

ВН

ВЕСТНИК НАЦИОНАЛЬНОЙ
АССОЦИАЦИИ УЧАСТНИКОВ
ФОНДОВОГО РЫНКА

№2 ФЕВРАЛЬ 2021

Путем
органического роста

Интервью
с Алексеем Гнедовским

На гребне
волатильности

Интервью
с Татьяной Амброжевич

ЧТО ОЗНАЧАЕТ СОМНЕНИЕ

Устойчивость. Благополучие

Жизнь НА СВОИ



Содержание

№2, ФЕВРАЛЬ 2021



ТЕМА НОМЕРА: ПУТЕМ ОРГАНИЧЕСКОГО РОСТА

Путем органического роста

Алексей Гнедовский, генеральный директор инвестиционной компании «ВЕЛЕС Капитал», рассказывает Ирине Слюсаревой, какие масштабные изменения произошли на российском фондовом рынке за последние 10 лет. И каким образом может использовать новые тренды инвестиционная компания, обладающая гибкостью.

4

НОВОСТИ

3 Быстро, как брокер

Банки-брокеры теперь тоже могут зачислять деньги частных инвесторов через Систему Быстрых платежей.

ТЕМА НОМЕРА: ПУТЕМ ОРГАНИЧЕСКОГО РОСТА

22 Что означает сомнение

НАУФОР провела в формате онлайн аналитическую дискуссию «Экономика и рынки: прогнозы 2021» с Олегом Вьюгиным.

ЗАДАЧА / РЕШЕНИЕ

46 Жизнь на свои

АСВ опубликовало стратегию развития на период до 2025 года, в конце 2020 года ее утвердил совет директоров. Это объемный документ, детально описывающий финансовое положение Агентства, вызовы, стратегии развития основных направлений деятельности корпорации, а также ключевые риски и меры контроля за выполнением целей Стратегии.

ЭКСПЕРТНОЕ МНЕНИЕ

50 Отыграли половину

Рынок акций РФ и рубль выросли в феврале, отыграв около половины падения третьей декады января. Это случилось благодаря позитивной конъюнктуре мировых фондовых рынков, растущей нефти, а также избыточной ликвидности, которая стимулировала краткосрочный спекулятивный рост в бумагах «второго» и третьего» эшелонов. Глобальный спрос на рискованные активы стимулировал инвесторов на покупку российских акций.



ТЕМА НОМЕРА: ПУТЕМ ОРГАНИЧЕСКОГО РОСТА

На гребне волатильности

Татьяна Амброжевич, старший вице-президент, руководитель офиса рынков долгового капитала Росбанка, рассказывает Ирине Слюсаревой о том, каковы правильные способы выхода иностранных эмитентов на российский рынок госдолга и что этот выход дает рынку и эмитенту; а также поясняет, зачем рынку нужны инновации.

14

ЗАДАЧА / РЕШЕНИЕ

Устойчивость. Благосостояние

На площадке Российской академии народного хозяйства (РАНХиГС) состоялся Гайдаровский форум – 2021 «Россия и мир после пандемии». За два дня прошло около 130 сессий. Разговор так или иначе затрагивал изменения, случившиеся в России и в мире в результате пандемии. Рассказываем о наиболее интересном для финансистов.

40





Путем органического роста

Идет, как мы знаем, много толков о том, что крупные компании с госучастием теснят частный бизнес на многих направлениях. А вот в первом интервью текущего номера рассказана другая история. О том, как частная инвестиционная компания, возникшая на российском фондовом рынке фактически одновременно с возникновением самого рынка, продолжает развиваться и ставить планку все выше.

Причем развивается таким образом, что ее сервисы теперь востребованы со стороны как раз крупных корпораций с госучастием (в том числе). Но нужны также и другим игрокам. Потому что эта частная инвестиционная компания сумела оседлать тренд растущего интереса к фондовому рынку. И если раньше ее клиентами были преимущественно состоятельные физлица, то теперь еще и страховщики, и управляющие, и производственные компании.

Как все это случилось, рассказывает Алексей Гнедовский (компания «Велес Капитал»).

Ирина Слюсарева

Издание зарегистрировано в Комитете РФ по печати
Свидетельство о регистрации № 018649 от 31.03.99
Издается ежемесячно с октября 1996 г.

Главный редактор **Ирина Слюсарева**

Редакция

Шеф-редактор **Владимир Кузнецов**
Арт-директор **Павел Перов**
Иллюстратор **Евгений Тонконогий**
Цветоделение, ретушь и
подготовка к печати **Ксения Ключкина**
Фотография на обложке **Павел Перов**

Учредитель НАУФОР

109004, Москва, улица Земляной вал, 65, строение 2
Тел./факс: (495) 787-77-74, 787-77-75
vestnik@naufor.ru

Издатель КЦ НАУФОР

Автор макета **Петр Пирогов**
Автор редирайна **Павел Перов**

По вопросам приобретения журнала обращайтесь
по тел. +7 (495) 787-7775, доб. 5226 Татьяна Миронова.
Отпечатано в типографии «Парадиз»
Москва, Ленинградский проспект, дом 47
Тираж 1500 экз.

Точка зрения редакции не всегда совпадает с точкой зрения авторов публикуемых статей. Ответственность за достоверность информации в рекламных объявлениях несут рекламодатели. Все права защищены. Перепечатка допускается только по согласованию с редакцией.

Быстро, как брокер

БАНКИ-БРОКЕРЫ ТЕПЕРЬ ТОЖЕ МОГУТ ЗАЧИСЛЯТЬ ДЕНЬГИ ЧАСТНЫХ ИНВЕСТОРОВ ЧЕРЕЗ СИСТЕМУ БЫСТРЫХ ПЛАТЕЖЕЙ

Банки, имеющие брокерскую лицензию, получили возможность использовать Систему Быстрых платежей (СБП) Банка России для зачисления средств частных инвесторов на счета, предназначенные для инвестирования в ценные бумаги.

Возможность доставлять средства на фондовый рынок именно таким образом появилась у банков, работающих по брокерской лицензии, в несколько этапов.

Все началось с того, что в 2017 году НАУФОР выступила инициатором разработки на площадке ассоциации ФинТех новой схемы пополнения счетов через СБП. После того, как схема была разработана и внедрена, профессиональные участники рынка ценных бумаг получили возможность перечислять денежные средства на счета своих клиентов посредством быстрых платежей. Это случилось в октябре 2019 года. Существенно, что воспользоваться новым сервисом могли не все участники рынка, а только некредитные финансовые организации.

Банкам-брокерам реализованная схема, разработанная для переводов по СБП на счета брокеров и УК, не подходила. «Брокерские компании, имеющие статус некредитной фи-

нансовой организации, — объясняет вице-президент НАУФОР Екатерина Андреева, — открывают для учета средств клиентов единый СБС (специальный брокерский счет), внутри которого ведется аналитический учет по клиентам. Банки-брокеры работают иначе: для каждого клиента они открывают внутрибанковские (306-е) счета, которые де-юре являются счетами банка, а не клиента».

Для того, чтобы «впустить» в новый сервис также и банки, понадобилось внести изменения в нормативную базу. НАУФОР добивалась этого в течение 2020 года, и теперь в новой редакции Указания о платежной системе Банка России уже присутствуют положения, позволяющие делать переводы с/на 306-е счета через СБП.

Помимо этого, ассоциация провела консультации с Банком России и получила разъяснения о порядке взаимодействия банков-брокеров с операционным платёжным и клиринговым центром — НСПК при проведении платежей по внутрибанковским счетам граждан, предназначенным для инвестирования (306-е счета).

Размер комиссии за проведение платежей через СБП на брокерские счета граждан, открытые

в банках, аналогичен тарифу, установленному для переводов в пользу профессиональных участников рынка ценных бумаг, не являющихся кредитными организациями (размер комиссии для клиента не может превышать 0,4%).

«Последние годы именно банки обеспечили массовый приток частных инвесторов на фондовый рынок. По оценкам НАУФОР, в 2020 году суммарный оборот по 306-м счетам, открытым гражданами в банках именно для инвестирования на фондовом рынке, составил около трех триллионов рублей. При этом концентрация в данном рыночном сегменте довольно высока. Обеспечив нормативную базу для использования брокерскими подразделениями банков сервисов СБП, мы добились не только удобства и надежности платежей для клиентов, но и повышения конкуренции в секторе», — прокомментировал новость Президент НАУФОР Алексей Тимофеев. □



Алексей Гнедовский

генеральный директор инвестиционной компании
«ВЕЛЕС Капитал»

Путем органического роста

В тучные годы многие финансовые институты, включая банки, инвестиционные и страховые компании, активно заходили в непрофильные активы. Но это время прошло

Алексей Гнедовский, генеральный директор инвестиционной компании «ВЕЛЕС Капитал», рассказывает Ирине Слюсаревой, какие масштабные изменения произошли на российском фондовом рынке за последние 10 лет. И каким образом может использовать новые тренды инвестиционная компания, обладающая гибкостью.

Фотографии Павел Перов

— Алексей Дмитриевич, «Вестник НАУФОР» делал интервью с вами в далеком 2011 году. Как вы оцениваете сегодняшнее рыночное положение компании «ВЕЛЕС Капитал»? Что вообще принципиально изменилось для компании и в компании?

— Предлагаю вначале поговорить о том, как изменилась рыночная среда в целом: это правильная предпосылка для беседы такого рода. Особенно если учитывать, что российский фондовый рынок стал совсем другим: и участники, и клиенты, и инфраструктура. В частности, 10 лет назад на финансовом рынке было гораздо больше профучастников. По данным НАУФОР, на конец 2010 года в России насчитывалось свыше полутора тысяч организаций, имевших те или иные лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, из них около 35% являлись кредит-

ными организациями. Сейчас, к концу 2020 года, их осталось в три раза меньше — чуть более 500, в том числе порядка 300 кредитных организаций. Сильно изменилось не только количество, но и качество игроков.

Радикально другим стал и формат регулирования российского финансового рынка. В 2013 году функции Федеральной службы по финансовым рынкам перешли к Банку России. Причем незадолго до того под эгидой ФСФР объединили надзор и регулирование рынка ценных бумаг и страхового рынка. Таким образом, на базе Центрального банка был создан мегарегулятор, который стал контролировать уже весь финансовый сектор: и банки, и фондовый рынок, и страховой бизнес. В результате Банк России своей регуляторной деятельностью повлиял — напря-

мую или косвенно — на количество участников фондового рынка.

Изменились и инвесторы. Десять лет назад люди в основном размещали средства на депозитах, рынок ценных бумаг был гораздо менее популярен. Сейчас, если взять конец прошлого года, в системе торгов Мосбиржи зарегистрировано около 15 млн клиентов — физических лиц, более 27 тысяч юридических лиц и почти 25 тысяч зарубежных клиентов. Для сравнения — к концу 2010 года на Московской бирже было открыто порядка 705 тысяч брокерских счетов физических лиц, а сейчас количество брокерских счетов частных инвесторов приближается к 9 миллионам.

Прошедшей осенью Московская биржа неоднократно ставила рекорды по открытию брокерских счетов и объему сделок. А в те далекие времена мы постоянно обсуждали, когда же инвестор станет реально массовым.

Набор финансовых инструментов тоже стал существенно более разнообразным. Десять лет назад и физические лица, и юридические лица покупали в основном акции. Несмотря на серьезные, в том числе драматические потери в 2008 году. Другие продукты, например, долговые инструменты, были гораздо менее популярны, особенно среди физических лиц. Торгов стандартизированными производными финансовыми инструментами не было вообще, объем торгов на товарных рынках был близок к нулю, объем торгов облигациями был в 1,6 раза ниже, чем акциями, а сейчас картина практически противоположная. Срочный рынок за это время вырос в 4 раза до почти 130 трлн рублей, причем преимущественно за счет валютных и товарных инструментов. Было совсем мало структурных продуктов. Иностранными ценными бумагами как типом активов инвесторы прежде тоже интересовались слабо.

— Мне кажется, из иностранных активов тогда большинство людей интересовалось наличным долларом.

— Долларом всегда интересовались. Вообще объем валютных торгов на Мосбирже вырос за десятилетие более чем в 4 раза, с 80 трлн рублей в 2010 году до почти 330 трлн в 2020 году. Кроме того, расширился перечень валют.

Что еще важно, в те времена и у физлиц, и у финансовых институтов были популярны прямые инвестиции: земля, недвижимость и так далее. Пик, конечно, был где-то в 2006–2008

годах, но и несколько лет спустя эта тенденция сохранялась. Инвесторы до конца не понимали рисков, сопряженных с этой деятельностью, и ближе к 2015–16 годам это направление начало разрушать финансовые институты. Банк России своими регуляторными инструментами способствовал активному снижению интереса финансовых институтов к прямым инвестициям — совершенно резонно, как я считаю.

Был период, когда наша компания тоже занималась прямыми инвестициями, но мы никогда не инвестировали клиентские и заемные деньги, поэтому продолжаем работать.

Тогда прямыми инвестициями занимались все подряд, это было модно. Многие финансовые институты смело заходили и в земельные проекты, и в недвижимость, и в другие непрофильные активы, не понимая до конца специфики этого бизнеса. И это многих погубило. В настоящий момент ситуация, на мой взгляд, изменилась, и такого рода проекты стали уделом специализированных фондов.

— По статистике ЦБ, совокупный портфель вкладов физлиц в банках в рублевом эквиваленте к началу 2020 года достиг 30,55 трлн рублей. Все-таки это порядочные деньги.

— Да, ситуация реально интересная. У людей сейчас действительно много денег. Да и у компаний тоже. Хотя зарплаты и вообще доходы у многих сократились. Так что в целом ощущения тучности нет. В то же время статистика продаж крупных дорогих

Многие финансовые институты смело заходили и в земельные проекты, и в недвижимость, и в другие непрофильные активы, не понимая до конца специфики этого бизнеса. И это многих погубило.

объектов — жилья, автомобилей — неплохая. Похоже, изменилась сама модель потребления. А причина изменения, возможно, заключается в том, что поведение потребителей стало более рациональным. Объемы инвестиций граждан в банковские депозиты сократились, люди пошли на рынок ценных бумаг. Финансовая грамотность населения существенно повысилась. И не только в результате самообразования. Многие профучастники серьезно занимаются ее повышением, ведут соответствующие программы...

— ...и сама жизнь тоже учит простого инвестора.

— Жизнь учит, но с самообразованием в этой сфере надо быть осторожнее, лучше обращаться к профессионалам — и учиться, и консультироваться у них. Иначе результаты, как правило, плачевные. Самообразование в этой сфере, на мой взгляд, сравнимо с самолечением в медицине. Например, руководитель нашего обучающего подразделения «ВЕЛЕС Академия» регулярно выезжает в регионы с лекциями по финансовой грамотности, и однажды





она рассказала такой реальный случай. К ней подошел за советом человек, который попробовал самостоятельно инвестировать и попал в долговую яму. Каким образом? Он сам изучил вопрос, занял для этой цели денег — где бы вы думали? — в МФО под грабительские проценты и вложил — куда бы вы думали? — в бинарные опционы. И всё потерял. Что называется, разобрался в правилах работы финансового рынка. Я убежден, что заниматься исключительно самообразованием — неправильный путь. Лучше учиться у профессионалов.

Так что, возвращаясь к началу нашей беседы, повторю: сейчас финансовый

рынок стал совсем другим, причем практически по всем параметрам.

Помимо прочего, он стал гораздо менее маргинальным и более специализированным. Чтобы выжить, финансовая компания должна иметь большие обороты, большой штат, серьезную IT и юридическую поддержку, чтобы качественно обслуживать клиентов и соответствовать требованиям регулятора. Тем не менее я убежден, что небольшие финансовые компании обязательно должны присутствовать, особенно в регионах. Люди должны иметь возможность обратиться к профессиональным кон-

сультантам. В частности, для покупки сложных инвестиционных продуктов почти всегда необходимо живое общение. Вымывание небольших игроков — это тоже вызов времени. В целом рынок сейчас развивается таким образом, что генерирует ответы на этот вызов. И регулятор идет по пути дифференциации нормативных требований для компаний с разными возможностями.

— А что изменилось для компании «ВЕЛЕС Капитал»?

— У нас не произошло радикальных изменений. Мы сохраняем позиции в топ-

10 ведущих операторов рынка ценных бумаг по объему клиентских операций, при этом по ряду направлений регулярно лидируем, в частности, по итогам 2020 года заняли первое место на рынке корпоративных облигаций, второе место на рынке ОФЗ, вошли в пятерку лидеров по объему торгов иностранными акциями и в топ-10 по торгам еврооблигациями на Московской бирже.

— В 2011 году вы говорили, что оказываете широкий спектр индивидуализированных

венчурную компанию, являемся их брокерами, предоставляем другие сервисы. Для «Роснано» мы являлись организатором размещения облигаций и платежным агентом. По линии АСВ востребованы услуги нашей управляющей компании и консультационные услуги. То есть мы работаем по запросу.

Вообще палитра клиентов очень расширилась: это и участники финансового рынка — банки, страховые и

присутствует на рынке, имеет хорошую подтверждаемую репутацию, у нас самый высокий международный кредитный рейтинг среди независимых российских инвестиционных компаний. Мы долгое время занимаем уверенные позиции на рынках облигаций и акций; с определенного момента стали очень активны на рынке евробондов. В целом своевременно приходим на те рынки, где начинается рост. Имеем на них серьезную экспертизу — на каждом.

С другой стороны, по всей видимости, с нами комфортно работать. Мы быстро решаем сложные вопросы: в компании нет процедуры многоступенчатых согласований, у нас многое может решаться (и решается) путем быстрой консультации с топ-менеджментом. Конечно, это создает серьезную нагрузку на тот самый топ-менеджмент, но зато обеспечивает эффективность бизнес-процессов и существенное конкурентное преимущество.

Мы прирастаем не только крупными корпоративными клиентами, но и высокостоятельными клиентами — физическими лицами. В составе группы работают две управляющие компании — «ВЕЛЕС ТРАСТ» и «ВЕЛЕС Менеджмент», которые предлагают частным клиентам гибкую и широкую линейку сервисов. Физлица традиционно приходят к нам на брокерские услуги, на доверительное управление. Появился и еще один тренд: как вы знаете, сейчас идет процесс деофшоризации. Функции, которые прежде возлагались на офшоры, сейчас выполняют ЗПИФы: это налоговое планирование, защита активов, удобство пользования, вопросы наследования, вообще решение внутрисемейных финансовых проблем.

В 2016 году появились комбинированные ЗПИФы, работать над реализацией таких задач стало совсем удобно. В результате на услуги такого

Палитра клиентов очень расширилась: это и участники финансового рынка — банки, страховые и управляющие компании, это и крупные и средние производственные корпорации, государственные компании, частные бизнесы, причем как российские, так и иностранные.

финансовых услуг «небольшому количеству крупных клиентов (в основном физических лиц)». Кто ваши клиенты сейчас?

— В плане позиционирования тоже особо ничего не поменялось: мы по-прежнему являемся компанией для крупных и крупнейших клиентов, как физических, так и юридических лиц. Правда, одно изменение произошло, причем существенное. Корпоративные клиенты у нас были и прежде, но их было меньше, чем сейчас. И сами эти клиенты сейчас качественно иные, скажем так.

— Ваши клиенты-физлица работают менеджерами в тех же самых компаниях, которые обслуживаются у вас как юрлица?

— Нет. Они иногда могут пересекаться, но не существенно. Корпоративные клиенты, которые появились в последние 5–7 лет, по большей части являются совсем новыми. Это очень серьезные, топовые компании — крупные корпорации, крупные банки, в том числе государственные. Мы обслуживаем Агентство по страхованию вкладов, АО «Роснано», Российскую

управляющие компании, это и крупные и средние производственные корпорации, государственные компании, частные бизнесы, причем как российские, так и иностранные. Можно уверенно констатировать, что фондовый рынок стал интересен самым разным субъектам экономики. Мы предлагаем корпоративным клиентам привлечение пассивов через облигационные или вексельные займы, оптимизацию бизнеса через ЗПИФы, но далеко не только это. А еще и размещение денежных остатков на фондовом рынке, инструменты хеджирования валютных рисков, которые особенно актуальны для производственных компаний — импортеров и экспортеров. Для нас расширение круга клиентов — это качественный рывок, обеспечивающий рост оборотов по разным направлениям.

Этот рост имеет органическую природу, на него работает сочетание сложившихся факторов. С одной стороны, «ВЕЛЕС Капитал» очень давно

рода приходит очень много крупных клиентов-физлиц. Мы постоянно структурируем для них очень сложные задачи. Например, человек строит торговые центры: один уже эксплуатируется и генерирует прибыль; второй готовится к сдаче; третий находится на стадии котлована. Их очень удобно упаковать в закрытый фонд, где прибыль сальдируется, и по факту на доход от первого центра строится третий, например. Бизнес получает серьезные налоговые преимущества, при этом все законно.

В общем, через закрытые ПИФы решается очень много задач, очень много клиентов идет на эти услуги.

— А старых, постоянных клиентов у вас много?

— Да, немало клиентов работает с нами больше 10 лет. А есть и такие, которые начинали сотрудничать еще в прошлом веке.

— Получается, сотрудничество вы пронесли через века.

— Именно.

— Делали ли вы попытки каким-то образом зайти в розницу?

— Мы никогда не хотели работать, скажем, по модели компаний «Финам» или БКС. Но несколько лет назад благодаря технологическому развитию компании мы сочли возможным распространить услуги и стратегии, который мы предлагаем высокостоятельным клиентам, на более широкий круг инвесторов. В рамках управляющей компании «ВЕЛЕС Менеджмент» мы запустили линейку из трех открытых паевых инвестиционных фондов, сформированных на основе разных стратегий доверительного управления крупными капиталами. По итогам прошлого года они показали очень хорошую доходность.

Надо заметить, что раньше в терминах стандартных инвестиционных продуктов мы не мыслили, исторически речь шла только об индивидуальном подходе и работе по запросу

клиента. Но в какой-то момент мы осознали, что обладаем необходимыми компетенциями для создания линейки продуктов, которые можно продавать физическим лицам дистанционно онлайн. И здесь размер инвестиций может быть минимальным, то есть каждый, кто испытывает интерес к фондовому рынку, может воспользоваться стратегиями, которые управляющие продумывают для сохранения и приумножения крупных капиталов.

На текущий момент от узконаправленных сделок с подешевевшими российскими бумагами мы пришли к торговле на глобальных рынках, участвуем в первичных размещениях по всему миру, составляем клиентам портфели и даем возможность торговать вместе с нами.

У нас есть очень интересные продукты: например, можно купить онлайн паи рентного ЗПИФа «АТРИУМ» и получать ежемесячный рентный доход. Сейчас мы готовы продавать инвестиционные продукты через агентов — банки, Московскую биржу, страховые компании, маркетплейсы. Считаем направление продаж коробочных продуктов очень перспективным.

Понадобилось два года на разработку технологической базы для онлайн-продаж, внедрения системы быстрых платежей, дистанционного открытия счетов и подключения клиентов банков-агентов. К сожалению, основная проблема, которая тормозит развитие этого направления — это высокий уровень комиссий, к которому привыкли агенты.

— Почему?

— На рынке, к сожалению, в последние годы сложилась ситуация, когда агенты, имеющие обширную клиентскую базу, не готовы работать за комиссию меньше 6–8% — причем сразу, на входе. А еще совсем недавно агентская комиссия вообще достигала 12%. На

наш резонный вопрос «что же останется инвестору?» потенциальный агент отвечает, что это не его забота. Возникает тупик.

Вообще сейчас ЦБ наконец приступил к ликвидации порочной практики продажи невнятных структурных продуктов, — таких, как ИСЖ.

Надеемся, что этот благотворный процесс позволит физическим лицам получать более качественные продукты, и продолжением этого процесса

будет снижение аппетита агентов к комиссиям.

— Что можно сказать относительно ваших собственных комиссий?

— Они абсолютно рыночные. Возможно, даже несколько ниже, чем у крупнейших российских прайвит-банков.

— Что случилось с вашими непрофильными подразделениями — девелоперским подразделением, фармацевтическим подразделением, иностранными дочками? Занимаетесь ли вы сейчас сделками с землей?

— Большинство из перечисленных направлений мы вывели за периметр финансового бизнеса. Они стали тем, чем и были изначально — самостоятельным бизнесом акционеров. Мы сделали это довольно давно и в правильный момент. При том, что часть этих направлений, между нами говоря, работает вполне успешно.

— Как вы оцениваете перспективы российского земельного рынка?

— Все-таки это уже не наша специализация. «ВЕЛЕС Капитал» занимается финансовыми рынками. Мы в свое время приобретали землю, но такого



девелопмента, которым занимались мы, уже нет на рынке. За последние годы рынок земель стал очень сегментированным — есть земли сельхозназначения, земли для малоэтажного строительства, для комплексного развития территорий и так далее.

Но мы девелопментом больше не занимаемся. Наш фокус — финансовая компания.

— В 2011 году вы говорили, что «за последние десять лет активное участие государства в экономике, агрессивный госкапитализм и жесткое вертикальное управление привели к тому, что в руках государства оказалось колоссальное количество промышленных

активов, и это проблема». Как вы оцениваете ситуацию сейчас?

— Сложный вопрос. Конечно, крупнейшим компаниям так или иначе приходится соприкасаться с государством. Но вряд ли результаты таких контактов можно оценить однозначно. Вот раньше у нас было подразделение, которое занималось сделками слияния/поглощения. В этом сегменте было очень много бизнеса, приходило много мандатов, люди покупали и продавали. А сейчас этот бизнес резко сократился. Много интересных активов покупается вне публичного поля и его традиционных операторов. Надо заметить,

что основная проблема — сокращение количества покупателей, частных инвесторов, в том числе профильных. Рынок замер.

А с другой стороны, как я уже рассказывал, крупные госкорпорации пришли к нам, в частную компанию, за целым рядом услуг. Это разнонаправленные тенденции. Оценивать их пока сложно. Просто констатируем.

— Произошли ли изменения в структуре вашего бизнеса?

— Сейчас мы предоставляем клиентам сервисы по нескольким направлениям: брокерские услуги, доверительное управление, структурные продукты, Wealth

management, размещение облигационных и вексельных займов, партнерские программы для банков, Multi Family offices, электронная торговля, индивидуальные инвестиционные счета. Легко заметить, что партнерские программы для банков или ИИСы — это новые направления.

Мы активно работаем на рынке еврооблигаций и структурных продуктов.

Еврооблигации стали востребованы в далеком 2008 году, когда произошло резкое обесценивание рубля. Появился запрос от российских институциональных клиентов на подешевевшие евробонды. Мы начали выстраивать контрагентские линии сначала с российскими крупными брокерами, которые являлись провайдерами ликвидности на рынке, затем с банками и иностранными инвестиционными домами. На текущий момент от узконаправленных сделок с подешевевшими российскими бумагами мы пришли к торговле на глобальных рынках, участвуем в первичных размещениях по всему миру, составляем клиентам портфели и даем возможность торговать вместе с нами. Евробонды включены в портфели доверительного управления нашей УК «ВЕЛЕС Менеджмент». То есть это целый отдельный сегмент бизнеса.

Мы вот уже 10 лет развиваем направление структурных нот. Эти продукты формируются по нашим поручениям в Европе у банков с кредитным рейтингом инвестиционного уровня. Они предназначены исключительно для квалифицированных инвесторов. Это довольно крупные кастомизированные сделки. Развитие рынка российских структурных продуктов в целом в свете последних решений Банка России сейчас сложно предсказать. Но, насколько мы понимаем, у регулятора никогда не было фундаментальных претензий к продажам сложных инвестиционных

продуктов продвинутым инвесторам, обладающим необходимой квалификацией и оформившим соответствующий статус.

Еще одно важное изменение: раньше в структуре большинства компаний присутствовали офшоры. Сейчас взят курс на исключение офшоров из большинства бизнес-схем, и мы тоже работаем в этом направлении: сейчас в структуре нашей компании нет юрлиц-нерезидентов, все происходит в российской юрисдикции. Это существенно, потому что российским юрлицам сейчас стало очень трудно работать с компаниями-нерезидентами, открывать счета на Кипре. Это произошло из-за ужесточения европейского законодательства в области комплаенса. Требуется такое количество подтверждающих документов, которое иной раз просто невозможно обеспечить физически. Но все равно полностью отказаться от кипрской дочерней компании мы не можем — думаю, и никто не может. Выйти в акваторию международного бизнеса можно только через европейскую компанию. В тот же Евроклир трудно войти непосредственно из России. Так что в настоящий момент лучшая связка (в частности, по налогообложению) осуществляется через Кипр.

Все сейчас ищут какую-то другую юрисдикцию, столь же удобную. «Ищут пожарники, ищет милиция», — как в известных стихах, но пока никто не нашел.

— Каковы ваши стратегические цели?

— Мы всегда идем от запросов клиента, от рынка. Не формализуя цели через количественные индикаторы. Органический рост — кажется, так это называется. □

СПРАВКА. По итогам 2020 года инвестиционная компания «ВЕЛЕС Капитал» заняла первое место среди ведущих операторов Московской биржи по объему торгов корпоративными облигациями, который достиг 883 млрд рублей. В тройку лидеров также вошли ВТБ (679 млрд рублей) и Сбербанк (634 млрд рублей). По данным Московской биржи, обороты «ВЕЛЕС Капитала» на рынке ОФЗ (все режимы торгов) превысили 1,2 трлн рублей, обеспечив компании 2-е место в рэнкинге ведущих операторов. «ВЕЛЕС Капитал» занимает 21-е место среди операторов Московской биржи по объему торгов акциями и паями, который составил около 270 млрд рублей, входит в топ-5 операторов по объему торгов иностранными акциями и в топ-10 операторов валютного рынка.

По совокупному объему клиентских операций на фондовом рынке «ВЕЛЕС Капитал» занимает 9-ю строчку годового рэнкинга с торговым оборотом около 9,1 трлн рублей (рост за год составил 36%).

За последние 5 лет компания стабильно входит в десятку лидеров по клиентским операциям, а также: в топ-3 по объему торгов корпоративными облигациями, в топ-10 по объему торгов ОФЗ, в топ-20 по объему торгов акциями.


ВДОХНОВЕНИЕ В ЦВЕТЕ!

ПАРАДИЗ®

ПРЕПРЕСС · ДИЗАЙН · ТИПОГРАФИЯ

+7 (495) 755 24 10

info@paradiz.ru  www.paradiz.ru

 Москва, Ленинградский пр-т, дом 47, офисы 916, 920, 924
Мос. обл., г. Краснознаменск, ул. Парковая, дом 2а



Офсетная печать



Цифровая печать



Широкоформатная
и интерьерная печать



Послепечатные
работы



Дополнительные
услуги



Дизайн и допечатная
подготовка

Типография Парадиз – современная типография полного цикла. Мы предлагаем своим клиентам полный перечень полиграфических услуг и являемся лидерами в этой сфере.



РЕКЛАМНАЯ ПОЛИГРАФИЯ

брошюры, каталоги,
буклеты, газеты,
листочки, пакеты,
плакаты, флаеры,
афиши, журналы,
постеры, комплексные
заказы



ДЕЛОВАЯ И ПРИКЛАДНАЯ ПОЛИГРАФИЯ

визитки, блокноты,
ежедневники, папки,
бланки, открытки,
конверты, кубари,
фотокнижки, планинги,
гарантийные талоны,
инструкции, годовые
отчеты, книги



КАЛЕНДАРНАЯ ПРОДУКЦИЯ

квартальные,
настенные, карманные,
настольные,
перекидные,
календари-плакаты,
календари-домики,
календари-магниты,
календарные блоки



POS - МАТЕРИАЛЫ И УПАКОВКА

хенгеры, шелфтокеры,
вобблеры, коробки,
этикетки, наклейки,
пакеты, холдеры,
выкраски, подставки,
ценники, вкладыши,
конверты



НАРУЖНАЯ РЕКЛАМА

баннеры, таблички,
плакаты, постеры,
мобильные стенды,
штендеры, вывески,
чертежи, картины,
ростовые фигуры





Татьяна Амброжевич

старший вице-президент, руководитель офиса рынков долгового капитала Росбанка

На гребне волатильности

ЗЕЛЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ – САМЫЙ ПОНЯТНЫЙ ИНСТРУМЕНТ ДЛЯ РЕАЛИЗАЦИИ ПРОЕКТОВ С ЭКОЛОГИЧЕСКОЙ СОСТАВЛЯЮЩЕЙ

Татьяна Амброжевич, старший вице-президент, руководитель офиса рынков долгового капитала Росбанка, рассказывает Ирине Слюсаревой о том, каковы правильные способы выхода иностранных эмитентов на российский рынок госдолга и что этот выход дает рынку и эмитенту; а также поясняет, зачем рынку нужны инновации.

Фотографии Павел Перов

— Татьяна, каковы основные итоги прошлого года для вашего департамента?

— Для российского рынка долгового капитала (как и российского финансового рынка в целом) 2020 год стал одним из самых турбулентных и непредсказуемых. Тем не менее даже на таком рынке у нашего департамента было много работы, мы провели 15 сделок, общий объем которых составил около 200 млрд рублей.

Причем получилось провести несколько важных, неординарных, знаковых сделок, об этом еще поговорим. В целом мы работали, смею думать, успешно, поскольку нам было вручено несколько важных и престижных профессиональных наград. В частности, мы получили четыре награды на конкурсе Cbonds Awards 2020,

наиболее значимом для участников российского рынка бондов. Росбанк признан одним из лучших организаторов выпуска облигаций в трех номинациях: «Лучшая сделка первичного размещения ретейлера» (выпуск облигаций розничной сети «Магнит»); «Лучшая сделка первичного размещения в металлургии» (выпуск облигаций ХК «Металлоинвест»); «Дебют года» (выпуск казначейских облигаций Республики Казахстан). Кроме того, аналитическая команда Росбанка вошла в тройку лидеров в номинации «Лучшая аналитика по рынку облигаций».

— Сделка с казначейскими облигациями Казахстана относится к категории знаковых? Чем она важна?

— Это крупнейший дебютный выпуск облигаций иностранного эмитента на локальном рынке

гособлигаций. Таким образом, иностранный эмитент, в лице Республики Казахстан, тестировал российский рынок: продолжение таких размещений нам желательно, но оно очевидно зависит от результатов теста.

Росбанк в этой сделке выступил одним из организаторов выпуска и агентом по размещению, ответственным за техническое размещение государственных облигаций и последующие расчеты.

Министерство финансов Республики Казахстан разместило на российском рынке три выпуска государственных облигаций — на общую сумму 40 млрд рублей, на сроки 3, 7 и 10 лет. Примечательной была не только сумма, но также инновационный двойной листинг сразу на двух биржах — MOEX и Astana International Exchange Limited. На размещение пришло много инвесторов, организаторы работали слаженно, это дало рекордно низкие спреды к ОФЗ, что следует считать еще одним плюсом.

Но самое важное — «тест» показал положительные результаты. Это размещение Минфина РК заложило фундамент для создания на российском рынке «нового» класса долгового инструмента — облигаций суверенных заемщиков с высоким уровнем кредитного рейтинга. Теперь мы вправе ожидать, что удачный дебют подтолкнет к более решительным шагам и других зарубежных эмитентов, рассматривающих российский локальный долговой рынок как одну из потенциальных площадок для привлечения финансирования.

— Что происходило с отечественным рынком облигаций в целом: можно уверенно предположить, что 2020 год не был спокойным?

— На публичном долговом рынке периодами наблюдалась действительно высокая волатильность. Серьезное влияние оказал фактор пандемии.

Также существенную роль в рыночной динамике в 2020 году играла политика Банка России. Как и многие другие мировые центробанки, российский регулятор был вынужден реагировать, прежде всего, на последствия пандемии. На то, как она влияет на финансовое и экономическое состояние государства.

Следует заметить при этом, что цикл снижения ставок Банк России начал раньше. С декабря 2019-го по июль 2020 года ключевая процентная ставка снизилась с 6,50 до 4,25 %.

За период карантина спреды выросли в 2 раза, что снизило деловую активность. Далее они начали возвращаться к прежнему уровню, сопровождаясь антикризисными мерами со стороны регулятора. Начался процесс восстановления.

Это очень серьезное движение. Тренд повлиял на рынок: число эмитентов рыночных корпоративных облигаций (по данным агентства АКРА) увеличилось на 40%, а количество эмиссий компаний — на 50%.

Но процесс не был плавным, скажем так.

В период с начала апреля до конца июня 2020-го года рыночная активность была практически равна нулю. Рынок ожил только в июле: были проведены сравнительно успешные аукционы ОФЗ. После них стало ясно, что упадка, сравнимого с весенним, в перспективе нет. Это, в итоге, подвигло компании постепенно вернуться к своим планам облигационных займов.

Тем не менее, в августе российскому рынку был брошен новый вызов: обострившаяся геополитическая обстановка, которая привела к введению новых санкций против российских компаний. Это отрицательно сказалось на интересе инвесторов к российским

ценным бумагам и, как следствие, был замечен рост доходностей по облигациям, что привело к снижению деловой активности на рынках долгового капитала.

В августе Минфин объявил о планах по рекордному займу размером в 5 трлн рублей, что сильно удивило рынок. Тем не менее, ряд корпоративных сделок был отложен до «лучших времен». Большинство эмитентов перешло в режим мониторинга: стали ждать нового инвестиционного окна, внимательно следить за новыми раз-

мещениями госдолга, несмотря на то, что июльская активность показала потенциально высокий спрос на бумаги эмитентов финансового сектора.

У нас тоже был свой пайплайн, мы тоже ждали благоприятного момента для выхода на рынок. В итоге этот момент наступил осенью, когда и была проведена одна из самых ярких сделок года — дебютное размещение облигаций республики Казахстан, в котором Росбанк выступил одним из организаторов, а также агентом по размещению на московской бирже.

Тем не менее, итоги года для всего рынка не стали столь провальными, какими могли бы быть. Объем рынка увеличился на 7% по данным RaExpert. В 2021 году планируется значительный объем погашений и офферт. Традиционно преобладают будут банки и финансовые институты, а также нефтегазовая отрасль.

— Как все это повлияло на стоимость заимствования?



— За период карантина спреды выросли в 2 раза, что снизило деловую активность. Далее они начали возвращаться к прежнему уровню, сопровождаясь антикризисными мерами со стороны регулятора. Начался процесс восстановления, но на данный момент мы так и не пришли к уровню января, так как пандемия все еще продолжается. К тому же, важным моментом стало то, что в июне-июле ЦБ на одном из заседаний снизил ключевую ставку на 25 б.п., что было положительно воспринято рынком и снизило стоимость заимствования.

— Вы стали довольно активно промоутировать зеленые облигации — можете это прокомментировать?

— Наша материнская группа — Societe Generale — на международной арене занимает лидирующие позиции как организатор подобных сделок. Конечно же, мы считаем это рынок перспективным. Мировая практика эту оценку подтверждает.

На Западе рынок «зеленых» облигаций развивается стремительными темпами. За последние пять лет это стало устойчивым трендом. По данным агентства АКРА, совокупный объем мирового рынка увеличился с 3,1 млрд долларов в 2012 году до 829 млрд долларов к апрелю 2020 года. На рынок выходит все большее количество эмитентов с разной отраслевой и географической принадлежностью. О первой эмиссии уже объявили Грузия, Казахстан и Украина.

В настоящее время совокупный мировой объем зеленых облигаций составляет 257 млрд долларов, аналитики прогнозируют, что в скором времени он достигнет отметки в 400 млрд.

Повышенный интерес к «зеленому» финансированию объясняется тем, что в связи с пандемией особенно актуальной для участников рынка стала тема

устойчивого развития. Например, 2 апреля 2020 года New Development Bank для финансирования борьбы с коронавирусом успешно разместил на китайском межбанковском рынке 3-летние облигации в юанях, удалось привлечь 5 млрд юаней. Цель выпуска — поддержать китайское правительство в финансировании расходов на здравоохранение в провинциях Хубэй, Гуандун и Хэнань, которые больше всего пострадали от COVID-19. Вырученные средства будут полностью использованы для финансирования кредита Китайской Народной Республике по программе чрезвычайной помощи в размере 7 млрд юаней,

На Западе рынок «зеленых» облигаций развивается стремительными темпами. По данным агентства АКРА, совокупный объем мирового рынка увеличился с 3,1 млрд долларов в 2012 году до 829 млрд долларов к апрелю 2020 года.

утвержденного Советом директоров Банка 19 марта 2020 года.

Причем со стороны инвесторов к «коронавирусным» облигациям генерировался серьезный спрос: итоговая книга составила более 15 млрд юаней, это более чем в 3 раза превысило предложение.

— А что в России?

— В России реализованных серьезных проектов почти нет. Когда про это только начинали говорить, интереса у российских инвесторов к зеленым облигациям не было вообще. Для успешного движения в этом направлении стране нужны стандарты и, пожалуй, желание создавать проекты с серьезной экологической составляющей.

В последнее время ситуация стала меняться в лучшую сторону. В июне 2019 года Министерство экономического развития РФ внесло на рассмотрение проект федерального закона о

публичной нефинансовой отчетности, которой обязывает компании осуществлять отчетность в рамках ESG (экология, социальная ответственность, корпоративное управление). Министерство также заключило соглашение с международной финансовой группой Societe Generale о взаимодействии в области развития устойчивого финансирования.

Тогда же, в 2019 году, первые выпуски зеленых и социальных облигаций были размещены на Московской Бирже (в секторе устойчивого развития, он как раз тогда появился). А в мае 2020 года были приняты новые стандарты эмиссии с определением

требований к данному виду облигаций.

Сегодня в России объективно существуют определенные препятствия для развития зеленых проектов: недостаточно внутренней экспертизы; отсутствует полноразмерное правовое регулирование данного сектора. Также нет единой системы идентификации зеленых проектов, у многих корпораций отсутствуют внутренние политики, связанные с зеленым и социальным финансированием. Из-за этого эмитенты не готовы оценивать подобные проекты и выпускать под них облигации.

— Но ведь выпуск «зеленых» облигаций с очевидностью обойдется эмитенту дороже: можно ли обойти этот резон, имеющий чисто экономическую природу?

— Эмитенты и в самом деле несут при организации зеленых выпусков допол-



нительные затраты: на получение независимого заключения, оценку зеленых проектов и предоставление дополнительной отчетности. Изменить ситуацию могут меры по стимулированию «зеленого» финансирования не только для инвесторов, но и для эмитентов.

Росбанк как часть международной финансовой группы Societe Generale поддерживает более широкое раскрытие информации в качестве действенного способа развития рынка зеленых облигаций. Обязательное раскрытие простимулирует инвесторов формировать политику устойчивого финансирования, распределяя часть портфеля на финансирование экологических проектов.

Зеленые облигации — самый понятный инструмент для реализации таких проектов.

— А стимулировать развитие рынка своим примером планируете?

— Росбанк планирует в ближайшем будущем зарегистрировать дебютный выпуск «зеленых» или социальных биржевых облигаций. Эмиссия будет соответствовать не только стандартам Банка России и правилам листинга Московской биржи, но и последним международным практикам в этой сфере.

В целом мы настроены весьма амбициозно. Видим себя одним из крупнейших игроков на российском рынке для привлечения целевого финансирования

компаниями, реализующими проекты природоохранного и социального значения. Стремимся формировать соответствующие бизнес-практики. В частности, Росбанк предложил целый ряд инициатив в сфере ESG, а именно:

- полное или частичное освобождение от налога на прибыль инвесторов в части полученного процентного дохода по таким облигациям;
- специальный подход по нагрузке на капитал банков, инвестирующих в такие облигации;
- включение зеленых облигаций в Ломбардный список, в том числе, с пониженным дисконтом;



- освобождение зеленых и социальных облигаций, выпущенных банками, от обязательного резервирования в Центральном Банке РФ;

- внедрение обязательного раскрытия информации институциональными инвесторами касательно политики ESG и инвестиций в соответствующие проекты/инструменты.

— Возможно, вы планируете еще какие-то новаторские сделки, инструменты?

— Не только планируем. В октябре прошлого года вступили в силу поправки в закон о рынке ценных бумаг. Они устанавливают понятие структур-

ных облигаций, которые могут выпускаться без полной защиты капитала (соответствующий закон подписан 18 апреля 2020 года). Этот инструмент хорош своей гибкостью: при определенных условиях выплаты по нему могут быть выше, чем по фиксированному купону, но возможно и погашение по цене ниже номинала.

А уже 20 января 2020 года Банк России зарегистрировал выпуск структурных облигаций ПАО «РОСБАНК» на сумму 10 млрд российских рублей. Это первый за всю историю российского публичного долгового рынка выпуск облигаций на основе корзины кредит-

ных рисков без 100% защиты капитала. Наши структурные облигации являются аналогом европейских CLN (credit linked notes), этот инструмент вполне соответствует самым передовым финансовым практикам.

Таким образом, на нашем счету — еще один продукт, который для локального рынка является новаторским и востребованным.

Будем и дальше вносить новизну, экспертизу и творчество в работу российского долгового рынка. В соответствии с практиками и ценностями группы Societe Generale. ■

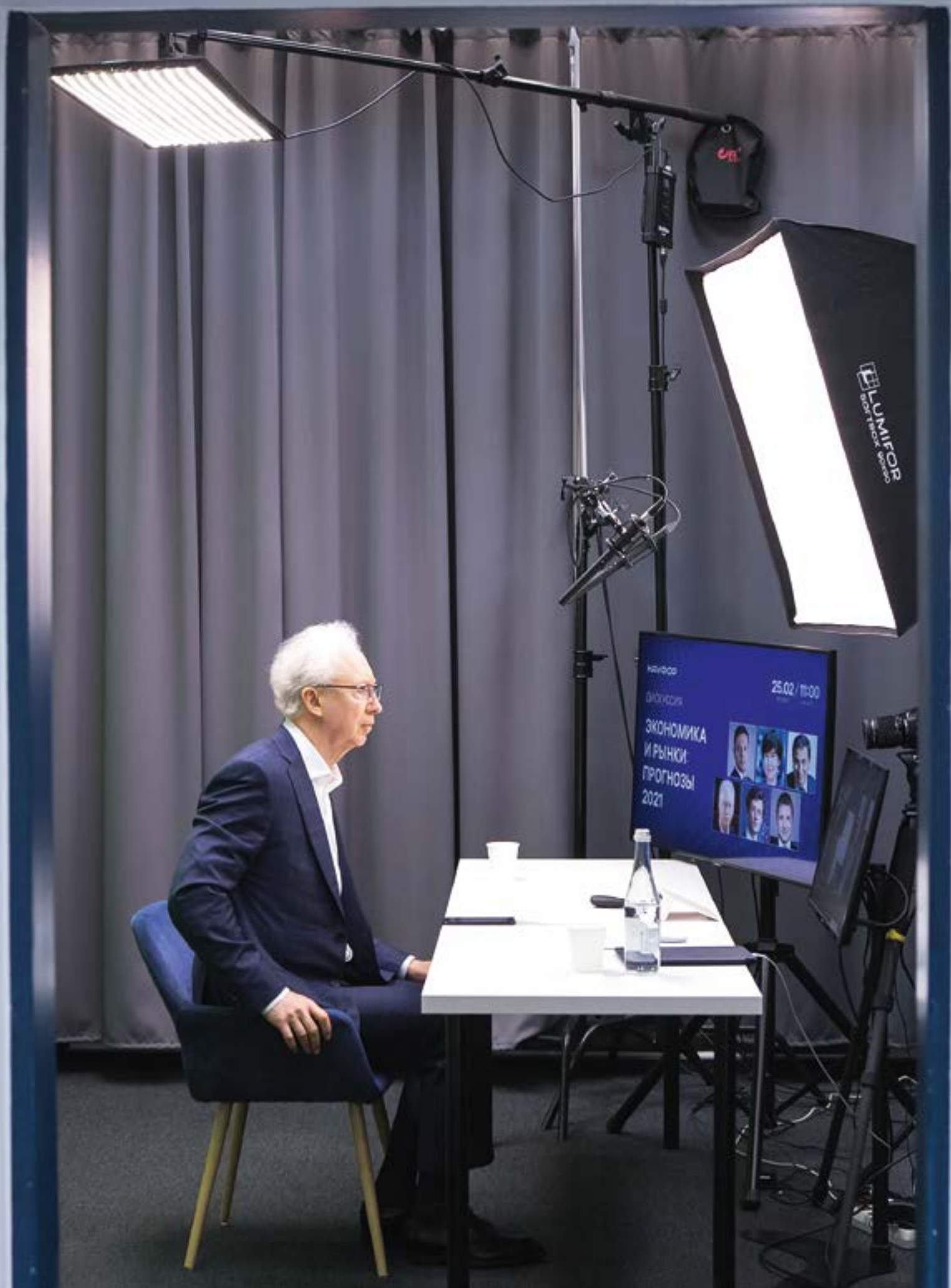


Онлайн – это шанс выступить лучше!

Онлайн-трансляции, вебинары и видеосъёмка
со студийным звуком и картинкой как на TV

Возьмем на себя все технические и организационные работы

+7 (926) 275-87-47 | cinecast5@gmail.com | cinecast.ru



Что означает сомнение

НАУФОР провела в формате онлайн аналитическую дискуссию «Экономика и рынки: прогнозы 2021» с Олегом Вьюгиным

Фотографии Павел Перов

Участники: Максим Ачкасов (инвестор); Владимир Брагин (директор по анализу финансовых рынков и макроэкономики УК «Альфа-Капитал»); Ярослав Лисоволик (глава аналитического управления SberCIB); Яков Миркин (заведующий отделом международных рынков капитала ИМЭМО РАН); Наталия Орлова (главный экономист АО «АЛЬФА-БАНК»).

Модератор — Олег Вьюгин (председатель совета директоров НАУФОР).

Олег Вьюгин. Уважаемые слушатели, рад вас приветствовать, а экспертов хочу поблагодарить за то, что они согласились принять участие в разговоре. Я назвал это разговором потому, что хотел бы провести не формальную панельную дискуссию, когда один и тот же вопрос последовательно адресуется каждому участнику. А как бы просто поговорить, без жесткого регламента. Темы я буду обозначить и, может быть, немножко заострить, чтобы было интереснее отвечать.

Общая тема: «Макроэкономика и рынки-2021». В этом году я решил разделить разговор, условно, на две части. Первый блок — преимущественно об экономике, второй блок — преимущественно о рынках. Но, поскольку все пересекается, то нет задачи эти темы четко разделить и развести в разные углы. Давайте начнем с разговора преимущественно об экономике.

Я уверен, что в части экономики у всех были очень позитивные ожидания: несмотря на то, что пандемия есть и движется волнами, но после тягелого кризиса апреля-мая явно идет экономическое восстановление. Давайте хотя бы взглянем на график движения валового внутреннего продукта Германии: он подтверждает восстановительное движение. Поверьте мне, практически так же выглядит подобный график для Соединенных Штатов. Примерно так же, и даже еще покруче, он выглядит для Китая. Для России он не такой четкий: у нас тоже имело место некое V-образное восстановление, но гораздо более мягкое и менее выраженное.

То есть это я к чему? К тому, что спорили, какое именно будет восстановление после снятия самых серьезных карантинных — V-образное ли, L-образное или еще какое-то. Но факты доказывают, что оно скорее все-таки V-образное. И это, конечно вселяет оптимизм.

Поэтому я предлагаю участникам сначала высказать мнение относительно позитивного сценария 2021 года. На каком уровне завершится период послепандемийного восстановления в 2021 году? Полностью ли мы пройдем восстановление — или еще останется что-то на 2022 год? На эту тему тоже идет много дискуссий. Правда, применительно к одной стране может быть один результат, применительно к другой стране — другой результат, но, тем не менее, в целом для мировой экономики складывается общая картинка.

Далее. Когда мы рассуждаем позитивно, то всегда следует подумать и о том, на чем можно споткнуться? На самом деле какая-нибудь подножка в течение года очень вероятна. Вот будет ли она, и что именно это может быть? Вот первый блок нашего разговора, предлагаю с него начать.

Есть ли желающие сразу выступить, или мне надо назначать первого, второго, третьего выступающего? Я хочу превратить это просто в разговор.

Ярослав Лисоволик. Коллеги, может быть, я два слова скажу для начала. Потом на меня обрушится праведный гнев всех присутствующих, и дискуссия станет намного более активной.

По поводу динамики восстановления — очень сложный вопрос. Мне кажется, что неопределенность остается. Многие считают, что значительная часть восстановления должна произойти в этом году, но это неочевидно. Собственно говоря, прошлый год в этом плане достаточно иллюстративен: многие на первых этапах кризиса считали, что все ограничится, возможно, 2020-м годом.

Но оказалось отнюдь не так. Мне кажется, помимо общей экономической динамики, намного более интересным является вопрос: а что собой представляет экономический рост, который мы видим сейчас и увидим в дальнейшем? Этот рост может быть более дифференцированным: какие-то секторы экономики будут восстанавливаться быстрее, а какие-то будут испытывать долгосрочный остаточный эффект кризиса (возможно, это будет касаться в том числе и сектора услуг). Но в любом случае посмотреть на дифференциацию восстановления по секторам было бы достаточно интересно.

Подводных камней много. И в мутной среде, которой сейчас являются мировые рынки и мировая экономика, эти подводные камни не всегда заметны. Наверное, рано или поздно всплывут проблемы долга. Последствия тех беспрецедентных масштабных стимулов, которые мы видели в последнее время, приведут к определенным издержкам, как было и в предыдущей фазе кризиса 2008–2009 года.

Еще один фактор неопределенности — торговые войны и то, что произойдет с торговыми ограничениями в течение этого года. Мне кажется, что это тоже серьезная развилка. С одной стороны, может произойти нормализация отношений между США и Китаем. Но есть и возможность того, что это противостояние будет более острым. Последние новости со стороны и США, и Китая пока что отнюдь не успокаивают. Ну вот, такие достаточно общие замечания, для начала дискуссии.

Олег Вьюгин. То есть, вы назвали долговую проблему, которая уже давно не уходит из мирового ландшафта, и отметили также торговые войны. Хорошо. Давайте дальше посмотрим.

Владимир Брагин. Я бы немножко на другом акцентировал внимание.

Ярослав говорил об остаточном эффекте. Я бы это назвал по-другому. Тот факт, что некоторые отрасли оказались под более сильным ударом, а некоторые, соответственно, имеют больший потенциал для восстановления, — это ситуация, характерная для так называемых структурных изменений в экономике. Соответственно, это говорит о том, что мы наблюдаем не просто циклический спад, который можно быстро вернуть в обратную сторону. Для того чтобы снова задействовать те ресурсы, которые освободились во время кризиса (трудовые и другие ресурсы), потребуется больше времени, чем это может сейчас показаться. Первый этап восстановления, конечно, V-образный, но в дальнейшем, мне кажется, этот эффект будет очень сильно замедляться. Как мне кажется, восстановительный рост в дальнейшие годы будет гораздо более медленным, чем это было даже после кризиса 2008 года.

Второй момент, конечно, долговые проблемы. Мы на это постоянно обращаем внимание, когда говорим, в частности, о развивающихся рынках. Некоторые развивающиеся рынки вызывают серьезное беспокойство.

Олег Вьюгин. Значит, в принципе, вы согласны, что V-образная реакция есть, но это не означает, что мы вернулись к той жизни, которая была до пандемии? **Владимир Брагин.** Я думаю, что на траекторию долгосрочного роста мировая экономика все-таки будет возвращаться дольше, чем один-два года. Наверное, мы быстро вернемся на уровни позапрошлого-прошлого года. Может быть, по отдельным секторам — вернемся еще до конца 2021 года. Но возврат к траектории дальнейшего потенциального роста ВВП займет больше времени, чем это сейчас видится.

Яков Миркин. Я попытался определить вероятности разных сценариев. Потому что понятно, что все сценарии воз-

НАУФОР

ДИСКУССИЯ

ЭКОНОМИКА И РЫНКИ: ПРОГНОЗЫ 2021



можны. V-образному возобновлению роста, который нам сулил МВФ, я дал бы вероятность где-то 10–15%. Мне кажется, все-таки недооцениваем удар, который получили крупные экономики в конце осени 2020 и зимой этого года. Вероятность сценария перехода к росту «большой семерки» — где-то 25–35%. Может быть, у меня депрессивный взгляд на рынки, но мне кажется, что мы можем увидеть в этом году и третью волну пандемии. Можем увидеть и «черного лебедя». А финансовые глобальные рынки крайне нестабильны, в воздухе ощущается высокая концентрация рисков. Поэтому могут рассматриваться и негативные сценарии, когда мы вновь

увидим переход либо к умеренным, либо даже к более крупным отрицательным значениям, либо даже к сценарию «черного лебедя». И вероятность такого хода событий — десятки процентов, с моей точки зрения.

Не говоря уже о резком росте долгов, который произошел во время пандемии, о наращивании эмиссии. Все это создает в финансовой сфере сверхконцентрацию риска, который может перекинуться и в область производства. Это тревожная атмосфера, и я бы не переоценивал позитивные ожидания.

Олег Вьюгин. Я специально вас процитировал на позитив, он вызывает желание проанализировать, а так ли все

позитивно, как кажется. Прилет «черного лебедя» можно ощущать, но мало кто его конкретно описывает. Яков, из ваших слов я понял, что у вас есть ощущение рисков, но что за «лебедь» конкретно прилетит...

Яков Миркин. Если обратиться к базе данных, где учитываются различные катастрофы, бедствия глобального масштаба, которые имеют системный характер, то очень хорошо видно их нарастание год от года, где-то начиная с 60-х годов. Поэтому — да, действительно, может случиться какое-либо непредвиденное крупное бедствие, которое вернет экономику на отрицательную траекторию.

Второй «черный лебедь», я о нем уже говорил, — сверхконцентрация финансовых рисков.

Вот две области, они очевидны. Наверняка есть и другие области, которых мы просто не понимаем, потому что у нас нет достаточной информации. Конечно, мы все видим нарастание военно-политических рисков, геополитическую напряженность. Мы надеемся, что ничего не случится, но, тем не менее, это реально существует, и мы тоже можем об этом говорить как о возможном «черном лебеде».

Наталья Орлова. Коллеги, можно я включусь? Мне кажется, одна из разновидностей лебедей — зеленый лебедь. С одной стороны, действительно есть ощущение тревожности, в значительной степени оно связано с тем, что происходит структурная трансформация. Наверное, вопрос траектории восстановления интересен в плане того, реализуются ли прогнозы или нет, и насколько быстро мир вернется к уровню 2019 года. Но, по-моему, сейчас все-таки происходит восстановление в рамках еще старой модели. Чтобы не допустить серьезного разрастания кризиса, все силы брошены на то, чтобы помочь экономике восстановиться в еще старой модели.

Но уже появляются новые дискуссии. Тема ESG, «зеленая» тема, которая год-два назад обсуждалась в очень узких кругах, применительно к небольшому числу секторов, сейчас уже разрастается в предложения по макропруденциальному регулированию в масштабах, наверное, даже мировой финансовой системы.

Олег Вьюгин. А почему именно сейчас?

Наталья Орлова. Пандемический шок является разновидностью экологических шоков в какой-то степени. Мне кажется, что теперь вся экономика будет работать с пониманием, что кризис может случиться каждый год. Он может

быть связан (как мы увидели в 2020-м) с факторами, которые никто не может предсказать: он может быть климатическим, он может быть медицинским, технологическим (о чем говорил Яков Миркин), любым. Появилось новое ощущение вмененных издержек, с которыми экономика должна дальше развиваться. С одной стороны, это, безусловно, сделает структурную трансформацию более сложной. С другой стороны, это интересные новые темы, которые, наверное, могут дать в будущем увеличение производительности труда.

Все-таки структурная трансформация — это не только уход старых отраслей, но также возникновение, быстрое развитие новых отраслей.

Олег Вьюгин. Да, прогрессивные политики задумались о хрупкости нашего мира, о хрупкости человека. Казалось, что все прекрасно, мы живем в прекрасном мире, делаем что хотим. Но какой-то небольшой вирус, появившийся неизвестно из какой пещеры, может так потрясти экономику, что потом надо будет выбирать из этого несколько лет. Я так вашу мысль понял. Ну да, это, конечно, так. «Зеленый лебедь» сейчас стал очень активно взлетать.

Владимир Брагин. Можно небольшую реплику по поводу ощущения тревожности? Уровень тревожности связан не только с объективными явлениями, но может быть и субъективным. Сейчас по ряду активов соотношение риска и доходности находится на очень-очень непривычно низких уровнях, особенно после того, что мы видели в 2020 году. Уровень тревожности возникает, в том числе, от состояния рынков. Есть ощущение, что после того, как все выросло, продолжаться этот тренд не будет. Большие массы инвесторов-физлиц, которые за последний год вышли на рынок, могут стать новым источником риска, могут очень сильно дополнительно дестабилизировать ситуацию.

Но можно ли говорить о том, что сейчас ситуация в части рисков принципиально отличается от того, что мы видели год назад? Честно говоря, я бы так не сказал. За время работы на рынке я приобрел определенный опыт. Сейчас у меня такое ощущение, что ситуация не сильно отличается от того, что было в прошлые разы в похожих ситуациях: когда рынки были на максимумах и было непонятно, чего ждать дальше. Я бы не говорил, что сейчас особая ситуация, которой прежде никогда не было.

Ярослав Лисоволик. По поводу того, что говорила Наталья. Хотел с ней согласиться: действительно, мы являемся свидетелями достаточно серьезной трансформации, и она открывает определенные возможности. Но даже если эта трансформация будет развиваться, то она запоздала. Во многом то, что происходило с мировой экономикой в рамках и текущего кризиса, и несколько ранее, — это своего рода плата за недоинвестирование в долгосрочные структурные проблемы, которое давно назрело и которое постоянно откладывалось. Мировая экономика слишком концентрировалась на краткосрочных ориентирах. Многие из обсуждаемых сейчас «черных лебедей» (будь они связаны с экологией или, может быть, с кибербезопасностью) — это риски системные. Они могут взаимно усиливаться. Кумулятивно фактор риска (может быть, даже не всегда заметный для рынков) будет усиливаться и оказывать долгосрочное давление на мировую экономику. Придется инвестировать в экологию, кибербезопасность, инфраструктуру, целый ряд других сегментов. Это своего рода догоняющее развитие мировой экономики. Причем даже если все необходимые инвестиции будут происходить, это не означает, что риски будут успешно купированы.

Максим Ачкасов. У меня несколько замечаний к тому, что сказали коллеги. Я полностью согласен с двумя основными тезисами: и что в экономике очень много неопределенностей, и что экономика проходит сейчас этап больших структурных изменений.

Но я хотел бы обозначить, может быть, один из самых важных факторов, который будет влиять на экономику в ближайшее время: достижение человечеством коллективного иммунитета в вопросах пандемии. Сегодня можно однозначно сказать, что вакцинация проходит гораздо хуже и медленнее, чем предполагалось в конце года. Есть страны, у которых не хватает вакцин, есть страны, у которых не хватает денег на покупку вакцин. В ведущих странах на сегодняшний день существует ограничение инфраструктуры по доставке и хранению вакцин. Но можно с большой вероятностью утверждать, что все-таки в 2021 году человечество достигнет коллективного иммунитета в какой-то момент.

Что касается экономического роста, то сегодня большинство коллег, с которыми я общаюсь, считает, что экономика выйдет на ускорение во втором полугодии. Один из факторов (мне он кажется одним из главных факторов риска сегодня) — разбалансировка экономики. На сегодняшний день в экономике происходят несколько процессов одновременно, они оказывают разнонаправленное влияние. Прежде всего, кризис здравоохранения, который вызван коронавирусом. Начался процесс вакцинации, но он идет не так прямо, как хотелось бы. Параллельно в мире существует климатический кризис, связанный с всемирным потеплением, который никуда не уходит и который все больше и больше начинает оказывать влияние на экономику, на отдельные индустрии, на страны.

Во многих странах сейчас происходит выход из локдауна, который уже спровоцировал скачок инфляции. То есть мы наблюдаем появление отложенного спроса. И, как коллеги заметили, сегодня рынки акций и облигаций перегреты, но при этом центральные банки продолжают впрыскивать ликвидность.

Все эти тренды оказывают разнонаправленное влияние на экономику, и мы сегодня не знаем, из какой страны может прилететь «лебедь» и какого цвета. Поэтому я думаю, что процесс нормализации экономики и восстановления не будет простым.

Олег Вьюгин. Не будет простым. Давайте попытаемся все-таки ответить на вопрос — почему именно? Инфляция? Долговой кризис?

Владимир Брагин. Наверное, инфляция все-таки. На мой взгляд, это сейчас действительно та вещь, которая может очень сильно выстрелить и сильно поменять расклад на глобальных рынках. Хотя это далеко не стопроцентный сценарий, скорее вариант «черного лебедя».

Помните, после кризиса 2008 года ФРС так или иначе намекала на то, что неплохо бы разогнать инфляцию. Что делать с высокой инфляцией, они примерно представляют. А вот в условиях низкой инфляции и слабой экономики уже не очень понятно, как действовать. Сейчас мы видим скачок цен производителей в США, мы видим скачок инфляции в ряде развивающихся стран, в том числе в России. Самое неприятное в этой ситуации, что это инфляция все-таки предложения, а не спроса. Борьтсь с ней ужесточением денежно-кредитной политики не очень правильно, с одной стороны.

С другой стороны, если брать развивающиеся экономики, обремененные большим долгом, то инфляция — один из путей сокращения долговой нагрузки. То есть в случае реального обесценивания долга общая долговая нагрузка, так

или иначе, будет снижаться (понятно, что при более-менее вменяемой бюджетной политике).

Поэтому ситуация с инфляцией, на мой взгляд, в ближайшие годы может очень сильно удивить. Мы почти 10 лет жили в парадигме, что инфляции нет. Если сейчас эта парадигма поменяется в обратную сторону, то на мой взгляд, это будет, иметь очень серьезные последствия и для прогнозов по долларovým ставкам, и в части того, как инвесторы будут оценивать рынки акций, реальные активы. Это может очень сильно поменять практически весь расклад и на долговых рынках, и на рынках акций. На мой взгляд, из глобальных изменений — это, наверное, самое сильное.

Потому что если мы говорим про торговую войну США с Китаем, то, на мой взгляд, это нормальное экономическое взаимодействие двух стран. Это конкуренция с использованием всех возможных методов. Она никуда не денется, но это скорее эндогенный фактор, который связан с тем, что появилось две мощные экономики, которые начинают так или иначе конкурировать. Так или иначе они будут и дальше конфликтовать на разных уровнях.

А вещи, связанные с инфляцией, с коронавирусом — системные и будут оставаться таковыми в течение длительного времени.

Олег Вьюгин. Понятно. Инфляция — достаточно понятное следствие беспрецедентной войны с пандемией, когда в ход шли любые инструменты. Когда любую палку, которая раньше валялась без употребления, надо было хватать и бить ею врага, не глядя на то, какие могут быть последствия. Это был период 2020 года. Отрицательные ставки — пожалуйста, нулевые ставки — пожалуйста, количественное смягчение — сколько подать? Потому что не задумывались, потому что страшно было.

Сейчас, наверное, начнется период осознания: будут ли у этих действий какие-то последствия? И если будут, то в какой форме. Понятно, инфляция — первое, что приходит в голову. И, действительно, это может смягчить долговую проблему в каком-то смысле. Как — вопрос пока закрытый. Но мы попробуем к этому вернуться во втором блоке вопросов, где больше будем говорить о рынках, там это будет более уместно.

А сейчас хотелось бы все-таки попробовать найти еще какие-то экономические факторы, которые снизят уровень нашего оптимизма.

Сейчас уже есть ощущение, что вирус не так уж важен. Все-таки крупнейшие экономики выбрали путь: будем болеть, будем умирать, но экономика важнее. Вслух никто этого не сказал (и никогда не скажет), но реально ровно так все и происходит. За некоторыми исключениями. Поэтому даже если третья волна коронавируса будет, то я бы ее не считал аргументом, который разрушит наши позитивные ожидания от экономического роста. Инфляция — может. Что еще может разрушить?

Максим Ачкасов. А можно несколько цифр подбросить для коллег...

Олег Вьюгин. Давайте. Цифры — это всегда хорошо.

Максим Ачкасов. ...чтобы начать дискуссию. На сегодняшний день большинство профессионалов, управляющих фондами на Западе, считают, что в ближайшие год-два мы увидим изменения в самом главном тренде на сегодняшний день: тренд дефляции поменяется на тренд инфляции. Я хотел ответить за свои слова: на прошлом нашем «круглом столе» год назад я пообещал инфляцию. Вот сегодня, в конце февраля, 79% участников опроса, который провел Дойче Банк среди крупнейших институциональных инвесторов, считают инфляцию очень серьезным

риском. Цифра с нашего последнего разговора выросла с 60% до 79%.

Второй момент. Статистика последних 30 дней показывает, что инфляция уже сегодня себя проявляет. В Евросоюзе инфляция в январе подскочила до уровня 1,5% год к году, что было существенно выше прогнозов аналитиков. В США рост составил 0%, но, однако, пятилетний индикатор опережающей инфляции вырос на 12 базисных пунктов и 5 февраля достиг своего годового пика в 2,14%, что существенно выше комфортного для регулятора уровня в 2%.

Банк России считает, что дезинфляционные риски перестали существовать в перспективе года, он изменил границы коридора инфляции на 2021 год до 3,7–4,2%. Но, однако, есть существенные риски, что инфляция в России превысит 4% — уровень, комфортный для регулятора. Сегодня Банк России считает, что инфляция достигнет пика в феврале-марте, и после этого начнется снижение темпов инфляции. Многие экономисты также считают, что инфляция в мире достигнет пика в первой половине года, а потом темпы начнут падать.

Я, однако, не согласен с данным сценарием. Давайте посмотрим на цифры. Я инвестор, я верю цифрам и фактам. Индекс сельскохозяйственной продукции агентства Bloomberg вырос в 2021 году на 7%, индекс зерновых культур агентства Bloomberg с августа вырос на 60%, индекс промышленных металлов вырос в 2021 году на 9,5% и вырос на 62% с уровня своего дна (которое было достигнуто в 2020 году). Повторюсь, индекс промышленных металлов вырос на 9,5% в 2021 году, и на 60% — с уровня своего дна. Сейчас рост цен на промышленные металлы начнет отражаться в себестоимости производителей. Поэтому сегодняшний скачок инфляции может быть временным эффектом. Но, с другой стороны, учитывая огромный объем напечатанных денег, это может быть

началом мощного нового тренда, многолетнего тренда роста инфляции.

Олег Вьюгин. А вот давайте здесь-то и покопаемся. У меня такое представление: в 2020 году все были в ступоре, и тогда денежные вливания не рождали большого спроса; а поскольку повсеместные карантинные держали производство на уровне ниже 100%, то, соответственно, о какой инфляции можно было говорить. Но денежная-то инъекция ведь осталась в экономике, ее же никто пока не забрал. Сейчас мы говорим о позитивных ожиданиях. А что такое позитивное ожидание? Это, собственно говоря, позитивное ожидание спроса. И, соответственно, предложение на это реагирует, потому что люди рассуждают понятным образом: у потребителей деньги есть — они их будут тратить. Значит, надо повышать цены, если есть возможность это делать.

Получается, что здесь мы имеем дело с эффектом отложенной денежной инъекции, судорожного сокращения спроса, задержки роста предложения. Сейчас этот эффект будет разворачиваться на позитивном тренде и через какое-то время уйдет. Будет так, как говорит Пауэлл: будет временное повышение инфляции, мы этого не боимся, мы вообще не боимся инфляции, потому что не считаем, что это долгосрочный тренд. Согласны вы с этим или нет? Или тут слишком примитивная логика?

Яков Миркин. Такое развитие вполне возможно, потому что здесь работают и другие факторы. Например, понятно, что те, кто терпел убытки во время пандемии, будут теперь пытаться возместить эти убытки, это прямой выход на повышение цен. Это первое.

Второе — пандемия показала ценность первичных ресурсов. Поэтому цены на продовольствие, цены на металлы, на другие первичные ресурсы могут расти. Возможно, в этом состоит одна из

причин ослабления доллара к евро, изменения соотношения двух резервных валют. Мы хорошо знаем, что ослабление доллара всегда связано с повышением цен на нефть, газ, металлы и так далее. Здесь много факторов, которые действуют в одном и том же направлении. Но меня лично утешает то, что в режиме денежных облегчений мир вообще-то существует с 2007–2008 года, а этому периоду тоже предшествовала эпоха, в общем, достаточно легкого насыщения экономики деньгами при достаточно низких процентных ставках. И это время — очень низкого процента, и достаточных свободных денег, и тяжелых отказов от политики денежных облегчений после 2008 года, тем не менее, не привело к гигантским всплескам инфляции, которые бы всем мешали. Тем более что финансовые рынки абсорбировали часть этих денег: создавались новые продукты, в том числе виртуальные продукты, которые абсорбировали часть этих денег.

Полагаю, что всплеск инфляции (который, кстати говоря, будет стимулировать рост экономик) — на самом деле позитивный фактор, если этот всплеск останется управляемым в рамках допустимых значений.

Если возможно, я бы хотел вернуться к вроде бы исчерпанной теме. Много говорили о структурных изменениях в экономиках, но, собственно говоря, мы не сказали о том, какие именно структурные изменения нас ждут. Да, мы отметили, что может быть новая реальность, где будет гораздо больше резервов. Всем понятно, что это будут в гораздо большей мере виртуальные экономики. Но я хочу обратить внимание вот на что.

Мы, может быть, все-таки переоцениваем будущие структурные изменения, ожидая, что это будет абсолютно новая реальность. Но все-таки людям по-прежнему нужно есть, пить, люди нуждаются в тепле и подобных

базовых вещах. Пандемия очень хорошо показала ценность первичных ресурсов. Практически ни в одной стране доступ к первичным ресурсам не прекращался, поэтому мы физически, кроме всплеска спроса на гречку и пустых полок с консервами в марте 2020 года, это на себе, в общем-то, не почувствовали.

Но в модели бизнеса, в инвестиции это ощущение неизбежно будет закладываться — ощущение важности доступа к воде, к теплу, к продовольствию, к возможности быть автономным. Пандемия очень хорошо показала важность автономности, способности выживать в минуты крупнейших неприятностей. Могут произойти структурные изменения, которые резко повышают спрос на то, что повышает автономность семей.

Еще одно структурное изменение, не очень приятное. Да, мы понимаем, что во время пандемии людьми управляли, как ресурсами, допуская возможность жертв. Мало кто говорит о том, что пожертвовали в основном старшим поколением. Но старшее поколение — это сбережения (во всяком случае, в группе развитых стран), это пенсионная система, это целый блок экономики, спроса и финансов. И нужно еще понять, собственно говоря, какого рода структурные изменения будут связаны с тем, что были принесены в жертву те, кому 70+, 80+ и так далее.

Четвертое. По поводу нашего ощущения, что экономики уже оторвались от пандемии, уже уходят вперед, восстанавливаются. Знаете, все-таки мы должны более пристально смотреть на карту мира. Например, в близкой нам зоне Центрально-Восточной Европы собираются объявлять новый локдаун, там идет третья волна пандемии. Это будет формировать экономическую картину, например, в Европейском союзе.

Олег Вьюгин. Конечно.

Ярослав Лисоволик. Я хотел еще очень кратко, Олег Вячеславович, вернуться к вашему предыдущему вопросу. Насколько мы согласны (или не согласны) с вашей оценкой действий центральных банков, регуляторов. Это достаточно важный вопрос: помимо тех структурных факторов, которые мы обсуждаем в контексте инфляционных процессов, очень важна позиция регуляторов. И есть опасение, что регуляторы недооценивают инфляционные риски. Возможно, потому что дефляции они боятся больше, чем инфляции.

Если спросить, чего больше всего боятся сейчас, скажем, ФРС и ЕЦБ, то, я думаю, что это все-таки дефляция, несмотря на отдельные риторические высказывания. Понятно, что в Европе ситуация несколько иная, там дефляционные риски несколько больше, чем в США. Но я с вами согласен, если мы внимательно вслушиваемся в риторику Федеральной резервной системы, то есть опасение, что, может быть, они слишком расслаблены по отношению к инфляционным рискам. Вот, скажем, у нашего Центрального банка я этой расслабленности не вижу: они абсолютно начеку относительно инфляционных рисков.

Я тоже в лагере тех, кто считает, что инфляция сейчас — один из ключевых рисков. Добавлю, что проинфляционным фактором в последнее время была фрагментация цепочек добавленной стоимости, производственных цепочек, и вопрос в том, насколько долговременным является этот фактор. Вполне возможно, что для новой сборки этих цепочек потребуется время, и это будет сказываться на инфляционных процессах.

Наталья Орлова. Коллеги, Олег Вячеславович, можно я добавлю? Я вот из другого лагеря. Я согласна, что инфляционные риски, безусловно, в

последнее время проявились, но, мне кажется, есть очень много причин пока их считать все-таки краткосрочными. В частности, по поводу расслабленности ФРС насчет инфляционных рисков: мне кажется, было бы странно, если бы ФРС двукратно увеличила свой баланс с начала этого года, а потом, спустя год, начала бороться с последствиями. Мне кажется, что в значительной степени пока (во всяком случае в развитых странах) есть впечатление, что проявление инфляционных рисков — это сигнал разбалансировки между предложением и спросом. Который был поддержан даже не столько монетарными политиками, а проактивными бюджетными политиками. В этом, кстати, большая разница по сравнению с кризисом 2008 года.

Но мне кажется, проблема заключается в том, что спрос останется сильным, только если в эту топку все время подбрасывать дополнительное стимулирование. Я больше внимания уделяла бы словам Пауэлла о том, что оценки ФРС по безработице сейчас существенно расходятся с официальными данными. Мы знаем, что по официальным данным безработица в США снизилась до уровня от 6% до 7%, но оценка ФРС сейчас — около 10%. И меня бы гораздо больше беспокоило именно структурное увеличение безработицы. Потому что, когда мы говорим про перестройку экономики, это значит, что в каких-то секторах спрос на рабочую силу будет падать, в каких-то будет расти, но это требует изменений уровня образования, навыков. И это не происходит за год, а может быть, и за два.

Поэтому у меня есть впечатление, что центральные банки развитых стран согласны какое-то время, что называется, терпеть повышенную инфляцию, чтобы дать экономике время для изменений. И совершенно не факт, что мы увидим большие притоки капиталов в разви-

вающиеся страны, потому что сейчас у инвесторов очень позитивный взгляд на развитие экономики. Например, есть очень значительные ожидания того, что будет переоценен в сторону увеличения потенциальный экономический рост, в основном по США. Почему? Потому что в результате кризиса компании очень существенно экономят на издержках. Теперь можно не летать в командировки, можно общаться в ZOOM, конференции можно проводить виртуально, как мы с вами сейчас делаем. Люди гораздо меньше ходят в магазины, это уменьшает издержки на торговые площади, люди меньше работают в офисах — это снижение издержек на офисные площади. То есть у бизнеса возникают огромные структурные экономии. Экономика очень постепенно переходит в этот новый режим. Представьте себе, что, например, потенциальный рост в США будет не 2–3%, как его оценивали, а 5–6%. Это существенно снижает оценку инфляционных рисков.

Вроде бы кажется, что рынки перегреты. Но, может быть, они не перегреты, потому что появляется возможность повышенного роста из-за структурной трансформации.

Короче говоря, на мой взгляд, инфляционные риски могут проявляться, но пока они выглядят больше краткосрочными. Мне кажется, что центральные банки развитых стран готовы с ними мириться достаточно долго для того, чтобы не сталкиваться с риском безработицы, потому что экономике нужно помочь перестроиться.

Олег Вьюгин. Да, Наталья, по сути, вы подвели итог первой части нашей дискуссии. Мы хорошо понимаем, что глобализация, а затем технологический бум обеспечивали достаточно быстрый рост производительности труда. И если бы не пандемия, то, наверное, этот процесс бы шел и дальше, и мировая экономика очень бы себя неплохо чувствовала.

Но из-за пандемии центральные банки и правительства вынуждены были существенно поменять свой взгляд на денежно-кредитную политику, и это, наверное, правильно. Это привело к необычной ситуации, когда в экономики влиты достаточно большие средства, что, скорее всего, породит краткосрочный всплеск инфляции.

Но «краткосрочный» — это сколько? Месяц, два, три, четыре, год, два? Кто-то и два года назовет краткосрочным периодом. Собственно, это и проявляется сейчас в риторике ведущих центральных банков. Они говорят: да, может быть инфляция, но мы к этому относимся спокойно, потому что экономикам надо пройти достаточно большой путь для восстановления. Мы этот риск понимаем, но он для нас приемлем.

И вот тут я предлагаю перейти к более конкретным обсуждениям — а что же сейчас думают рынки, и что они нам показывают, и что про них думаем мы. Вот такой вопрос: как долго будет продолжаться обещанная политика низких ставок? Я бы попросил вывести на экран несколько картинок, достаточно простых.

Вот первая картинка, на которой мы видим, что доходность 10-летних трежерис и дивидендных акций из списка S&P-500 сейчас сходятся, прямо сходятся, а в благополучный период между ними был большой гэп. Понятно, о чем это говорит, да? Это говорит о том, что все-таки рынки начинают думать об инфляции. Это первое.

Можно следующую картинку? Это золото. Золото прервало свой потрясающий рост, который шел с 2015 года и особенно усилился в период пандемии, сейчас мы видим формирующийся тренд на снижение. Тоже понятно, о чем это говорит, да? И, пожалуйста, третью картинку — это индекс коммо-



дिति спот, который делает Bloomberg. Даже говорить ничего не надо, да? Очевиден сильный рост этого индекса. Вы, коллеги, уже это упоминали: рост стоимости ресурсов — это проинфляционный фактор.

Глядя на это, хочется сказать: господин Пауэлл, вы обещаете низкие процентные ставки до 2022 года, но верят ли в это рынки? Вот такой вопрос.

Сразу скажу, может, это немножко провокационно, но мне кажется, что сейчас рынки не знают, во что верить. Но ведь есть простой способ — инвестиции в акции защищают от инфляции. Давайте подумаем над этим. Давайте на эту тему теперь поговорим.

Может быть, имеет смысл начать с того, что мы говорили про инфляцию в первой части. Никто не сказал, что мы имеем дело с долгосрочным трендом инфляции, вот никто из вас этого не сказал. Вы сказали?

Максим Ачкасов. Я поднимал руку.

Олег Вьюгин. Вы за долгосрочный тренд?

Максим Ачкасов. Я считаю, что сейчас мы видим начало многолетнего, долгосрочного тренда проявления инфляции с какими-то временными отскоками вниз. Таково мое фундаментальное предположение.

Олег Вьюгин. Тогда тем более вопрос, долго ли теперь будет Пауэлл (ну или

тот, кто придет на его место) обещать нам низкие ставки?

Максим Ачкасов. Я привык отвечать на вопросы цифрами. Доходность 10-летних американских облигаций 22 февраля достигла своего годового пика — 1,39%, пробив краткосрочный важный уровень 1% в начале этого года. То есть в 2021 году мы увидели рост процентных ставок на 39 базисных пунктов. Я считаю маловероятным, что в ближайшие один-два года регуляторы будут повышать процентные ставки, но они каким-то образом должны будут реагировать на рост рыночных ставок. И на сегодняшний день среди профессионалов есть

мнение, что при достижении уровня процентных ставок в 2% (говорю о 10-летних казначейских облигациях) регулятор будет вынужден ввести нерыночные механизмы контроля этих ставок. В любом случае можно ожидать, что в перспективе двух-трех лет мы увидим начало процесса нормализации ставок и повышения ставок в мире.

Здесь я хотел бы провести небольшую аналогию с 2018 годом. Когда в 2018 году ФРС США повысила ставки четыре раза, следуя за рыночными ставками, то рынки отреагировали достаточно жестко. 2018 год был одним из худших в истории мировой финансовой системы по количеству активов, которые показали негативную доходность. По анализу Дойче Банка, негативную доходность показали 90% всех активов в мире.

Поэтому сейчас есть достаточно большая вероятность увидеть начало реакции рынков. Мы видим в последнюю неделю, что рынки реагируют на рост ставок. Исторически, то есть по данным статистики за последние несколько десятков лет тоже видно, что при росте процентных ставок на 1% фондовый рынок обычно падает на 10% с лагом в один-два месяца.

Олег Вьюгин. Ставка 1% — это ставка ФРС?

Максим Ачкасов. Рост процентных ставок на 1%.

Олег Вьюгин. Это ставка ФРС или рост рыночных ставок по трежерис?

Максим Ачкасов. Рост рыночных ставок. Если доходность 10-летних облигаций вырастает на 1%, то обычно рынок падает в среднем на 10% с лагом один-два месяца.

Олег Вьюгин. Так рынок же не упал? А, ну да, он падает с лагом, извините.

Максим Ачкасов. С лагом в один-два месяца. С начала года случился рост доходности 10-летних трежерис

на 0,39%, поэтому мы сейчас видим реакцию рынков. Но рост ставок продолжается, вчера они снова поднялись на новую высоту, инвесторам нужно внимательно следить за этим сюжетом. Продолжение роста ставок будет вызывать очень негативную реакцию рынка.

Подводя итог моему тезису: я считаю, что ставки будут расти, регулятор каким-то образом будет вмешиваться, будет контролировать рост этих ставок. Но рынки на любые нерыночные действия будут реагировать очень жестко.

Яков Миркин. Для меня вопрос звучит немножко по-другому. Закончится ли эпоха низких процентных ставок? Потому что мы же хорошо понимаем, что с конца 70-х годов (уже больше 40 лет) процентные ставки понижаются вместе, кстати говоря, с уровнем инфляции. А до этого они парочку десятилетий, наоборот, повышались. То есть если посмотреть историю процентных ставок за 50–60 лет, то мы увидим большой горб. Дальше вопрос — присутствуем ли мы сейчас при развилке... Когда мы говорим про низкие процентные ставки, то что это означает: от значения от 1,5% рынок уйдет к 1,75%? или к 1,25% и так далее? Или мы увидим процентные ставки на уровнях 3%, 4%, 4,5% и так далее? Вот развилка: возобновится ли долготный рост процентных ставок? Это первое.

Второе — увидим ли мы изменение модели, в которой экономики уже второе десятилетие поддерживаются на аппаратах искусственного дыхания? Низкие процентные ставки, отрицательные процентные ставки, при любой неприятности — денежные вливания, денежное смягчение. Стала ли эта модель чем-то постоянным, определившимся, или мы увидим изменения этой модели?

И третье, это очень важный вопрос: изменение модели финансового посредничества, которое связано с низкими или отрицательными процентными ставками — это теперь навсегда? Мы больше уже не увидим банков, которые приглашают чужие деньги для того, чтобы их не только сохранить, но и преумножить? Отныне финансовые институты будут оказывать исключительно платежные услуги, удерживать ликвидность и брать за это деньги?

Себе самому я задаю эти вопросы уже, наверное, лет 5–7. Сейчас, кажется, очень хороший момент...

Олег Вьюгин. ...на них ответить.

Яков Миркин. Или хотя бы порассуждать.

Максим Ачкасов. Можно вопрос Якову Моисеевичу? Дело в том, что сегодня даже у многих институциональных инвесторов нет понимания того, что процесс ценообразования нарушился. Исторически на цену актива влияло два фактора — спрос и предложение. Сегодня мы видим появление третьего фактора в лице мощнейшего игрока — это центральный банк, это регулятор, который вмешивается в рыночные процессы и оказывает влияние на ценообразование.

Причем по всем фронтам идет ужесточение регулирования, которое будет продолжать оказывать негативное влияние на процесс. Регулятор из пассивного, грубо говоря, наблюдателя превратился в активного участника экономических процессов. Он решает тактические задачи, тушит краткосрочные пожары, но при этом не задумывается о влиянии своих действий на экономику в перспективе 5–10 лет.

Поэтому нужно со всей ответственностью сказать, что сегодня ставки не отражают экономическую реальность. Ставки по 10-летним американским облигациям, по немецким 10-летним облигациям не отражают текущее состояние

экономики, не отражают экономический рост, потому что регуляторы искусственно их удерживают на низком уровне.

Олег Вьюгин. Не отражают экономический рост.

Яков Миркин. В любом случае мы видим два грубых вмешательства.

Олег Вьюгин. Да, верно.

Яков Миркин. Денежное облегчение при ужесточении финансового регулирования. Причем мы не знаем, закончится ли этот цикл ужесточения финансового регулирования.

Есть еще третий фактор. Который я бы описал так, — деньги идут на один-два ключевых рынка. Это как бы рынки-губки. Как бы локальный рынок США на самом деле является рынком глобальным, он собирает деньги и китайских инвесторов, и российских инвесторов, и восточноевропейских, и немецких, — каких угодно. Это глобальный поток, он как бы разрывает ткань только внутреннего монетарного регулирования.

Олег Вьюгин. Владимир, вы хотели что-то сказать?

Владимир Брагин. Да, попытаюсь добавить. Когда мы говорим о динамике ставок, в том числе ставок казначейских облигаций, доходности и так далее, надо смотреть на более общую картинку. В начале 2021 года ставки действительно очень сильно выросли: с менее 1% до почти 1,4%, это мощный рост. Но если посмотреть, где были эти ставки год или два года назад (при тех же самых уровнях ставок ФРС), то мы увидим, что сейчас уровни доходности отражают гораздо более длительные ожидания низких ставок, сформировавшиеся еще до коронакризиса. То есть, оценка рынком дальнейших действий ФРС стала более мягкой, рынок ждет более мягкой политики.

Второй момент: на что хочется обратить внимание в части последних

изменений кривой доходности казначейских облигаций. Да, все обращают внимание на рост доходности 10-летних облигаций, но при этом почему-то мало кто говорит о снижении доходности по коротким 2-летним бондам. То есть, относительно действий ФРС ожидания разные. С одной стороны, усилились ожидания того, что в ближайшие, условно говоря, один-два года ставки будут нулевыми. Но, с другой стороны, также присутствует ощущение, что за это придется расплачиваться в далеком будущем, через 10 лет и так далее.

Кроме того, текущий уровень ставок доходности 10-летних облигаций все-таки назвать высоким просто язык не поворачивается. Пять назад он был существенно выше, и ожидания были совсем другими.

На мой взгляд, мы сейчас наблюдаем рыночную коррекцию. Потому что все-таки объемы дополнительных вливаний ликвидности снизились, количественные смягчения не осуществляются. И понятно, что у рынка сейчас происходит адаптация. Доходность в трежерис низкая, потенциал уже ограничен, поэтому происходит переток инвестиций в альтернативные классы активов: в бумаги сырьевых компаний, в цикличные отрасли и так далее. И это, конечно, сказывается на относительной стоимости активов.

Поэтому сейчас делать далеко идущие выводы, исходя из текущей динамики доходности казначейских облигаций США, я бы, честно говоря, не стал. Здесь все-таки важна более длинная динамика. И она (по крайней мере, пока) не указывает на то, что мы находимся в точке разворота. Динамика последних трех месяцев, на мой взгляд, пока укладывается в рамки обычных рыночных колебаний, которых было достаточно с 2012 года.

Второй важный момент (причем рынки могут его не отражать) — это, конечно, искажения, которое вносят [вбрасываемые в рамках программ смягчения] объемы ликвидности. Наличия таких искажений нельзя отрицать. Потому что, грубо говоря, если мы не видим инфляции на потребительском рынке, то мы видим инфляцию на рынках активов. Если мы посмотрим, как менялась, например, новая норма сбережений американских домохозяйств (да и российских тоже), то было заметно, что денежные вливания, которые приходили летом, на потребление не пошли. Они фактически целиком пошли на фондовый рынок. В результате произошел рост стоимости ряда активов (той же компании Tesla, можно еще ряд примеров привести). Их оценки оторвались от любых фундаментально обоснованных уровней. И это тоже сигнал о том, что в условиях избытка ликвидности рынки очень часто неадекватно оценивают часть акций.

Второй пример — рынки недвижимости. Рекордный рост цен на недвижимость в конце прошлого года — тоже сигнал того, что деньги ищут себе применение.

Пока потребительская инфляция сильно не проявляется. Наверное, потому что люди старались создать финансовую подушку, чтобы не остаться без денег, когда возникнет следующий катаклизм. Это, конечно, будет сдерживать инфляционные последствия. Поэтому я и говорю, что скорее будет инфляция издержек, а не инфляция спроса.

Но рынки будут продолжать находиться на достаточно высоких уровнях и очень сильно противодействовать снижению. На мой взгляд, это новый тренд. Причем риторика ФРС, если ее читать внимательно, рекомендует обращать внимание на динамику фондовых



рынков. Сейчас на фондовых рынках крутится большой объем денег частных инвесторов. Если инвесторы начнут выводить эти деньги, если фондовые рынки начнут падать, то это будет сказываться на поведении американских потребителей в широком масштабе, — на уровне их потребления, на других параметрах. Связку между фондовым рынком и потреблением точно нельзя игнорировать.

Возвращаюсь к вопросу о том, как будут действовать регуляторы. На мой взгляд, политикой сверхнизких ставок и мягкой фискальной политикой они загнали себя в ситуацию, выходить из которой будет очень и очень тяжело.

Очень тяжело будет возвращаться к классической денежно-кредитной политике, с нормальным уровнем ставок и нормальной фискальной политикой. **Олег Вьюгин.** Я, кстати, на всякий случай для зрителей и слушателей хочу объяснить, почему мы все время говорим о ставке по 10-летним американским гособлигациям (трежерис), вообще о ставках. Потому что мы понимаем, что когда растут ставки по самым надежным бумагам (а это трежерис), то стоимость других, более рискованных инструментов падает. Это четко сказывается на рынке. Поэтому мы на этом сконцентрировались. Это для понимания.

Итак, Владимир высказал достаточно определенную точку зрения. Из нее следует, что некоторое топтание рынков на достигнутых уровнях закономерно. Индекс NASDAQ Composite уходит то чуть-чуть в минус, то чуть-чуть в плюс (может, чуть больше в минус, но очень незначительно). Примерно так же себя ведет и S&P, и Dow Jones Industrial Average. Рынки топчутся. Видимо, рынки решают, что делать дальше. По сути, Максим считает, что рынки все-таки выберут долгосрочный тренд инфляции, и это, соответственно, будет означать достаточно заметную коррекцию.

А вот Владимир сказал, что все-таки мы обойдемся без существенной

коррекции, — до тех пор, пока низкие процентные ставки и хорошая ликвидность (если я вас переврал, вы сейчас это дело поправите) позволят все-таки рынкам жить в парадигме хотя бы небольшого роста.

Владимир Брагин. На мой взгляд, в прошлом таких коррекций было довольно много. Мы просто привыкли за последний год, что их почти не было, что рынки очень хорошо росли, а коррекции очень быстро выкупались. Но если вспомнить период с 2010 по 2020 год, то в целом рынок за это время очень хорошо вырос, но коррекций в процессе этого роста было более чем достаточно. Если брать индекс S&P, то у него были снижения на 10%, даже на 15%. А снижения на российском рынке могли быть даже и больше. Это, в общем-то, норма.

Но в плане долгосрочного прогноза для фондовых рынков, для рынков акций я возвращался бы к фундаментальным оценкам. И в этом плане все-таки сценарий рецессии пока является крайне маловероятным. Я его рассматриваю как один из вариантов, который может произойти при определенных условиях. Но если мы исходим из того, что рецессии нет, то любые коррекции, которые будут происходить на фондовых рынках и на рынках акций, на мой взгляд, будут неустойчивыми. Это не тренд, движение в котором может продолжаться многие месяцы.

Максим Ачкасов. Вот поддержку здесь Владимира. На сегодняшний день на рынках акций преобладает инвестиционная стратегия, которая нацелена на восстановление экономики. Ультранизкие процентные ставки удерживают спрос на рискованные активы: на акции, на высокодоходные облигации, на инструменты развивающихся рынков. И сегодня на рынках отсутствуют два ключевых фактора,

которые обычно приводят к долгосрочному bear market, «медвежьему» рынку, — 1) ужесточение денежно-кредитной политики и 2) падение прибыли корпораций. Этих факторов нет, поэтому говорить о том, что в ближайшие год-два-три мы можем увидеть начало многолетнего негативного тренда, некорректно.

Но, с другой стороны, есть три ключевых фактора, которые будут влиять на рынки в ближайшие два-три года. Первый — рост инфляции, второй — рост процентных ставок, третий — начало выхода центральных банков из программы покупки активов.

Любой из этих факторов может привести к резкому скачку волатильности. Ну, вот как-то так.

Олег Вьюгин. Понятно, да. Только возникает вопрос, зачем центральный банкам выходить из этой политики? Это ведь жестко. Они же могут очень мягко действовать: убавить количественное смягчение, бюджетные стимулы как бы ликвидировать, но резких движений не делать. Поэтому — да, такой риск существует, но он управляемый.

Яков Миркин. Просто есть несколько рынков, чувствительных к возможной глубокой коррекции. Скажем, рынок акций США: там отношение капитализации к ВВП сейчас находится на историческом максимуме. Мы, конечно, хорошо понимаем, что деньги на этом рынке — глобальные деньги, это поток ликвидности, идущей отовсюду. И этот рынок не может не быть крайне чувствительным — на том уровне, на котором он реально находится — скажем, к любым негативным новостям. Помимо прочего, мы при этом еще не видим ни быстрого роста мировой экономики, ни ее восстановления, все находится в очень подвешенном состоянии.

Второй очень чувствительный рынок — это рынок государственных

долгов. Количество экономик, где отношение государственного долга к ВВП выше 100%, находится на рекордном уровне. Прежде всего, это Европейский союз.

Третий рынок, который может быть очень волатильным — рынок золота. Мы все знаем, как укрепляется золото в минуты роковые, и что происходит с ценой на золото тогда, когда экономики нормализуются.

То есть, я просто повторю свой тезис: мы сегодня видим области вероятной сверхконцентрации финансовых рисков, а также рынки, часть которых очень чувствительна. Возможно, есть и другие сегменты рынков, которых мы не видим, но откуда тоже может прилететь. Поэтому я, например, ожидаю крупной коррекции.

Ярослав Лисоволик. Кстати, в продолжение того, что говорил Яков Моисеевич. Каковы издержки для реальной экономики от коррекции на рынках сейчас? Посмотрим на наиболее чувствительные сегменты рынка. Тот же американский фондовый рынок, вообще фондовые рынки многих стран получили достаточно большой приток ликвидности от розничных инвесторов. Поскольку значительная часть стимулирования, происходившего за последний год, пришла к физлицам. Они, в свою очередь, частично использовали эти средства для инвестирования на фондовом рынке. А после того, как это произошло, не стала ли американская экономика (да и американское потребление) более чувствительной по отношению к существенным коррекциям на фондовом рынке?

Здесь, помимо всего прочего, есть факторы неопределенности, прямо связанные с ростом доли розничных инвесторов. Это дополнительный фактор, который будет побуждать регуляторов в пользу большей осторожности при изъятии стимула. Потому что

особенность ситуации сейчас заключается в том, что большие масштабы антикризисных мер сочетаются с достаточно высокими уровнями рынка. В этих условиях масштабное изъятие стимула, конечно, выглядит достаточно проблематичным. Соответственно, поддержание низких ставок, возможно, будет более длительным.

Яков Миркин. Но насколько отчетливо понимают это финансовые регуляторы. Во всяком случае, очень хорошо просматривается сценарий, когда при коррекции на рынке США российские розничные инвесторы, инвестирующие в иностранные акции, могут утратить значительную часть своих инвестиций.

Олег Вьюгин. Золото падает, а биткоин раллирует. Вам ни о чем это не говорит?

Яков Миркин. Мне это говорит о том, что мы видим замечательный мыльный пузырь.

Олег Вьюгин. Где?

Яков Миркин. В биткоине. Он ведет себя, как и любая другая финансовая инновация. Мы же хорошо понимаем, что, когда появляются финансовые инновации, то первое, что с ними происходит — образуется мыльный пузырь. Потом пузырь лопается (может лопаться один, два, три раза), а дальше эта финансовая инновация становится регулярным финансовым активом и начинает свою собственную жизнь, ее волатильность резко снижается.

Олег Вьюгин. Так биткоин уже давно живет. Это уже старая инновация.

Яков Миркин. Ну, как давно? Несколько лет. Космический рост начался с 2017 года, насколько я помню.

Олег Вьюгин. Я просто к чему это говорю? К тому, что нет ли в этой ситуации еще какого-то смысла? Потому что все-таки в биткоин стали вкладываться даже институциональные фонды, — может, конечно, в рамках спекулятивной стратегии, на которую

у них выделено несколько процентов стоимости портфеля. Но, тем не менее, не есть ли это сигнал того, что все-таки на фондовых рынках есть некоторые непонятные риски?

Яков Миркин. Смысл в том, что биткоин обязательно останется. Но смысл еще и в том, что финансовые рынки — глобальны, это рынки свободного перемещения денег, помимо государственных границ. Рынок акций США глобален, рынок биткоина глобален: через операции с этими активами можно собрать деньги в одну точку (*смеется*).

Мы сегодня вообще-то совсем не говорили о Китае, об Индии, о том, что происходит в этих экономиках, как они будут влиять на общую картину. В любом случае, значительная часть денег, которая обращается на финансовых рынках (в том числе на рынке биткоина), приходит оттуда. При всей важности того, что делает ФРС или Европейский Центральный банк, они уже не полностью управляют ситуацией, я бы так сказал. Если деньги идут отовсюду, то финансовая реальность может вести себя несколько по-иному, чем в тех моделях, к которым мы привыкли в наших обычных рассуждениях.

Олег Вьюгин. Я-то почему про биткоин стал говорить? Не отражают ли инвестиции в биткоин определенное падение доверия к регуляторам? Потому что регуляторы контролируют фиатные валюты, влияют на сырьевые ресурсы и золото, но на биткоин они пока не влияют. Могут только запрещать рассчитывать в нем, в большинстве случаев. Хотя на самом деле биткоин — механизм, как бы изначально созданный для расчета.

Яков Миркин. Мы должны согласиться с тем, что финансовые рынки всегда рождают финансовые инновации, а финансовые регуляторы не всегда за ними успевают.

Олег Вьюгин. Да, это понятно. Но меня биткоин как объект инвестиций мало интересует. Я хотел бы понять, не является ли он звончком тревоги, недоверия?

Максим Ачкасов. Согласен, согласен.

Яков Миркин. Конечно.

Максим Ачкасов. Я бы добавил следующее, в дополнение мыслей, которые высказали вы оба. Первое: криптовалюты как класс активов появились в качестве альтернативы искусственно раздутым основным валютам.

Сегодня, когда меня, например, спрашивают: «Что ты думаешь о долларе?», я всегда задаю ответный вопрос: «В отношении какой валюты?». В отношении евро ничего не могу сказать, потому что и евро, и доллар — это две искусственно раздутые валюты сегодня. Евро как валюта для меня вообще не существует, я ее исключил из списка перспективных валют. Соответственно, если говорить о соотношении доллара и иены, то давайте посмотрим на баланс Центрального банка Японии. Баланс этот последние 20 лет довольно круто растет. То есть, однозначно можно сказать, что иена — альтернатива.

Является ли биткоин базой расчета? Здесь нужно смотреть на цифры. На сегодняшний день (коллеги, поправьте меня, если не прав) оборот криптовалют в торговле составляет несколько процентов: 1%, 1,5% и так далее. Однозначно эта доля будет расти. Но сегодня говорить о том, что биткоин становится инструментом расчетов, я считаю, еще рановато.

Возвращаясь к вопросу, который поднял Яков Моисеевич, об ужесточении регулирования. Сейчас, по моим ощущениям, рынки этот момент упускают. Но реально мы видим ужесточение регулирования по всем фронтам, особенно с момента прихода новой администрации Байдена. Следует ожидать появления

новых законов в области финансового регулирования. А также регулирования самых разных аспектов ежедневной жизни. А также ужесточения существующих законов.

И здесь для меня как инвестора в результате ужесточения регулирования возникают три проблемы. Первая — манипулирование экономическим циклом. Регулятор сегодня удерживает экономический рост любым способом, при этом не обращает внимания на то, что будет в мире через 5–10 лет. И все мы знаем, что за вечеринку всегда кто-то платит, за любой праздник надо платить.

Олег Вьюгин. Кто последний остался в зале. (Смех).

Максим Ачкасов. Да, вопрос теперь стоит так: кто будет платить за праздник бесконтрольных государственных трат, происходящий в ведущих странах мира? Ответ очень простой — это будут, как всегда, налогоплательщики. То есть следует ожидать увеличения налогов в перспективе 5–7 лет.

Далее, второе последствие ужесточения регулирования. Сегодня существует мнение, что государства (с помощью налогообложения и с помощью элементов государственного контроля) каким-то образом начнут перераспределение реального дохода в сторону беднейших слоев населения. Это второй момент.

Ну и третий момент, третье последствие ужесточения регулирования. Сегодня профессиональный управляющий, работающий на развитых рынках, до 30% своего времени тратит на заполнение бумажек, которые требует регулятор.

Вот, Наталья подняла вопрос об ESG. На сегодняшний день это стало хайпом, стало модой. И я двумя руками поддерживаю инвестирование в ответственные компании, поскольку использую данную методику, начиная с 2012 года. Но здесь нужно провести четкое

разделение. Как реализуется решение об инвестициях в ответственную компанию: по рыночным мотивам — или имеет место формальное давление со стороны регулятора, со стороны государства?

Сегодня из разных источников я получаю информацию, что в Евросоюзе, скорее всего, будет введено новое законодательное требование, которое будет обязывать пенсионные фонды (а это самые крупные инвесторы) использовать методологию ESG для принятия инвестиционных решений. А когда регулятор начинает влиять на управляющего в процессе принятия им инвестиционного решения, обычно это приводит к нарушениям законов рыночной экономики.

Закончу интересным примером. Неделю назад я анализировал шведскую компанию, работающую в области информационных технологий. В конце 12-страничного обзора две страницы было посвящено факторам ESG. Одним из факторов там было названо равноправие полов, был составлен рейтинг равноправия полов, показывающий, что компания выдерживает пропорции количества мужчин и женщин среди персонала. Невольно я задался вопросом: каким же образом равноправие полов оказывает влияние на возможность этой компании зарабатывать деньги? Каким образом равенство полов оказывает влияние на долгосрочные темпы роста прибыли компании?

Подобный подход сейчас будет навязываться. Вот, например, недавно прошло IPO компании OZON, и два крупнейших инвестора, работающих на развивающихся рынках, эти акции не купили. Только потому, что у компании нет отчета об экологически ответственной бизнес-модели.

Вот к чему это приводит. В результате ужесточения регулирования

крупнейшие институциональные инвесторы будут вынуждены направлять потоки капитала в компании, удовлетворяющие чисто формальным требованиям. Это далеко не лучший индикатор для рынка.

Олег Вьюгин. Безусловно, это нерыночное решение, это попытка политиков влиять на сохранение среды, на справедливое распределение и так далее. Конечно, это вмешательство, вопросов нет.

Коллеги, ни разу сейчас в нашем разговоре не прозвучало слово «перегретость». Никто не сказал «рынки перегреты» или «рынки не перегреты». Я это специально отмечаю. А реально разговор всегда именно к этому сводится: рынки перегреты или нет? Но сегодня никто из вас этого не произнес. Почему?

Яков Миркин. Собственно говоря, я именно это имел в виду, когда осторожно сказал о сверхчувствительности, резкой концентрации финансовых рынков и так далее.

Олег Вьюгин. Нет, это не то. Сверхчувствительность — это значит, что рынки очень ярко реагируют и на отрицательные, и на положительные факты. Реагируют и туда, и сюда.

Яков Миркин. Мне кажется, что рынок акций США (и связанные с ним другие рынки — деривативов и прочие) готов к значительной коррекции при поступлении какого-либо рода значимой негативной информации. Такой негативной информации, которую этот рынок сочтет значимой.

Владимир Брагин. Как ни печально, но точно узнать, был ли рынок перегрет, можно только потом, когда уже что-то произошло. Мы можем только предполагать. И, если говорить именно об этом — что перегрето, а что нет, то мне кажется, что рынок гособлигаций США (и не только США, но и других стран) был действительно несколько перегрет в начале года. Ожидание, что ставки

будут низкими в течение 10 лет, на мой взгляд, не укладывалось ни в какие рамки. Плюс премия за рыночный риск была исключительно низкой. Сейчас мы видим движение доходности вверх. Я бы считал это коррекцией рынка госблгаций, который возвращается к более обоснованным, более вменяемым уровням.

Что касается рынка акций, то я не стал бы его рассматривать именно целиком, а рассмотрел бы отдельные сегменты. Дороговато выглядит технологический сектор, да и отдельные компании на нем, которые были очень чувствительны к уровню ставок. Это касается, в частности, так называемых компаний роста, у которых в оценке справедливой стоимости компании высокую роль играют доходы, которые она получит в далеком будущем. Снижение длинных ставок — позитивный сигнал. 2020 год был годом историй роста, все очень сильно выросли. Компании с уже высокими мультипликаторами пользуются хорошим спросом.

В ходе дискуссии прозвучала хорошая фраза о ценности базовых активов. Мне эта фраза очень понравилась. Например, существуют так называемые компании стоимости, с хорошими дивидендами, стабильными финансами. В течение прошлого года этот сегмент не подавал никаких признаков перегрева. Наоборот, на фоне общего роста рынка некоторые компании этого сегмента либо стояли на месте, либо даже снижались в цене. На мой взгляд, мы сейчас будем наблюдать не столько коррекцию, сколько ротацию инвесторов из одних сегментов рынка в другие.

Где еще можно видеть перегретости? Может быть, на рынке еврооблгаций, особенно в сегменте так называемых качественных облгаций, где премия за кредитный суверенный риск очень-очень узкая и уже не покрывает

колебания доходности в казначейских облигациях.

Но — еще раз — говорить о том, что рынок перегрет целиком и полностью, я бы сейчас не стал.

Скорее, это ситуация, когда фронтальный рост несколько прекратился. Понятно, что рынки не могут расти вечно, ведь рынок акций рос темпами 20-30% в год. Сейчас мы наблюдаем период очень быстрого роста рынка. Дальше, полагаю, будет переход в состояние более умеренного, более медленно-долго-срочного роста. В долгосрочной перспективе, после текущего ралли на рынках случится отскок.

Но это не значит, что рынки перегреты и должны обязательно уйти вниз. Максим Ачкасов. Я согласен с Владимиром, что термин «перегретость рынка» сегодня использовать некорректно. Но, с другой стороны, если мы сегодня посмотрим на большинство классических индикаторов технического анализа, а также индикаторов настроя инвесторов, то все они однозначно фиксируют присутствие эйфории на рынках. Налицо эйфория, избыточный оптимизм инвесторов...

Практически все мои долгосрочные стратегические позиции в инвестиционных портфелях переоценены, они торгуются с существенной премией по отношению к справедливой стоимости.

Но здесь два контраргумента. Первый контраргумент: приток капитала в инвестиционные фонды продолжается, поэтому управляющие вынуждены покупать, вынуждены инвестировать капитал. Второй контраргумент: сумасшедшие американские ритейл-инвесторы присутствуют не только на американском рынке, но и на других рынках. И на сегодняшний день любую коррекцию они встречают покупателями. Основная причина — на рынке присутствует избыток ликвид-

ности, избыток капитала. До тех пор, пока центральные банки будут продолжать покупку активов, до тех пор, пока они будут продолжать вливать в рынки ликвидность, любая коррекция рынка в диапазоне 3-5% будет встречаться агрессивными покупателями. Как со стороны управляющих, так и со стороны частных инвесторов.

С другой стороны, я согласен с Яковом Моисеевичем в том, что на сегодняшний день концентрация риска зашкаливает. Но коррекция никогда не происходит тогда, когда ее ждут. Коррекция происходит, когда ее никто не ждет. Поэтому «лебедь» любого цвета, который прилетит, может стать триггером коррекции. Но опять же, повторюсь, в перспективе 12 месяцев она не будет большой: возможны значения 5-10%. В долгосрочной перспективе нестабильность финансовой системы может привести к большей коррекции, но в краткосрочной перспективе большая коррекция маловероятна.

Олег Вьюгин. Понятно. Двигаясь к концу, к итогам, я бы сказал нечто очень общее. Все-таки в целом 2021 год будет для мировой экономики, видимо, позитивным, за редким исключением. Мы сейчас не можем идентифицировать возможных «черных лебедей». Информация, которой мы располагаем, говорит о том, что, скорее всего, хуже не будет. А будет, наверное, лучше.

А вот что касается рынков, то они уже не будут такими, как в период восстановления после весеннего падения прошлого года. Они будут, скорее, уже очень чутко реагировать на действия регуляторов, на их риторику, и всякий раз проверять, можно ли им верить, я бы так сказал. Наверное, 2021 будет годом волатильности для рынков.

Максим Ачкасов. Согласен, это будет год волатильности.

Олег Вьюгин. Хорошо. Тогда у меня вопрос к организаторам. Имеется ли воз-

возможность задать вопросы со стороны зрителей, слушателей — или это не предусмотрено? Пара минут есть, спасибо.

Вот, мне кажется, интересный вопрос. Мы его, по сути, уже со всех сторон рассмотрели. Но я бы его еще раз задал, потому что, мне кажется, это очень важно. «Насколько вероятна коррекция рынков США и России при росте ставок 10-летних облигаций более чем на 1,5–1,8–2% годовых». Максим практически ответил на этот вопрос, — что будет коррекция тогда. Да? Или давайте определимся. Мне кажется, вопрос полезный. Его задал Николай.

Максим Ачкасов. Сейчас, коллеги, постараюсь найти... Если кто-то начнет отвечать Николаю, то я найду цифры и факты буквально через секунду.

Наталья Орлова. Можно я скажу? Мне кажется, что на данный момент на рынке существует консенсус: доходность 1,5% по 10-летним американским казначейским обязательствам — это некий порог, который допустим. Если волатильность не превышает этого значения, то это означает, что рынки настроены на сохранение монетарного стимула еще в течение длительного времени. И тогда можно еще жить без коррекции.

Наверное, смысл вопроса в том, что случится, если уровень доходности повысится до порядка 2%? Как уже сказано, сейчас на рынках есть консенсус. Но рынки уязвимы в плане настроения. Лично я текущий рост называю безыдейным. Почему рынки сейчас растут? Да просто потому, что много денег. Это сильно отличается от ситуации 2020 года, когда рынки восстанавливались и росли на фундаментальной идее, что откроются границы, начнутся перелеты, восстановится спрос и так далее.

Сейчас такой фундаментальной идеи нет. Поэтому нужно уделять большое внимание идентификации консенсусов рынка. В моем понимании 1,5% доход-

ность по 10-летним трежерис текущий консенсус выдерживает. Но выход на значения выше этого уровня будет сигналом коррекции, будет гораздо менее комфортным состоянием.

Олег Вьюгин. Максим, вы нашли вашу статистику?

Максим Ачкасов. Нашел. Я на самом деле согласен с мнением Натальи, с ее прогнозом. Но вот я нашел конкретные цифры и факты, чтобы ответить за свои слова. Держу перед глазами данные по основным периодам роста процентных ставок в США за последние 50 лет, таких периодов было 12.

Среднее значение падения американского рынка после начала роста процентных ставок составляет 19,5%. Например, в период с октября 1998 по 1 января 2000 года процентные ставки выросли с 4,5% до 6,7%. То есть рост составил 2,2%. В течение семи месяцев после этого рынок достиг своего пика, а после этого упал на 40%. Соответственно, в мае 2018 года (самый близкий к нам период) доходность американских облигаций пробила уровень в 3,04% и 18 мая достигла 3,12%. После этого американский рынок рухнул больше, чем в 1998–2000 годах. Могу ошибаться в этой цифре, но примерно на 15%.

Иными словами, между двумя этими значениями имеется очень существенная зависимость. Она всегда реализуется с определенным лагом. Вот, в моем примере, если рост был на 1%, то лаг составил 1–2 месяца, во время более масштабного роста лаг был 5–7 месяцев.

Владимир Брагин. Я бы добавил по поводу этого эффекта, он связан с особенностями 2020 года. Собственно, росли как раз компании, которые чувствительны к ставкам, компании роста, как мы и говорили. Их доля в индексах сейчас существенно выше. Если сработает связка «повышении доходности — падение рынка», то падение может быть и существеннее, чем раньше.

Максим Ачкасов. Согласен.

Владимир Брагин. Однако нужно понимать, что мы сейчас живем в ситуации несколько других уровней ставки и других привычек. Сейчас сама ставка находится не на уровне 3%, ни даже на уровне 2%, она существенно ниже. И внимание регулятора к этому вопросу, думаю, будет очень пристальным. Опасность сценария [бесконтрольного падения рынка] очевидна. С другой стороны, у ФРС, на мой взгляд, сейчас меньше инструментов контроля, чем раньше.

Олег Вьюгин. Ну, да, неспроста Пауэлл все время говорит: не волнуйтесь, ставки еще будут низкими, еще будут, будут. А рынки тем не менее подняли 10-летнюю кривую доходности на 0,3%. Может, и еще поднимут. Это говорит о том, что между рынками и Федрезервом есть некоторый элемент недоверия. Посмотрим, как это будет развязываться в текущем году: то ли будет полное доверие, то ли недоверие. Мы это увидим на рынках, поэтому и говорим, что, по всей вероятности, они будут очень волатильны в этом году.

Позвольте на этом завершить наш интересный разговор. Прежде всего, я хочу поблагодарить участников, которые профессионально с нами поделились не только знаниями, но и, наверное, секретами. Потому что это в основном практики, люди, которые работают на рынках. Ну, и слушателей/зрителей хочу поблагодарить за внимание к нашей беседе. Привет всем от НАУФОР. Всего доброго. □



Устойчивость. Благосостояние

На площадке Российской академии народного хозяйства (РАНХиГС) состоялся Гайдаровский форум – 2021 «Россия и мир после пандемии»

Мероприятие прошло в смешанном формате: спикеры присутствовали и очно, и онлайн, а зрители – только дистанционно. За два дня прошло около 130 сессий. Разговор так или иначе затрагивал изменения, случившиеся в России и в мире в результате пандемии. Рассказываем о наиболее интересном для финансистов.

Михаил Мишустин, премьер-министр РФ, представил на Форуме стратегию по развитию страны на ближайшее десятилетие. Он обозначил макроэкономические приоритеты правительства на 2021 год: сохранение бюджетной и долговой устойчивости, умеренные заимствования на рынке и низкая инфляция. Для быстрого восстановления экономики, сказал он, правительство уже сейчас «сформировало необходимую базу, запустило ряд дополнительных мер поддержки, часть из них будет действовать и в текущем году в рамках реализации общенационального плана. Цель — вернуть экономику на траекторию устойчивого роста». В основе стратегии лежат национальные цели раз-

вития, подготовлен единый план их достижения, который будет уточнен с учетом окончательных итогов прошлого года. План связывает воедино национальные цели, проекты и государственные программы. Ряд действий сфокусирован на повышении эффективности государственных инвестиций. «Все мероприятия правительство направлены на повышение качества жизни граждан нашей страны, в том числе через развитие здравоохранения, поддержку образования, улучшение жилищных условий и качества окружающей среды». По словам Мишустина, в целом сегодняшняя ситуация --- отклонение, но не уход с траектории устойчивого экономического роста.

Ключевым вызовом для экономики России Мишустин назвал перестройку мирового энергобаланса, заметив, что, «хотя нефть и газ еще долго будут играть в нем существенную роль, нельзя игнорировать смену акцентов в мировой хозяйственной системе».

Благосостояние важнее

Одним из ключевых мероприятий XII Гайдаровского форума стала дискуссия об экономическом росте. В ней участвовали глава Банка России Эльвира Набиуллина, министр экономического развития Максим Решетников и министр финансов Антон Силуанов.

Владимир Мау, ректор РАНХиГС, открывая дискуссию в качестве модератора, отметил, что нынешний кризис следует соотносить с финансовым кризисом 2008-2009 годов, который сформировал новую модель экономического роста: «Мы получили структурный кризис без структурных реформ, быстро купировали недостатки, не повторили Великую Депрессию, не повторили великую стагфляцию 1970-х, быстро справились с кризисом, но в результате не было сделано то, что, по Шумпетеру, называют «созидательным разрушением»». В экономике сложилась ситуация с низкими темпами роста, увеличением неравенства, низкой инфляцией и низким уровнем инвестиций. Возникает вопрос, как вернуться к высоким темпам роста — речь не об отскоке, а именно о выходе на новую траекторию роста. Или же низкие темпы роста станут для экономик новой нормальностью?

Министр финансов РФ Антон Силуанов начал ответ с утверждения, что важен не рост сам по себе, а качество роста. «Мы, как и все страны, пожертвовали ростом ради сохранения жизни и здоровья граждан, помогли и людям, и бизнесу. Через бюджетные возможности минимизировали последствия локдауна».

Министр экономического развития Максим Решетников не увидел противоречия между экономическим ростом и ростом благосостояния. В 2017–2019 годах, заметил он, из 2,2% показателя средних темпов роста ВВП 1,9% было обеспечено ростом доходов населения. «Конечное потребление домохозяйств росло темпами 3,7%, хоть эта цифра и расходится с показателем реальных располагаемых доходов. В любом случае без роста доходов населения и роста потребления домохозяйств выход на целевые 3% роста ВВП невозможен», подытожил г-н Решетников. Далее он отметил, что на экономический рост может влиять сама структура потребительских расходов. Она менялась и краткосрочно, что было связано с закрытием экономики, так и долгосрочно. Теперь важно понимать, вернутся ли люди в торговые центры, кинотеатры, восстановятся ли в полной мере спрос на внешний туризм, какая часть будет компенсирована спросом на внутренний туризм, какая часть работников останется на удаленке. Эти изменения предпочтений вызовут изменения и в структуре бизнеса, и в востребованности инвестиций, сказал министр экономического развития.

Эльвира Набиуллина, председатель Банка России, согласилась с тем, что цель любой экономической политики — рост благосостояния. Надо определить, каким именно должен быть экономический рост, чтобы обеспечить благосостояние: имеет значение не только общий темп роста доходов, но также их распределение, рост активов. Денежно-кредитная политика, безусловно, вносит вклад в рост благосостояния: бенефициаром низкой и контролируемой инфляции являются широкие слои населения. Тем не менее, использование денежно-кредитной политики для обеспечения темпов роста экономики — вопрос дискуссионный. Опыт развитых стран показывает, что

мягкая денежно-кредитная политика (не как временная, контрциклическая мера, а как способ поддерживать экономический рост) выражается если не в повышении инфляции, то в повышении стоимости активов. Широкие слои населения в этом не заинтересованы, поскольку ключевым фактором становится неравенство. «И здесь денежно-кредитная политика практически бессмысленна», — заметила г-жа Набиуллина.

Владимир Мау также отметил, что сверхмягкая денежная политика, за которую выступают популисты, является, как показало последнее десятилетие, важнейшим источником роста неравенства.

Антон Силуанов согласился с мыслью, что смягчение, на которое вынужденно пошло правительство, постоянным быть не может. «Мы поставили задачу уже к 2022 году выйти на нормальную бюджетную и денежно-кредитную политику. Прошлый год показал, что многие страны чересчур легко относились к нетрадиционным инструментам, увеличивали госдолг (до 100% ВВП), дефицит бюджета. Выходить из этой ситуации будет крайне сложно. Для этого нужно увеличивать налоги, сокращать расходы, а это тяжело». Такие меры не пройдут бесследно, в конечном счете за них придется платить гражданам: либо за счет увеличения инфляции, либо за счет сокращения государственных трат, снижения качества услуг. «У развитых стран, которые эмитируют резервные валюты, это происходит гораздо дольше и мягче, а у развивающихся — быстрее и жестче».

Максим Решетников согласился, что по мере восстановления мировой экономики следует ожидать разгона цен и мировой инфляции, что станет большим вызовом для всех. По мнению министра развития, в условиях неизбежной бюджетной консолидации необходимо

иницировать новую волну частных инвестиций.

Антон Силуанов добавил, что госинвестиции тоже должны расти, но они не должны мешать частным инвестициям, лишать возможности действующие предприятия, институты инвестировать в частную экономику.

Продолжением разговора об экономическом росте стала дискуссия Владимира Мау с Кристалиной Георгиевой, директором-распорядителем Международного валютного фонда.

«Наша задача --- сделать большой шаг вперед с акцентом на качество роста и на то, чтобы эти преимущества и результаты способствовали росту благосостояния и снижению неравенства в распределении плодов роста», --- сказала г-жа Георгиева. Она отметила, что из глобального финансового кризиса были извлечены уроки и проведены системные изменения, в результате банковская система стала более устойчивой, но достигнутый уровень все-таки недостаточен. С учетом текущих вызовов устойчивость должна быть повышена кратно.

Владимир Мау заметил, что возможен экономический рост без роста благосостояния (Советский Союз во второй половине 1980-х годов) и, напротив, рост благосостояния при отсутствии экономического роста (современная Япония). «Во второй половине 1980-х ускорение было, а благосостояние падало, макроэкономика рушилась. Рос бюджетный дефицит, рос государственный долг, номинированный в иностранной валюте. И мы знаем противоположный пример Японии, где стагнация идет четверть века, при этом благосостояние растет». Благосостояние гораздо важнее, чем номинальные цифры роста, хотя они взаимосвязаны.

Георгиева рассказала, что в условиях кризиса МВФ старался оказать помощь в первую очередь самым уязвимым государствам, которым требовалась помощь

в здравоохранении. «Мы это делали гораздо больше и гораздо быстрее, чем прежде. 83 страны получили поддержку от Фонда, многие получили экстренное финансирование, экстренные субсидии». Для вывода экономики из коллапса необходимо как можно больше тратить. С началом пандемии и потребление, и производство существенно сократились. Важно не отнимать помощь и льготы. «Страны, которые подошли к пандемии с устойчивой и сильной экономикой, смогли гораздо легче перенести шок. Поэтому так важно иметь прочный фундамент. А для этого рынок труда должен быть подвижен, рынок товаров и услуг должен быть гибким. Мы рекомендуем всем государствам создать финансовые рычаги для того, чтобы их экономика стала более стрессоустойчивой, с меньшим потреблением углеводородов. Если этого не делать, есть риск отстать от поезда перемен», --- подытожила г-жа Георгиева.

Низкие, но стабильные

Участники дискуссии «Грозит ли нам поляризация зарплат?» говорили о тенденциях на рынке труда и занятости. В экспертной сессии приняли участие замминистра экономического развития РФ Полина Крючкова, директор Центра трудовых исследований НИУ ВШЭ Владимир Гимпельсон, директор Института социального анализа и прогнозирования РАНХиГС Татьяна Малева, директор по стратегическому планированию АО «КомплексПром» Олег Фомичев.

Полина Крючкова отметила, что в России в последнее время наблюдался устойчивый рост реальных заработных плат, опережавший темпы роста ВВП и производительности труда. Опережающему развитию способствовали три основных фактора. Во-первых, демография. Численность населения в трудоспособном возрасте сокращалась,

мигрантами это было компенсировано лишь частично. Во-вторых, майские указы привели к повышению зарплат бюджетного сектора, это отразилось и на других секторах экономики. Третьим фактором стала легализация зарплат. Кроме того, шло медленное снижение дифференциации зарплат. До пандемии все эти тренды имели устойчивый характер. С началом кризиса, сказала Крючкова, произошло краткосрочное падение зарплат, уступавшее по темпу и масштабам падению в предыдущие кризисы. Тут, в частности, сказалась поддержка государства.

Татьяна Малева отметила две особенности российского рынка труда: во-первых, его стабильность, он никогда не выходил на высокие показатели безработицы. Причем никакие кризисы абсолютно разной природы не меняли этой тенденции (за исключением нескольких месяцев в 1990-м). Вторая особенность состоит в том, что после 2014–2015 годов доходы населения снижаются: зарплата, даже если она не сильно падала, все равно демонстрировала слабую динамику. Далее Малева назвала системные факторы, которые могут приводить к росту и дифференциации зарплат. По словам Малевой, в 2020 году сильнее всех пострадали представители малого бизнеса, тогда как средний и крупный бизнес проходят пандемию без существенных изменений.

Владимир Гимпельсон объяснил исторически низкий уровень безработицы в России тем, что в нашей стране пособия по безработице низкие: если у людей нет возможности сидеть дома, то они будут возвращаться в занятость. Характерной особенностью последних десятилетий является мощный структурный сдвиг в пользу сектора услуг, добавил эксперт. Это создает совершенно другой тип занятости: она гораздо менее устойчива, более уязвима, более дифференцированная, плохо регулируется

и в значительной степени плохо видима статистике. На это накладывается другой структурный сдвиг — декорпоративизация, увеличение доли занятых вне организаций, вне юридических лиц. В организациях работают примерно 44 млн человек, а 38 млн находятся вне. «Росстат этого не видит», — пояснил Гимпельсон.

Куда бежишь, капитал?

В дискуссии «Зарубежные активы россиян: вскрытие покажет» приняли участие замруководителя Федеральной налоговой службы России Дмитрий Вольвач, старший управляющий директор ПАО «Сбербанк» Лариса Заломихина, руководитель отдела автоматического обмена информацией Глобального форума по прозрачности и обмену информацией для целей налогообложения ОЭСР Радханат Хусден, а также руководитель Центра Россия-ОЭСР РАНХиГС Антонина Левашенко, выступившая модератором дискуссии.

Разговор стартовал с констатации факта: четыре года назад на площадке ОЭСР был запущен проект автоматического обмена налоговой информацией, сейчас его участниками являются 108 юрисдикций. Россия, изначально участвовавшая в разработке документов и выработке основных технических решений, подключилась к системе в 2018 году. Первые обмены информацией с другими участниками автоматической системы произошли в конце 2018 года.

«Из 108 стран, которые присоединились к автоматическому обмену по всему миру, 99 являются нашими партнерами — включая те страны, которые начнут обмен, может быть, в следующем году», — сказал Дмитрий Вольвач. По его словам, одной из главных особенностей системы является то, что стандарт требует раскрытия бенефициаров таких структур, как трасты и фонды, это позволяет получить более полную информацию. «На сегодняшний день россияне

располагают в целом по миру, в том периметре, который покрыт автоматическим обменом, более чем 700 тысячами финансовых счетов. Причем это 400 тысяч налоговых резидентов, юридических лиц и физических лиц. Остатки по этим счетам в рублевом эквиваленте превышают 13 триллионов рублей, это серьезные активы».

Далее Дмитрий Вольвач отметил, что частично информацией о зарубежных счетах ФНС России располагала и до внедрения международной системы. «Но, если сравнивать с базой, которую мы видим сейчас, то об уровне комплаенса наших уважаемых налогоплательщиков могу отозваться очень высоко. Доля выявляемых нами несоответствий очень невелика по сравнению с тем объемом активов и количеством счетов, которые к нам поступают от зарубежных партнеров».

Радханат Хусден отметил, что продолжается работа по внедрению нового стандарта автоматической системы, с особым акцентом на криптоактивах. Также идет работа над тем, чтобы предоставлять налогоплательщикам исчерпывающую информацию о тех или иных юрисдикциях, в том числе тех, где имеются риски. «Цифры, которые мы видим, конечно, шокируют: приблизительно 10 триллионов в евро и активах были обменены между участниками автоматической системы в 2019 году. И количество юрисдикций постоянно растет», — сказал эксперт.

Дмитрий Вольвач, отвечая на вопрос модератора о перспективах подключения США и Великобритании к процессу взаимного обмена, выразил надежду, что эти страны подключатся к международной автоматической системе, а не будут ограничиваться созданием собственных систем либо обменов информацией по запросу. «Очень надеюсь, что в ближайшее время мы прирастем нашими партнерами по ЕАЭС и по СНГ. На

сегодняшний день в периметре бывшего СССР мы обмениваемся данными с Азербайджаном, Латвией, Эстонией. Надеюсь, что в следующем году присоединятся Казахстан, Молдова, активную работу в этом направлении ведет Республика Беларусь», — добавил г-н Вольвач.

Лариса Заломихина, отвечая на вопрос о попытках клиентов скрыть информацию, рассказала, что Сбербанк с подобными случаями встречается крайне редко. «Доля клиентов-нерезидентов, относительно которых очевидно могут возникнуть вопросы, связанные с налоговым статусом, крайне незначительна в принципе. Считанные доли процента таких клиентов Сбербанка обслуживаются в России. Это не массовая история», — сказала она.

Финансирование зеленеет

Участниками беседы «Зеленая экономика» стали генеральный директор – председатель правления ОАО «РЖД» Олег Белозеров и председатель ВЭБ.РФ Игорь Шувалов.

Игорь Шувалов отметил, что около 40% инвестпортфеля ВЭБ.РФ можно отнести к разряду «зеленых» финансов. И пообещал, что ВЭБ будет запускать новые инструменты «зеленого» финансирования. Да и при традиционном кредитовании приоритет будет отдан проектам, вовлеченным в устойчивое развитие и зеленую экономику.

Тема зеленого финансирования была продолжена на следующей дискуссии, участниками которой стали заместитель председателя ВЭБ.РФ Алексей Мирошниченко, первый вице-президент «Газпромбанка» Денис Шулаков и главный аналитик директората ОЭСР по окружающей среде Роберт Янгмен.

Денис Шулаков, первый вице-президент «Газпромбанка», привел статистику. За последние шесть лет рынок ответственного финансирования в мире вы-

рос в 19 раз, однако в России «зеленых» облигаций пока не так много: 7 выпусков общим объемом 111 миллиардов рублей, причем большая часть выпущена РЖД. При этом потенциальные средства международных инвесторов в «зеленые» финансовые активы составляют 10-15 триллионов долларов, которые могут быть вложены в том числе в российские облигации при изменении законодательства. Корпоративные российские облигации для нерезидентов сегодня имеют другой режим налогообложения, нежели еврооблигации. Следует сделать стандарты эмиссии едиными, это откроет перед российским рынком новые большие возможности.

Интеграция или вжимание?

В дискуссии «Пандемия и интеграция: угроза или стимул к развитию?» приняли участие директор отделения ООН в Женеве Татьяна Валова, директор по научной работе Фонда развития и поддержки международного дискуссионного клуба «Валдай», главный редактор журнала «Россия в глобальной политике» Федор Лукьянов, член коллегии (министр) по торговле Евразийской экономической комиссии Андрей Слепнев, зампрединдентеля правления Евразийского банка развития Тигран Саркисян.

Федор Лукьянов отметил, что в настоящее время интеграционный механизм работает в ситуации умеренного кризиса, когда кажется естественным полагаться только на себя. «Мы вступаем в период, когда все государства будут заинтересованы в объединении усилий лишь по конкретному вопросу и конкретно с теми, кого они считают полезными для решения этого вопроса». С другой стороны, пандемия показала ограниченность возможностей даже самых сильных государств. Особенно это было видно на примере США. Внутри Евразийской интеграции каждый из

участников сейчас тоже «вжимается в себя». Но наступит момент, когда станет очевидно истощаемость внутренних ресурсов каждого, — тогда возникнет потребность в институтах, сказал Федор Лукьянов.

Татьяна Валова, директор отделения ООН в Женеве, заметила, что в пандемию тем не менее оказалось эффективно передать часть полномочий в регионы. Так что, несмотря на текущую разобщенность, человечество, вероятно, будет искать новые формы объединений. «История показывает, что именно после глобальных кризисов появлялись крупные межнациональные объединения», — сказала она.

Андрей Слепнев отметил, что в марте-апреле 2020 года Евразийский экономический союз «качался как монетка, стоящая на ребре». «То ли ситуация свалится в сторону самостоятельного решения государствами всех проблем, то ли будет показано, что в союзе можно договариваться, несмотря на внутренние проблемы каждого из членов. За апрель-май премьеры встретились 5 раз, президенты — 2 раза, были бесконечные консультации. Союз доказал, что является жизнеспособной организацией» — констатировал Слепнев. Далее он отметил, что сейчас идет перераспределение влияния от финансовых корпораций к технологическим. Государству для сохранения суверенитета в этих условиях необходимо иметь технологические платформы.

Глобализация. Но какая?

Затронутые темы отчасти продолжила дискуссия «Экономика доверия», в которой приняли участие председатель Счетной палаты РФ Алексей Кудрин, генеральный директор Агентства стратегических инициатив по продвижению новых проектов Светлана Чупшева и декан экономического факультета МГУ Александр Аузан.

Алексей Кудрин заметил, что пандемия лишь добавила свою долю в процесс мировых перемен. А в мире происходит смена экономических лидеров, на первое место выдвигается Китай. Таким образом, глобализация будет продолжаться, но уже в новом регионе — Тихоокеанском и с новым центром — в Китае. Этот процесс займёт не менее 30 лет. Юань еще долго не станет мировой резервной валютой, альтернатива доллару в мировой экономике не появится еще несколько десятков лет. В целом, считает Кудрин, Китай остается неким «черным ящиком, сейчас это фактически закрытый цифровой тоталитарный режим. В мире неизбежно сложатся новые соглашения, новые финансовые институты, которые будут работать уже на цифровых транзакциях. Мир пойдет по этому пути и не замкнется, убежден Кудрин.

Новое финансовое поведение

Алексей Саватюгин, аудитор Счетной палаты РФ, отметил, что финансовое поведение граждан России существенно поменялось. Основными факторами стали: пандемия COVID-19, макроэкономические тенденции и цифровизация. В макроэкономике были важны низкая инфляция и низкая цена денег, следствием которых стал массовый приход розничного инвестора на фондовый рынок. Структура банковских вкладов тоже поменялась (уменьшилась доля долгосрочных вкладов), растут объемы ипотеки и автомобильного кредитования.

(В обзоре использованы материалы сайта «Гайдаровский форум 2021»). □

Жизнь на свои

АГЕНТСТВО ПО СТРАХОВАНИЮ ВКЛАДОВ ОПУБЛИКОВАЛО СТРАТЕГИЮ РАЗВИТИЯ НА ПЕРИОД ДО 2025 ГОДА. ПРЕДПОЛАГАЕТСЯ МНОГО ИНТЕРЕСНОГО

АСВ опубликовало стратегию развития на период до 2025 года, в конце 2020 года ее утвердил совет директоров. Это объемный документ, детально описывающий финансовое положение Агентства, вызовы, стратегии развития основных направлений деятельности корпорации, а также ключевые риски и меры контроля за выполнением целей Стратегии.

По очевидным причинам этот документ важен для всего российского финансового рынка: АСВ является серьезным гарантом стабильности последнего. Особенно если учесть, что зону действия работающей сейчас системы страхования депозитов предполагается существенно расширить. Причем уже в ближайшем будущем.

Короче, Стратегия — важный документ. Так что внимательно прочитать его было бы не лишним.

Начнем с того, что стратегическое планирование в работе АСВ присутствует уже достаточно давно. Причем (и в документе это отмечено) ключевых целей, поставленных на период 2016–2020 годов, Агентству удалось достичь. Пик страховых выплат, нарисовавшийся в связи с тем, что Банк России активно выводил с рынка неустойчивые кредитные организации, был пройден в 2016–2017 годах.

Наступило 129 страховых случаев, общая сумма выплат возмещения по вкладам составила почти 1 трлн рублей, эти деньги получили более 1,6 млн вкладчиков. В дальнейшем объемы страховых выплат существенно снизились, достигнув в 2019–2020 годах объема 74 млрд рублей.

В документе отмечается, что в своей работе Агентство столкнулось с рядом новых вызовов. Это, во-первых, распространение защиты на новые объекты страхования, усложнение его правил и цифровизация взаимодействия с вкладчиками. Во-вторых, необходимость повышения эффективности ликвидационных процедур. Агентству предстоит завершить ликвидацию нескольких сотен кредитных организаций, реальная стоимость активов которых в среднем составляет 13% балансовой стоимости. Балансы ликвидируемых банков, похоже, были

сильно раздуты. Но вкладчиков эти объективные трудности не волнуют, выплаты (в объеме покрываемой страховкой АСВ суммы) им гарантирует закон.

Страхование вкладов — база

Стратегические цели Агентства реализуются по двум направлениям: в отношении страхования вкладов граждан, доверивших свои средства коммерческим банкам, и в отношении ликвидации коммерческих банков, которые не справились с управлением этими средствами.

В отношении страхования вкладов АСВ ставит на ближайшие пять лет три основные цели. Первая цель — цифровизация и создание системы дистанционных страховых выплат. Вторая — расширение состава объектов страхования и поиск возможностей для повышения уровня страховой защиты вкладчиков. Третье ключевое положение — полное погашение задолженности по кредиту Банка России в 2024 году (сегодня сумма долга составляет менее 380 млрд рублей). Агентство планирует исключить из схемы финансирования заемные средства и наполнять фонд только за счет регулярных взносов банков — участников системы страхования вкладов.

Итак, первая стратегическая цель — цифровизация сервисов Агентства. Применение цифровых технологий в сфере финансовых услуг стало глобальным трендом последних лет, а получение услуги «в один клик» — новым

стандартом для потребителей на финансовом рынке. За счет цифровизации Агентство планирует повысить доступность и удобство услуг для вкладчиков (особенно для людей с ограниченными возможностями и маломобильной части населения), предоставить им альтернативные каналы обслуживания, ускорить расчеты, снизить финансовые издержки и сэкономить время при получении страхового возмещения.

Для этого в течение первых двух лет реализации Стратегии планируется завершить переход к схеме дистанционных страховых выплат через сайт Агентства и ЕПГУ. В дальнейшем Агентство планирует предоставить вкладчикам возможность получения выплат через любой банк — участник ССВ, присоединившийся к системе Агентства и соответствующий установленным стандартам.

Закон о страховании вкладов дает АСВ возможность производить выплаты вкладчикам через 14 дней с даты наступления страхового случая. Но само Агентство заявляет, что стремится уложиться с выплатой в течение семи рабочих дней. Причем в последние два года выплаты производились именно в такие сроки.

Сохранение такого быстродействия в условиях существенного расширения состава субъектов страховой защиты, усложнения правил страхования (в том числе в связи с введением в 2020 году новых категорий защищаемых вкладов и включением в сферу страхования финан-

совых платформ) требует модернизации всей инфраструктуры выплат, прежде всего — в сфере информационных технологий. Дополнительным фактором риска является ожидаемое сокращение числа страховых случаев и снижение количества страховых выплат, поскольку при этом скорость выплат будет сильнее зависеть от состояния учета в банках и поведения вкладчиков, чем от работы Агентства.

Быстрый возврат денежных средств вкладчикам планируется обеспечивать: при обращении в Агентство — за счет дистанционного приема заявлений в электронной форме и автоматической обработки платежей в расчетном центре Агентства; при обращении в банки-агенты — за счет внедрения сервисов онлайн-выплат в каналах ДБО.

Расширение видов объектов страхования — следующая крупная задача.

В настоящее время, отмечается в Стратегии, Россия по большинству параметров ССВ соответствует основной группе стран с развитыми системами страхования депозитов, однако по охвату депозитных продуктов страховой защитой, предоставляемой системой страхования вкладов, уступает крупнейшим мировым экономикам.

Агентство исходит из необходимости расширить список субъектов, которым положено иметь страхование по депозиту. И это резонно. Вряд ли люди, причастные финансовому рынку, могли забыть, насколько серьезными были послед-

ствия ликвидации банков, скажем, для их клиентов, относящихся к категории юридических лиц. Положение существенно изменила введенная в 2019–2020 годах защита вкладов малых предприятий, некоммерческих организаций социальной направленности и некоммерческих объединений. Сейчас Агентство берет обязательство расширить диаметр защитного «зонтика»: на горизонте 5 лет будет прорабатываться распространение страховой защиты на средства всех остальных категорий юридических лиц, за исключением финансовых организаций. В ситуации, когда под страхование будут подпадать средства большинства юридических лиц, Агентству понадобится лоббировать обязательность участия в страховой системе всех кредитных организаций, имеющих лицензию на осуществление операций со средствами юридических лиц. Это само собой разумеется.

Для «расширения зонтика» требуются также законодательные изменения. В этих целях Агентство планирует активно сотрудничать с органами государственной власти и Банком России на всех стадиях законотворческого процесса.

Ликвидация

По второму направлению — ликвидационному — АСВ намечает четыре основных цели. Увеличить поступления в конкурсную массу от реализации активов; снизить расходы на ликвидационные процедуры; увеличить долю поступлений в конкурсную массу за счет привлечения к ответственности (уголовной и гражданско-правовой) бенефициаров; сократить сроки ликвидационных процедур.

Цели понятные; понятно также, что наиболее важными являются те, которые касаются увеличения поступлений в конкурсную массу. Чтобы платить вкладчикам, надо ведь иметь деньги.

Радикальная фаза процесса чистки российской банковской системы, вроде бы, подходит к концу. Банк России вывел с рынка значительное количество не-

устойчивых банков, негосударственных пенсионных фондов и страховых компаний. В 2021–2025 годах Агентству предстоит завершить ликвидационные процедуры в отношении этих организаций. Причем остались наиболее проблемные. Как отмечено в Стратегии, они характеризуются значительным масштабом деятельности и низким качеством активов, реальная стоимость которых оценивается в 13% (на 30% меньше по сравнению с финансовыми организациями, ликвидационные процедуры в которых уже завершены). Требования кредиторов составляют 3,2 трлн рублей, к 1 октября 2020 года они удовлетворены на 14%. Агентство планирует завершить до конца 2025 года основные этапы ликвидации в отношении не менее 380 финансовых организаций (более 90% всего остатка).

Строго говоря, далеко не очевидно, что поступления в конкурсную массу за счет распродажи активов действительно удастся увеличить; иными словами, что за переоцененные активы с «нарисованной» стоимостью можно выручить приличные деньги. Но вот снизить расходы на ликвидационные процедуры, скорее всего, получится. Поскольку это предполагается сделать путем замены дорогостоящего персонала, привлекаемого со стороны, из специализированных организаций — в пользу того, что работу по ликвидации будут делать юристы самого Агентства совместно с работниками ликвидируемого учреждения. Ожидаемый экономический эффект по итогам 2021 года оценивается на уровне 16–17% снижения всех расходов в целом.

Предполагается также сэкономить на нотариусах. В настоящее время, как отмечает Стратегия, расходы на оплату услуг нотариуса при внесении в депозит нотариуса денежных средств, не востребованных кредиторами, зачастую существенно превышают суммы денежных средств, направляемые на расчеты с кредиторами.

В целом планируется завершение ликвидационных процедур в 380 финансовых организациях. Причем пред-

полагается, что корпорация серьезно сократит сроки проведения ликвидаций. В 2016–2020 годах на это уходило в среднем четыре с половиной года, в новом периоде — до трех лет. Впрочем, целевые индикаторы по количеству завершенных ликвидаций несравнимо менее значимы, чем уровень удовлетворения требований кредиторов. Ведь реальная стоимость активов ликвидируемых банков вызывает много вопросов. Не только у АСВ.

Особенно интересно читать подраздел, который рассказывает, каким именно образом будет увеличиваться доля поступлений в конкурсную массу в результате привлечения к ответственности бенефициара (или бенефициаров).

Все ведь очень просто. Чтобы действовать правильно, есть смысл предположить, что собственник/выгодополучатель проблемного банка заботился в первую очередь о собственных интересах (иногда только о них). А вовсе не об интересах вкладчиков. При реализации такой линии балансы банка «рисовались», стоимость активов существенно раздувалась. Много денег за такие активы не выручишь. А вот средства, которые поступали в карман самого собственника, с большой вероятностью были ничуть не фиктивными и вполне серьезными.

С этими средствами проблема лишь одна — вернуть их обратно часто бывает очень непросто.

По этой линии Агентство намерено работать серьезно. Планируется улучшать механизмы — и поиска активов бенефициаров, и подготовки доказательственной базы для судов, которая давала бы возможность привлекать недобросовестных менеджеров и/или собственников к имущественной ответственности.

Для каждого сложного нестандартного кейса будет разрабатываться индивидуальная стратегия возврата выведенных активов; с привлечением виновных к ответственности. Особое внимание будет уделено модели, в рамках которой сначала инициируется процесс о взыска-

нии убытков, причиненных в результате совершения ущербных сделок, а затем процесс привлечения к субсидиарной ответственности. Агентство заявляет, что будет осуществлять свою деятельность в тесной координации с Федеральной службой судебных приставов.

Причем сейчас Агентство готово увеличивать количество случаев, когда выведенные активы ищут в иностранных юрисдикциях. Тема иностранных юрисдикций возникает здесь совершенно логично: известно, что прятать надо подальше. Найти человека, который вывел деньги за пределы России и сам отправился вслед за ними, непросто. Обратиться на его активы взыскание и добиться исполнения — еще сложнее. Но тут помогает красивое решение: есть смысл переложить часть задачи на другую структуру, мотивируя ее тем, что она получит часть найденного. Процедура отбора потенциальных инвесторов для этих целей реализуется в соответствии с ключевым принципом судебного финансирования (litigation funding) — осуществлением выплаты вознаграждения инвестору из средств, фактически поступивших в конкурсную массу по итогам поиска выведенного.

Агентство обещает отказаться от заведомо бесперспективных, но дорогостоящих мероприятий по взысканию, одновременно активизировав деятельность по оспариванию сомнительных сделок и привлечению бенефициаров к имущественной ответственности.

Обещается, что основным принципом деятельности Агентства по-прежнему будет оставаться стремление к обеспечению неотвратимости наказания людей, обрушивших конкретный банк. Для этого Агентство продолжит оказывать активное и всестороннее (информационно-аналитическое и консультативно-методическое) содействие следственным органам и органам дознания в их борьбе с преступлениями в финансовой сфере. Планируется также расширить взаимодействие

с Генеральной прокуратурой РФ. Для лучшего выявления и возврата активов требуется ряд инициатив, в том числе:

- по снятию «корпоративных покровов» («piercing the corporate veil») с различных форм неправомерного владения имуществом, которое приобреталось за счет средств финансовой организации; наделению Банка России правом обращения в суд с заявлением о наложении запрета на распоряжение имуществом, принадлежащим недобросовестным владельцам и руководителям финансовых организаций, а также имуществом, находящимся в пользовании данных лиц, в случаях отзыва лицензии у финансовой
- организации, введения временной администрации, осуществления мер по предупреждению банкротства финансовой организации; наделению Агентства в отношении ликвидируемого объекта, конкурсным управлением которыми оно является, публичной функцией по организации возврата из-за рубежа активов, полученных в результате совершения преступлений на территории РФ. В подготовке и реализации этих инициатив. Агентство намерено активно участвовать.

Сбережение пенсии

Отдельно прописаны обязанности АСВ в отношении гарантирования пенсионных накоплений.

Продолжающаяся консолидация рынка пенсионных накоплений, говорится в документе,

подчеркивает важность безусловного гарантирования прав застрахованных лиц. Важность не только экономическую. Но и социальную, что очевидно. Залогом эффективного исполнения этой функции Агентством является способность фонда-участника оперативно и качественно сформировать реестр обязательств фонда-участника перед застрахованными лицами, а так-

же корректно вести персонифицированный учет.

Кроме того, АСВ заявляет о возможности распространения гарантий, аналогичных действующим в системе гарантирования пенсионных накоплений, на добровольные негосударственные пенсии, договоры страхования жизни и иные инструменты финансового рынка.

В период реализации Стратегии в России могут быть дополнительно созданы две новые системы гарантирования: система гарантирования пенсионных резервов — средств, сформированных за счет добровольных взносов в рамках негосударственного

пенсионного обеспечения, и система гарантирования договоров страхования жизни. Также ожидается внедрение на пенсионном рынке нового продукта — гарантированного пенсионного плана, появление которого в массовом клиентском сегменте приведет к развитию системы обязательного пенсионного страхования.

Сейчас концепции этих систем активно обсуждаются, очевидно, что достижение консенсуса не за горами. В рамках этих дискуссий предусматривается возможное возложение на АСВ полномочий по администрированию новых систем. По аналогии с функционалом Агентства в рамках системы страхования вкладов и гарантирования пенсионных накоплений.

При реализации такого подхода Агентство будет осуществлять: ликвидацию и конкурсное производство, осуществление выплат гарантийного возмещения, формирование и инвестирование обособленных фондов гарантирования.

Планируется также расширить партнерские связи с международными и иностранными организациями, имеющими аналогичный профиль деятельности. При этом особый акцент будет сделан на сотрудничество с партнерами из государств — членом ЕАЭС. □



Виктор Коновалов
заместитель директора «Интерфакс-ЦЭА»

Отыграли половину

Рынок акций РФ и рубль выросли в феврале, отыграв около половины падения третьей декады января

Это случилось благодаря позитивной конъюнктуре мировых фондовых рынков, растущей нефти, а также избыточной ликвидности, которая стимулировала краткосрочный спекулятивный рост в бумагах «второго» и третьего» эшелонов. Глобальный спрос на рискованные активы стимулировал инвесторов на покупку российских акций.

Индекс РТС вырос за месяц на 3,24% — до 1411,93 пункта, а рост индекса МосБиржи составили 2,12% (к закрытию торгов 26 февраля индикатор достиг 3346,64 пункта). Тенденция к росту на российском фондовом рынке сформировалась в первый же торговый день февраля после почти двухнедельного снижения; отскоку способствовали ожидания принятия в США новых мер стимулирования экономики, постепенное улучшение ситуации с заболеваемостью пандемией COVID-19 в США, а также ослабление санкционных рисков. Индекс МосБиржи локально протестировал, но не удержал рубеж 3300 пунктов, при этом лидерами роста выступили бумаги золотодобытчиков во главе с Polymetal благодаря росту цен на металлы (серебро раллировало на 10%).

Нефть выросла на сигналах о том, что избытка предложения на мировом рынке ждать не стоит, поскольку страны ОПЕК+ четко выполняют условия соглашения об ограничении добычи, а Саудовская Аравия и ряд стран ОПЕК+ в качестве жеста «доброй воли» сократили с февраля добычу на 1,425 млн б/с. Компания Chevron заявила, что намерена дождаться стабилизации ситуации с пандемией COVID-19, прежде чем возвращаться к плану наращивания добычи в пермском бассейне. соответствующие условия, вероятно, будут созданы не ранее второй половины текущего года или даже начала 2022 года.

Симоновский суд столицы на выездном заседании в Мосгорсуде отменил Алексею Навальному условное наказание и заменил его на 3,5 года колонии общего режима, которые ранее были назначены ему

приговором суда по делу компании «Ив Роше». Власти США, Великобритании, Германии, Австрии и Канады осудили решение по делу Навального и призвали освободить российского оппозиционера. В США был подготовлен законопроект о введении санкций в отношении «ответственных» за ситуацию с Навальным.

Объявление судебного приговора Навальному вызвало на российском рынке акций лишь локальную просадку, которая была довольно быстро выкуплена, и рынок пошел дальше вверх благодаря спросу со стороны как локальных, так и иностранных инвесторов. По данным EPFR Global, чистый приток капитала в российские акции со стороны фондов (с учетом всех фондов, инвестирующих в акции РФ) за неделю с 4 по 10 февраля составил 110 млн долларов против притока на уровне 30 млн долларов неделей ранее. Сбербанк отчитался за январь: банк получил 86,7 млрд рублей чистой прибыли по РСБУ против 80,2 млрд рублей годом ранее и 62,5 млрд рублей в декабре.

Вторую неделю месяца рынок акций РФ начал с новой волны повышения вслед за мировыми площадками и нефтью (Brent превысила 60 долларов за баррель) на фоне улучшения перспектив восстановления мировой экономики и позитивных российских новостей; индекс МосБиржи превысил 3445 пунктов, при этом лидировали обновившие свои максимумы АДР Ozon. Заметно

выросли также расписки Qiwi и TCS Group (рост последних шел на ожиданиях их включения в индексы MSCI Russia). Международное рейтинговое агентство Fitch подтвердило долгосрочные кредитные рейтинги России на уровне «BBB» со «стабильным» прогнозом. По оценкам экспертов агентства, в 2021 году российский ВВП вырастет на 3%.

Локально перегретый рынок акций РФ немного выпустил пар в конце первой декады февраля на фоне отрицательной коррекции в США; индекс МосБиржи откатился ниже рубежа 3400 пунктов, при этом выросли расписки TCS Group на новостях об их включении в расчет индекса MSCI Russia и упали перегреты ранее АДР Ozon. ГДР TCS были включены в индекс MSCI Russia с весом 2,11% в рамках его квартального пересмотра. Оценка FIF (foreign inclusion factor, применительно к российским компаниям — оценка free float) составила 0,6. Изменения вступили в силу 26 февраля после закрытия торгов.

Банк России на заседании 12 февраля ожидаемо не стал менять ключевую ставку (4,25% годовых), сохранил прогноз роста ВВП РФ в 2021 году на уровне 3–4%, но при этом повысил прогноз по инфляции на 2021 год с 3,5–4% до 3,7–4,2%, повысил прогноз цены на нефть с 45 до 50 долларов за баррель. По словам главы ЦБ РФ Эльвиры Набиуллиной, дальнейшее восстановление спроса в экономике РФ будет носить устойчи-

вый характер, экономика РФ может достичь докризисного уровня уже к концу 2021 года (а не в 2022 году), а инфляция начнет постепенно снижаться после пика в феврале-марте. При этом, по оценке главы ЦБ, проинфляционные и дезинфляционные риски на прогнозном горизонте сбалансированы, а потенциал смягчения денежно-кредитной политики исчерпан.

В середине месяца рынок акций РФ возобновил подъем вслед за мировыми площадками и нефтью на ожиданиях восстановления спроса и надеждами на принятие новых экономических стимулов в США; лидерами роста выступили акции «Норникеля» и «ЛУКОЙЛа». Во «втором эшелоне» раллировали бумаги ПАО «Белуга групп» в отсутствие новостей. Число новых заражений коронавирусом COVID-19 по всему миру снизилось пятую неделю подряд, заявил генеральный директор Всемирной организации здравоохранения (ВОЗ) Тедрос Адханом Гебрейесус. По данным Минторга США, розничные продажи в январе увеличились на 5,3% (максимум за 7 месяцев) по сравнению с предыдущим месяцем, тогда как эксперты ожидали повышения всего на 1–1,1%.

Очередная волна отрицательной коррекции накрыла российский рынок акций в середине третьей недели месяца. Упали АДР Ozon на новостях о планах размещения конвертируемых облигаций с погашением в 2026 году на сумму

около 650 млн долларов. Начальная стоимость конвертации была установлена с премией в размере 40–45% к средней рыночной цене ADS на торгах 17 февраля. Упали к уровням апреля 2020 года акции «Энел Россия» после презентации стратегии компании, в которой ожидается снижение прибыли и отсутствуют планы по выплатам дивидендов за 2020 год. Объем выплат будет перенесен на 2023 год, когда компания планирует направить акционерам 5,2 млрд рублей, а в 2022 году выплаты должны составить 3 млрд рублей.

Вместе с тем во «втором эшелоне» rallied на 40% акции «Русгрэйн холдинг», МКФ «Красный Октябрь», «Абрау-Дюрсо» и «Белуга групп».

Лишь 19 февраля рынок возобновил рост вместе с фондовой Европой и на фоне некоторого снижения санкционных рисков. Посол Италии в Москве Паскуале Терраччано заявил, что Евросоюз не будет вводить антироссийские санкции, затрагивающие экономическую сферу, в связи с последним витком напряженности в двусторонних отношениях. Лидировали в росте обновившие пик акции «Норникеля», заметно подорожали также АДР Ozon и поднялись до уровней осени 2014 года на корпоративных новостях акции «Ростелекома». ПАО «Ростелеком» и кредитные организации будут работать над созданием института, который будет обеспечивать кибербезопасность банковской системы РФ, заявил глава комитета по финансовому рынку Госдумы Анатолий Аксаков на встрече кредитных организаций с руководством Банка России.

Вместе с тем упали в цене ранее перегретые спекулятивными покупателями малоликвидные бумаги «Белуга групп», «Абрау-Дюрсо», «Наука-связь» и «Наука НПО».

Последняя декада февраля прошла для российского рынка акций под зна-

ком отрицательной коррекции, чему способствовали как внешние сигналы, так и негативные внутренние корпоративные новости. Так, на торгах 20 февраля рынок акций РФ просел вслед за откатом нефти и падением бумаг «Норникеля» из-за аварии на дочернем предприятии ГКМ. В ночь на 20 февраля на Норильской обогатительной фабрике ООО «Медвежий ручей» (входит в «Норникель») произошло обрушение здания пункта перегрузки руды и примыкающей к нему пешеходной галереи, были пострадавшие и жертвы. Главное следственное управление СК РФ по Красноярскому краю и Хакасии возбудило уголовное дело по факту происшествия. Глава «Норникеля» Владимир Потанин заявил, что авария на фабрике произошла по причине грубого нарушения техники безопасности руководством предприятия.

В свою очередь внешние фондовые площадки просели на фоне опасений относительно инфляции и сохраняющихся последствий пандемии коронавируса для глобальной экономики. Доходность 10-летних гособлигаций США превысила 1,37% годовых. 24 февраля рынок акций РФ откатился ниже отметки 3400 пунктов по индексу МосБиржи, лидерами снижения выступили перегретые ранее расписки TCS Group и Ozon, также упал «Норникель» на новостях о новых ЧП (ГМК частично приостановила деятельность рудников «Октябрьский» и «Таймырский» в связи с поступлением грунтовых вод в их горных выработках).

Глава Фрезезева США Джером Пауэлл попытался успокоить мировые рынки, заявив о сохранении мягкой денежно-кредитной политики до тех пор, пока американская экономика полностью не восстановится от последствий кризиса, вызванного пандемией коронавируса. Он отметил, что не ожидает подъема инфляции до «тревожных уровней»,

а также «не стал бы ждать существенно и устойчивого роста потребительских цен».

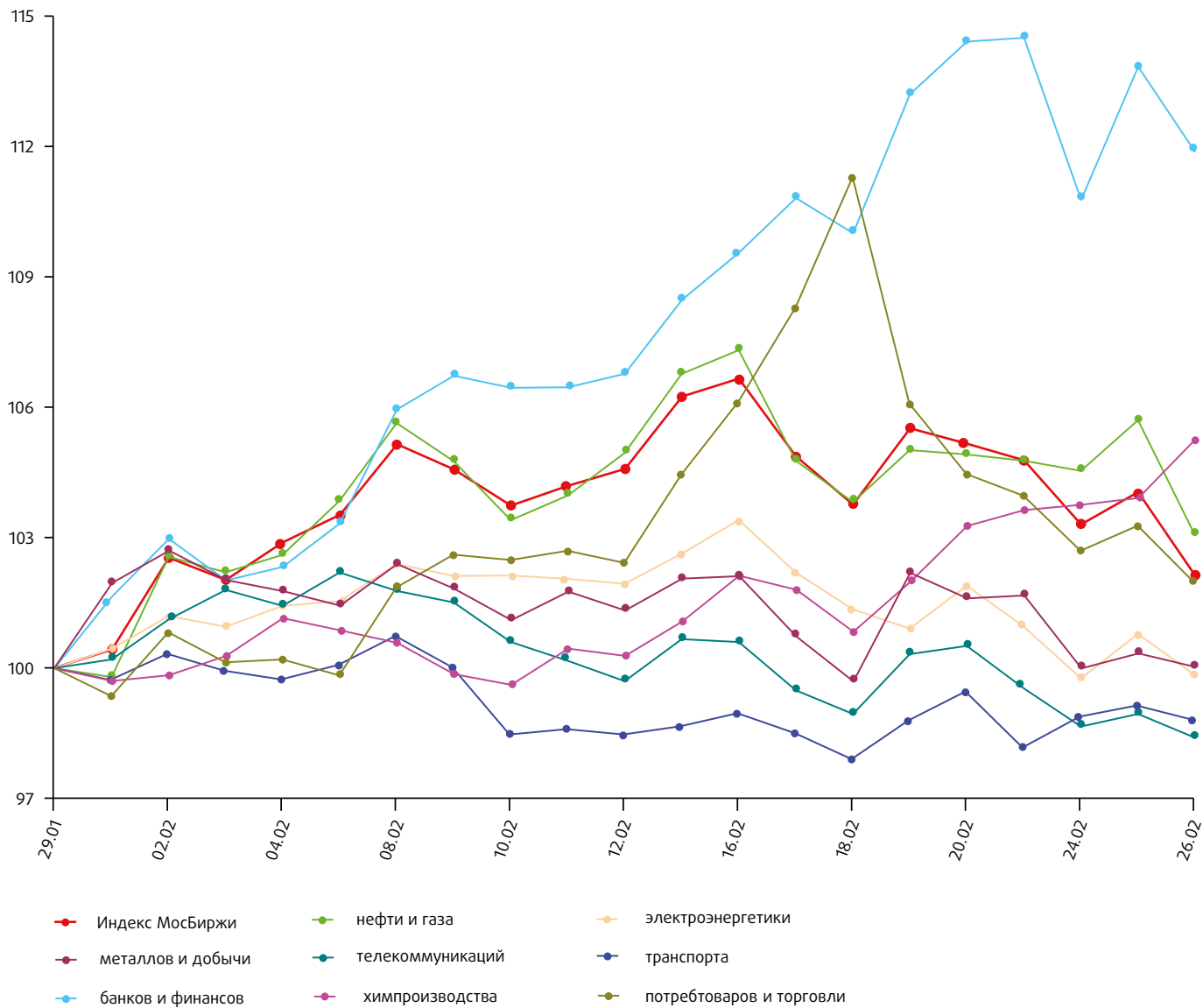
Заявления главы ФРС смогли оказать лишь краткосрочную поддержку, но в целом инициатива на мировых рынках капитала сохранилась в конце февраля за продавцами. В последний торговый день месяца рынок акций РФ упал на фоне ухудшения внешней фондовой и сырьевой конъюнктуры из-за роста доходности гособлигаций США (доходность десятилетних бумаг локально превышала отметку 1,6% годовых) и опасений относительно разгона мировой инфляции.

Рубль укрепился к доллару и евро

Российский рубль умеренно укрепился к доллару и евро по итогам февраля благодаря как растущей нефти, так и снижению санкционных рисков. По итогам месяца доллар США снизился на торгах «Московской биржи» на 1,13 рубля (-1,5%), до 74,63 руб./доллар. Евро потерял за месяц 1,85 рубля (-2%) и оказался на уровне 90,07 руб./евро.

Тенденция к росту курса нацвалюты в основных валютных парах обозначилась ближе к концу первой недели февраля и доминировала в течение полутора недель, вплоть до середины месяца, после чего динамика рубля приобрела нейтральный характер. Поддержку нацвалюте оказывала, прежде всего, нефть, стоимость которой по итогам уже первой недели февраля выросла на 7,8% по марке Brent и на 8,9% — по сорту WTI. При этом обе эталонные марки завершили первую неделю месяца на максимальных отметках с января прошлого года. Существенное влияние на улучшение настроений валютных игроков оказало и отсутствие явного ужесточения со стороны США и Европы на тему антироссийских санкций из-за ситуации с Алексеем Навальным.

Рисунок. Динамика сводного и отраслевых фондовых индексов ММВБ



По итогам второй недели февраля Brent подорожала на 5,2%, WTI — на 4,6% на фоне улучшения прогнозов спроса на энергоносители в связи с надеждами на спад пандемии. Таким образом, позитивный «нефтяной фактор» продолжил оказывать поддержку рублю. Кроме того, позитивным для курса нацвалюты был общемировой оптимизм в отношении принятия новых стимулов в США и восстановления американской экономики. Министр финансов США Джанет Йеллен заявила, что американская экономика может вернуться к полной занятости к концу 2022 года. По ее словам, экономика остается в «глубокой яме» при миллионах потерянных рабочих мест из-за пандемии, однако пакет стимулов объемом 1,9 трлн долларов, предложенный президентом Джо Байденом, может вскоре вернуть ее к полной занятости. «Абсолютно нет причин, по которым восстановление экономики должно быть длительным и медленным», — сказала Йеллен.

Локальное внутридневное снижение курса рубля произошло в ходе торгов 12 февраля, поводом к нему послужили опасения ухудшения взаимоотношений между ЕС и Россией после сообщений СМИ о том, что глава МИД РФ Сергей Лавров заявил о готовности России к разрыву отношений с Евросоюзом. Позднее и МИД, и пресс-секретарь президента РФ заявили, что слова Лаврова были процитированы вне контекста, а основной посыл главы российского внешнеполитического ведомства заключался в том, что Москва хотела бы развивать отношения с Брюсселем, но надо быть готовым к худшему. «Средства массовой информации вот этот, ставший сенсационным заголовком, подают без контекста, и это большая ошибка СМИ, это ошибка, которая именно меняет смысл. Смысл-то как раз заключается в том, что мы не хотим этого, мы хотим развивать отношения с Евросоюзом, но если Евросоюз пойдет по этому пути, то

тогда — да, мы будем готовы», — сказал пресс-секретарь президента РФ Дмитрий Песков журналистам.

Совет директоров Банка России на февральском заседании ожидаемо принял решение сохранить ключевую ставку на уровне 4,25% годовых, но несколько видеоизменил сигнал о будущей направленности денежно-кредитной политики. Если декабрьский сигнал ЦБ ставил под сомнение привычный посыл о том, что пространство для снижения ставки в принципе остается, то февральская формулировка регулятора, по сути, стала сигналом о прекращении цикла смягчения и постепенном возврате к нейтральной ДКП. Последний раз Банк России снижал ключевую ставку в июле 2020 года (на 25 базисных пунктов), до ее нынешнего уровня в 4,25% годовых. В сентябре, октябре и декабре ЦБ оставил ключевую ставку неизменной.

Третью неделю февраля российская валюта провела в боковике на фоне неоднозначных как внешних, так и внутренних сигналов. Именно в этот период рубль достигал своих максимальных значений за месяц — 73,125 руб./доллар и 88,68 руб./евро. Этому способствовали как высокие цены на нефть, так и снизившиеся санкционные риски.

Вместе с тем последняя неделя февраля прошла под влиянием коррекционных настроений, что в итоге привело к потере рублем около половины предыдущих завоеваний. Основным негативным фактором для национальной валюты стал повсеместный выход инвесторов из рискованных активов на фоне роста доходностей казначейских облигаций США. Рост доходностей американских госбумаг традиционно является тревожным сигналом для рискованных активов, так как именно они в значительной степени выигрывают от «мягких» финансовых условий, что и произошло в период пандемии коронавируса COVID-19. При этом растущие цены на нефть уже не

могли в полной мере компенсировать общемировой негативный фон в отношении валют развивающихся стран.

Рубль лишь умеренно снизился в основных валютных парах по итогам торгов 22 февраля, хотя в первой половине дня игроки демонстрировали более агрессивные продажи нацвалюты. В этот день на настроения игроков повлияли опасения относительно расширения антироссийских санкций. Однако после того, как они получили подтверждение, что ограничительные меры со стороны ЕС будут введены только против физических лиц и не затронут финансовую систему или другие существенные для экономики области, значительная часть страхов была снята. И это в значительной степени помогло рублю продемонстрировать рост 24 февраля.

Вместе с тем 25 февраля, напротив, оказалось крайне неудачным днем для рубля, который существенно просел в обеих валютных парах на общемировом снижении интереса инвесторов к рискованным активам. Падение большинства мировых рынков произошло на фоне скачка доходностей US Treasuries до новых максимальных значений более чем за год. □