



## Комментарии

*Сергей Пухов*

### **Мировой финансовый кризис и его влияние на российскую экономику**

---

Мировой финансовый кризис спровоцировал обвал на российском фондовом рынке и на рынке облигаций, выявил серьезные проблемы в банковской системе. Решительными мерами денежным властям удалось остановить панику. Оказалось, что накопленные валютные резервы денежных властей, окрепшая банковская система, пережившая за последние десять лет не один финансовый кризис, возросшая капитализация фондового рынка и неплохие финансовые результаты компаний не смогли стать преградой для распространения на Россию мирового финансового кризиса. В то же время возросший запас прочности отечественной экономики позволил минимизировать связанные с этим потери. Какие уроки можно извлечь из событий последних месяцев и чего ожидать в кратко- и среднесрочной перспективе? Ответы на эти вопросы позволят российским денежным властям выбрать оптимальную денежно-кредитную и бюджетную политику.

### **Мировой финансовый кризис 2007–2008 гг.**

#### ***Ипотечный кризис***

*Первые признаки финансового кризиса проявились в 2007 г. и были связаны с кризисом ипотечного рынка — точнее, его наиболее рискованного сегмента (sub-prime mortgage)*

Доля рынка sub-prime в 2007 г. составляла примерно 14% общего объема рынка жилищной ипотеки в США, которая оценивалась в 11 трлн. долл. «Жертвами» кризиса на рынке sub-prime стали банки и хедж-фонды США и еврозоны (на них в общей сложности приходится порядка 85% инвестиций в сегменте sub-prime, или более 1 трлн. долл.). Кроме того, кризис негативно отразился и на динамике мирового рынка секьюритизации ипотечной задолженности и межбанковских кредитов.

Отдельные банки, ипотечные компании и хедж-фонды заявили о наличии у них серьезных проблем. Наиболее существенным итогом первой волны кризиса стал крах пятого по величине американского инвестиционного банка Bear Stearns, занимавшего второе место в США среди андеррайтеров ипотечных облигаций. JP Morgan Chase покупает Bear Stearns практически за бесценок (за 236 млн. долл., тогда как в докризисном январе 2007 г. капитализация Bear Stearns превышала 20 млрд. долл.).

*Вторая волна ипотечного кризиса произошла в 2008 г., распространившись на стандартный сегмент (prime mortgage), где займы, выдаваемые банками, рефинансируются государственными и квази-государственными ипотечными корпорациями*

На данном этапе ипотечного кризиса финансовые проблемы возникли у крупнейших американских ипотечных агентств Freddie Mac и Fannie Mae, акции которых резко упали в цене. Компаниям было необходимо привлечь около 85 млрд. долл. дополнительного капитала. В конечном счете власти США приняли решение национализировать две крупнейшие национальные ипотечные компании вместе с 5 трлн. долл. в виде ипотечных ссуд частным домовладельцам.



### ***Кризис банковской системы***

Из-за американского ипотечного кризиса в мире началась цепочка банкротств и поглощений крупных банков.

Жертвой ипотечного кризиса становится шестой по размерам коммерческий банк США (сберегательная касса) Washington Mutual. Фатальным для него оказалось бегство вкладчиков — с 16 сентября, за десять дней, они отозвали из банка депозиты на 16 млрд. долл. Вариантом спасения Washington Mutual стало приобретение его JP Morgan Chase за 1,9 млрд. долл. Если бы эта сделка не состоялась, Американскому государственному фонду страхования вкладов (страхует вклады до 100 тыс. долл.) пришлось бы выплатить вкладчикам 143 млрд. долл. В результате данной сделки JP Morgan стал обладателем 5410 отделений в 23 штатах США, а также самого крупного в стране бизнеса по выпуску кредитных карт. При этом, правда, ему придется списать долгов на 31 млрд. долл.

Английский банк Lloyds TSB договаривается о поглощении крупнейшего ипотечного банка Британии HBOS (Halifax Bank of Scotland), сильно пострадавшего от американского ипотечного кризиса («цена вопроса» — более 15 млрд. евро).

В сентябре 2008 г. заявляет о банкротстве инвестиционный банк Lehman Brothers, долги которого составили 613 млрд. долл. Bank of America покупает один из крупнейших американских инвестиционных банков Merrill Lynch за 43,5 млрд. долл. В результате из пятерки независимых инвестиционных банков (на начало года) «на плаву» остались только Goldman Sachs и Morgan Stanley. Впрочем, и они были вынуждены заявить об изменении статуса с инвестиционного банка на банковскую холдинговую компанию. Изменением статуса дело не ограничилось.

Goldman Sachs объявляет о проведении дополнительной эмиссии акций на сумму 5 млрд. долл. В сочетании с инвестициями У. Баффета общая сумма привлекаемого капитала составила 10 млрд. долл. Не отстает от конкурента и Morgan Stanley. Крупнейший в мире банк Mitsubishi UFG Financial Group Inc. намерен приобрести от 10 до 20% акций Morgan Stanley; сумма сделки может составить около 8 млрд. долл.

После краха американских инвестиционных банков «на повестке дня» встали универсальные банки, которые совмещают инвестиционную деятельность с депозитной. Два крупных универсальных американских банка — JP Morgan Chase и Bank of America — отягощены проблемами Bear Stearns, Washington Mutual и Merrill Lynch, а британский универсальный банк — Barclays — занят сейчас «перевариванием останков» Lehman Brothers.

### ***Кризис рынка страхования***

Ипотечный кризис, из-за которого пострадали ведущие банки мира, не обошел стороной и страховой бизнес.

Еще в феврале нынешнего года крупнейшая в мире американская страховая компания AIG (консолидированные активы которой составляли 1,1 трлн. долл.) объявила о самых значительных в своей почти 90-летней истории квартальных убытках (по итогам четвертого квартала 2007 г. они составили 5,3 млрд. долл.). Основные потери были по операциям с обеспеченными долговыми обязательствами (CDO), которые связаны с рынком ипотеки. Резкое падение цен на недвижимость и рост невыплат по ипотечным кредитам привели к тому, что стоимость этих ценных бумаг резко упала (их портфель у



AIG оценивался примерно в 60 млрд. долл.). Однако этими потерями дело не закончилось.

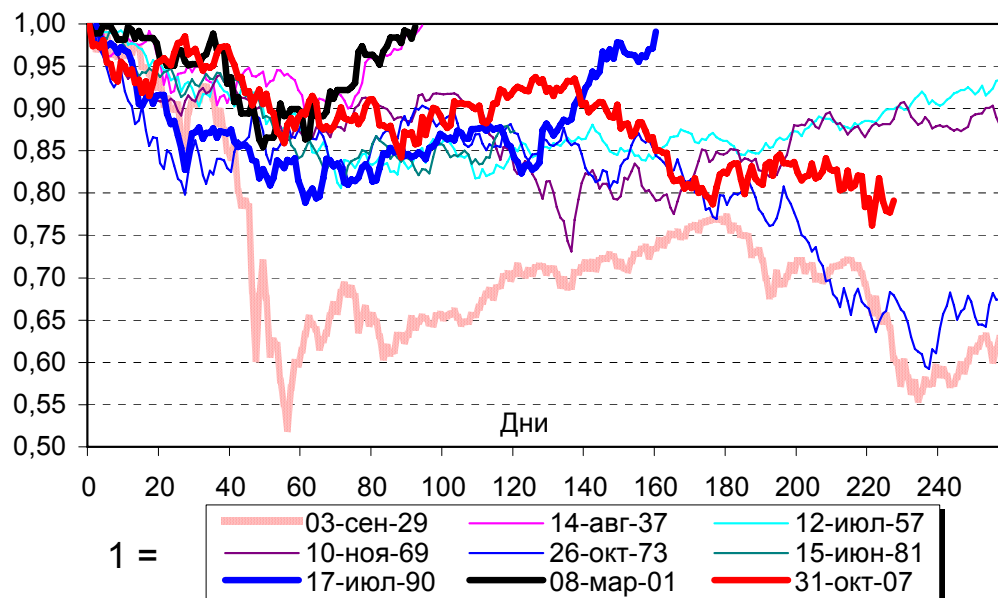
В первом квартале 2008 г. AIG потеряла еще 7,8 млрд. долл., во втором — 5,3 млрд. долл. (т.е. всего за последние три квартала — 18,5 млрд. долл.). Из опасений, что нехватка капитала AIG приведет к снижению рейтинга долговых обязательств компании, инвесторы начали избавляться от ее акций. Опасения оправдались: ведущие рейтинговые агентства снизили кредитные рейтинги AIG, что существенно осложнило для страховщика процесс заимствований. Агентство S&P снизило долгосрочный рейтинг компании на три ступени (с «AA» до «A-»), Moody's и Fitch — на две. В конечном счете произошло обвальное падение акций AIG: с начала года они подешевели на 97%. Кризис этого страхового гиганта стал основной причиной обвала мировых фондовых рынков.

Крах крупнейшего американского страховщика может резко увеличить масштабы кризиса: в AIG застрахованы облигации на сумму 441 млрд. долл., компания связана с десятками других страховщиков и банков. По своей сути это транснациональная компания, ее проблемы представляют, возможно, более серьезный системный риск, чем банкротство некоторых, пусть и крупных, американских инвестиционных банков.

### **Кризис на фондовом рынке**

За последние три года мировые фондовые рынки пережили несколько значительных коррекций — в мае-июне 2006 г., в феврале-марте 2007 г. Третье падение, начавшееся в июле-августе текущего года, — третье по счету — оказалось самым значительным и продолжительным со времен последних рецессий в 1990 и 2001 гг.

**Динамика фондового индекса Dow Jones Industrial Average**



Источники: [www.djindexes.com](http://www.djindexes.com), расчеты Центра развития.



Продажи коснулись не только рынка акций — инвесторы закрывали свои позиции и по еврооблигациям. При этом вырученные от продажи средства, по всей видимости, направлялись в наименее рискованный сегмент долгового рынка — US Treasuries.

Обычно период спада деловой активности сопровождается падением фондовых индексов. Поэтому нельзя исключать, что и в настоящее время американская экономика находится в фазе спада.

### ***Кризис ликвидности и помощь денежным властям***

На фоне развивающегося в США финансового кризиса ведущие центральные банки мира предпринимают решительные шаги для поддержания внутренней ликвидности и финансовой системы в целом.

С начала 2008 г. правительство США предприняло ряд чрезвычайных мер беспрецедентного масштаба. Минувшей весной Федеральная резервная система (ФРС) США выдала банку JP Morgan Chase кредитную линию на 29 млрд. долл. для покупки рухнувшего инвестбанка Bear Stearns. В начале сентября правительство приняло решение национализировать крупнейшие ипотечные агентства страны Fannie Mae и Freddie Mac. ФРС США предотвратила крах страховой компании American International Group, предоставив ей кредит на сумму 85 млрд. долл. в обмен на 79,9% акций. Федеральные власти активно участвовали и в решении судьбы американского банка Lehman Brothers.

Центральный банк Японии с 15 сентября 2008 г. (когда стало известно о банкротстве Lehman Brothers) направил на рынок почти 118 млрд. долл., чтобы предотвратить кризис ликвидности в системе межбанковского кредитования. Европейский центробанк (ЕЦБ) и Банк Англии предложили финансовому рынку по 40 млрд. долл. в виде кредитов overnight для уменьшения дефицита ликвидности; еще 10 млрд. долл. был намерен разместить Национальный банк Швейцарии. Общий объем средств, с учетом ФРС США, может достичь 250 млрд. долл.

В ближайшей перспективе США планируют направить из бюджета на поддержку финансового рынка до 700 млрд. долл. Речь идет о создании фонда по выкупу у крупных банков и инвестиционных фондов «проблемных» активов, связанных с ипотечными кредитами. По сути, власти США перешли от тактики выборочного спасения финансовых институтов к оказанию масштабной помощи пострадавшим от финансового кризиса.

Премьер-министр Великобритании Гордон Браун выступил с инициативой реформирования британской финансовой системы. А пока план экстренных мер ожидает рассмотрения законодателей, Банк Англии ввел до 16 января 2009 г. запрет на проведение «коротких» продаж акций финансовых компаний на Лондонской фондовой бирже.

Решительные действия денежных властей США, еврозоны, Швейцарии, Японии, Канады, Австралии, Сингапура и ряда других стран пока не позволили дефициту ликвидности выйти из-под контроля, успокоили фондовые рынки, предотвратили бегство вкладчиков и кризис системы страхования.



## Финансовый рынок в России не устоял перед внешним кризисом

### Кризис на фондовом рынке

На протяжении последних четырех месяцев российский фондовый рынок сжался более чем в два раза, потеряв более 50% стоимости. Капитализация рынка сократилась с 34 до 16 трлн. руб. Столь глубокого и непрерывного падения не наблюдалось с 1998 г., когда индекс российских акций всего за полгода снизился более чем в 8 раз.

Первые признаки ухудшения ситуации на мировых финансовых рынках проявились в октябре 2007 г. — тогда под воздействием ипотечного кризиса показатели фондового рынка США стали снижаться. Инвесторы начали уходить и с рынков других стран — для компенсации понесенных потерь и высвобождения средств для вложения в растущие активы (нефть и золото). Высокий уровень цен на нефть вывел российский фондовый рынок на новые высоты, однако противостоять негативной тенденции на мировых финансовых рынках отечественные акции оказались не в состоянии. В мае 2008 г. очередная волна ухудшения конъюнктуры на мировых фондовых рынках увлекла за собой и российский рынок. Усугубили ситуацию события с компанией «Мечел», война на Кавказе и падение цен на нефть.

**Динамика мировых фондовых рынков**



Источник: S&P/Citigroup Global Equity Indices.

### Проблемы в банковском секторе

Резко подешевевшие активы вызвали проблемы в банковском секторе, спровоцировав дефицит ликвидности, поскольку акции и облигации использовались многими банками в качестве залога при получении межбанковских кредитов. В результате банки были вынуждены продавать наиболее ликвидные активы, что привело к дальнейшему снижению цен и значительному росту доходности рублевых государственных и



корпоративных облигаций (соответственно до 8,6 и 14,5% годовых) и расширению спредов российских еврооблигаций почти в два раза — до 365 б.п.

В Банке России был сформирован так называемый «красный список» из 15 банков (по данным газеты «Коммерсантъ»), которые испытывали наиболее серьезные проблемы с выполнением кредитных обязательств перед контрагентами и нуждались в срочной финансовой помощи. По данным газеты, все банки из этого списка входят в TOP-50. Решения о помощи банкам будут приниматься после консультаций с их руководством.

Операция по спасению крупнейших банков, оказавшихся не способными своевременно выполнять свои обязательства из-за кризиса ликвидности, набирает обороты: было объявлено о грядущей продаже 100% акций банка «КИТ Финанс» УК «Лидер»; а Связьбанк поглощается Внешэкономбанком. Похоже, это может стать началом более широкого процесса консолидации российской банковской системы.

### ***Дефицит ликвидности и помощь денежных властей***

Мировой финансовый кризис спровоцировал отток капитала из России. Если в период первой волны американского ипотечного кризиса чистый отток капитала из РФ составил 8,6 млрд. долл. (август-сентябрь 2007 г.), то в первые три месяца 2008 г. он достиг 23,5 млрд. долл. По итогам августа-сентября, по оценкам Центра развития, отток капитала может превысить 27 млрд. долл. (оценка А. Кудрина — 15 млрд.). Несмотря на различные оценки динамики финансовых потоков, очевидно, что отток капитала обусловил снижение ликвидности в российской экономике, потребовав экстренных мер со стороны денежных властей.

Рынок междилерского РЕПО, где банки кредитуют друг друга под залог ценных бумаг, в середине сентября был парализован из-за кризиса доверия (в этот период коммерческий банк «КИТ Финанс» не смог выполнить обязательства перед контрагентами на сумму свыше 10 млрд. руб.) и закрытия торгов на ММВБ, где проводятся эти сделки. Реальные рыночные сделки, по словам дилеров, проходили по ставкам до 20% годовых. Бумаги принимали в РЕПО с дисконтом до 30%, тогда как раньше средний размер дисконта составлял 2–5%. При этом крупные банки частично или полностью покинули рынок РЕПО.

Кризис доверия затронул и рынок межбанковского кредитования, на котором после закрытия рынка РЕПО в основном присутствовали крупные банки, кредитовавшие друг друга под невысокие (однозначные) проценты. Для средних банков ставки колебались на уровне 10–20% годовых.

В этих условиях заметно усилилась роль Минфина по обеспечению ликвидности банкам. Правительство приняло решение об увеличении лимита временно свободных бюджетных средств, размещаемых на банковских депозитах по результатам аукционов, до 1,5 трлн. руб. Кроме того, было принято решение увеличить срок предоставления средств до трех месяцев. Из этого объема в августе было размещено в банках 166 млрд. руб., а в сентябре — около 763 млрд. руб.

В свою очередь, Банк России резко ослабил денежно-кредитную политику, снизив нормативы обязательных резервов. Это позволило увеличить ликвидность банков примерно на 250 млрд. руб. Объем этих средств был сопоставим с задолженностью кредитных организаций перед Банком России по прямому РЕПО (369 млрд. руб. на аукционной основе и по фиксированной ставке).

В борьбе с финансовым кризисом правительство согласилось на временное снижение экспортных пошлин на нефть (оценивается примерно в 140 млрд. руб.), на бюджетные



вливания в фондовый рынок (500 млрд. руб., половина суммы будет отражена в бюджетах 2008–2009 гг., а остальное — в зависимости от ситуации), на поддержку ипотеки (по 60 млрд. руб. — Агентству по ипотечному жилищному кредитованию и трем крупнейшим банкам — Сбербанку, ВТБ и Газпромбанку) и на налоговые отсрочки<sup>2</sup>.

## **Выводы и уроки**

### ***Причины мирового кризиса и финансовых проблем в России***

Стимулирующая денежно-кредитная политика в мировой экономике способствовала формированию в ней избыточных денег, а также ценовых диспропорций.

Низкие процентные ставки в 2002–2004 гг. вызвали весьма значительное повышение кредитной активности инвесторов, занимающихся вложением средств в недвижимость и связанные с ней, растущие в цене активы. На фоне стабильной американской экономики кредиторы в меньшей степени обращали внимание на усиливающиеся риски. В результате ипотечный рынок в 2007–2008 гг. стал вторым за последнее десятилетие «мыльным пузырем» после рынка высокотехнологических акций в 2000–2001 гг.

Нерешенными проблемами в экономике США по-прежнему остаются двойной дефицит (бюджета и платежного баланса), а также существенно возросший государственный долг. Именно этими проблемами в американской экономике многие эксперты объясняли начавшееся с 2002 г. обесценение доллара. Текущий финансовый кризис в США проходит в условиях самого слабого с 1973 г. доллара. Как следствие, доверие международных инвесторов к американской валюте и активам этой страны уже не столь высоко, как это было в годы предыдущих рецессий.

Принятие «плана Буша» (700 млрд. долл.) по спасению финансовой системы увеличивает госдолг США до 11 трлн. долл. при национальном ВВП в 13 трлн. долл. В этом случае очередная волна кризиса может «накрыть» уже и государственные финансы.

Весьма явственно обозначается кризис доверия к банковской системе — американские банки начинают сталкиваться с трудностями при заимствованиях на рынке Китая. После череды банкротств американских банков уже нельзя поручиться за безопасность вложенных средств. Поскольку адекватно оценить чужие потери никто не в состоянии, банки предпочитают не выдавать кредиты, а если и предоставляют их, то под двузначные проценты. В этих условиях можно ожидать роста доллара и иены, поскольку инвесторы из США и Японии (крупнейшие страны и ключевые игроки на мировом рынке капитала) распродают финансовые активы за рубежом и возвращают капитал на родину.

Кардинальное отличие нынешней ситуации от 2007 г. заключается в том, что в начале прошлогоднего кризиса инвесторы фиксировали прибыль по одним активам, чтобы вложиться в другие, более перспективные, сейчас же они фиксируют убытки, чтобы расплатиться с долгами.

---

<sup>1</sup> Другие налоговые шаги, предусмотренные пакетом мер правительства, который должен быть реализован к 2010 г., включают: более благоприятный режим амортизации, отсрочку и реструктуризацию задолженности по налоговым платежам, а также «налоговые каникулы» по проектам разведки и разработки новых месторождений. В сумме, по данным пресс-службы российского Министерства энергетики, эти изменения могут сэкономить для российской нефтяной отрасли около 16 млрд. долл. в год.



Следование за динамикой мировых рынков стало одной из причин падения финансовых рынков в России и проблем в национальном банковском секторе. Россия неразрывно связана с глобальной экономикой; она не может избежать влияния внешних факторов, — таких как изменение курса доллара, цен на нефть и дефицит ликвидности на внешнем рынке. Поэтому вывод иностранного капитала из страны обусловил всеобщее снижение котировок «внутренних» ценных бумаг.

Существующие «ножницы» в сроках привлечения и кредитования — «короткие» пассивы российских банков все больше и больше размещаются в более «длинных» активах — привели к дефициту ликвидности в условиях кризиса доверия на рынке межбанковского кредитования и банкротству ряда банков.

### ***Какие уроки можно извлечь из финансового кризиса 2007–2008 гг.***

Распространение кризиса на мировую экономику может начаться через финансовые рынки. В отличие от кризиса на фондовом рынке 2000–2001 гг. текущая ситуация в США затрагивает строительную индустрию, более широкие круги населения и, следовательно, может привести к более масштабным (глубоким и продолжительным) негативным последствиям. Естественно, банкротство и ухудшение финансового положения ведущих мировых банков негативно отразятся на состоянии реального сектора.

Кризис банковской системы проявился в США в неспособности специализированных банков адекватно учитывать риски, проводить сбалансированную по срокам политику заимствований и размещения средств. При этом универсальные банки имеют ряд преимуществ перед специализированными: депозитное финансирование дешевле кредитования, в том числе благодаря страхованию депозитов. В конечном итоге банки, беря на себя риски, подвергают опасности широкий круг розничных клиентов. При неблагоприятной ситуации (в случае «бегства» вкладчиков) это может привести к реализации системных рисков, связанных с неплатежами по вкладам. Активы универсальных банков не оцениваются по их рыночной стоимости и трудно поддаются управлению.

Дальнейшая череда банкротств в США может привести к масштабному кризису доверия и постепенному свертыванию сотрудничества с американскими финансовыми институтами. В этих условиях рефинансировать государственный долг будет проблематично, что вызовет неминуемое повышение налоговой нагрузки на бизнес и население, сокращение государственных расходов. Сокращение потребительских расходов и инвестиций в США станет «холодным душем» для растущего экспорта других стран.

Еще в прошлогоднем августовском обозрении Центра развития (см. комментарий «Американская ипотека: спусковой механизм глобального кризиса?») мы обращали внимание на то, что дефицит ликвидности на мировом рынке капитала может заставить многие фонды, крупные банки Европы и других стран использовать все возможности для рефинансирования своей задолженности и, как следствие, сократить инвестиции в развивающиеся страны. В результате проблемы могут возникнуть и у российских банков и предприятий, которые в последние годы активно заимствовали средства за рубежом. В российской банковской системе может сложиться ситуация, подобная кризису 2004 года: отдельные банки, не испытывающие проблем с ликвидностью, станут кредитовать наиболее надежные западные банки, в то время как другие отечественные банки будут вынуждены увеличивать заимствования по более высоким ставкам. Российские предприятия в этих условиях «свернут» инвестиционную активность, «заморозят» до лучших времен проведение IPO и могут столкнуться с проблемой рефинансирования





своей внешней задолженности. Похоже, именно такой сценарий разворачивается во второй половине 2008 г. в России.

Если же начнется замедление темпов роста мировой экономики (возможно, не сразу, а через два-три года, как это было в конце 1990 – начале 2000 гг., когда кризис в Азии сменился кризисом в секторе новых технологий), платежный баланс России может испытать двойной удар — со стороны счета текущих операций (переход к отрицательному торговому сальдо) и счета капитальных операций (частный сектор вновь станет чистым экспортером капитала).

Первоначально влияние внешнего кризиса, скорее всего, отразится на финансовых операциях реального сектора и банков. Снижение котировок российских акций, рост внешнего долга и проблема его рефинансирования приведут к сокращению притока иностранных инвестиций, что скажется и на валютных резервах, и на динамике валютного курса. Конечно, благодаря «валютной подушке» в виде накопленных золотовалютных резервов российские денежные власти способны отразить спекулятивные атаки, погасить панические настроения инвесторов, а само по себе отсутствие паники снижает риск дальнейшего усугубления ситуации.

Очевидно, что в новых условиях стоимость рефинансирования внешних долгов частного сектора существенно возрастет. Более того, ключевым фактором становится способность компаний оперативно привлекать необходимые средства за рубежом. При этом даже у компаний с относительно невысоким уровнем задолженности, если они не имеют доступа на мировой рынок капитала, могут возникнуть определенные проблемы с финансовой устойчивостью. Рефинансирование только за счет внутренних ресурсов имеет свои ограничения (как по объему, так и по срочности).

В случае распространения финансового кризиса на реальный сектор экономики его последствия для России будут куда более серьезными. Поскольку в структуре российского экспорта 80% приходится на продукцию ТЭК и металлургию, вероятнее всего, произойдет резкое сокращение стоимости экспорта этих товаров (как за счет снижения их физических объемов, так и контрактных цен). В то же время быстро остановить рост импорта вряд ли удастся: в условиях торможения динамики мировой экономики стоимость потребительских товаров, на долю которых приходится более половины российского импорта, скорее всего, также начнет снижаться, отечественные товары станут неконкурентоспособными, а часть внутреннего спроса переключится на импорт. Как следствие, уже в ближайшей перспективе может сформироваться дефицит торгового баланса.

## **Перспективы развития мировой экономики**

Учитывая масштабы мирового финансового кризиса, необходимо оценить внешние условия, в которых в дальнейшем будет развиваться российская экономика.

### ***Сценарий развития мировой экономики на краткосрочную перспективу***

#### *Экономический рост*

Можно ожидать, что интенсивное снижение ставки ФРС (с 5,25 до 2% годовых), предпринятое в сентябре 2007 – апреле 2008 гг., а также чрезвычайные меры по выходу из финансового кризиса положительно скажутся на экономической активности в США и позволят в очередной раз купировать мировой кризис. В этом случае уже в следующем году возможен циклический подъем американской экономики. При этом у



российского рынка появляется шанс достаточно быстро (в течение 2009 г.) восстановить утраченные позиции.

В то же время последствия мирового финансового кризиса могут вновь напомнить о себе через несколько кварталов (мы не исключаем ухудшения финансовых результатов деятельности предприятий и банков, усугубления проблем бюджетного дефицита и госдолга США). Поэтому о полном восстановлении мировых фондовых рынков можно будет говорить не ранее чем через один-два года.

Замедление темпов роста экономики США, столкнувшейся с крупнейшим для себя финансовым кризисом, на наш взгляд, не будет долгосрочным. Все предыдущие рецессии в США (кроме 1981–1983 гг.) не длились более двух-трех кварталов. На этот раз рецессия продлится около года, на больший срок она вряд ли растянется. В результате годовые темпы роста американской экономики в 2008–2009 гг. не опустятся ниже 0,5% — на фоне постепенного снижения с 3,6% в 2004 г. до чуть более 2% в 2007 г.

Рецессия в США вряд ли вызовет аналогичное снижение темпов роста мирового ВВП в силу значительного сокращения удельного веса США в мировом ВВП по ППС. Так, замедление темпов экономического роста в США и в других развитых странах на 1–1,5 п.п. может привести к снижению темпов роста мировой экономики на 0,5–0,6 п.п.

### *Цена нефти*

Вследствие продолжающегося сокращения нефтеемкости выпуска развитых стран и уменьшения их удельного веса в мировом потреблении сырья дальнейшего снижения цен на нефть может и не быть. Соответственно, динамика цен на нефть будет в существенной степени определяться экономиками развивающихся стран, в частности Китая, темп роста которых пока демонстрирует относительную устойчивость к кризису. Так, МВФ в июле текущего года понизил прогноз темпов экономического роста Китая на 2008–2009 гг. всего до 9,7–9,8% (на 0,3–0,4 п.п. относительно апрельского прогноза). Более того, ряд аналитиков считают, что замедление темпов роста потребления в США может стать определяющим фактором для смены парадигмы развития китайской экономики — от внешне ориентированной к более устойчивой, ориентированной на внутреннее потребление. А рычагов стимулирования внутреннего спроса в Китае более чем достаточно.

Кроме того, в условиях неблагоприятной ситуации на мировых финансовых рынках (прежде всего на рынках акций в США и доллара) трейдеры диверсифицируют свои портфели в направлении более активного использования товарных фьючерсов, что способствует поддержанию высоких нефтяных цен. Таким образом, в 2008–2009 гг. среднегодовой уровень нефти Urals, согласно прогнозу Центра развития, не опустится ниже 90 долл./барр.

### *Процентные ставки и курс доллара*

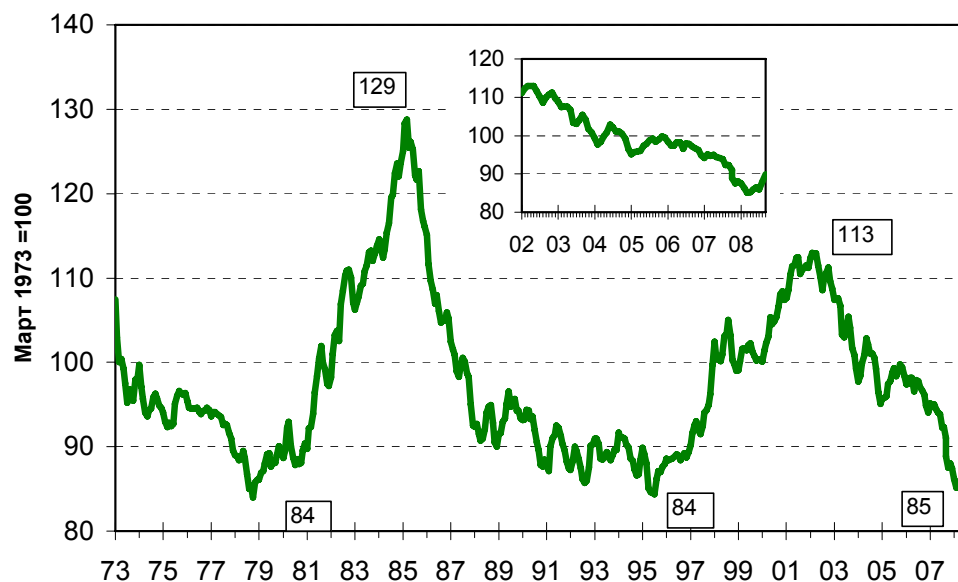
Очередное смягчение денежно-кредитной политики монетарными властями США в 2007–2008 гг. приведет к росту ликвидности, повышению спроса на американские облигации и, соответственно, к снижению их доходности. Однако риск инфляции не позволит проводить такую политику в течение длительного периода, и, с учетом роста дефицита бюджета и внешнего долга, доходность US-Treasuries уже к 2010 г. превысит 5% годовых (менее 4% в августе-сентябре текущего года).



Перспектива роста курса евро к доллару связана, с нашей точки зрения, не только с процентными приоритетами и соотношениями темпов роста двух крупнейших экономик, но и с опасениями инвесторов относительно трансформации кризиса в США в мировой. Даже если глобального заражения ипотечным вирусом не произойдет (в первую очередь это касается устойчивости экономики Китая относительно внешних и внутренних шоков), начавшееся замедление роста экономики еврозоны может вынудить ЕЦБ понизить учетные ставки, что приведет к постепенному ослаблению евро.

О возможном достижении курсом доллара реального «дна» говорит долгосрочная динамика американской валюты: индекс реального курса доллара на протяжении последних 35 лет трижды достигал минимума в 85 пунктов (на графике март 1973 г. соответствует 100 пунктам): в октябре 1978 г., в июле 1995 г. и, в последний раз, в апреле 2008 г. При этом произошло снижение амплитуды колебаний доллара и периода циклических колебаний.

### Индекс реального курса доллара к валютам стран – торговых партнеров США (Price-Adj. Broad Dollar Index)



Источник: ФРС США.

#### Чистый отток капитала из России

Несколько настораживает опережающий рост инвестиций российских компаний и банков в зарубежные активы по сравнению с притоком иностранного капитала. Если в банковской системе инвестиции за рубеж в большей степени формируются под воздействием рыночных индикаторов, то возросший отток капитала из реального сектора затронул главным образом «теневые» статьи «бегства капитала» (невозврат по линии внешней торговли, чистые ошибки и пропуски, прочие инвестиции в зарубежные активы). По всей видимости, это свидетельствует о влиянии второй волны финансового кризиса, связанной со страховыми компаниями.

В результате по итогам текущего года Центр развития ожидает, что чистый приток капитала в частный сектор может существенно (более чем в два раза) сократиться по сравнению с предыдущим годом. Однако купирование мирового кризиса ведущими



западными банками позволит избежать рецессии в развитых странах и переноса его на развивающиеся рынки. И поскольку в 2008–2011 гг. развитие российской экономики предполагается достаточно динамичным (относительно других стран), можно ожидать дальнейшего роста чистого притока капитала в Россию.

### ***Возможные риски в среднесрочной перспективе***

Есть два пути борьбы с возникающими кризисами — терапия («мягкая посадка»: снижение процентных ставок, при этом фундаментальные диспропорции не устраняются и проблемы из года в год накапливаются) и хирургия («жесткая посадка»: попытка решить проблемы в комплексе, в этом случае можно пойти на рост ставок для «сдувания мыльных пузырей» в различных секторах рынка). Денежные власти, естественно, идут по первому пути.

В результате американская экономика постепенно начнет оживать, темп роста национального ВВП поднимется до среднестатистического уровня в 3–4% в год, доллар стабилизируется, цены на нефть постепенно начнут расти сопоставимыми с мировой инфляцией темпами. Стоимость заимствований на мировом рынке капитала останется низкой, а фондовые рынки активно восстановят утраченные позиции и покорят новые вершины. На наш взгляд, денежные власти США в состоянии произвести «мягкую посадку» американской экономики, но есть сомнение, сможет ли устранить «перегрев» экономики Китай: дешевые деньги увеличивают спрос, провоцируя инфляцию; в конечном счете это может привести к новому ужесточению денежно-кредитной политики и полномасштабному экономическому кризису.

Следует отметить, что практически каждое десятилетие (до середины прошлого столетия) сопровождалось несколькими спадами деловой активности в США. Но с 1960 г. по настоящее время (за исключением 1970 гг.) в каждое десятилетие регистрировалось по одному кризису. При этом кризис, как правило, приходился на начало десятилетия.

Период роста деловой активности до начала кризиса 1990–1991 гг. длился более семи лет; после кризиса последовало еще десять лет роста, которые закончились очередным кризисом в 2001 г. И оба этих кризиса длились всего по восемь месяцев. Текущий же рост деловой активности длится уже семь лет. В этой связи нельзя исключить, что уже до начала следующего десятилетия может возникнуть очередной экономический кризис, тем более что предпосылок для этого вполне достаточно. В этом случае катализатором развертывания мирового кризиса станет экономика США. В большей степени кризис повлияет на пока еще слабую экономику еврозоны, и это влияние будет более продолжительным. Учитывая, что Европа — крупнейший чистый импортер топлива, можно ожидать резкого сокращения спроса на него не только со стороны США, но и еврозоны. Падение цен затронет и другие товары, в том числе металлы и лес.

Падение цен на нефть можно оценить исходя из истории их снижения в предыдущие кризисы. За всю историю наблюдения данной динамики (с 1865 г.) падение цен на нефть никогда не превышало 50% за год (1866 г. — 41%, 1873 г. — 50%, 1878 г. — 46%, 1897 г. — 33%, 1921 г. — 37%, 1931 г. — 40%, 1986 г. — 49%, 1998 г. — 33%). За период с 1865 г. наиболее часто наблюдалось снижение цен в диапазоне 0–10% за год (47 раз), 10–20% (21 раз), 20–30% (6 раз), 30–50% (5 раз).

Как правило, резкому (более чем на 33%) снижению цен предшествовало от 1 до 5 лет их снижения на 4–17% в год. Были два случая, когда на протяжении двух лет подряд цена на рынке нефти падала ежегодно более чем на треть. После падения цен в следующие один-три года происходила коррекция. Таким образом, кумулятивное



(непрерывное) снижение цен варьировалось в диапазоне от 40 до 70%, коррекция (непрерывный рост) — от 20 до 130%.

В условиях масштабного экономического кризиса цена нефти Urals в среднесрочной перспективе с высокой вероятностью может снизиться до 50–60 долл./барр. Безусловно, такой внешнеэкономический сценарий должен найти адекватное отражение при выборе российскими монетарными властями денежно-кредитной и бюджетной политики.