает, по его мнению, необходимости принятия превентивных мер и наращивания ликвидности, в том числе за счет увеличения чистых внутренних активов. Хватит ли одних лишь превентивных мер - вопрос продолжительности и глубины кризиса. С нашей точки зрения, необходимо располагать сценариями совместных действий денежных властей на случай глобального финансового кризиса, избежать которого в среднесрочной перспективе не удастся.

Сергей Пухов