

Содержание

№4, АПРЕЛЬ-МАЙ 2020



ТЕМА НОМЕРА: КРИЗИС И ВИРУС

Выживут влюблённые

Татьяна Есаулкова, генеральный директор ООО «СДК «Гарант», рассказывает Ирине Слюсаревой о том, как работает сейчас рынок спецдепозитарных услуг и какие планы он строит на будущее; комментирует предложения, содержащиеся в Докладе Банка России «Развитие института специализированных депозитариев»; а также объясняет, почему важна стандартизация процедур учета

4

НОВОСТИ

3 Рынок ждет снижения ставки

Российский финансовый рынок ожидает, что на ближайшем заседании Банка России произойдет очередное смягчение монетарной политики.

ТЕМА НОМЕРА: КРИЗИС И ВИРУС

16 Локализация шторма?

Оказалось, что с рублем не все так однозначно, как полагали некоторые поклонники метода экстраполяции.

20 Держим руль крепко

Формально очередной «черный лебедь» не связан с громкими политическими и экономическими событиями. Однако не стоит обманываться по поводу того, что причиной текущего кризиса стала лишь ранее неизвестная человечеству болезнь.

24 Взлет на падении

Ещё одна или две (как минимум) большие волны падения фондовых рынков, вполне вероятно, будут возникать по мере выхода неутешительной макроэкономической статистики за I и II кварталы 2020 года. Но они станут прелюдией к хорошему росту в обозримой перспективе.

26 Разломы

Текущий кризис, как и положено хорошему, «правильному» кризису — застал врасплох всех. Как минимум, инвесторов и торговцев на финансовых рынках.

44 Вирус-ускоритель

Глобализация, ставшая итогом многолетнего интеграционного процесса, опять подвергается испытанию на прочность.

50 Удаленная экономика

Глобализация, ставшая итогом многолетнего интеграционного процесса, опять подвергается испытанию на прочность.

56 Инвестиции в изоляции

В непростые времена со стороны клиентов востребованы покупка резко подешевевших бумаг и защита от девальвации; а еще популярны разговоры о будущем.

60 Умеренно, не сильно

Эксперты инвесткомпаний внимательно изучают не только поведение ценных бумаг, но и реакции инвесторов на движение рынка. Кризис 2008 года отличался массовыми и масштабными потерями среди клиентов, он отпугнул с рынка людей с повышенным «аппетитом к риску». А вот в течение текущего кризиса инвесторы не успели по-настоящему сильно испугаться и понести ощутимые потери, считают эксперты инвесткомпаний.

ЭКСПЕРТНОЕ МНЕНИЕ

64 Упал-отскочил

Рынок акций РФ, заметно упав в марте из-за пандемии коронавируса, к концу апреля отыграл большую часть потерь.



ТЕМА НОМЕРА: КРИЗИС И ВИРУС

Жизнь после удаленки

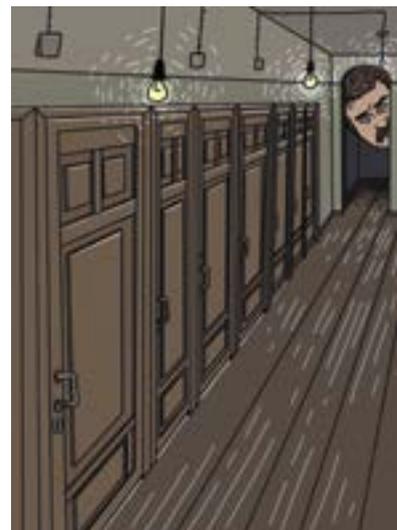
После этапов «хотим в офис» и «преодоление депрессии» наступил третий, вполне ожидаемый — «не хотим в офис». Сотрудники, поняв, сколько времени и денег они экономят на дороге, осознав ценность дополнительного общения с близкими, начали задавать вопросы, смогут ли продолжить работать из дома после отмены самоизоляции. Принципиальных возражений тут быть не может.

14

Ограниченность

Возможно, коррекция и соответствующая ликвидация диспропорций будет достаточно глубокой и более продолжительной, чем ожидали многие инвесторы.

40





Кризис и вирус

Разговоры про то, что особенно опасен лебедь небывалого черного цвета, задавали интеллектуальный тон существенно дольше, чем обычно длится модное новшество, любое. Но хорошенько поискав в сундуках народной мудрости, часто удается найти там то самое забытое старое, которое плюс/минус эквивалентно вроде бы новому смыслу или образу.

Короче, во времена пандемии пришлось припомнить, что беда приходит откуда не ждали. Кризиса ждало множество людей. Но в публичной сфере не возникало даже предположения о том, что он может принять форму массового инфицирования. Чума и холера представлялись давно забытым прошлым. По крайней мере, для так называемых цивилизованных стран. И вот тут-то на стогнах засветился коронавирус.

В любом случае, несмотря на ряд известных черт, это был новый опыт. Его осмысление уже идет. Предлагаем вам, дорогой читатель, ряд размышлений серьезных интеллектуалов на эту тему. И, конечно, пожелание не болеть.

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 **Сергей Отрошко**

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 редизайна **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.

Рынок ждет снижения ставки

РОССИЙСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК ОЖИДАЕТ, ЧТО НА БЛИЖАЙШЕМ ЗАСЕДАНИИ БАНКА РОССИИ ПРОИЗОЙДЕТ ОЧЕРЕДНОЕ СМЯГЧЕНИЕ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ

Важной задачей правительства и Банка России является сейчас преодоление негативных последствий пандемии коронавируса. Одной из мер такого преодоления является снижение ключевой ставки — оно делает деньги в экономике дешевле. Удешевление, в свою очередь, приводит к стимулированию и инвестиционного, и потребительского спроса.

Путем такой поддержки идут сейчас многие центробанки развивающихся стран. Так, ЦБ Бразилии в этом году снизил ключевую ставку на 150 базисных пунктов, ЦБ Мексики — на 175 б.п., ЦБ ЮАР — на 275 б.п., ЦБ Турции — на 375 б.п. При этом Центробанки ЮАР, Турции и Индонезии запустили программы количественного смягчения для снижения ставок на долговом рынке и помощи правительству в финансировании дефицита бюджета.

Российский регулятор тоже идет путем смягчения монетарной политики. Случилось уже несколько раундов снижения ключевой ставки, и сейчас рынок ожидает продолжения.

Стратег Сбербанка по рынкам валют и процентных ставок Николай Минко сообщил, что Сбербанк ожидает снижения ключевой ставки Банка России

на предстоящем заседании совета директоров на 50 базисных пунктов, до 5% годовых. «Мы ожидаем, что ЦБ снизит ставку на 50 б. п. к 5% и укажет на готовность снижать и далее, что рынки воспримут как снижение ставки до 4% к концу сентября», — сказал Минко, как следует из сообщения пресс-службы Сбербанка. При этом в банке прогнозируют, что ставка не будет снижена ниже этого уровня в текущем году, основываясь на риторике ЦБ, который, с одной стороны, недавно указал на существование «существенного пространства для снижения ставки», а с другой — исключил необходимость для российской экономики отрицательных реальных ставок.

«Сомнений в том, что ставка будет понижена, нет, — отмечает аналитик компании «Уралсиб» Ольга Стерина. — Но оценки размера шага, учитываемые в консенсус-прогнозе, сильно разбросаны — от 50 до 100 б.п. После того как глава ЦБ Эльвира Набиуллина заявила, что шаг в 100 б.п. возможен, мы наблюдали довольно мощное ралли в ОФЗ, которые в мае установили новые исторические минимумы по доходности».

О снижении ставки говорят и аналитики компании «Финам».

«Мы ожидаем, что Банк России будет выбирать шаг снижения ключевой ставки между 50 б.п., 75 б.п. и 100 б.п., до 4,5-5%. Пока наиболее вероятным выглядит сценарий с ее снижением на 75-100 б.п., до 4,5-4,75%. Наш базовый прогноз — минус 75 базисных пунктов, до 4,75%. В пользу активного смягчения монетарной политики выступают сильный спад российской экономики, закрепление инфляции вблизи 3%, а также стабилизация на финансовых и товарных рынках», — говорится в сообщении пресс-службы «Финама».

Рынок ожидает, что в отсутствие внешних шоков к концу года ключевая ставка может снизиться до 4%. □



Татьяна Есаулкова

генеральный директор ООО «СДК «Гарант»

Выживут влюблённые

Важно, что регулятор видит в институте спецдепозитариев инструмент, который позволяет повышать надёжность системы коллективных инвестиций

Татьяна Есаулкова, генеральный директор ООО «СДК «Гарант», рассказывает Ирине Слюсаревой о том, как работает сейчас рынок спецдепозитарных услуг и какие планы он строит на будущее; комментирует предложения, содержащиеся в Докладе Банка России «Развитие института специализированных депозитариев»; а также объясняет, почему важна стандартизация процедур учета.

Фотографии **Сергей Отрошко**

— Татьяна, изменился ли сейчас рынок инфраструктурных услуг?

— Я бы предпочла говорить не обо всей инфраструктуре, а конкретно о спецдепозитариях — это та область, которую я реально знаю. Серьёзным вызовом — и для всей инфраструктуры, и для нашего бизнеса — оказалась пандемия. Мы вынуждены были максимально быстро перейти в формат удаленной работы, при этом продолжив обеспечивать все наши функции в ежедневном режиме. С этим вызовом мы успешно справились: порядка 200 человек перевели на удаленный режим всего за одну неделю, сохранив выполнение всех наших функций, как учетных, так и контрольных для всех категорий клиентов. И всё было сделано, скажу без ложной скромности, идеально! Никаких нареканий от клиентов. Это высокий результат работы сразу многих наших служб: и IT, и службы безопасности, и профильных подразделений. Скажу честно: я очень довольна своей командой!

Единственное «но»: действующее законодательство не позволяет пока полностью уйти в электронный документооборот. Все-таки для работы с определенными типами документов сохраняется необходимость присутствия некоего количества сотрудников в офисе. В частности, сама я вынуждена приезжать в офис хотя бы раз в неделю. Пусть даже на 10 минут, но все-таки без личного присутствия никак не получается.

Но в целом — работаем удаленно. Сотрудники рассредоточены и по всей Москве, и по Подмосковию. При этом все процессы проходят нормально, современные технологии это позволяют. Похоже, в самом ближайшем будущем определенные бизнесы смогут нанимать персонал в разных регионах страны, даже в разных странах. Рынок офисного труда, несомненно, ждут большие перемены. Это пока совсем новый тренд, будем внимательно наблюдать за ним.

— Каковы текущие задачи?

— Буквально накануне событий, связанных с пандемией, Банк России, как вы помните, опубликовал Доклад для общественных консультаций, посвящённый развитию деятельности специализированных депозитариев. Доклад «Развитие института специализированных депозитариев» — это очень важный для всей отрасли документ; переоценить его значение вряд ли возможно. Мы этот документ внимательно изучили, свое мнение относительно его основных положений составили, описали и на следующем шаге — отослали в Банк России и НАУФОР.

Важно, что регулятор видит в институте спецдепозитариев инструмент, который позволяет повышать надёжность системы коллективных инвестиций. Ведь мы действительно защищаем права инвесторов, это очень важная, очень востребованная функция.

Важно, что регулятор видит в институте спецдепозитариев инструмент, который позволяет повышать надёжность системы коллективных инвестиций. Ведь мы действительно защищаем права инвесторов, это очень важная, очень востребованная функция. И мы за истекшие 20 лет доказали делами, что справляемся с ее выполнением.

Я начала разговор о наших планах с упоминания о Докладе совсем не случайно — в нем содержится ряд предложений, которые (будучи реализованы) существенно повлияют на развитие отрасли.

— Вы могли бы выделить самые важные идеи Доклада?

— Думаю, самое важное — это предложение о передаче учетных функций от управляющей компании к спецдепозитарию. В Докладе эта опция рассматривается как добровольная. Но мне кажется, в перспективе, когда управляющие компании увидят, что спецдепы с учетными

функциями успешно справляются, она может стать и обязательной. По моему мнению, передача этих функций специализированному депозитарию поможет УК существенно снизить свои затраты. Сейчас в плане учёта бэк-офис управляющей компании и спецдепозитарий во многом выполняют дублирующие действия. Причем сложные действия, требующие и серьёзной квалификации, и значительных ресурсов.

От этих двойных затрат надо уходить, как при обслуживании управляющих компаний паевых инвестиционных фондов, так и управляющих компаний негосударственных пенсионных фондов.

Конечно, прежде всего следует решить все вопросы, связанные с ответственностью и лицензионными требованиями. Сложная задача, но при наличии воли её можно решить.

Переход к осуществлению учётных функций управляющей компании осуществлялся нами очень аккуратно. Вначале ожидали внесения соответствующих изменений в законодательство — они вступили в силу летом 2019 года. Потом стали налаживать технологии, провели необходимые организационные изменения, создали отдельное подразделение, разработали программное обеспечение. Итогом проделанной подготовительной работы стала передача рядом клиентов учётных функций в СДК «Гарант». Самое серьёзное в этом сервисе — взять на себя налоговый учет. Мы уже умеем это делать. Даже делаем. И поскольку уже погрузились в процесс, то все отчетливее понимаем, насколько это

ответственная работа. И насколько сложная!

Налоговую компетенцию нам как спецдепу предстоит серьёзно нарабатывать и дальше. Это реально сделать, но работать придется много.

— Перевод функций учёта из УК в спецдеп приблизит российскую практику к международной?

— Да, в западных юрисдикциях, как правило, не существует двойного ведения учёта. Единый учёт активов там осуществляет специальный институт — администратор фондов. В российских реалиях подобного единства нет: УК и спецдеп сейчас ведут параллельный учёт активов и осуществляют сверку расчётов друг с другом. Спецдепозитарий может взять на себя все составляющие единого учёта, что эквивалентно действиям администратора фонда. Но для того, чтобы это произошло, следует ещё больше повысить требования к учётной системе спецдепа и немного скорректировать его бизнес-процессы. Чтобы в систему подтягивались правильные котировки; чтобы корректно работали контрольные процедуры и правила; чтобы правильно были реализованы все методики учёта и многое другое. Потому что в условиях единства учёта и отсутствия сверки с УК идеальное качество всех процедур становится критически важным.

Добиться подобной унификации в нынешних условиях непросто. Управляющая компания обслуживается, как правило, в нескольких спецдепах, и ей зачастую очень сложно согласовать правила расчета СЧА с каждым из них. УК обязана соблюдать условие единства правил для всех своих фондов. А у спецдепов могут быть различные подходы к этим правилам, различные методики, различные квалификация сотрудников и возможности IT-систем. Многие сложности уходят в спецдеп. В этом случае многое упростится и для управляющей компании, и для специализированного





депозитария. Когда для всего рынка действуют единые правила расчета СЧА, это хорошо и правильно. Конечно, мелкие различия в деталях могут иметь место, но, в целом, нужна унификация правил. Индустриальные масштабы в любом производстве могут быть обеспечены исключительно путем стандартизации производственных процессов — это управленческая классика.

Когда специализированные депозитарии получают возможность вести единый учет «в одни руки», стандартизация учетных процессов станет реальностью. И это сильно поможет развитию нашей индустрии. Российский рынок спецдепозитарных услуг очень узкий и

сильно концентрированный. Всего на нем присутствует 25 компаний, при этом на первую десятку приходится 90–95% процентов всего рынка. А на топ-3 спецдепов приходится не менее 70% рынка. То есть, концентрация очень велика. При этом рынок сейчас продолжает сужаться и число участников становится все меньше.

— Значит, конкуренция обостряется?

— Обостряется, факт. И не всегда она бывает добросовестной. СДК «Гарант» — рыночная компания, все проблемы мы можем решать только рыночными способами; клиенты выбирают нас исключительно по соображениям соотношения цены и качества. Наши сотрудники

должны иметь высочайшую квалификацию: им необходимо досконально знать нормативную базу, регулируемую рынки ценных бумаг и коллективных инвестиций, международные стандарты отчетности, владеть тонкостями учёта; уметь считать СЧА и так далее. Просто энциклопедические знания приходится иметь, если сказать обобщенно. Помимо прочего, клиенты закрытых паевых фондов совершают огромное количество нестандартных сделок, упаковывают в оболочку ЗПИФ большие сложные проекты стоимостью в миллиарды рублей — все это тоже требует соответствующих знаний и навыков. И добросовестности, конечно. Поэтому для нас первостепен-

ную важность имеют вопросы справедливого ценообразования в отношении специализированных депозитариев с их клиентами. Но с такими ограничениями на нашем сегменте рынка работают не все компании.

Хотя говорить об этом не хочется — поэтому и не будем.

— Еще один вопрос по мотивам Доклада: нужно ли вводить верификацию активов для тех из них, которые не могут находиться на хранении?

В первую очередь, мы рады, что Банк России услышал обращения участников рынка о том, что некоторые виды иму-

этот агрегат еще и, условно, перемещается между Заполярьем и Луной. Вопрос прост: может ли спецдепозитарий качественно осуществить верификацию подобной установки? Для этого нужно обладать специфическими знаниями, которых нет у сотрудников спецдепозитария. Но эти знания, безусловно, есть у специалистов управляющей компании, которая управляет этим проектом. На мой взгляд, страхование такого актива и его оценка независимым оценщиком решают такую задачу наилучшим образом. Функция спецдепозитария здесь должна включать в себя контроль факта

Когда специализированные депозитарии получают возможность вести единый учет «в одни руки», стандартизация учетных процессов станет реальностью. И это сильно поможет развитию нашей индустрии.

щества не должны храниться в специализированном депозитарии, и спецдеп не должен отвечать за их сохранность. Однако в этом случае регулятор предлагает возложить на специализированные депозитарии обязанность по верификации таких активов, которая заключается в проверке фактов физического существования имущества, его состояния и условий эксплуатации. Я понимаю желание Банка России возложить эту функцию на специализированный депозитарий. Конечно, приятно, что регулятор считает нас звеном, которое обладает достаточной ответственностью в этом плане. Но достижима ли в принципе эта цель и сколько ресурсов на это нужно потратить — это важные вопросы.

Например, управляющая компания хочет в какой-то фонд купить крупный промышленный агрегат, который, допустим, работает в условиях Крайнего Севера или иной труднодоступной географической зоны: Арктики, даже Луны или Марса, — почему нет. Притом

заклучения договора страхования, договора об оценке, проверке договоров и отчетов оценщика на соответствие требованиям законодательства. И страховщик, и независимый оценщик обязаны провести подобную верификацию актива в процессе осуществления своей деятельности.

— Как вы относитесь к возможному расширению сфер деятельности специализированного депозитария?

— К этому предложению отношусь очень позитивно. Технологически мы уже готовы расширять наши сервисы, и предлагать их более широкому кругу лиц не только в части услуг специализированного депозитария. Например, в сфере информационных технологий. Сейчас 25% штата компании составляют ИТ-специалисты. Мы очень много вкладываем в ИТ, поскольку мощная информационная система современному спецдепозитария жизненно необходима, без нее он просто не выживет. Мы уже сейчас могли бы предлагать

программные продукты, ориентированные на выполнение функций учёта и отчетности, контроля активов, портфельной аналитики и так далее. Или вот, например, в нашей группе «Гарант» разработали совершенно замечательный сервис электронного голосования для акционерных обществ: его мы тоже могли бы предлагать нашим клиентам и продавать на рынке. Голосование — довольно распространенная корпоративная процедура. Такую систему (в том числе посредством использования мобильного приложения) мы могли бы доработать и для использования управляющими компаниями при проведении общих собраний владельцев инвестиционных паёв, инвестиционных комитетов, советов директоров; и для обществ с ограниченной ответственностью при проведении общего собрания участников — да много для кого. Да и разработкой продуктов определенного профессионального профиля мы вполне могли бы заниматься. А также их дальнейшим сопровождением и поддержкой на принципах аутсорсинга.

Не приходится сомневаться, что удаленные сервисы будут занимать всё больше места в нашей жизни. Возможно, не только в сфере бизнеса. Нам есть куда развиваться. И в любом случае специализированные депозитарии будут просто вынуждены расширять поле своей деятельности: как уже обсуждалось, наш бизнес сужается. Нужны новые направления.

Но для того, чтобы в них входить, разумеется, необходимо наличие соответствующего нормативного регулирования, в том числе, отменяющего ограничения видов деятельности, которые вправе осуществлять специализированные депозитарии.

— Но ведь сужаются не все направления бизнеса. Сейчас наметилась тенденция перетока средств физлиц с депозитов на фондовый рынок. Отражается ли это на вашей работе?

— В своей деятельности мы это пока не ощущаем в полном объёме. Надеемся, что с увеличением числа открытых фондов у нас на обслуживании это положение изменится. Ведь у открытых ПИФов большой потенциал роста — я в этом не сомневаюсь! Сейчас мы развиваем свои технологии, ориентированные на открытые фонды, с мощным фокусом на автоматизацию процессов, которые позволят обрабатывать возрастающие объёмы операций с активами и операций с паями в реестре практически без участия человека.

В июне мы заканчиваем подготовку к запуску витрины, на которой будут выставлены паи открытых фондов наших клиентов и партнёров. Пока это не маркетплейс, а лишь витрина: можно посмотреть, выбрать и быстро перейти на сайт управляющей компании для покупки интересующего продукта. В любом случае, мы формируем этот канал для инвесторов. Технически не только витрину, но и маркетплейс реализовать несложно, самое главное — создать трафик, привлечь потенциальных инвесторов.

Продвижение продукта — ключевая вещь. Здесь многое решает доверие, поскольку линейка продуктов российского фондового рынка не так уж велика (то есть, продуктивное предложение разных производителей не сильно отличается). Доверие же приобретается по результатам работы. Хотя следует заметить, что доверие является фактором выбора главным образом для осторожного, довольно искушенного инвестора. А для многих начинающих инвесторов большее значение, как ни странно, имеет мода. Они покупают продукты через те брокерские компании, которые на слуху, много вкладывают в рекламную раскрутку и предлагают множество забавных мультимедийных фишек. Но это уже другое поколение инвесторов. Нужно принимать во внимание, что у них совершенно иной менталитет. Придется находить к ним особые подхо-

ды, выстраивать особую мотивацию. Тут кое-что может подсказать соционика.

— На каких направлениях будет расширяться бизнес СДК «Гарант»?

— Сейчас мы подвели итоги 1-го квартала — там всё шло в соответствии с планами. Скоро настанет время для подведения итогов 2-го квартала — тут уже придется сильно учитывать такой фактор, как влияние пандемии. Думаю, что пандемия сильно повлияла на состояние дел некоторых наших клиентов, особенно на фонды коммерческой недвижимости, где можно наблюдать серьезный отток арендаторов. А мы, безусловно, зависим от состояния бизнеса наших клиентов. И будем под них подстраиваться в максимальной степени. Впрочем, в определенной части бизнесов дела как раз неплохи — запускаются новые проекты, учитывающие постковидную реальность.

Кстати, новое направление появилось и у СДК «Гарант» — мы с 23 января стали согласовывать правила доверительного управления для фондов, ориентированных на квалифицированных инвесторов. Согласовали уже порядка 10 новых комплектов правил и 40 изменений к правилам. Стараемся делать всё максимально быстро, учитываем все пожелания клиентов, которые возможно реализовать.

И, конечно же, мы ориентированы не только на удержание имеющихся клиентов, но и на привлечение новых. Стремимся максимально упростить и наладить наше с ними взаимодействие. Даже слоган придумали: «Самая удобная система та, в которую входить не надо». Для любого нашего клиента работать с нами должно быть легко, удобно и приятно. Сейчас для НПФ и страховых компаний, по их просьбе, мы запустили сервис личного кабинета. Они могут видеть в этом кабинете всю корпоративную информацию и новости в отношении ценных бумаг, в которые размещены активы; данные по операциям с ценными бумагами и их остатки; календарь

выплат доходов по ценным бумагам; статусы своих поручений и многое другое. Для НПФ реализовали сервис, который даёт возможность фондам и их УК до момента заключения сделки с активами провести её полный анализ на соответствие требованиям законодательства и инвестдекларации, чрезвычайно полезный для риск-менеджмента. Много делаем для развития всех видов отчетности, в том числе в формате XBRL. Очень хотим запустить биржевой фонд. В общем, планов много! Мы искренне влюблены в свою работу, а сейчас выживают только влюблённые!

Самый важный параметр нашего развития — уверенность клиентов в качестве наших услуг и сервисов, что является надёжным фундаментом для роста их бизнеса. В идеале наша цель — полностью взять на себя все многочисленные, рутинные учётные процессы и отчётность. Тем самым давая управляющей компании возможность направить основной фокус на стратегическое развитие, достижение операционных целей, реализацию ключевых проектов и управление активами. □

ВДОХНОВЕНИЕ В ЦВЕТЕ!

ПАРАДИЗ®

ПРЕПРЕСС · ДИЗАЙН · ТИПОГРАФИЯ



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, листовки, 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





Владислав Кочетков
президент-председатель правления инвестиционного холдинга «Финам»

Жизнь после удаленки

БРОКЕРЫ ДАВНО УМЕЮТ ДИСТАНЦИОННО ОТКРЫВАТЬ СЧЕТА, ИМЕЮТ ПРОДВИНУТЫЕ ЛИЧНЫЕ КАБИНЕТЫ И РАСПРЕДЕЛЕННЫЕ СЛУЖБЫ ПОДДЕРЖКИ

После этапов «хотим в офис» и «преодоление депрессии» наступил третий, вполне ожидаемый — «в офис не хотим». Сотрудники, поняв, сколько времени и денег они экономят на дороге, осознав ценность дополнительного общения с близкими, начали задавать вопросы, смогут ли продолжить работать из дома после отмены самоизоляции. Принципиальных возражений тут быть не может.

Удаленная работа, «удаленка» стала главной темой для российского финансового (да и не только) бизнеса весной 2020 года. Наверное, косвенным индикатором здесь могут быть деловые конференции. За решением о введении режима самоизоляции последовала недельная растерянность деловых сообществ — а затем конференции начали проводиться в цифровых форматах, причем в небывалых количествах. При этом вне зависимости от темы (будь то финтех или хеджирование рисков) спикеры говорили только о том, как они успешно перешли на удаленную работу или же пытались продать свои реше-

ния для нее. Так что лично я эти мероприятия посещать перестал. Во-первых, из-за того, что «Финам» перешел на дистанционную работу довольно-таки легко, за пару недель до начала проведения таких конференций. Во-вторых, меня в значительно большей степени интересуют бизнес-модели, которые придут на рынок после завершения самоизоляции.

Простота перехода брокеров на удаленную работу понятна. Они исторически были более цифровизованы, чем банки, давно умеют дистанционно открывать счета, имеют продвинутые личные кабинеты, которые позволяют клиентам

самостоятельно подключать и отключать услуги, создали распределенные службы поддержки, в том числе на основе искусственного интеллекта. Кроме того, многие сотрудники и без того имели возможность для удаленной работы, так что большой боли переход на карантинный режим не вызвал. Вся процедура заняла несколько дней (выходных), в течение которых были расширены мощности для удаленного доступа, проведен ряд других процедур. Например, был запущен чек-лист, показывающий, как подключен пользователь, какое у него соединение с оператором, надежность Wi-Fi или LAN соединения. На складах компании был сформирован (и поддерживается) запас техники на случай выхода из строя той, что находится в эксплуатации. Кроме того, корпоративная курьерская служба находится в состоянии повышенной готовности на случай, если сотрудник не сможет приехать в офис для замены оборудования.

Хотим в офис

Вопрос замены оборудования, кстати, оказался неожиданно актуальным, поскольку выяснилось, что не у всех сотрудников есть ноутбуки и стационарные ПК — кто-то привык обходиться смартфоном. Еще одна проблема, которая не была предусмотрена заблаговременно, — работа трейдеров, привыкших к наличию на рабочем месте 4–6 мониторов. Двух мониторов домашнего ПК им просто не хватало. ИТ-специалисты оперативно подобрали необходимую конфигурацию для домашнего компьютера, позволяющую масштабировать изображение удаленных экранов на локальные мониторы, предоставив их в необходимой диагонали. В целом же, в технологическом плане обошлось без заметных форс-мажоров. Самым большим из них было

отключение электричества в офисе, после которого нужно было оперативно перезапустить несколько сотен машин, не подключенных к источникам бесперебойного питания, силами двух дежурных.

По итогам перехода на удаленную работу мы сократили количество сотрудников, ежедневно присутствующих в центральном офисе, с 750 до 30 человек. Правда, получилось это не сразу. В течение нескольких дней многие приезжали на работу просто в силу инерции или потому, что им было очень удобно и привычно работать из дома. Пришлось даже прибегнуть к административным мерам, введя списки людей, которым можно присутствовать в офисе. Оставшись дома, сотрудники, похоже, соблюдали правила самоизоляции — коронавирус был диагностирован только у одного из них, протекал в легкой форме.

Существенно более серьезной проблемой удаленной работы оказалась не технология, а психология. После того, как схлынула волна желающих работать в офисе, мы столкнулись с ухудшением настроения персонала, вплоть до какой-то депрессии у отдельных сотрудников. На внутреннем портале нами был введен индекс настроений, в рамках которого сотрудники могут оценить свой настрой, ежедневно в голосовании принимают участие не менее 180 человек. С теми, кто поставил негативную оценку, оперативно связываются коллеги из HR-подразделения, выясняют, что происходит. Чаще всего причина минорных настроений оказывается нехватка общения, дискомфорт от постоянного нахождения в одном месте. Как правило, даже дружеской беседы оказывалось достаточно, чтобы настроение сотрудника улучшилось.

Бывали и более серьезные причины. Например, один из «минов» рассказал о ситуации в тульской боль-

нице, где работает его мать. В итоге мы оказали этому медучреждению спонсорскую помощь. Понятно, что запросов на материальную поддержку оказалось достаточно много. В итоге мы перешли на модель, когда первичный фандрайзинг осуществляется силами сотрудников, а компания удваивает собранную ими сумму. Было реализовано много мероприятий по повышению индекса настроений: от флешмобов в социальных сетях до возможности отправить коллеге смешную «карантинку» на внутреннем сайте.

Конечно, вопросы на внутреннем сайте касались не только психологии, но и стратегии компании, прогнозов по ситуации в экономике, опасений потери работы. Эти темы закрывались за счет регулярных интервью топ-менеджмента, который раскрывал волнующие сотрудников проблемы.

Не хотим в офис

После этапов «хотим в офис» и «преодоление депрессии» наступил третий, вполне ожидаемый — «не хотим в офис». Сотрудники, поняв, сколько времени и денег они экономят на дороге, осознав ценность возможности дополнительного общения с близкими, начали задавать вопросы, смогут ли они продолжить работать из дома после отмены самоизоляции. Тут у нас пока нет четкого ответа. Очевидно, что многие ответят, никаких принципиальных возражений тут быть не может. Два месяца удаленной работы показали, что эффективность компании не снизилась, задачи решаются, причем нередко более высокими темпами, чем раньше, в том числе за счет фактического увеличения рабочего дня, которое произошло на «удаленке». С другой стороны, многие консультанты сейчас говорят о том, что качество работы сотрудников в

условиях самоизоляции имеет тенденцию к постепенному снижению. Не могу подтвердить это наблюдение на примере «Финама», но, возможно, это связано со спецификой организации наших бизнес-процессов и подходов к оценке. Несмотря на наличие инструментария, который позволяет подсчитать количество нажатий на клавиатуру, минуты, проведенные в телефонном агенте, и десятки других параметров, мы ориентируемся на сроки и качество решения задач. Менеджмент бдит, работа идет.

Но тут есть другая проблема — нехватка коммуникаций внутри менеджмента. Именно в рамках этой новой проблемы традиционно возникают новые идеи, которые позволяют бизнесу развиваться. Дистанционные инструменты позволяют эффективно проводить планерки, но никак не заменяют случайной встречи в коридоре офиса, по итогам которой может возникнуть новый перспективный проект. Впрочем, 80% новых проектов, в любом случае, являются результатом коммуникаций менеджеров. Так что, перейдя к постепенной десамоизоляции, мы первыми вывели на работу порядка 70 ключевых профессионалов. Для начала они работают в офисе два дня в неделю, — соблюдая (само собой!) все санитарные нормы. А такое соблюдение — то еще удовольствие, как подтвердит любой, хоть раз проводивший часовое совещание в маске и перчатках.

А дальше...

Очевидно, что будущее — за некой гибридной моделью. С одной стороны, как уже сказано, часть сотрудников предпочитает работать удаленно. С другой стороны, новые требования к безопасности сотрудников, скорее всего, физически не позволят вывести в офис всех тех людей, которые присутствовали

в нем до пандемии. Пока мы исходим из того, что у каждого топ-менеджера будет один или два дня в неделю, когда он будет работать со своими сотрудниками в докризисном режиме. И, вероятно, один день, когда в офисе будет собираться весь менеджмент. Для соблюдения социальной дистанции возможен переход на некий формат посменной работы, когда одно рабочее место используется в разные дни разными сотрудниками. При переходе на такой формат потребуются увеличение площади переговорных и сокращение количества участников совещаний.

В общем, нас ждут еще, как минимум, два интересных этапа: «back into office» и «большая перестройка». □



Сергей Романчук

руководитель операций на валютном и денежном рынке
Металлинвестбанка, президент ACI Russia

Локализация шторма?

Оказалось, что с рублем не все так однозначно, как полагали некоторые поклонники метода экстраполяции

За счет использования накопленных правительством резервов (общие резервы ЦБ составили на 13 марта 2020 года 580 млрд долларов) Банк России проводит успешную политику сглаживания влияния нефтяных цен на курс рубля, ликвидируя их влияние на курс при сильном (ниже 25 долларов) падении нефти.

По итогам заседания совета директоров Банка России, которое состоялось 24 апреля, произошло заметное для российского финансового рынка событие: ключевая ставка была снижена на 50 базисных пунктов — до 5,50%. Кроме того, регулятор заявил, что видит потенциал дальнейшего снижения ключевой ставки на 100 базисных пунктов.

Российский рубль по итогам этих новостей медленно укрепился к доллару и евро. Это выглядело как подведение промежуточного итога бурных дискуссий, которые происходят в отечественном инвестиционном сообществе прямо по ходу наблюдения за разворачивающимся на наших глазах масштабным экономическим кризисом.

В частности, в ходе этих дискуссий многократно обсуждались возможные движения валютного кур-

са доллар/рубль. И оказалось, что с рублем не все так однозначно, как полагали некоторые поклонники метода экстраполяции. В частности, изменился характер зависимости курса от цен на нефть.

Рынок нефти штормит

Развитие пандемии коронавируса, как мы видим, не только нанесло удар по мировой экономике в целом, но и привело к одному из самых быстрых снижений цены на нефть за всю историю этого рынка. На энергетический рынок обрушился идеальный шторм, причем шоки пришли одновременно с двух сторон: со стороны как спроса (карантины обрушили рынок перевозок и уменьшили потребление топлива), так и предложения (Россия и страны ОПЕК не договорились о новых сокращениях поставок и объявили о планах увеличить добычу).

Избыток дневного предложения нефти в апреле был весьма существенным. При одновременном обвальном падении спроса это привело к масштабному, просто-таки взрывному движению цен: на некоторые сорта нефти в ряде регионов цены упали практически до нуля. Российская нефть марки URALS падала до 11 долларов за баррель; основной бенчмарк нефтяного рынка — фьючерс на марку BRENT — вообще уходил в отрицательные значения.

В этой ситуации многие люди — и эксперты, и трейдеры, и просто заинтересованные граждане — по привычке стали ждать значительной девальвации российской валюты. Обсуждали, в частности, возможность того, пробьет ли курс психологически важную отметку 100 рублей. Эти прогнозы нельзя назвать беспочвенными: они опирались на опыт многочисленных кризисов — и 2014-2015 годов, и более ранних.

Но в текущей ситуации российский рубль повел себя иначе, чем прежде. Безусловно, его курс никак не был стабильным, в один из наиболее горячих дней он рухнул очень существенно, на 10% (с 75,50 за доллар до 82,80), — но затем фактически стабилизировался на новых уровнях и на дальнейшие колебания нефтяных цен уже не реагировал столь резко. За несколько дней, когда цена нефти марки URALS

упала с 22 до 11 долларов за баррель, доллар вырос всего лишь с 77,50 до 79 рублей, при этом проделав обратный путь на знаменитом твите Трампа, в котором президент США сообщил о возможности договоренностей между основными производителями нефти. Такое поведение курса выбивает почву из-под ног тех, кто в ситуации любой нестабильности ожидает девальвации российской национальной валюты. В этих ожиданиях, разумеется, присутствует рациональная основа: опираясь на некоторый предыдущий опыт, люди экстраполируют исторически зафиксированное поведение валютного курса на текущую ситуацию.

Но экстраполяция перестает работать, поскольку ситуация на валютном рынке за последние годы изменилась кардинально.

Не все однозначно

Следует иметь в виду, что в 2014 году Банк России перешел к плавающему курсу рубля и политике инфляционного таргетирования, а в 2017-м ввел бюджетное правило (БП), связывающее бюджет и нефтяные цены, а также определяющее поведение государства на валютном рынке. Бюджет стал верстаться, исходя из цены на нефть, которая находится значительно ниже тех средних ценовых значений, на которых она реально находилась до-

статочно долгий период до появления БП (на данный момент цена отсечения составляет 42,4 доллара за баррель). Дополнительные нефтегазовые доходы (формируемые вследствие фактического превышения цен на нефть базового уровня), стали отправляться на покупку валюты и складываться в резервный фонд правительства — Фонд национального благосостояния. На 1 февраля 2020 года в Фонде было накоплено 124,38 млрд долларов США.

Согласно бюджетному правилу, в случае образования недополученных нефтегазовых доходов финансирование дефицита федерального бюджета осуществляется за счет Фонда национального благосостояния. Иными словами, при снижении цен ниже выбранной отметки правительство начинает тратить резервы, накопленные в ФНБ, для замещения выпадающих доходов бюджета, продавая валюту на рынке. Это и случилось в марте текущего года, когда Банк России объявил о том, что выйдет на рынок с продажей валюты по БП, не дожидаясь конца месяца, а при падении цены на нефть ниже 25 долларов за баррель — с еще большими продажами, чтобы компенсировать 100% выпадения валютного предложения в этом ценовом диапазоне.

Таким образом, за счет использования накопленных правительством

резервов (заметим, что общие резервы ЦБ составили на 13 марта 580 млрд долларов) Банк России проводит успешную политику сглаживания влияния нефтяных цен на курс рубля, ликвидируя в среднем их влияние на курс при сильном падении нефти (ниже 25 долларов за баррель). Данная курсовая политика является необходимым элементом модели инфляционно-таргетирования, так как она ограничивает эффект переноса изменения курса в розничные цены. Если бы колебания курса по-прежнему происходили в разы, то и инфляцию было бы невозможно удержать вблизи целевого значения в 4%.

Высокая инфляция и девальвация способны изменить поведение населения, сберегающего в национальной валюте, и привести к тому порочному циклу, который наблюдался ранее: когда при малейших колебаниях курса люди начинали ажиотажно переводить рубли в доллары и тем самым оказывать дополнительное давление на валютный курс. (В данный момент значительная часть граждан РФ сберегает в рублях). В той модели, которая действует сейчас, валютный курс подстраивается под внешние условия с учетом бюджетного правила. Он меньше, чем прежде, реагирует на цену нефти, и больше — на потоки капитала. За счет отсутствия у Банка России целей по валютному курсу в каждый момент он является справедливым — в том смысле, что дальнейшее его движение угадать практически невозможно. Эта неопределенность не дает развиваться устойчивым ожиданиям ослабления курса.

Такое поведение курса будет продолжаться до тех пор, пока резервов будет хватать с запасом — так, чтобы у участников рынка не развились сомнения в способности государства придерживаться текущей курсовой политики. Сумма, которую получит Центральный банк от Минфина по

сделке с акциями Сбербанка для продажи рынку, — около 30 млрд долларов. После падения цены на нефть ЦБ продавал около 200 млн долларов в день (выходит около 4-5 млрд долларов в месяц). Примерно такими темпами Минфин до этого долгое время валюту покупал. Так что ситуация симметрична.

Таким образом, денег ФНБ при низких ценах на нефть хватит примерно на два года. Кроме этого, у Центрального банка останется еще более 400 млрд долларов «своих» резервов. Это колоссальная сумма, с лихвой покрывающая весь внешний долг всех субъектов экономики, эти деньги, при возникновении угрозы для финансовой стабильности, можно использовать помимо денег Минфина. Для сравнения: весь объем иностранных инвестиций в облигации федерального займа — около 40 млрд долларов.

Может ли цена на нефть держаться ниже 25 долларов за баррель в течение двух лет? Это практически исключено. Дело в том, что текущие цены приводят к убыточности нефтедобычи для большинства нефтяных компаний в мире. Соответственно, новых инвестиций в нефтяную добычу не будет, часть текущих мощностей в ближайшие месяцы придется останавливать, так как нефть попросту некому будет отгружать — закончатся резервуары для хранения. Таким образом, предложение сократится само в течение нескольких месяцев, либо же будут достигнуты договоренности на уровне G20, наподобие тех, о возможности которых заявил Трамп.

Но это — возможное будущее.

Поскольку в настоящее время договоренности не достигнуты, рынок нефти продолжил езду по ухабам. 20 апреля цены на нефть устроили очередное развлечение из серии «этого не может быть», упав ниже минус 40 долларов за

баррель. Опять возникли опасения относительно того, что же будет с рублем? И опять мне пришлось публично заявлять, что ничего особенно плохого с ним не случится.

Дело в том, что цена на нефть упала так серьезно далеко не везде и далеко не для всех, а только для тех стран товарищей (рискнул бы назвать их упертыми), которые до конца сидели в поставочном контракте по WTI, выходявшем на исполнение 20 апреля. Эту нефть им было физически некуда купить (в торговом обороте отсутствовали свободные цистерны), а соответствующий контракт — некому продать (на бирже отсутствовали биды). Ситуация, аналогичная short squeeze по акциям, только обратная, поскольку в ней имело значение количество цистерн. Цены на контракты в будущем при этом изменились не сильно.

Да, причастных волнует то обстоятельство, что цена на нефть марки URALS также довольно низка. Но следует помнить, что основные физические контракты уже зафиксированы, и важны не события апреля-мая 2020, а ситуация в июне-декабре. Кроме того, помним, что при падении нефти марки URALS ниже 25 долларов Банк России начинает продавать валюту, полностью компенсируя ее недостаток на рынке. Повторится ли история с поставочными контрактами Вполне возможно. Но скорее все-таки нет, ведь игроки учтут собственный негативный опыт.

По крайней мере, хотелось бы на это надеяться.

Про ставку

Как уже сказано, на новости о снижении ключевой ставки рубль укрепился. Вопрос о снижении обсуждался и на предыдущем заседании Совета директоров Банка России, но тогда было принято соломоново решение сохранить ставку на уровне 6%. В этот

же раз баланс смещен в сторону понижения ставки, — как мне кажется, в силу того, что проинфляционные факторы (которые наблюдались в последнее время, в том числе ослабление курса рубля) все-таки оказались ограниченными. Решение о снижении на 0,5 процентных пункта тоже можно назвать сбалансированным. В то же время снижение больше, чем на 0,5 п.п., было бы неожиданным со стороны Банка России. А регулятор старается быть предсказуемым.

Замораживание экономики является дефляционным фактором. Держать в такой ситуации высокие реальные ставки, сильно выше уровня инфляции, — это серьезная финансовая репрессия. Сейчас курс реально адекватный и отвечает внешним условиям. Если бы ЦБ не понизил ставку, рынок не понял этого.

Вернется спрос — вырастет цена

С другой стороны, как уже приходилось писать, пандемия коронавируса обязательно завершится в течение одного года, а скорее всего, даже раньше, на горизонте полугода: либо страны переболеют и эпидемия закончится из-за приобретенного популяционного иммунитета, либо сработают профилактические меры повального тестирования и выявления носителей (как в Южной Корее), либо будут изобретены методы эффективного лечения и вакцина — слишком уж велика цена вопроса, слишком много сил брошено на его решение. Карантины будут отменены, а спрос на топливо тут же вернется на рынок, создав предпосылки для резкого роста цен на нефть.

Таким образом, в этом году для рубля не видно особых проблем, несмотря на откровенно плохие перспективы российской экономики на фоне отсутствия достаточных мер поддержки бизнеса и населения. Не исключено продолжение волатильности и скачки курса в связи с новостями, но

масштабная девальвация национальной валюте, скорее всего, не грозит. Уровень 100 рублей за доллар (которым пугают многие) вряд ли будет достигнут в 2020 году. А скорее всего, максимумом на этот год останется уровень 82,8.

Торговое сальдо, даже несмотря на пугающе низкие текущие цены на нефть, скорее всего, останется положительным за счет сокращения импорта. Ведь покупательская способность населения резко снизилась, новые поставки парализованы из-за карантинных, в то время как основной экспорт из России продолжается через трубопроводы. Резервов достаточно, чтобы финансировать отток капитала, да его особо и нет, в силу высоких процентных ставок в рубле (значительно выше инфляции) и малой величины государственного долга. Дефицит бюджета, образующийся из-за выпадающих налогов, будет покрываться продажей валюты из ФНБ. И чем больше будет дефицит, тем больше будет продано на рынок долларов для его финансирования (что, кстати, снимает проблему дефицита валютной ликвидности на рынке).

Единственный существенный риск, который может заставить население и компании массово избавляться от рублей, — это перспектива политических потрясений в том случае, если президент и правительство не справятся с поддержкой экономики в кризисное время.

После вируса

Но, как уже сказано, пандемия непременно прекратится. Вместе с ней закончится самоизоляция, возобновятся полноценные международные торговые отношения. Это несет в себе не только плюсы. В новой ситуации объем импорта в РФ может повыситься, а это увеличит давление на рубль. Однако есть ряд факторов, способных компенсировать это давление, поэтому курс рубля во вто-

ром полугодии будет чувствовать себя не хуже, чем сейчас.

Снятие ограничительных мер будет способствовать восстановлению деловой активности, что может повысить спрос на энергоносители и, соответственно, повысить экспортный доход РФ. Кроме того, спрос на импорт со стороны населения вряд ли резко возрастет на фоне падения доходов россиян в период самоизоляции. Наконец, нетто-отток капитала также не должен оказаться драматичным, поскольку, когда все плохое останется позади, на развивающиеся рынки должен вернуться рискованный капитал.

В целом ситуация со счетом текущих операций в мае-декабре текущего года, скорее, будет нейтральной, и курс доллара останется в рамках коридора 70–77 рублей. Иными словами, при отсутствии новых гигантских шоков серьезные опасности национальной валюте вряд ли угрожают.

Но следует ясно понимать, что положение рубля совершенно не адекватно состоянию отечественной экономики в целом. □



Михаил Ханов
управляющий директор компании «Алго Капитал»

Держим руль крепко

ФОРМАЛЬНО ОЧЕРЕДНОЙ «ЧЕРНЫЙ ЛЕБЕДЬ» НЕ СВЯЗАН С ГРОМКИМИ ПОЛИТИЧЕСКИМИ И ЭКОНОМИЧЕСКИМИ СОБЫТИЯМИ

Однако не стоит обманываться по поводу того, что причиной текущего кризиса стала лишь ранее неизвестная человечеству болезнь. Вирус COVID-19 появился в тот момент, когда для начала бегства инвесторов из рискованных активов сложились все условия.

Уже в начале 2020-го было очевидно, что этот год может стать хорошим для биржевых спекуляций, но не для инвестиций. После того, как календарная цифра 2019 обновилась, фондовые индексы США еще продолжали обновлять свои исторические максимумы, и ровно так же вел себя рублевый индекс МосБиржи. Да и графики нефтяных фьючерсов обманчиво намекали на вероятность дальнейшего роста в связи с сохраняющейся геополитической напряженностью на Ближнем Востоке. Но прозорливые инвесторы и спекулянты уже ожидали начала приподнявшегося спада рынков по мере развития назревшего десятилетнего ци-

клического кризиса. И предчувствия не обманули: вслед за глобальными экономическими потрясениями 1998 и 2008 годов пришло время нового экономического коллапса «начала двадцатых».

Как и положено настоящему экономическому кризису, он разразился в одночасье. Очередной «черный лебедь», вопреки ожиданиям, не был формально связан с громкими политическими и экономическими событиями. Неожиданным «спусковым крючком» для старта распродаж на фондовых и сырьевых рынках стала вспышка коронавируса COVID-19, которой очень скоро придали статус глобальной пандемии.

Но не будем обманываться по поводу того, что именно ранее неизвестная болезнь стала причиной текущего кризиса. Она появилась в тот момент, когда сложились все условия для начала бегства инвесторов из рискованных активов. Финансовые рынки «живут» ожиданиями. Поэтому явные тенденции на них обычно предвосхищают те потрясения, которые реальной экономике еще только предстоит пережить.

Первым объективным сигналом в пользу агрессивных распродаж в акциях и сырьевых фьючерсах стало известие о том, что после длительного празднования нового года по китайскому календарю промышленные предприятия в КНР производство не возобновили, причем в массовых масштабах. Деятельность остановили, в том числе, заводы, принадлежащие крупным транснациональным корпорациям и занятые операциями самого широкого спектра. Через некоторое время стало известно, что китайские сырьевые трейдеры начали отказываться от законтрактованных ранее поставок нефти, газа, металлов и других видов промышленного сырья.

В тот же момент стало очевидно, что многие промышленные предприятия по всему миру скоро остановятся или же сократят объемы производства по причине серьезных перебоев с поставками полуфабрикатов и комплектующих из «Поднебесной». Эту ситуацию еще более усложнило ограничение международного авиасообщения и другие логистические проблемы.

По мере развития упомянутых событий североамериканский фондовый индекс S&P500 потерял порядка 35% в течение месяца, с середины февраля по середину марта. Российский рублевый индекс МосБиржи за тот же период просел примерно на 33%. В течение не-

скольких тревожных недель мы наблюдали агрессивные распродажи в акциях по любым ценам. Это значит, что из них массово выходили даже крупные долгосрочные инвесторы.

Но даже в этот период на рынках, в первую очередь — на американских, были крупные игроки, которые пытались ловить «падающие ножи» и первыми нащупать дно. Почти каждый день мы наблюдали внутри дня отскоки по 5-7% (при том, что средние дневные колебания за последние 5 лет составляли не более 1,5%) на любых позитивных новостях, которые к концу торговой сессии полностью нивелировались — и рынки уходили еще ниже. Показатель волатильности американского индекса S&P500 (VIX) в марте достигал максимальных значений с октября 2008 года (66 против 79 соответственно, с «обычным» показателем в районе 10-20). Апофеозом стал торговый день 23 марта, когда индекс S&P-500 за час взлетел почти на 8% на объявлении Федрезервом США беспрецедентных мер по обеспечению рынков ликвидностью почти на 2 трлн долларов, а затем за три часа вернулся на прежние уровни и закрылся в минусе.

Поэтому даже те, кто во время прошлых кризисов зарекомендовал себя успешными игроками на понижение, на таком непредсказуемом и сверхволатильном рынке отчитались об убытках. Bloomberg News сообщили, что макрофонд Рэя Далио (+10% в 2008 году) в 2020 году потерял 20%. По оценкам источников, знакомых с результатами, показатели фонда Pure Alpha Fund II компании Bridgewater Associates упали примерно на 13% в марте после снижения на 8% в первые два месяца 2020 года. Bridgewater Associates управляет примерно \$160

млрд, около половины этих средств вложено в макроэкономическую стратегию Pure Alpha.

Вместе с тем, после охлаждения безудержной паники фондовые индексы и в США, и в России довольно резко развернулись вверх и сыграли примерно половину своего недавнего спада. Конечно, они не показали классического стремительного V-образного восстановления. Тем не менее, начиная со второй половины марта рынки акций в США и в России выглядят намного сильнее, чем можно было бы ожидать, ориентируясь на тенденции мировой экономики.

Более того, отечественный рынок акций сумел продемонстрировать серьезный коррекционный отскок, несмотря на текущие критически низкие цены на нефть. Не будем забывать, что во второй половине 2019 года суммарная доля нефти, нефтепродуктов и природного газа составила в структуре экспорта РФ порядка 57,2% в стоимостном выражении. Между тем, в начале апреля 2020 года республика Беларусь начала получать нефть из РФ по небывало низкой цене в \$4 за баррель. Пятерка крупнейших российских нефтяных компаний «выстроилась в очередь» для того, чтобы принять участие в этих поставках.

В целом недавние резкие колебания на фондовых рынках США и России стоит оценивать лишь как первоначальную эмоциональную реакцию на резкое ухудшение внутренних и внешних экономических условий. Глобальный кризис еще далеко не закончен. С технической же точки зрения после быстрого падения и частичного отскока указанные фондовые рынки могут перейти в достаточно продолжительное состояние консолидации на новых, более низких уровнях.

По мере того, как утихнут эмоции, инвесторы и спекулянты «возьмутся за калькуляторы» для того, чтобы оценить дальнейшие рыночные перспективы, исходя из макроэкономической статистики и квартальных отчетов крупнейших компаний. Уже сейчас понятно, что выводы будут неутешительными. Чего стоит хотя бы взрывной рост количества первичных заявок на пособия по безработице в США. За последнюю неделю марта их количество составило почти 3,3 миллиона. Но уже через неделю указанный показатель удвоился.

Бывший председатель Федеральной резервной системы Джанет Йеллен характеризует текущую ситуацию в экономике США как «абсолютно шокирующий» спад. Согласно ряду экспертных оценок, падение ВВП Соединенных Штатов во втором квартале может превысить 30% в годовом выражении.

К началу апреля из Китая начали поступать обнадеживающие сообщения по поводу успешного процесса «перезагрузки» экономики. Но в России, Европе и США продолжались карантинные мероприятия, которые предполагали ограничение или же полное прекращение функционирования ряда секторов экономики. По-видимому, многим странам — по примеру КНР — предстоит реанимация производственных и сбытовых цепочек в течение ближайших месяцев.

Что же касается ключевых фондовых и сырьевых рынков, то основной угрозой для них теперь представляется вероятность перехода в состояние неспешного затяжного понижения с сокращением торговой активности. Впрочем, это лишь один из нескольких вариантов дальнейшего развития событий.

Негатив для российской экономики пока оценить очень сложно. По разным оценкам, потери ВВП в 2020 году составят от 3 до 7%. Как и во всем мире, все зависит от того, как быстро обычная жизнь и потребление вернется на уровень хотя бы 2/3 от докризисного.

В настоящих условиях финансовый сектор продолжает работать в режиме «выходного дня». Качество такой работы зависит от того, насколько бизнес-процессы каждой конкретной компании (банк, брокер, управляющая компания) позволяют работать удаленно без потери функционала. В компании «Алго Капитал» основная масса сотрудников перешла на удаленную работу сразу, с 30 марта при полном сохранении всех бизнес-процессов — разработчики, управляющие, риск-менеджмент, бэк-офис, бухгалтерия. Естественно, когда инвесторы принимают решение о работе с УК, требуется несколько очных переговоров и никакой Skype или ZOOM этот формат не заменят. Поэтому полноценно ведется обслуживание только действующих клиентов: отчетность, вводы и выводы средств, консультации. Все новые запросы обрабатываются, идут первые контакты и переговоры online. Но инвестиционные договоры мы будем подписывать только после снятия режима самоизоляции. □



Максим Ачкасов
независимый консультант по управлению
крупным частным капиталом

Взлет на падении

Ещё одна или две (как минимум) большие волны падения фондовых рынков, вполне вероятно, будут возникать по мере выхода неутешительной макроэкономической статистики за I и II кварталы 2020 года. Но они станут прелюдией к хорошему росту в обозримой перспективе.

Последние обвалы фондовых рынков на фоне распространения коронавируса и резкого падения цен на нефть открывают уникальные возможности для начала покупки качественных активов по выгодным ценам. Меры стимулирования, предпринятые ведущими центробанками, не только нейтрализуют негативное влияние пандемии на мировую экономику, но и станут мощным стимулом экономического роста в ближайшей перспективе.

Кризис на фондовых рынках, который вызвала пандемия коронавируса, далек от завершения. В настоящий момент фондовые рынки пребывают в состоянии высокой волатильности после падения. Сегодня ведущие инвестиционные банки прогнозируют, что в 2020 году спад экономики развитых стран составит от 4% до 9% год к году. С большой вероятностью можно утверждать, что мировая эконо-

номика вошла в рецессию либо в конце 1-го, либо в начале 2-го квартала. Спад экономики России в 2020 году, по прогнозам аналитиков, может составить от 5 до 10% год к году. При любом сценарии, судя по всему, нас ждет очень плохая макроэкономическая статистика и падение прибылей корпораций во 2-м и 3-м кварталах 2020 года. Так, например, падение ВВП США во 2-м квартале 20 года может достигнуть уровней от 15 до 20%. Следует понимать, что выручка ряда компаний может сократиться на 20–30%. А есть компании, у которых выручка исчезла вообще. Например, в таких секторах, как авиаперевозки, туризм, непродуктовый ритейл. Вполне вероятно истерика и апокалиптические заголовки на страницах прессы и в сетях.

Однако, принятые меры государственного стимулирования экономики (снижение процентных ставок

ведущими ЦБ, объявленные властями ведущих стран программы инвестиций) не только нейтрализуют негативное влияние пандемии на мировую экономику, но и станут мощным стимулом краткосрочного экономического роста.

По состоянию на конец апреля 2020 года технический анализ, а также индикаторы настроения инвесторов указывают на продолжение падения фондовых рынков. Обычно оно происходит тремя или пятью волнами (согласно теории волн Эллиотта). По мере выхода неутешительной макроэкономической статистики за I и II кварталы 2020 года следует ожидать как минимум ещё одну или две большие волны падения.

Инвестиционный портфель

Глубина падения фондовых рынков с учетом динамики распространения китайского вируса и падения цен на нефть указывают, что хорошее время для начала покупки акций уже близко. Невозможно точно предсказать дно рынка, но можно просчитать, какие акции в определенной ситуации стоят дешевле.

На доходность инвестиционных портфелей в ближайшие 1-3 года в большей степени будут влиять следующие факторы, поддерживающие рынок:

- а) низкий уровень процентных ставок, которые, по моему мнению, останутся низкими продолжительное время.
- б) ликвидность на фондовых рынках, которую вливают ведущие центральные банки.

в) объявленные пакеты мер государственного стимулирования экономики. В течение сорока пяти дней, с начала марта 2020, размер баланса ведущих центральных банков увеличился на 2,7 трлн долларов США. Для сравнения, во время мирового финансового кризиса 2008 года, рост баланса составил 2,5 трлн долларов США в течение двенадцати месяцев.

г) низкая инфляция. Согласно опроса институциональных инвесторов, проведенных Deutsche Bank в апреле 2020 года, 53% видят риски роста инфляции лишь на горизонте 1–5 лет.

д) выгодные рыночные цены (большой дисконт к справедливой стоимости) для покупки акций, обеспечивающие большой потенциальный рост активов.

В значительно меньшей степени доходность портфелей в долгосрочной перспективе зависит от краткосрочного обвала нефти, негативных сюрпризов в макроэкономической статистике и прибылей корпораций в ближайшие один-два квартала.

Как действовать инвестору

Если акции хорошей компании стоят дешево, инвесторам следует их покупать, если продолжают падение — продолжать покупки, хладнокровно увеличивая позицию. Это единственный надежный способ зарабатывания больших денег на рынках акций.

В периоды неопределённости, хаоса и падения рынков инвесторы теряют возможность адекватной оценки событий — цены акций падают гораздо ниже, чем должны, и в результате появляются уникальные возможности для входа в активы.

Когда на рынках доминируют эмоции и краткосрочные тренды, нужно придерживаться своей проверенной долгосрочной инвестиционной стратегии. Важно давать трезвую оценку событиям — как они влияют на прибыли интересующих вас компаний в долгосрочной перспективе — именно это определит доходность личных инвестиций. Также нужно учитывать, что акции многих интересных компаний, которые сегодня упали до выгодных уровней, могут продолжить падение в краткосрочной перспективе. Но краткосрочные колебания котировок акций никоим образом не влияют на прибыли компании в долгосрочной перспективе.

Сегодня залогом успеха для инвестора являются:

- 1) умение видеть вперед — дальше 2 следующих плохих кварталов. Умение оценить, где будут интересующие вас компании через 3–5 лет. Это поможет успешно пройти сквозь непростое время;
- 2) отказ от попыток предсказать темпы роста ВВП, уровни рынка, курс рубля, цены на нефть и т.д. — это невозможно;
- 3) Умение гибко, оперативно, взвешенно реагировать на новые события; на постоянно меняющуюся ситуацию на рынках. Правило профессионалов на рынках акций: величайшие трудности являются нашими возможностями.

И главное! Не упустите момент, когда качественные активы станут очень дешевы. Не упустите уникальные инвестиционные возможности, которые случаются 1 раз в 10-тилетие! ■



Владимир Твардовский
управляющий активами, основатель и CEO алгоритмической
фирмы Investment and Financial Technologies, LLC

Разломы

ТЕКУЩИЙ КРИЗИС, КАК И ПОЛОЖЕНО ХОРОШЕМУ, «ПРАВИЛЬНОМУ» КРИЗИСУ — ЗАСТАЛ ВРАСПЛОХ ВСЕХ. КАК МИНИМУМ, ИНВЕСТОРОВ И ТОРГОВЦЕВ НА ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ

Где не хватает устойчивости и понятного ценообразования, там жадность уступает страху. Правит бал волатильность, на рынки приходят делеверидж и дерискинг. Разумеется, в условиях турбулентности рынки периодически могут резко расти, но в отсутствии достаточного количества свободных денежных средств они обречены на затяжное падение.

Правила развития кризисов

Для того, чтобы обсуждать сегодняшнюю — кризисную — реальность, нам понадобится некоторый понятийный аппарат. Для начала следует перечислить пять основных правил, которым подчиняется любой экономический кризис как стихийный неуправляемый процесс.

1. Кризис обязательно случится. Просто потому что кризисы внутренне присущи экономике. Это достаточная причина для того, чтобы они происходили — и они таки происходят с завидной регулярностью раз в 8–12 лет.

2. Кризис выберет срок сам. Чем больше говорят о кризисе, чем конкретнее обсуждают реальные его причины и сроки — тем выше вероятность того, что кризиса в указанные сроки не случится. Кризисы, как правило, застают всех врасплох.

3. Неизвестны ни числа, ни сроки. Никто доподлинно не знает о том, что послужит спусковым крючком кризиса и когда он грянет. Механизмом спуска может быть все что угодно: от статьи в желтой прессе, разоблачающей бухгалтерские махинации очередной компании Enron, до «внезапной» девальвации националь-

ной валюты страны, о которой прежде никому особо слышать-то не доводилось. Или как в текущем кризисе — от пандемии коронавируса.

4. Лавину сдвигает камешек. Событие-триггер в момент своего возникновения не кажется существенным, часто на него не обращают внимания вообще. Но оно всегда, как тот самый маленький камушек, способный сдвинуть лавину, выводит рынок и экономику из неустойчивого равновесия и обрушивает их. Маленькая «спусковая» причина кажется достаточной для катастрофы только потом. А иногда — даже потом не кажется.

5. Поздно пить боржом. Когда кризис реально приходит, сделать уже ничего нельзя. При этом 90% публики ЕЩЕ не осознает того, что кризис УЖЕ наступил. Оставшиеся 10% не верят глазам своим. Полное осознание приходит спустя несколько дней. Или даже несколько недель, если события развиваются очень неторопливо и мягко. Это идеальный вариант, когда на кризисе можно не только заработать, но и очень хорошо заработать.

Теперь посмотрим на текущий кризис с точки зрения этих правил. Он им всем совершенно точно удовлетворяет. Текущий кризис, как и положено хорошему, «правильному» кризису — застал врасплох всех. Как минимум, застал врасплох всех причастных — инвесторов и торговцев на финансовых рынках. Хотя за последние два года о неизбежности кризиса не говорил только ленивый и все его ждали. Ведь структурные диспропорции, видимые всем вмняемым экономистам и аналитикам, накапливались уже давно и рано или поздно должны были быть разрешены. Неожиданной стала причина, запустившая кризис — эпидемия коронавируса. И хотя информация об эпидемии в Ухане было хоть отбавляй с середины января, инвесторы не сумели вовремя

ее оценить. Переоценка масштаба события и его возможных последствий произошла лишь с лагом в полтора месяца, только к концу февраля-началу марта. Сейчас же, фактически, многие видят причины кризиса именно в эпидемии, забывая корни и не замечая других причин.

Возможно, поэтому в аналитических материалах, посвященных ковидокризису, чисто медицинская проблематика очень тесно переплетается с экономической, финансовой, политической. И анализировать ситуацию имеет смысл в комплексе.

Согласия нет: разломы в экспертной среде

Анализируя текущую пандемию, можно заметить, что информация подается и новостными СМИ, и экспертными ресурсами примерно так, как подаются сводки с фронта. Каждый день, как и положено на войне, ситуация меняется. Причем не только по количеству пораженных и выздоровевших, но и по тому, что такое этот вирус, как с ним бороться, насколько он опасен, каким образом действует. Часто бывает так, что сегодняшняя информация противоречит той, которая казалась верной неделю или две тому назад и не факт, что останется верной через месяц. Именно поэтому по многим вопросам экспертное сообщество разделилось на антагонистические лагеря. Скажем сначала о них. На сегодняшний день я вижу следующие вопросы, послужившие точками «разломов» в экспертной среде.

1. Нет единой точки зрения на то, что такое SARS-CoV-2 (COVID-19). Часть медицинских светил, вирусологов, эпидемиологов и статистиков считают этот вирус лишь агрессивной и опасной разновидностью вируса гриппа, смертность от которого не так велика, как рисуют отчеты. Другая

часть медицинского и научного сообщества склонна считать, что новый вирус страшнее холеры и чумы. Информации, невзирая на переполненные госпитали и больницы, все еще недостаточно для того, чтобы сделать однозначный выбор в пользу той или иной версии. Ученые медики интенсивно ищут ответ на этот вопрос в лабораториях и палатах интенсивной терапии. Но точно ответить на него можно будет лишь *post factum*, исследовав и установив механизмы поражения вирусом на клеточном и молекулярном уровне. А также с помощью масштабных исследований социума на антитела и более точной классификации причин смерти пациентов. Потому что здесь могут крыться как разные методики подсчета цифр, так и сознательное манипулирование ими.

2. Нет единой точки зрения на то, когда закончится пандемия и будут отменены меры карантинного характера: через несколько недель — или же эпидемия волнами несколько раз прокатится вокруг Земного шара и продлится еще год-другой? Никто пока этого доподлинно не знает. Потому все прогнозы, в том числе по экономическим последствиям и по влиянию на финансовые рынки — суть спекуляции и гадания на кофейной гуще.

3. Даже среди конспирологов отсутствует единая точка зрения на природу вируса: это объект естественного происхождения, пришедший к нам из дикой природы, или все же это искусственно созданное биологическое оружие? И если верно второе, то в каких лабораториях и какого государства велась запрещенная деятельность по его созданию? Кто дирижирует всем информационным шумом вокруг пандемии? Почему не слышно о других проблемах человечества? Где в конце концов, Грета Тунберг? Что вообще происходит?

Известная карикатура «Пандемия» Бена Гаррисона, откликнувшегося на одну из конспирологических версий изображает: 1-й этап — страх; 2-й — контроль информации и цензура; 3-й — самоизоляция и социальное дистанцирование; 4-й — обвинение президента Трампа; 5-й — ограничение прав и блокировка; 6-й — обязательная вакцинация.

4. Среди руководителей стран и правительств нет единой точки зрения на то, какая стратегия и тактика наиболее оптимальна: жесткий карантин, который растягивает пик заболевания и убивает экономику (а вместе с ней источники существования многих людей), либо отсутствие ограничений на передвижение и работу для всех здоровых, за исключением групп риска? Дискуссии на это счет идут и в обществе, и среди экспертов, и среди политиков, и даже между представителями различных ветвей власти одного и того же государства.

5. Среди экономистов отсутствует единая точка зрения на то, что последует за окончанием карантина и эпидемии: будет ли это стагфляция с безработицей, или гиперинфляция, или еще что-то? Поскольку четкого ответа на этот вопрос не существует, отсутствуют и рецепты действий для предотвращения наиболее гибельных сценариев и для наиболее мягкого выхода из кризиса. Сработают ли привычные монетарные схемы QE, станет ли «разбрасывание денег с вертолета» лекарством для кризиса или лишь сильным обезболивающим средством с ограниченным временем действия и эффектом плацебо — этого тоже пока никто не знает. Если не станет, то на повестку дня выйдет вопрос поиска той экономической теории и модели, на основе которой удастся сформулировать правильные рецепты преодоления последствий глобального кризиса и недопущения новых кризисов по-

добного рода в будущем. Потому как, фактически, современные либеральные и глобалистские теории (что право-либеральные отечественного разлива, что леволиберальные европейские) оказались не способны ни объяснить текущий кризис, ни предложить рецепты его преодоления.

6. Поскольку отсутствует консенсус в понимании будущего со стороны экономистов, то что уж говорить о простых биржевых торговцах, инвесторах и аналитиках? Среди них тоже нет единой точки зрения на то, какой кризис мы наблюдаем на рынке: типа flash-crash (который подразумевает резкое движение вниз и не менее стремительный выход цен обратно вверх) — или затяжной кризис, по типу великой депрессии тридцатых годов прошлого века? Будет ли движение биржевых индексов V-образным, U-образным или, не дай Бог, динамика пойдет по L-типу. Ответ на этот вопрос, очевидно, зависит от того, в каком ключе будут разрешены предыдущие вопросы списка.

Перечисленные выше вопросы пока не имеют даже консенсусных ответов. Экспертные сообщества разделились, отвечая на них. А иметь правильные ответы на эти вопросы — очень важно не только для понимания того, куда катятся экономики, но и для проектирования своего собственного будущего.

Согласие есть: пострадают все

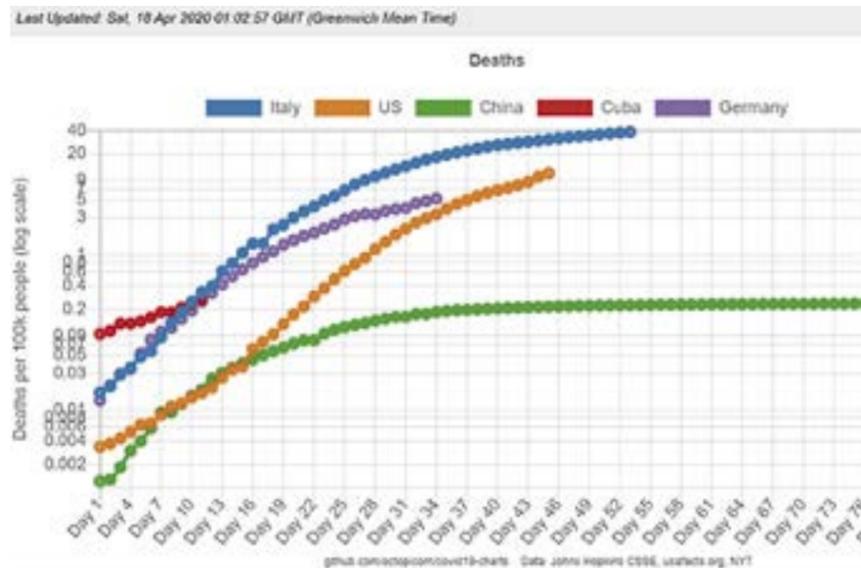
Давайте теперь посмотрим на те вопросы, по которым есть хоть какой-то консенсус.

В первую очередь — это отношение к действиям властей. Здесь, как ни удивительно, мнения широкой публики и экспертов совпадают. Правительства многих стран, за редкими исключениями, показывают слабость, беспомощность и несостоятельность. Это не добавляет простым

обывателям уверенности в завтрашнем дне. Причиной, возможно, послужила масштабная деградация элит за последние два десятилетия. Что в Европе, что за океаном, что у нас в России. Почему произошла такая деградация — вопрос отдельный, но скрывать интеллектуальную несостоятельность тех людей, которые управляют многими странами и территориями, становится все сложнее и сложнее.

Далее. Возможные последствия кризиса для малого и среднего бизнеса, для самозанятых и простых граждан. Здесь разночтений тоже мало и тревога простых людей за свое будущее находит подтверждение в суждениях и оценках многих экономистов. С большой вероятностью, если так пойдет дальше, то через несколько недель или месяцев мы будем иметь убитый спрос (благодаря вергнутому в нищету населению), разорение большого числа предпринимателей и корпоративные дефолты средних и крупных корпораций. Перечисление тех, кто может потерять в кризис всё, может стать очень долгим. Пострадают все: и те, кто питается конечным спросом, то есть вся сфера услуг (рестораторы, отельеры, транспортные компании, индустрия развлечения, культуры и отдыха, туризм и так далее); и те, кто стоит в начале пищевой цепочки (добыча полезных ископаемых и переработка, строители, промышленное производство, страховая бизнес, банки, имеющие большие кредитные портфели низкого качества, держатели ипотечных закладных, корпоративного долга и так далее). Причины у всех общие, их три. Действует либо одна, либо другая, либо третья. 1) Нет спроса. Это погубило для многих бизнесов. 2) Нет производства (остановлено). Тоже для многих погубило. 3) Порвались экономические цепочки, а новые еще не сформированы.

Рис. 1. ДИНАМИКА СМЕРТНОСТИ ОТ КОРОНАВИРУСА НА 100 ТЫСЯЧ ЖИТЕЛЕЙ



Все сильно взаимосвязано и, в конечном счете, завязано на потребительский спрос, который в последние годы (если не десятилетия) питался исключительно за счет заемных средств. Пришла пора платить по долгам. Либо брать новые, еще большие долги, чтобы отсрочить неминуемую расплату.

Среди стран наименее пострадавшими, на мой взгляд, будут КНР в Азии и ФРГ в Европе. Да, у каждой из этих стран есть свои проблемы, но есть и сильные стороны. Давайте для иллюстрации посмотрим на статистику заболевших и умерших из-за коронавируса. Германия явно выделяется среди остальных крупнейших развитых стран. Смертность составляет около 1,5–2,5%, в отличие от тех же США и Италии, где этот показатель находится на уровне 5–10%. Это ли не свидетельство эффективности государства, которое умеет не только производить нужные и качественные товары, но и справляться с новыми вызовами не хуже Китая. Если же принять во внимание известное трудолюбие и дисциплину немецкого народа, а также то, что Германия имеет относительно небольшой государственный долг по отношению к ВВП, то становится очевидно, что ей удастся выйти из текущего кризиса в наилучшей форме по сравнению с другими странами Евросоюза и Северной Америки. То же справедливо и для КНР, продемонстрировавшего мобилизационную мощь наполовину рыночной, наполовину социалистической экономики, высокую дисциплину, ответственность и самоотверженность граждан во время самой эпидемии. А также возможность стремительного восстановления после ее окончания. Даже если внешний спрос существенно сократит выпуск промышленной продукции, отправляемой на экспорт, то у китайцев, в отличие от тех же Штатов,

есть место для маневра по повышению внутреннего спроса и роста благосостояния жителей Поднебесной.

У других игроков все будет гораздо хуже. Наиболее пострадавшими странами будут США и Италия. Италия первой сильно пострадала от эпидемии, что, в совокупности с высокой долговой нагрузкой, еще сыграет свою роль. Что касается США, то ее «страдания» будут обусловлены структурой национальной экономики (где доминирующий вес имеет сфера услуг, наиболее страдающая от пандемии), а также национальной системой здравоохранения (которая в целом слаба, несмотря на наличие сильной медицины и фармацевтики). Сильная фармацевтика, микробиология, производство медицинской техники и квалифицированные врачи обуславливают наличие в США сильной медицины. Но, к сожалению, эта медицина — не для всех. Что особенно важно с учетом того, что потерявшие работу люди мгновенно оказываются без средств к существованию и не могут платить за медицинскую страховку. Лечение в госпитале от коронавируса составляет от 40 до 74 тысяч долларов США, и это вне зависимости от результата лечения. В самом худшем случае, семья теряет родственника, и еще оказывается должна госпиталю круглую сумму за лечение уже умершего пациента. К сожалению, это порок современной системы здравоохранения США. Она не эгалитарна, не приспособлена для оказания помощи широким слоям населения, которые в массе своей не имеют страховки и средств для лечения, не приспособлена к кризисным явлениям эпидемического характера. Здравоохранение США в этих вопросах сильно уступает не только системе здравоохранения хоть той же Германии, где процент смертности существенно ниже, а даже здравоохранению Кубы.

На рис. 1 представлена динамика смертности от коронавируса на 100 тысяч жителей в логарифмическом масштабе. За точку отсчета взята дата, когда был зарегистрирован 10-й умерший пациент. Видно, что, например, для Кубы кривая имеет даже более низкий наклон, чем у КНР, хотя старт и взят с более высокого значения, что обусловлено различием масштабов количества населения. (Источник данных: Институт John Hopkins, сбор и визуализация <https://valis.pub/>)

Вторая причина слабости системы здравоохранения США, которая, кстати, характерна и для России, — это отсутствие достаточного количества коечного фонда и инфекционных отделений. В «мирное время» содержатся незаполненные инфекционные больницы и достаточное количество дорогих инфекционных врачей слишком затратно, а капитал против лишних расходов. Соответственно, эти расходы должны брать на себя государство. Но государство устраняется от решения таких вопросов, отдавая все на решение «невидимой руке рынка». А частное здравоохранение брать эти расходы на себя не хочет, поскольку не лечит, а оказывает медицинские услуги. Причем оказывает эти услуги за деньги, перераспределяя денежные потоки между акционерами, менеджментом госпиталей и страховыми компаниями. Понятно, что при таких граничных условиях всё будет оптимизировано так, чтобы максимизировать текущую прибыль. Не в пользу пациентов. Результат, что называется, налицо. Вернемся, однако, от частного (здравоохранения) к общему, к экономике.

Потеря значительной части ВВП и погружение в организационный хаос — это не столь уж невероятный сценарий для мирового гегемона, который и так уже утратил значительную долю в

мировом ВВП. Либералы и глобалисты не могут объяснить работающим американцам причину, по которой их семьи должны умирать с голоду только из-за того, что где-то во Вьетнаме рабочая сила стоит дешевле. И поэтому заказы и рабочие места должны быть где-то там, а не в Америке.

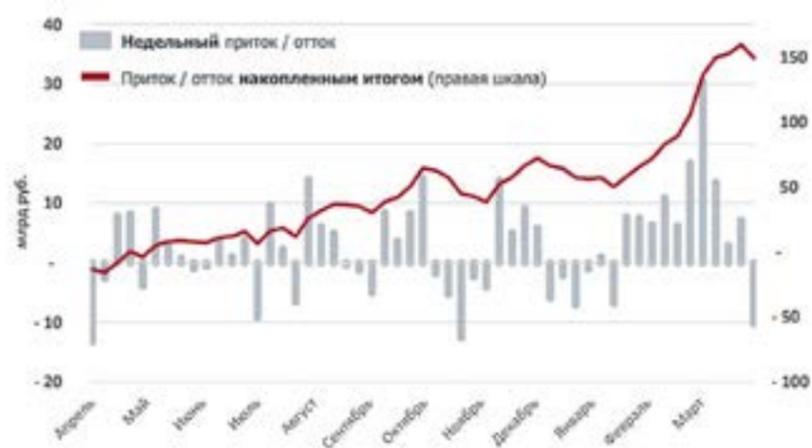
Трамп отлично понимает эту проблему и пытается сделать все для возвращения производства назад, в Америку.

Разрушив, сразу после вступления в должность, глобалистские проекты трансатлантического торгового партнерства и тихоокеанского торгового партнерства, выйдя из глобалистского же проекта Парижского соглашения о климате, Трамп не останавливается. Прямо сейчас он, воспользовавшись эпидемией, продолжает гнуть свою линию и громит другие глобалистские структуры, в частности, ВОЗ¹.

Все это ведет к регионализации мира, разрыву торгово-поставочных цепочек, хаосу и дезинтеграции.

Как следствие, произойдет обособление и закрытие национальных экономик, повышение таможенных барьеров, появление новых торговых ограничений. Как заявил недавно в интервью Foreign Policy нобелевский лауреат по экономике за 2001 год Джозеф Стиглиц²: «Раньше экономисты³ насмехались над призывами к странам проводить политику продовольственной и энергетической безопасности. Они утверждали, что в глобализованном мире, где границы ничего не значат, мы всегда можем обратиться за помощью к другим странам, если у нас что-то случится. Но сейчас границы вдруг снова обрели былое значение, а страны цепко ухватились за свои запасы масок и медицинской техники, которых явно не хватает. Кризисная ситуация из-за коронавируса мощно и убедительно

Рис. 2. Приток/отток средств физических лиц (2019–2020 годы)



напомнила о том, что базовой политической и экономической единицей остается государство».

И далее⁴: «В своем стремлении наладить эффективные цепочки поставок мы рыскали по миру в поисках самого дешевого производителя в каждом звене этих цепочек. Но мы поступали недальновидно, строя такую систему, которая явно неустойчива, недостаточно диверсифицирована и не защищена от сбоя в работе. Оперативная система производства и распределения с низким или нулевым уровнем запасов способна преодолевать мелкие проблемы, но мы сейчас видим, как эта система рушится из-за неожиданных потрясений».

Понятно, что трансформация экономической модели, в которой мир пребывал последние 30 лет, ведет не только к разломам по линиям национальных границ, но и к перераспределению экономической мощи и возможностей. Процессы перемещения силы из Северной Америки в Азию будут сильно ускорены текущим кризисом. Это не может не вызывать новых противоречий, которые не смогут быть разрешены в рамках докризисного миропорядка и действующих экономических уложений.

Старый мировой порядок с глобальным распределением труда и капитала трещит по всем швам.

Конец бычьего рынка в России

Осознание этих процессов, а также тех, которые еще только начнут разворачиваться в недалеком будущем после окончания карантинных, — все это не добавит финансовым рынкам устойчивости. А там, где не хватает устойчивости и понятного ценообразования, там жадность уступает страху. Волатильность правит бал, на рынках приходят делеверидж и деривативы. Разумеется, в условиях турбу-

лентности рынки периодически могут резко расти, но в отсутствии достаточного количества свободных денежных средств они обречены на затяжное падение. Рай для спекулянтов и арбитражеров, ад для маркетмейкеров и инвесторов.

Биржевой общественности необходимо осознать следующее: бычий рынок окончен — и это совершенно точно. Возможно, он прикрылся на год или два. Но также возможно, что на много лет.

Сломать этот сценарий может только масштабная денежная накачка властями США корпораций и конечных потребителей, когда будут выкуплены плохие долги и неизбежная инфляция, выплеснувшись на товарный рынок, дойдет в итоге и до фондового. Такой инфляционный рост активов возможен, но надо понимать, что это будет просто переоценка курсов акций на фоне увеличившегося агрегата M2. В докризисных долларах цены на активы не вырастут, так же, как не изменяются финансовые показатели компании от того, что ее акции претерпели сплит. Поговорим еще об этом чуть позже, а сейчас кинем взор на российские площадки.

Тут ничего нового. Частные инвесторы ведут себя ровно так же, как вели во время предыдущих кризисов, в 2008-м году и в 2014–15 годах⁵. А именно, брокеры фиксируют значительный приток свежих клиентов. Приходят и старые инвесторы, ушедшие с рынка в предыдущие годы, идут и новые, которые брокерские счета прежде еще не открывали. Инвесторы несут свои кровные на покупку сильно подешевевших акций в надежде на сильный отскок и разворот.

Так, в марте, согласно данным Московской Биржи (рис. 2), физические лица купили акций российских компаний на 43,7 млрд рублей. Наибольший

Рис. 3. Динамика общего объема торгов, млрд рублей

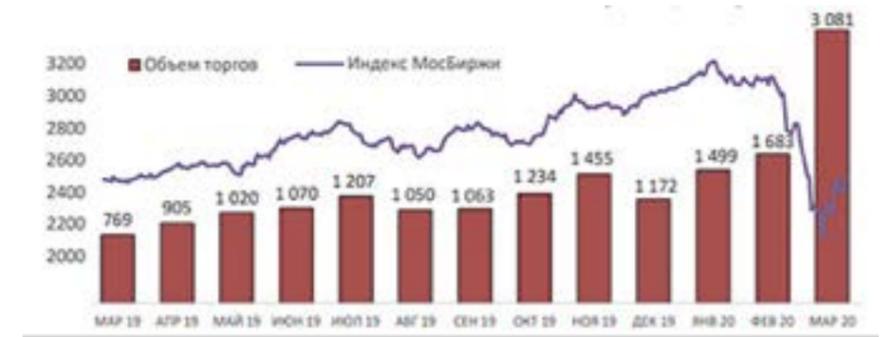
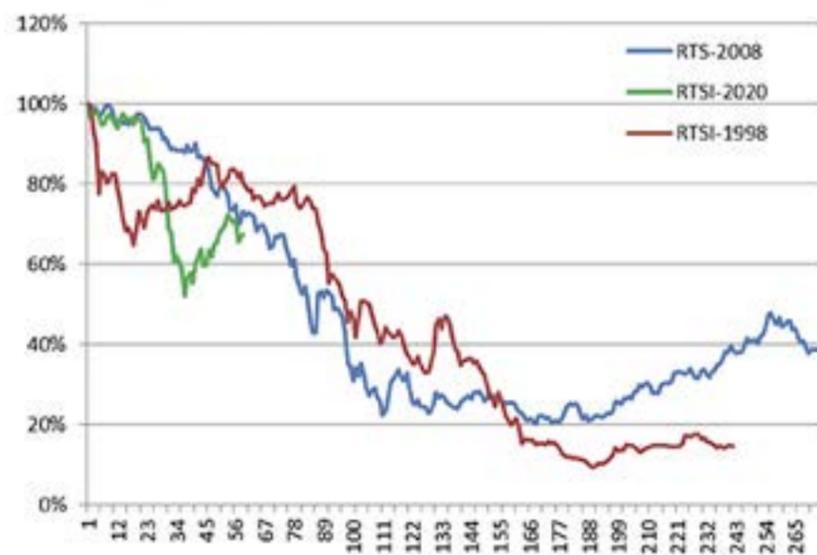


Рис. 4. Относительное изменение индекса RTSI с максимумов 1998, 2008 и 2020 годов



приток произошел на неделе со 2-го по 6-е марта и составил 30,4 млрд рублей. Это свидетельствует о неизменности человеческой природы.

В случае дальнейшего снижения рынка этот источник ликвидности для рынка и брокерских фирм иссякнет.

Сейчас обороты на рынке велики и превосходят обычные докризисные в полтора раза, а в отдельные дни превосходили и в четыре раза. Это следствие торопливости и жадности новых инвесторов, а также страха и паники — старых. На рис. 3 представлена динамика общего объема торгов на рынке акций Московской Биржи за 13 месяцев, с марта 2019 по март 2020 года.

Видно, что обороты за март этого года выросли почти в два раза по сравнению с февралем, в четыре раза — по сравнению с мартом предыдущего года. И все это на фоне масштабных распродаж февраля и марта. Аналогичная ситуация с ростом объема торгов и всплеском волатильности наблюдается и на заокеанских площадках.

Повышенные обороты льются золотым дождем прибылей и комиссий в карманы дилеров и рыночных посредников — биржевых площадок и брокеров. Так продлится еще некоторое время, но так не будет вечно. Дождь постепенно прекратится вместе со снижением рынка и исчерпанием источника свежих денежных вливаний. И тогда сегодняшние ненормативные прибыли рыночных посредников могут обернуться голодным пайком.

Посмотрим на предполагаемый тайминг по известным результатам предыдущих кризисов. На рис. 4 представлено относительное изменение индекса RTSI с максимумов 1998, 2008 и 2020 годов. По оси ординат отложены торговые дни.

Видно, что предыдущие кризисы приводили к снижению индекса на 90% и

80%. А движение вниз от максимума до минимума продолжалось от 110 до 190 торговых дней. Это примерно от 5 до 9 календарных месяцев. Текущий кризис (зеленая кривая RTSI-2020) длится совсем немного времени и нам есть куда падать.

Ситуация на рынках Северной Америки может развиваться по-другому. Здесь есть, как говорится, варианты. Если в первой, острой фазе кризиса с рынка ушли в основном инвесторы, торговавшие с большими плечами, то во второй фазе с рынка будут выходить институционалы: взаимные фонды (вкладчикам нужны будут средства), страховые компании (для страховых выплат нужны деньги) и так далее. Этот процесс не будет одномоментным, он также может быть растянут во времени на много месяцев, но прежде не исключена ситуация с тестированием годовых максимумов. Нас ждет интересное время высокой волатильности и передела собственности. Компании, обремененные высокой долговой нагрузкой и выпускавшие различные структурированные бонды с возможностью конвертации оных в акционерный капитал, будут мишенью для разных хантеров. Последние уже сейчас присматриваются к подешевевшим активам и готовятся делать ставки. Это еще скажется отрицательно на стоимости акционерного капитала и повлияет на широкий рынок. Разбалансировка цен, утрата ориентиров, высокая волатильность ведут к тому, что многие ценовые модели, используемые инвесторами сейчас, утратят адекватность и приведут к потере денег.

Наконец, здесь, в России, нас ждет третья фаза кризиса на финансовых рынках, в условиях низких оборотов и низких цен. Эта фаза будет связана с выходом тех новых инвесторов, кто входит в рынок сейчас и кто неправильно

но рассчитал силы или тайминг. Вот тогда, когда на рынке не останется ни покупателей, ни продавцов, инвесторам можно будет подумать о взятии долгосрочных длинных позиций. На месте долгосрочных инвесторов в российский рынок я бы не стал ранее лета даже присматриваться к подешевевшим активам. Многие из них в будущем станут еще дешевле.

Что касается алгоритмических трейдеров, спекулянтов и арбитражеров, активных управляющих фондами, то их роль и доля в рыночном пироге увеличится. Это не может не радовать меня и моих коллег, занимающих проактивную позицию на рынке, ищущих локальные дисбалансы в своих арбитражных, квазинейтральных или даже краткосрочных направленных стратегиях.

Гуд бай, Америка!

Но даже если возникнет ясность относительно всех перечисленных выше вопросов, то она вряд ли снимет один большой метавопрос. Выше я уже отметил, что пандемия коронавируса — это всего лишь камешек, спровоцировавший обвал. В то время как сам обвал назревал долго. И причиной его стали внутренние противоречия современной экономической системы хозяйствования и мировой финансовой системы.

Весь финансовый сектор — это большая, красивая надстройка над реальным базисом — современной экономикой. Еще в январе и феврале казалось, что утрачена взаимосвязь между экономикой и финансовым сектором. А сейчас кажется, что утрачена не только связь, но и сам рынок как место определения справедливой стоимости активов и распределения рисков между участниками.

Куда в результате беспрецедентных антиэкономических мер карантинного свойства придут национальные экономики, каков будет рынок через 3-6 месяцев? Этого пока не может спрогнози-

ровать никто. Беспрецедентная накачка экономик деньгами (что в US, что в EU), увеличение уровня государственного долга — это жизнь займы у будущего. Давайте глянем на баланс ФРС, который определяет объем активов, скупленных федеральным резервом.

Баланс федеральной резервной системы с 30.06.2007 по 17.04.2020 в млн. долларов США. По неделям. Источник: <https://www.federalreserve.gov/>

Видно, что в марте и первой половине апреля ФРС затратила на скупку активов и «разбрасывание денег с вертолета» порядка 2-х триллионов долларов. Это, так на минуточку, примерно 9% от ВВП США. Мы и раньше видели скачки баланса. Самый существенный предыдущий скачок был с сентября по ноябрь 2008 года, когда с рынка было выкуплено плохих активов почти на 1 триллион 300 млрд долларов. А далее началась программа количественного смягчения QE, которая длилась вплоть до сентября 2014 года.

Нынешняя программа QE гораздо масштабнее, чем все предыдущие. Список плохих активов, которые скупает ФРС, пополнился корпоративными бондами, чего раньше не было. Даже с подачи бывшей главы ФРС Джаннет Йеллен, в Конгрессе уже пошли разговоры о возможной скупке акций. Более того, если раньше деньги шли только в финансовую систему и практически не доходили до реального сектора и конечных потребителей (выдавливание инфляции на рынок акций), то сейчас ситуация поменялась драматично. Сейчас деньги пошли не только в финансовую систему на скупку плохих долгов, но и непосредственно владельцам малого частного бизнеса, новым безработным, пострадавшим в результате карантинных мер, то есть, оставшимся конечным потребителям.

И это находит свое отражение в росте денежного агрегата M2 (рис. 6).

Рис. 5. Баланс ФЕДЕРАЛЬНОЙ РЕЗЕРВНОЙ СИСТЕМЫ С 30.06.2007 по 17.04.2020 в млн долларов США

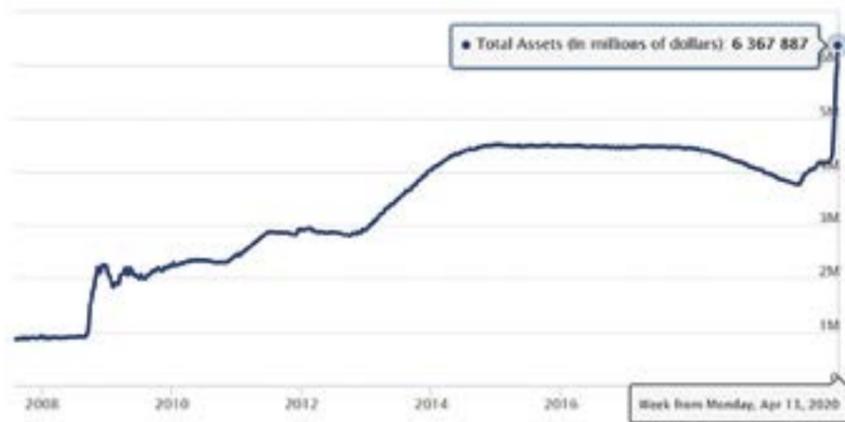
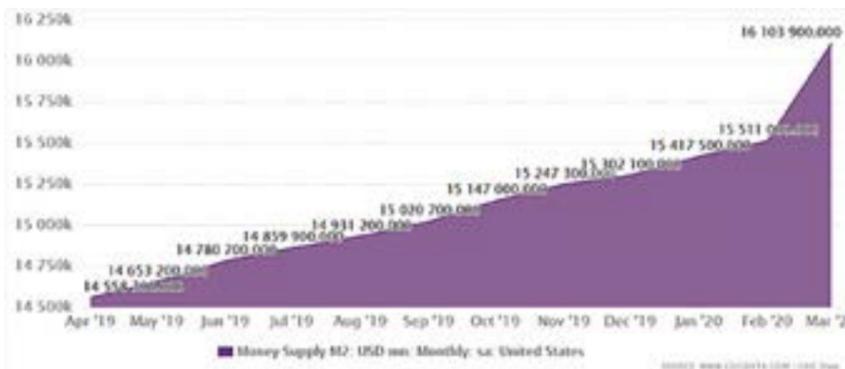


Рис. 6. Рост денежного агрегата М2



Рост денежного агрегата М2 в США с апреля 2019 по март 2020 включительно. Помесячные данные. Источник: <https://www.ceicdata.com/>

Стремительный рост денежного предложения М2 в марте опережал темпы роста лучших времен в прошлом. И нет оснований предполагать, что в апреле ситуация изменится. Фактически деньги в экономике и на руках у населения сейчас растут со скоростью, превышающей 20% в год. Это очень много.

В такой ситуации искусственно разогнанной инфляции уже в мае американские рынки могут обновить свои максимумы. Однако, это будет рискованный, инфляционный рост, основанный на необеспеченной печати денег и искусственном удержании на плаву неэффективных собственников. То есть рынки окончательно утратят обратную связь с экономикой и финансовыми показателями компаний. Поддерживая, таким образом, платежеспособный спрос, США решают (конечно, за счет разгона инфляции) проблему быстрого перезапуска экономики. А заодно и обесценивают свои долги. И это может сработать, если, конечно, удастся избежать крайнего сценария — сваливания в гиперинфляцию. Однако, удастся ли при этом сохранить доллар в качестве резервной валюты? Это большой вопрос. Для этого, по крайней мере, нужно, чтобы центробанки других стран, которые признают доллар США резервной валютой, также включили свои печатные станки на полную мощность.

Иначе выйдет неловко — резервная валюта будет обесцениваться гораздо быстрее, чем остальные региональные валюты.

Кроме того, в условиях инфляции невозможно удерживать околонулевые ставки по государственным обязательствам. То есть, придется решать вопрос со стоимостью обслуживания госдолга,

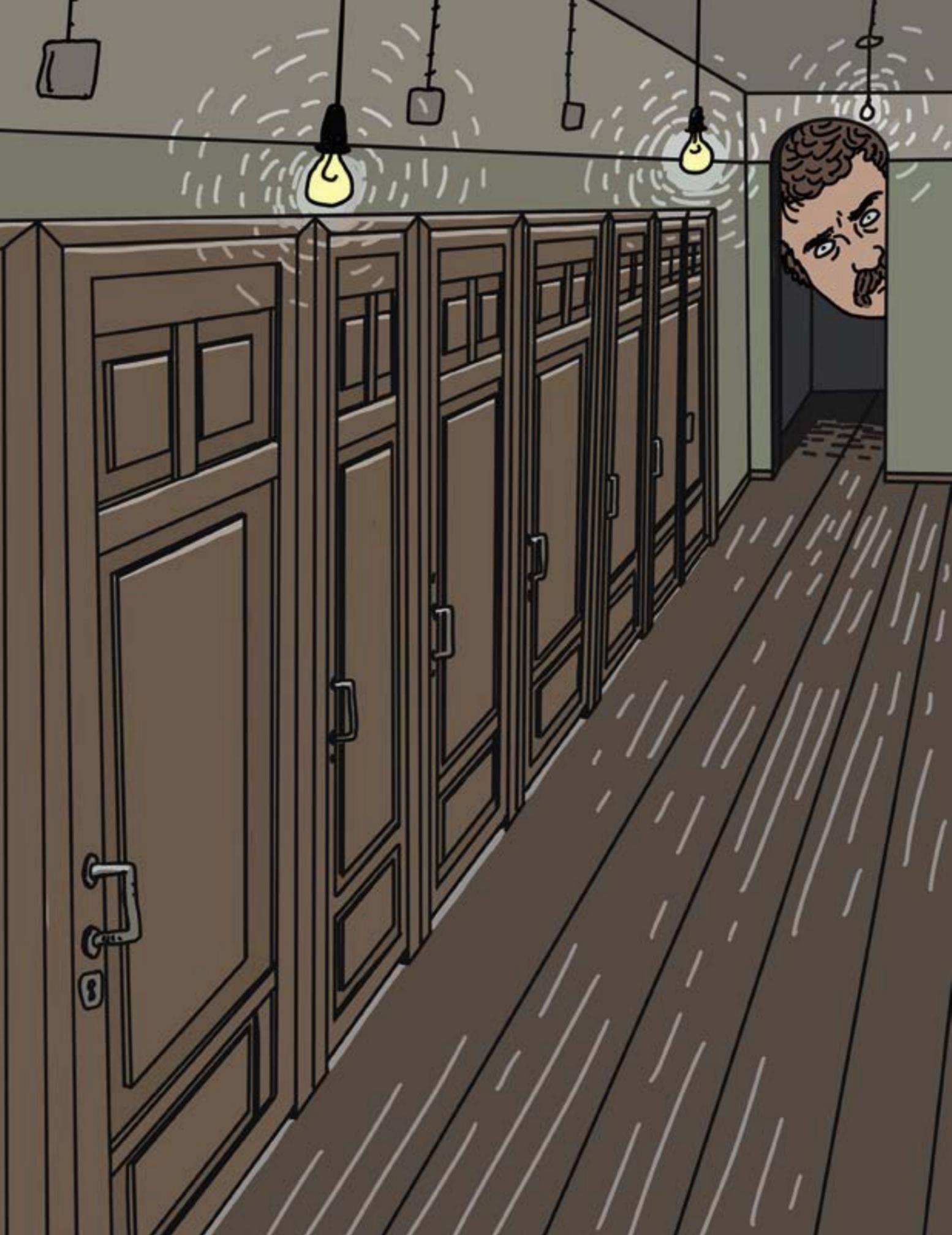
который также будет расти при этом бешеными темпами. И это не возможность пропетлять между Сциллой и Харибдой, это решение типа «либо-либо». Задача кажется практически нерешаемой.

Рано или поздно настанет пора платить по счетам. Проблема даже не столько в том, что долги в некоторых странах превышают 2–3 годовых ВВП, а в том, что финансовый капитал сейчас сосредоточен в основном в США и Европе. Так, например, на долю финансового сектора в США приходится более 20% от ВВП, почти в два раза больше, чем доля промышленности. Этот огромный финансовый капитал искусственно оторван от промышленного капитала, сосредоточенного в основном в КНР, некоторых других странах Азии. Это противоречит здравому смыслу и противоречит не может быть решено в рамках текущей экономической системы мироустройства. Похоже на то, что возможности обеспечивать доминирование «золотого миллиарда» над остальным миром исчерпаны.

Для возвращения статус кво субъектам экономики стран «золотого миллиарда» придется вернуться к честному зарабатыванию денег. А это — новые конфликты, торговые войны, барьеры, разрывы старых и написание новых торговых соглашений. Иначе встать ребром может вопрос не просто смены доминирующей в современном мире экономической парадигмы и идеологии неоллиберализма, приведшей мир к гигантским диспропорциям и противоречиям. Но куда более масштабный вопрос о смене экономической формации. Единственное, в чем можно не сомневаться, так это в том, что скучно нам в 2020-м году не будет. □

ПРИМЕЧАНИЯ

- ¹ Помимо претензий к Всемирной организации здравоохранения, связанных с текущим кризисом, сразу же вспомнились коррупционные скандалы в этой замечательной организации по предыдущим пандемиям.
- ² Цитируется по ИНОСМИ.РУ <https://inosmi.ru/economic/20200417/247283683.html>
- ³ Вероятно, речь идет о неоллиберальных экономистах, поскольку других школ практически не осталось.
- ⁴ *ibid.*
- ⁵ Анализировать 1998 год бессмысленно, поскольку тогда на российском фондовом рынке еще не было массового розничного инвестора.



Евгений Гавриленков
экономист, профессор ВШЭ-ГУ

Ограниченность

ОТРИЦАТЕЛЬНЫЕ ЦЕНЫ СТАЛИ РЕАЛЬНОСТЬЮ НЕ ТОЛЬКО НА ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ, НО И НА РЫНКАХ ТОВАРОВ И УСЛУГ

Возможно, коррекция и соответствующая ликвидация диспропорций будет достаточно глубокой и более продолжительной, чем ожидали многие инвесторы. Если в марте на рынках доминировали представления о том, что во втором полугодии будет быстрый отскок и восстановление, то в апреле прогнозы стали менее радужными.

«Не выходи из комнаты, не совершай ошибку»

Похоже, что в начале марта правительства многих стран мира посоветовали гражданам прислушаться к этому совету и вести себя именно так, как предлагал в 1970-м году Иосиф Бродский (правда, по несколько иному поводу). В странах, где такой совет поначалу был дан в мягкой, рекомендательной форме, в дальнейшем неизбежно пришлось ввести строгие меры и жесткие ограничения на передвижение, поскольку в местах, где были совершены ошибки «мягкости», вирус распространялся весьма

активно. По прошествии двух месяцев в развитых странах рост числа зараженных продолжался, хотя и более умеренными темпами. В некоторых из них (таких, как Германия или Австрия) уже через месяц с небольшим после введения карантинных мер число «активных случаев» (то есть, «болеющих» с разной степенью тяжести) начало снижаться. В других (Испании, Италии, Франции, например) рост «активных случаев» продолжался.

Общее же число инфицированных, а также количество летальных исходов в крупных европейских странах существенно превысило соответствующие показатели Китая, где на зараженной

территории крайне жесткие меры были введены в самом начале — «из комнаты» действительно было нельзя выходить, в прямом смысле этого слова, ни под каким предлогом. В результате, уже через месяц с небольшим в Китае был достигнут потолок по числу зараженных, и с тех пор этот показатель существенно не менялся. В Германии, относительно успешной по части борьбы с вирусом стране, показатели были вдвое выше китайских — как по общему числу инфицированных, так и по летальным исходам. При том, что население Китая в двадцать раз больше.

Эти факты можно трактовать по-разному, но один вывод прямо-таки напрашивается. Заключается он в том, что в сложных условиях мобилизация ресурсов и жесткое регулирование, включая определенные ограничения прав или свобод человека, становятся неизбежными. И где больше осознанного самоограничения, направленного на учет интересов других членов общества, — там меньше необходимость жесткого государственного вмешательства, а значит и «перегибов», а также риска потенциальных злоупотреблений.

Достаточно беспечное отношение как граждан многих стран, так и некоторых правительств к риску заражения (по крайней мере, на начальном этапе пандемии) и нежелание добровольно отказаться от привычного образа жизни стали причиной того, что в западных странах динамика распространения вируса и, соответственно, продолжительность этого процесса намного превысили китайские показатели.

В США, например, за два месяца число инфицированных перевалило за 1 млн человек. В то время как в Китае, месяц с небольшим спустя после введения карантина этот показатель стабилизировался на уровне чуть выше

80 тысяч. Соответственно, на конец апреля более чем десятикратный разрыв между этими двумя странами наблюдался и по количеству летальных исходов. Естественно, что в США (а также и в ряде европейских стран, где число зараженных на начальном этапе росло быстро) с такой нагрузкой не справлялись ни медицинские, ни похоронные службы. Таким образом, получилось так, что система, в которой доминирует административное начало, оказалась в данной ситуации не только более эффективной, но и более гуманной по отношению к своим гражданам, нежели развитая демократическая страна (которую к тому же в условиях прогрессирующего роста имущественного неравенства все сложнее считать таковой). Общее число летальных исходов на конец апреля составило в Китае чуть более 4,6 тысяч, а в США — превысило 60 тысяч.

Следующий вывод, который — рано или поздно — будет сделан обществом и правительствами, состоит в том, что привычный образ жизни, судя по всему, придется менять. Насколько сильно менять, и какими могут быть изменения? Вряд ли сейчас можно говорить об этом в деталях. Не только в силу того, что пока не очень понятно, как будет развиваться ситуация с распространением заболевания (как будут сниматься ограничения, какими темпами, возникнет ли вторая или последующие волны пандемии), но и в силу того, что мнения политиков, которым придется принимать решения, по этому поводу сильно разнятся. Не исключено, что принцип «не выходи из комнаты», который весьма удобен для управления обществом, окажется весьма популярным в ряде стран и получит какое-то развитие. Причем произойдет это на основе самых передовых технологий.

Помимо уже широко распространенных видеокамер, записывающих и контролирующих перемещения граждан (в частности, на предмет наличия соответствующего пропуска-разрешения на перемещение из пункта А в пункт Б в условиях карантина), или привязки специальных кодов, подтверждающих наличие таких разрешений, к разного рода платежным картам, в настоящее время обсуждаются и возможности распознавания лиц для контроля. Кроме того, в условиях чрезвычайных ситуаций достаточно популярной становится идея отслеживания всех контактов каждого человека, который хочет время от времени «выходить из комнаты». Отслеживание этих контактов с помощью смартфонов и мобильных приложений обосновывается тем, что в случае обнаружения инфицированного лица необходимо выявить цепочку тех людей, в непосредственной близости с которыми это лицо находилось — с тем, чтобы предупредить дальнейшее распространение заболевания. Смартфон (специальный браслет, чип) должен постоянно находиться во включенном состоянии. За нарушение — жесткие санкции. Задача эта, безусловно, благородная и за ее решение готовы взяться такие IT-гиганты, как Apple и Google. Если же предположить, что нынешний вирус или последующие его реинкарнации будут появляться сезонно или регулярно, то и такая система отслеживания контактов будет работать без остановки. На самом же деле, если такая система будет создана и внедрена, никто приостанавливать ее действие уже не будет — вне зависимости от того, возникла ли эпидемия (или какая-либо другая чрезвычайная ситуация) или нет. Останется только понять, насколько такая практика, уже частично опробованная в ряде стран,

будет соответствовать демократическим традициям и не нарушать соответствующие права человека.

«О, не выходи из комнаты, не вызывай мотора. Потому что пространство сделано из коридора и кончается счетчиком...»

В отличие от поднятых в предыдущем разделе вопросов относительно возможных общих изменений в жизненном укладе, на которые рано или поздно надо будет давать ответы, в экономической сфере, похоже, настрой на изменения не является доминирующим — по крайней мере, если говорить о развитых странах. Причем, речь идет о настрое не только властных структур, но и многих слоев населения, — особенно тех, которые имеют активы и сбережения, а также тех, кто этими активами управляет.

В этом смысле показательно, как с начала марта начали меняться взгляды на экономику и прогнозы ее развития, которые в это время пересматривались различными глобальными финансовыми структурами и организациями чуть ли ни каждый день. В сторону ухудшения, естественно. При этом, однако, после глубокой коррекции на фондовых рынках в первой декаде марта (если ориентироваться на индекс S&P500, то до уровня, близкого к 2200 против исторического максимума около 3400 в середине февраля), дальнейшее движение фондовых индексов было направлено вверх. К концу апреля S&P500 отыграл примерно половину потерь, достигнув отметки 2900 в конце месяца. Обещания о вливаниях триллионов долларов и евро со стороны денежных и финансовых властей развитых стран вытягивали индексы вверх, причем происходило это на фоне постоянно ухудшавшихся макроэкономических прогнозов и снижавшегося спроса

на базовые ресурсы, таких на нефть, например. По ходу этого роста рынки, впечатленные бурным ростом количества зараженных, на протяжении отдельных торговых сессий вновь падали, но очередные обещания финансовой поддержки вновь тянули фондовые индексы вверх. Похоже, что данное пространство действительно заканчивается счетчиком — поскольку мало чем отличается от коридора.

Логика эволюции архитектуры глобальной финансовой системы и ее усложнение в предыдущие десятилетия в итоге привели к тому, что в некоторых странах (таких, как США, например) уже не столько развитие экономики определяет ситуацию на финансовых рынках, сколько динамика фондовых и облигационных рынков определяют возможности развития экономики. Причем во все большей степени. Существуют исследования, которые показывают, что, судя по всему, экономика США в ее современном виде может устойчиво расти только тогда, когда на рынках образуются масштабные пузыри, поскольку ощущение (или иллюзия) наличия значительного объема накопленных активов повышает склонность к потреблению. Потребление же, составляющее более 70% американского ВВП, в значительной мере поддерживается ростом кредитов, залогом для которых являются имеющиеся активы. При этом не столь важно, поддерживают ли эти кредиты потребление непосредственно или косвенно (через инфляцию цен на активы).

«Зачем выходить оттуда, куда вернешься вечером таким же, каким ты был, тем более — изувеченным?»

Следствием такого типа экономического развития становится искаженная структура спроса и искаженные его

масштабы. При этом, в определенном смысле можно говорить о «навязанном» потреблении — навязанном рекламой или своего рода «пропагандой» соответствующего стиля жизни. В свою очередь, это искажение означает избыточное производство, без которого можно было бы обойтись, неэффективность использования ресурсов, нагрузку на экосистему, загрязнение окружающей среды там, где производства сосредоточены, нарушение многих санитарных норм. В прошлые века потребительское отношение к окружающей среде и пренебрежительное отношение к санитарии и гигиене также вызывало эпидемии.

Одним из наиболее свежих наглядных примеров такого избыточно-искаженного производства и потребления является недавно зарегистрированная отрицательная цена на американскую нефть сорта WTI. Случилось это 20 апреля. Поскольку ситуация на рынках и оценки состояния мировой экономики менялись с умопомрачительной быстротой, фьючерсные контракты на нефть, заключенные ранее, оказались для многих трейдеров ошибочными. В условиях снижения спроса на нефть и заполненных до предела нефтехранилищ контракты все равно надо было исполнять. Надо было либо физически забирать нефть, либо перепродавать контракт. Первый вариант был невозможен, поскольку большинство хранилищ было полностью заполнены. Второй же вариант оказался возможным только при отрицательной цене.

Похожая ситуация наблюдалась в апреле и на рынках электроэнергии в некоторых европейских странах. Достаточно солнечная погода и падение спроса на электроэнергию в условиях карантина и экономического спада привело к перепроизводству электроэнергии из возобновляемых источников — в отдельные часы гене-

рирующие компании доплачивали потребителям за то, чтобы предлагаемая электроэнергия от солнечных батарей была забрана из системы.

Таким образом, помимо уже привычных отрицательных доходностей по многим облигациям и даже депозитам, отрицательные цены стали реальностью не только на финансовых рынках, но и на рынках товаров и услуг. Непосредственной причиной этого стал беспрецедентный рост задолженности по всему миру: в первую очередь, это относится к развитым странам, то есть, именно тем, где диспропорции оказались наиболее существенными.

К слову сказать, сама идея добычи сланцевой нефти и газа вряд ли может считаться естественной и небесспорной в том смысле, что в силу относительно высокой себестоимости этот бизнес можно оценивать как успешный только при весьма высоком уровне цен на углеводороды. Как сказано выше, высокий ценовой уровень обеспечивался искусственно разогретым спросом, а сам бизнес поддерживался постоянно растущим уровнем за кредитованности, что оказывается возможным лишь на фоне крайне низких процентных ставок. Уместно также напомнить, что говорить о рыночном ценообразовании на нефтяном рынке вряд ли возможно не только в силу существования ОПЕК или ОПЕК+, но и в силу того, что значительная часть мировых запасов нефти находится под американскими санкциями — констатируем ли мы это в отношении Ирана или Венесуэлы. И эти санкции до поры до времени также поддерживали приемлемый для сланцевых производителей уровень цен на сырую нефть.

Примеры других искажений спроса и производства можно найти практически во всех сегментах — начиная от растущего производства вооруже-

ний до достаточно бессмысленного и нерационального производства все новых моделей бытовой техники, сроки службы которой становятся короче чем было принято десятилетия назад. В то же время внушаемые обществу потребительские стандарты побуждают постоянно обновлять технику или парк автомобилей (даже работающие) как можно интенсивнее — в первую очередь, за счет кредитных ресурсов. Нагрузка же на природу растет.

**«Не выходи из комнаты! ...
Запрись и забаррикадируйся
шкафом от хроноса, космоса,
эроса, расы, вируса...»**

В итоге получается, что с одной стороны, в развитых странах в предыдущие пару десятилетий потребительский спрос был искусственно раздут относительно дешевыми кредитами, а, с другой стороны, государственный спрос был если и не ограничен, то достаточно искажен. В частности, можно говорить о недостаточной готовности медицины оперативно реагировать на новые вызовы. Наверное, не совсем корректно делегировать функцию борьбы с эпидемиями частной медицине, которая вряд ли имеет возможность содержать в постоянной мобилизационной готовности достаточное количество койко-мест, уровень которых существенно варьируется по странам, а также штат специалистов, которые будут задействованы лишь в чрезвычайной ситуации.

В определенном смысле сложившаяся в развитых странах ситуация отчасти напоминает то, что происходило в конце 1980-х годов в странах социалистического лагеря, — правда, как бы в зеркальном отражении. Экономика как Советского Союза, так и стран Восточной Европы характеризовалась избыточным государственным потреблением, причем также весьма искаженным; а потребление домашних

хозяйств составляло сравнительно невысокую долю ВВП, что обуславливало разного рода диспропорции, порождая неэффективность и в целом выглядело нерационально. Так, например, Советский Союз производил в несколько раз больше тракторов по сравнению с США, а производство зерна было раза в два меньше. Экономика же многих развитых стран, как уже сказано выше, деформирована, напротив, в сторону избыточного частного потребления, которое в принципе должно скорректироваться.

Возможно, что эта коррекция и соответствующая ликвидация диспропорций будет достаточно глубокой и более продолжительной, чем ожидали многие инвесторы. Если в марте на рынках доминировала представления о том, что после провального второго квартала во втором полугодии будет быстрый отскок и восстановление, то в апреле прогнозы стали менее радужными. В частности, МВФ в апрельском прогнозе прогнозирует спад мировой экономики в текущем году более чем на 3%. Однако ожидает, что в 2021 году мировая экономика, окрыленная еще большей массой дешевых денег, чем было предоставлено в ходе кризиса десятилетней давности, перейдет к бурному росту (на 5,8%). При этом спад в развитых странах ожидается в 2020 году более глубоким, а восстановление должно оказаться не столь впечатляющим, но все равно внушительным (на 4,5% в странах G7).

Такое видение в определенном смысле является попыткой экстраполяции китайского сценария (спад и быстрый отскок), который, к тому же, еще пока и не подтвердился: ведь второй квартал еще не закончился. Более того, ориентир на такой сценарий нельзя назвать единственно правильным и возможным подходом, поскольку различия в модели роста китайской

экономики и экономик развитых стран весьма существенны. Кроме того, быстрое восстановление роста в 2021 году в развитых странах явно не предполагает никаких качественных изменений в структуре экономического роста, который во многом основывается на дешевых кредитных ресурсах и в определенном смысле может считаться «самоедским», поскольку нагрузка на природу при искаженном и избыточном спросе может только увеличиваться. Не исключено, что этот прогноз на 2021 год не реализуется. МВФ, вопреки традиции, пока не представил никакого прогноза на более отдаленную перспективу.

В связи с этим уместно напомнить, что и после кризиса 2008–2009 годов в структуре экономик развитых стран мало что изменилось. За исключением того, что часть долга частного сектора перекочевала на балансы правительств, которые в текущем году должны взять на себя еще больше обязательств. Поэтому нельзя исключать и более продолжительной рецессии в развитых странах, и более вялого восстановления мировой экономики в 2021 году. Возможно, весьма уместным будет и использование словосочетания «переходный период» в контексте развитых стран.

В связи с этим полезно напомнить: никто пока не гарантировал, что не будет второй или третьей волн пандемии. Нельзя исключать и появления новых вирусов, которые могут быть еще более жизнеспособными и агрессивными. Нельзя также исключать, что загрязнение окружающей среды, злоупотребление генетически модифицированными продуктами, а также прочими продуктами человеческой мысли как раз и является той площадью, на которой природа отработывает средства борьбы с наиболее агрессивным представителем животного мира

— человеком, деятельность которого уже привела к исчезновению многих других видов животного мира. Более того, эта агрессивность распространяется не только на представителей других видов, но распространена и внутри вида. Хотя в животном мире найдется не так много примеров того, что представители одного вида уничтожают себе подобных.

Добро и зло в принципе неотделимы друг от друга и призваны существовать. Возможно, появление новых мутаций простейших организмов, губительных для человека, и есть то простое и эффективное средство борьбы природы за свое выживание, которое заставит человечество задуматься о своем месте в мире и о себе самом как носителе добра и зла одновременно. Возможно, что пока более приемлемая пропорция между этими двумя параметрами (данными человеку в ощущениях и мало измеримыми количественно) не будет найдена, «выходить из комнаты» без особой необходимости будет достаточно сложно. □



Александр Лосев
генеральный директор УК «Спутник — Управление капиталом»

Вирус-ускоритель

ГЛОБАЛИЗАЦИЯ, СТАВШАЯ ИТОГОМ МНОГОЛЕТНЕГО ИНТЕГРАЦИОННОГО ПРОЦЕССА, ОПЯТЬ ПОДВЕРГАЕТСЯ ИСПЫТАНИЮ НА ПРОЧНОСТЬ

К началу 2020 мировая экономика уже была серьезно больна и стояла на грани рецессии. Продолжавшийся более десятилетия период монетарного стимулирования и низких процентных ставок ослабил иммунитет финансовой системы, привел к возникновению пузырей на фондовых рынках. Проблема распространения коронавируса внезапно ускорила все негативные процессы

Риск рецессии мировой экономики (спада производства и прекращения роста ВВП) возрастал со всей очевидностью уже в январе 2020 года. Об этом свидетельствовали и долговые проблемы китайской экономики, и сокращение в четвертом квартале 2019 года промышленного производства в Германии, Японии, Южной Корее, и падение с сентября Baltic Dry Index, отражающего стоимость перевозок сухого груза морем по двадцати основным торговым маршрутам.

Распространение коронавируса, повлекшее за собой в большинстве стран жесткие карантинные меры и остановку целых отраслей и сервисов, ускорило и усилило негативные процессы. Мировая экономика сейчас испытывает двойной шок спро-

са и предложения. Мировой финансовый кризис стал в 2020 году реальностью, на фондовых биржах сгорают активы компаний, сбережения граждан и средства суверенных фондов.

Выживание глобализации

Итогом многолетнего интеграционного процесса преобразования национальных экономик и политических отношений между странами в единую геэкономическую стала глобализация. Сейчас она опять подвергается испытанию на прочность. Процесс формирования общемирового рынка ослабил национальные суверенитеты. Управлять глобальным развитием (в частности, не допускать кризисов и перегрева

экономик) стало намного сложнее. Ведь управление требовало синхронизации усилий монетарных и политических властей ведущих стран. Вместо этого в мире усиливался протекционизм и национальный эгоизм, возникли риски нового глобального кризиса и нового передела мира.

24 февраля 2020 года стало очередным «чёрным понедельником» финансового рынка. Все три основных американских фондовых индекса упали на 3,5%. Индексы Dow Jones Industrial Average и S&P500 растеряли весь прирост с начала года, европейские фондовые индексы ушли глубоко в минус (европейский индекс Stoxx Europe 600 показал максимальное падение с 2016 года), в то время как спотовое золото приблизилось к уровням 1700 долларов за тройскую унцию.

Опасения, что распространение китайского коронавируса окажет негативное влияние на мировую экономику, заставляют инвесторов искать безопасные убежища для своего капитала (драгоценные металлы и казначейские облигации США), чтобы ограничить потери в случае дальнейшего падения рынков. Началось всеобщее бегство от рисков, что негативным образом сказывается на фондовых площадках, котировках сырьевых товаров и валютах развивающихся стран.

Драматизм марта 2020 года оказался сопоставим с потрясениями 1987 года и напомнил участникам рынка о временах Великой Депрессии. Предыдущий негативный звонок прозвучал на рынках в декабре 2018: в тот момент 93% всех мировых активов ушли в минус и мир стоял на пороге глобальной рецессии. Тогда, больше года назад, резкое и синхронное смягчение денежно-кредитной политики Федеральной резервной системы США, ЕЦБ, Банка Японии, Народного банка Китая и ряда центробанков крупных стран, тотальное снижение ставок и вливание дополнительных средств в национальные экономики спасли ситуацию и не дали рискам глобальной рецессии реализоваться.

К началу 2020 мировая экономика уже снова была серьезно больна и стояла на грани рецессии. Перспективы ее роста стали зависеть исключительно от увеличения объема кредитования потребителей, а беспрецедентное неравенство стало одной из самых больших социально-экономических угроз. Внезапно все негативные процессы значительно ускорились из-за распространения коронавируса и связанных с этим ограничительных мер.

В марте 2020 года рассеялась иллюзия всевластия финансового капитала, основанная на силе доллара, бесконеч-

ном монетарном стимулировании и превращении большинства мировых активов и ресурсов в финансовые инструменты. В огне биржевой паники тогда «сгорело» до 30 трлн долларов.

Но глобализация все же не умерла. Иначе бы ведущие державы не стали предпринимать отчаянные попытки восстановить мировые товарные/производственные цепочки и решить экономические проблемы колоссальными объемами эмиссии денег (долларов, евро, юаней и иен). Мы бы увидели иную картину: реальные процессы создания самодостаточных «больших пространств» и экономического развития на основе внутренних факторов этих территорий.

Таким образом, рецессия 2020 года и кризис на финансовых рынках — это не финал драмы, а лишь первая ее часть.

Сейчас мы видим, что сияющий дворец богов «золотого миллиарда» находится под угрозой. Иерархическая система постиндустриальной экономики, в которой реальное богатство возникает из эксплуатации ресурсов развивающихся стран, может быть обрушена свирепой стихией рынков. Очень напоминает финал первой части тетралогии Вагнера. Бог Уолл-стрит решителен, высокомерен и жаден. Но сейчас для спасения ему

требуется «золото Рейна». В современных реалиях — ресурсы тех, кого поработила гегемония доллара.

Глобализация по американским правилам плюс длительный период низких ставок и программы количественного смягчения ФРС США сделали доллар самой популярной валютой фондирования во всем мире и валютой резервов. Кроме того, в системе международной торговли и на рынке сырья доллар является основной валютой расчетов. Весь мир привык получать за свои товары доллары.

И пока не началось обрушение активов и сырьевых рынков, недостатка в долларах не было. Но рынки начали рушиться. Закрытие целых стран и отраслей на карантин из-за COVID-2019, анабиоз рынков капитала, обрушение фондовых и сырьевых площадок, тотальное обесценение активов и резкое торможение мировой торговли привели к дефициту долларов на внешних для США рынках. Этот дефицит оценивается в 12 трлн долларов, он держит в заложниках экономики развивающихся стран. Долларовые обязательства для многих стран и корпораций становятся все более дорогими, и одновременно из-за кризиса у них остается все меньше и меньше денег для погашения долгов. ФРС США остается главным центральным банком планеты. И ей придется засыпать мир долларами, чтобы были покрыты все обязательства.

9 апреля Федеральная резервная система США объявила о запуске программы поддержки американских предприятий на общую сумму до 2,3 трлн долларов. Председатель Федерального резерва Джером Пауэлл заявил, что ФРС намерена использовать свои полномочия «решительно, активно и агрессивно», пока не появится уверенность в том, что экономика США начала восстанавливаться.

И эта решительность будет проявлена в виде все новых и новых триллионов долларов монетарных и фискальных стимулов.

Уже очевидно, что объявленной программой выкупа активов дело не ограничится. Но за эти ресурсы и возобновление доступа к рынкам сбыта (прежде всего к американскому рынку) среди стран, глубоко вовлеченных в мировую торговлю, развернется нешуточная борьба. Текущий процесс борьбы с мировой рецессией идет под американским контролем и с участием мировых институтов, связанных с США, — таких как МВФ, Всемирный банк и ФРС.

Породить и убить

Коронавирус серьезно ударил по мировой экономике. Ее падение во втором квартале 2020 года будет рекордным, потери колоссальны и пока не поддаются точному подсчету. По предварительным оценкам банка JP Morgan Chase, общие потери глобальной экономики от распространения коронавируса могут составить в 2020–2021 годах 5,5 трлн долларов. Финансовый мир ищет убежище от урагана. У большинства фондов и корпораций возникли огромные проблемы из-за падения стоимости активов и накопленных долгов.

Для борьбы с рецессией необходимо особое оружие. Фискальные стимулы и программы помощи, запущенные Китаем (1,2 трлн юаней), США (2 трлн долларов), Японией (108 трлн иен, или 20% ВВП), Великобританией (350 млрд фунтов), Германией (до 600 млрд евро) и Францией (300 млрд евро), беспрецедентны. Такого объема вливаний не было даже в кризис 2008 года. К правительствам присоединяются ведущие мировые центробанки. По оценкам Morgan Stanley, программы выкупа активов на балансы ФРС

США, ЕЦБ, Банка Англии и Банка Японии составят в совокупности 6,8 трлн долларов. Ожидается также, что к концу 2020 года на балансе ФРС США окажется 12 трлн долларов, что сопоставимо с 55% американского ВВП. Монетарные стимулы уже к началу апреля позволили мировым фондовым площадкам отыграть около половины падения, произошедшего с начала 2020 года. Пока нет массовых дефолтов и банкротств, мировая финансовая система сохраняет устойчивость, хотя уже растет опасение, что итогом будет инфляция.

Возможность проводить денежную эмиссию и направлять средства на покупку активов выгодно отличает ведущие мировые державы от большинства других стран. Государства, обладающие контролем над ключевыми узлами мировой финансовой, торговой и информационной инфраструктуры, сейчас получают возможность не только выйти из мировой рецессии раньше остальных стран, но и усилить свой вес в геоэкономике и получить заметную выгоду за счет других.

Бенефициаром процесса спасения от хаоса могут стать Соединенные Штаты. Остальному миру на выход из рецессии может потребоваться больше времени.

Одновременно в среде политиков звучат речи, что коронавирус переформатирует глобальный порядок. В Соединенных Штатах опасаются, что Китай, получивший максимальные выгоды от прошедшей глобализации, начнет стремиться к мировому лидерству, используя ошибки США. Тем временем ветеран холодной войны и признанный гуру мировой политики Генри Киссинджер предрек экономический хаос на поколения. В своей статье в «The Wall Street Journal» он пишет: «Усилия по преодолению кризиса, какими бы мощными они

ни были, не должны заслонять для нас неотложную цель — параллельно борьбе с инфекцией создавать «поствирусный» мировой порядок». И добавляет в конце, что неудача с построением нового порядка может привести к мировому пожару.

Таким образом, создатели текущей версии глобализации должны победить ее последствия.

Что касается остального мира, то для большинства элитных групп проблема коронавируса открывает широчайшие возможности по перераспределению влияния и активов. А весь социально-экономический негатив, который сейчас копится у населения большинства стран мира — ничего не понимающего, запуганного коронавирусом, теряющего доходы и терпение — будет использован определенными группировками и партиями для политической борьбы. Россия не исключение. Если плохие времена наступили (упали цены на сырье, обвалился рубль, остановлена экономика, люди теряют работу), а накопленные на черный день триллионы рублей ни правительство, ни ЦБ не спешат тратить на поддержку граждан и бизнеса (в отличие от большинства развитых стран), то это может означать, что элитные группы готовятся к перераспределению ресурсов и политического влияния.

«Супергерой» возвращает контроль

Глобальный порядок меняется, мировая экономика вступает в новую эпоху. Нужен герой, который вернет странам Запада контроль над «золотом Рейна» — ресурсами и богатством. В тетралогии Вагнера героем является Зигфрид. Он должен победить дракона. В реалиях современного мира — это человек, который обещал «сделать Америку снова великой», нынешний президент США

Дональд Трамп. Принятая его администрацией «Стратегия национальной безопасности США» обозначает четыре национальных интереса: защита страны, содействие процветанию Америки, сохранение мира с помощью силы и усиление глобального влияния США.

На роль «дракона» назначен Китай, который уже успел пострадать из-за торговой войны 2018–2019 годов. Роль кузнеца-нибелунга досталась Евросоюзу, ведущие страны которого из союзников и торговых партнеров США превратились в конкурентов в ходе торговых войн. Усилиями Соединенных Штатов был запущен передел энергетического рынка Европы.

В значительной степени президент Трамп несет ответственность за «надувание пузыря» фондового рынка в 2019 году, которое обернулось финансовым кризисом марта 2020 года, поскольку именно он в ультимативной форме вынудил ФРС отказать от политики нормализации (повышения) процентных ставок и сокращения баланса, что могло бы убрать из экономики «зомби-компания», существенно оздоровило рынки и уменьшило темпы роста мирового долга. «Федеральная резервная система должна снизить наши процентные ставки до нуля или ниже, а затем мы должны начать рефинансировать наш долг... уникальная возможность, которую мы упускаем из-за болванов», — писал Трамп в Twitter, добавляя, что наивность главы ФРС Джерома Пауэлла не позволяет США «делать то, что уже делают другие страны».

Давление Трампа на ФРС привело к тому, что серьезные экономические проблемы маскировались масштабным кредитованием по низким ставкам. В результате этого (а также торговых и тарифных войн, которые усилили экономическую конкуренцию и взаимозависимость стран, связан-

ных торговыми и производственными цепочками) в мире возросли риски рецессии. Они-то и реализовались в первом квартале 2020 года при появлении коронавируса.

Теперь герой должен победить дракона (Китай) и убить или обезвредить нибелунга (Европа), получив кольцо (контроль глобального управления), золото (деньги) мира и Брунгильду (новую глобалистскую идею) в качестве приза.

Еще недавно это казалось несложной задачей. Экономика США и американский фондовый рынок были на подъеме, первая фаза торговой войны с Китаем закончилась со счетом 1:0 в пользу США. Но распространение коронавируса нарушило все планы и стремительно разрушает основы глобального влияния Америки.

Теперь следует ожидать монетизации долга, чем уже занимается ФРС. «Есть все основания полагать, что экономическое восстановление, когда оно наступит, будет существенным», — заявил председатель ФРС Джером Пауэлл, пообещав, как мы помним, использовать все возможности решительно, проактивно и агрессивно. Произойдет усиление роли государства в экономике и сокращение помощи союзникам при одновременном повышении роли доллара в мировой экономике, попавшей в рецессию.

Новый план Маршалла!?

Чем больше мир борется с распространением коронавируса и экономической рецессией, тем чаще звучат слова и определения, относящиеся к временам Второй мировой войны. Евросоюз пытается разработать «новый план Маршалла», опираясь на свои финансовые конструкции — такие, как Европейский стабилизационный механизм, кредиты Европейского инвестиционного банка и распределение

бюджета Еврокомиссии для поддержки наиболее пострадавших стран ЕС.

Вполне вероятно, что и у США появится «новый план Маршалла», который позволит (как в 1947 году) отправить излишки гигантской долларовой эмиссии на пострадавшие от кризиса внешние рынки под видом «экономической помощи» и одновременно поддержать американские корпорации.

Проблема в том, что основной причиной торговых дисбалансов является именно гегемония доллара в международных резервах и расчетах. Для поддержания глобальной платежеспособности существующей мировой финансовой системе необходимо экспортировать доллары во внешний мир через торговлю и возвращать через рынок капитала.

Но уже сейчас очевидно, что страны, получившие тяжелый и болезненный урок коронавирусного кризиса, будут перестраивать свои торговые и производственные цепочки, чтобы избавиться от чрезмерной взаимозависимости и получить контроль над критическими для себя экономическими, финансовыми и информационными узлами.

Таким образом, одна тенденция пойдет в противоречие с другой.

Расширение монетарного доминирования доллара натолкнется на активный процесс создания автаркий и самодостаточных «Больших пространств» (Grossraum) во многих регионах планеты.

Эксплуатация мировых ресурсов странами «золотого миллиарда» в прежнем виде будет затруднена и существенно ограничена.

«Пороховая бочка» глобального долга

Изменение глобального порядка сначала всегда идет незаметно. Но потом на-

ступает лавинообразный переход в иное состояние.

В мировой финансовой системе расширятся дисбалансы. Долги (и кредитование) будут расти в основном в долларах в силу их колоссального предложения, а мировые активы перестанут быть долларовыми en masse. На эти финансово-экономические процессы наложится новая холодная война США и Китая и нарастающая конкуренция в технологической сфере, что потребует гигантского кредитного финансирования и роста объема долгов у всех основных субъектов мировой экономики. А долги — главная уязвимость современной экономики.

За последние 50 лет мировая экономика пережила четыре волны накопления долга. Первые три волны роста задолженности закончились финансовыми кризисами. Последняя, начавшаяся в 2010 году, уже стала крупнейшей, самой быстрорастущей волной роста долгов в мире. По итогам 2020 года совокупная задолженность может превысить отметку в 325% глобального ВВП. Мировая экономика движется к очень серьезному кризису. Он намного превзойдет по своим масштабам Великую депрессию 1930-х и закончится если не мировой войной, то созданием мира на новых принципах. Об этом предупреждают влиятельные мировые институты, — такие, как МВФ, Всемирный банк и «Группа тридцати». (Ещё осенью 2018 года «Группа тридцати» в своём докладе «Managing the Next Financial Crisis: An Assessment of Emergency Arrangements in the Major Economies»/«Управление следующим финансовым кризисом: оценка чрезвычайных ситуаций в основных экономиках» констатировала неизбежность нового глобального кризиса, который «может возникнуть неожиданно из самых неожиданных источников системного риска»). Они

предлагают искать способы затормозить приход кризиса и/или смягчить его последствия. И шансы на успех антикризисных мер были. Но появился коронавирус, который обнажил все неприятные и опасные аспекты современной глобальной экономики. И теперь силы будут брошены на борьбу с последствиями коронавируса. Опасность в том, что если все «антибиотики» будут израсходованы сейчас, то в будущем «иммунитет» мировой экономики к кризисам снизится еще сильнее.

И почти не останется механизмов для предотвращения обвала.

Еще хуже то, что в мире из-за региональных особенностей борьбы с последствиями коронавируса и усиления национального эгоизма и протекционизма стремительно падает доверие стран друг к другу. Это будет препятствовать координации антикризисных мер.

В обозримом будущем проклятье нибелунга сбудется, и сияющий чертог богов сгорит в огне мирового суперкризиса.

Memento mori

Рецессия 2020 года — это, по сути, репетиция будущего кризиса, к которому мир плавно и неотвратно подходит. Уценка мировых активов лишь усилила дисбалансы и проблемы мировой экономики, которая едва выдерживает тест на прочность, через который сейчас проходит по причине глобального распространения коронавируса COVID-2019.

Поскольку Китай уже восстанавливает работу своих предприятий после карантина, ответ на вопрос, как долго мировая экономика будет выходить из рецессии, зависит от действий развитых стран, связанных с Китаем товарными, производственными и финансовыми цепочками. Если бы не

коронавирус, для борьбы с рисками рецессии всё равно что-нибудь пришлось бы предпринимать. Но сейчас у большинства мировых держав появился повод сделать это согласованно и синхронно. Без решительных и скоординированных действий правительств и центральных банков крупных стран восстановление рынков будет недолгим и новая волна паники и распродаж не заставит себя ждать.

Ещё до начала всеобщей паники, связанной с распространением вируса, Всемирный банк в своём докладе указал на «спад в экономике крупнейших стран и финансовые потрясения в странах с формирующимся рынком», а МВФ пересмотрел прогноз темпов роста мировой экономики в сторону понижения — из-за негативных тенденций в ряде развивающихся стран, рисков усиления международной напряжённости и социальных волнений.

В начале года казалось, что подписание первой фазы торгового соглашения между США и КНР сняло часть рисков, и мировые элиты в Давосе переключились с обсуждения экономики на вопросы экологии. Коронавирус вернул всех в мрачную реальность. Он обнажил и «подводные камни» мировой экономики, и беспрецедентную зависимость развитых стран от встроённых в Китай товарно-производственных цепочек, и тотальную взаимосвязь финансовых рынков.

Мировые экономические потери из-за коронавируса сопоставимы с потерями от торговых войн и оцениваются в 250 млрд долларов в квартал. Если распространение коронавируса быстро остановить не получится и эпидемия начнёт охватывать регион за регионом, страну за страной, то потери по итогам 2020 года достигнут 1 трлн долларов.

Рецессия (то есть спад производства более двух кварталов под-

ряд) мировой экономике в этом году практически гарантирована. Но фундаментальные основы, заложенные глобализацией, смогут устоять. Для их разрушения и сваливания мира в глобальный экономический кризис требуется более длительное по времени воздействие, чем закрытие производств на карантин, а также более серьёзный геополитический негатив — в виде роста протекционизма, регионализации и рассинхронизации экономических процессов.

Пока же сохраняется надежда, что международные усилия по борьбе с распространением вируса COVID-2019 принесут свои плоды, а монетарные стимулы основных центральных банков будут задействованы ещё раз и в максимально возможном масштабе. По всей вероятности, большая часть потерь мировой экономики от эпидемии коронавируса будет компенсирована эмиссионными деньгами центробанков.

Но, скорее всего, это будет последним барьером на пути глобального коллапса. Если беспрецедентные монетарные меры будут задействованы сейчас, то в будущем никаких действенных рецептов у правительств и центральных банков для противостояния неизбежному кризису уже не останется.

Решение тактических задач, связанных с возникшими из-за коронавируса проблемами, не позволит в этом году сократить риски чрезмерной взаимозависимости развитых и развивающихся экономик, оно лишь усугубит проблему мирового неравенства и колоссального долга. И тогда любой новый «чёрный лебедь» станет настоящим триггером мирового кризиса. А появиться такая птица может уже в обозримом будущем. Как из-за президентских выборов в США, так и из-за накопленных социальных проблем,

дисбалансов в мировой экономике и усиления международной напряжённости, о которых предупреждал в своём январском докладе МВФ. □



Дмитрий Ерохин
к.э.н., эксперт по инвестициям

Удаленная экономика

Обвал спроса на нефть обрушил нефтяные котировки; этот фактор нанес существенный урон российской экономике

Рецессия российской экономики будет наиболее сильной во втором квартале (поскольку значительная часть спроса оказалась удалена из расчета ВВП). Однако выход из карантина не будет означать моментального роста экономических показателей. Восстановление спроса в большинстве пострадавших отраслей будет происходить медленнее, чем кажется сегодня.

Кризис или чрезвычайная ситуация

Обрушившаяся в марте 2020 года пандемия коронавируса моментально создала кризисную ситуацию в российской экономике. Развал сделки ОПЕК+ усугубил ситуацию начавшейся ценовой войной и привел к рекордно низким ценам на нефть за последние два десятилетия. Закрыв в апреле Россию на карантин, Правительство РФ удалило с рынка значительный объем внутреннего спроса. В итоге российская экономика оказалась в кризисной ситуации, связанной с отсутствием спроса как на внешнем, так и на внутреннем рынке.

Благополучие экономики определяется динамикой внутреннего валового продукта. Любой кризис характеризуется падением ВВП относительно предыдущего периода. В случае коронакризиса рецессия российской экономики будет наиболее сильной во втором квартале, когда значительная часть спроса оказалась удалена из расчета ВВП. Однако выход из карантина не будет означать моментального роста экономических показателей. Восстановление спроса в большинстве пострадавших отраслей будет происходить медленнее, чем это кажется сегодня, и нас ждет слад экономика в третьем и четвертом квартале 2020 года.

Существенную долю снижения ВВП обусловило катастрофическое падение цен на нефть и последовавшее за этим снижение объемов производства. Обвал спроса на нефть обрушил нефтяные котировки и нанес существенный урон российской экономике. В начале мая баррель российской нефти торговался на уровне 2200–2400 рублей за баррель против 4000 в январе 2020 года. По соглашению с ОПЕК++ российские нефтяные компании должны сократить добычу с 10,3 до 8,5 млн баррелей в сутки. Для российской экономики это ровно в два раза сокращает выручку от продажи нефти, а, соответственно, существенно снижает доходы нефтяной отрасли и российского бюджета.

Потребительские расходы снизились не так резко, как внешний спрос на российский экспорт. В марте потребительские расходы значительно выросли, граждане закупаются продуктами питания в преддверии самоизоляции, а также непродовольственными товарами, опасаясь подорожания товаров из-за девальвации рубля. Это также отразилось на росте потребительского кредитования, март стал рекордным месяцем по размеру взятых кредитов. Наибольшее падение потребительских расходов произошло в апреле — на фоне самоизоляции и

непонятных перспектив с распространением коронавируса. В ближайшие месяцы стоит ожидать низкой потребительской активности, период карантина затягивается, будущее для многих компаний весьма туманно, у миллионов людей возникают риски потери работы и снижения доходов.

На текущую ситуацию можно смотреть в разных плоскостях; разные экономические агенты воспринимают ее по-разному. Основное влияние на крупный экспортно ориентированный бизнес оказывает глобальный карантин, что привело к снижению спроса и падению цен на основные экспортные позиции российской экономики, — такие, как нефть, газ, металлы, алмазы, уголь. Для малого и среднего бизнеса, ориентированного на внутренний рынок, основные проблемы возникли из-за двух месяцев простоя и режима самоизоляции.

Для населения ситуация также выглядит неодинаково. Если смотреть на ситуацию в плане доходов, то часть населения никак не пострадала от коронакризиса, если не считать режима самоизоляции и необходимости работать удаленно. Сотрудники бюджетных организаций и наиболее крупных компаний продолжали работать и получать заработную плату. Наибольшие потери понес малый и средний бизнес, сотруд-

ники этих компаний и самозанятые граждане. Для бюджета ситуация не выглядит кризисом, финансовые власти давно готовились к падению цен на нефть и накопили в Фонде национального благосостояния более 7 миллиардов рублей, которые Правительство РФ может использовать для финансирования бюджета.

Реакция фондового рынка

Фондовый рынок в очередной раз продемонстрировал свою способность быть опережающим индикатором экономических событий. Крупные инвесторы очень внимательно следят за тенденциями и быстро реагируют на меняющуюся конъюнктуру и прогнозы. Российский фондовый рынок сокрушительно обвалился в начале марта, когда еще не были приняты сроки возможных карантинных мероприятий и масштабы экономических разрушений. Страхи распространения коронавируса по всему миру привели к падению глобальных фондовых рынков и бегству от риска. Это стало причиной ухода ликвидности с российского фондового рынка и падения стоимости всех типов активов: акций, облигаций, рубля.

Замедление темпов распространения коронавируса в мире, беспрецедентная по своим масштабам

экономическая помощь в США и Европе и новое соглашение ОПЕК++ вернули позитив на мировые финансовые рынки. Российский фондовый рынок не остался в стороне и также отыграл часть мартовского падения. Дальнейшие движения рынка очень сильно зависят от ожиданий участников и выходящей статистики. Главным для российского фондового рынка остается динамика цен на нефть и рост экономической активности в мире.

Значительный вклад в стабилизацию — и рубля, и российского фондового рынка в целом — внесли договоренности ОПЕК++ о стабилизации ситуации на глобальном рынке нефти. Сокращение добычи нефти для сбалансированности спроса и предложения позволяет участникам рынка надеяться на плавный рост котировок нефти в течение срока действия соглашения. Любой позитив в ценах на нефть будет положительно воспринят инвесторами и отразится в росте спроса на российские активы и укреплении курса рубля. Цены на нефть ниже 42 долларов за баррель представляют угрозу для российского бюджета и курса рубля.

Коронакризис в очередной раз продемонстрировал, насколько сильно наша страна зависит от нефти. Необходимо дальнейшая диверсификация экономики и снижение зависимости от нефтегазовых доходов.

Фактически динамика фондового рынка — это динамика индекса, состоящего из веса наиболее крупных и значимых для экономики российских компаний. Рост капитализации этих компаний будет означать рост российского фондового рынка в целом. Наиболее крупными участниками индекса Московской биржи с совокупным весом 42% являются компании нефтегазового сектора:

Газпром, Лукойл, Новатэк, Роснефть и Сургутнефтегаз. На долю горно-металлургических компаний приходится 18% индекса, успех их бизнеса также зависит от конъюнктуры на мировых рынках.

Поэтому рост российского фондового рынка в первую очередь зависит от роста спроса на российские нефть и газ, от роста цен на металлы и алмазы, и только во вторую очередь — от восстановления российской экономики в целом и роста внутреннего спроса.

Безусловно, после такой встряски глобальной экономики прогноз на быстрое восстановление глобального спроса и рост стоимости активов не может быть только позитивным. В мире сохраняются риски, связанные со второй волной коронавируса. На текущий момент официально инфицировано меньше 1% населения планеты. При всей эффективности карантинных мероприятий победить вирус окончательно невозможно. Открытие экономик приведет к активным перемещениям, контактам людей и может стать причиной новых вспышек коронавируса, — соответственно, причиной новых страхов, новых ограничений и более длинных карантинных мероприятий.

Также остаются риски, связанные с психологией людей. Вряд ли стоит рассчитывать на быстрое восстановление прежних поведенческих моделей: люди сильно напуганы, их прежние привычки изменятся. Страхи будут негативно влиять на объемы пассажирских перевозок, на активность путешествий, посещение крупных торговых центров и мест массовых скоплений людей (таких, как развлекательные и спортивные мероприятия). Только определенный комплекс мер — появление вакцины от коронавируса и массовая вакцинация населения, разработка и появление

других эффективных лекарств — позволят оставить в прошлом страхи и восстановить нормальное функционирование глобальной экономики.

Еще одной проблемой для глобальных рынков является проводимое западными странами расследование об источнике возникновения коронавируса и сокрытие Китаем информации о реальных размерах распространения инфекции. В конгресс США уже внесен законопроект о санкциях против Китая, реализация которого может нанести значительный урон отношениям США и Китая и существенно повлиять на восстановление глобальной экономики. Последствия антикитайских санкций могут стать причиной бегства инвесторов от риска, падением спроса на нефть. Для России это обернется очередным ударом по ее фондовому рынку.

Уверенные действия Банка России

В условиях коронакризиса значительную поддержку фондовому рынку и экономике в целом оказывает Центральный банк РФ, который за последние годы существенно повысил устойчивость банковской системы и создал эффективные инструменты преодоления кризисных ситуаций. Расчистка банковского рынка от слабых участников, создание буферов безопасности, наличие инструментов длинного репо, финансирование банков под залог выданных займов, уверенные действия на валютном рынке — все эти меры предотвратили разрастание кризиса в финансовой индустрии, сдержали нарастание панических настроений среди участников финансового рынка, бегство из рубля, закрытие лимитов на контрагентов и, как следствие, волну банкротств банков и финансовых организаций. Очень важным

сигналом всему финансовому рынку и всей экономике стало снижение Банком России в апреле ключевой ставки до 5,5%. Последовавший адекватный комментарий регулятора по текущей экономической ситуации, взвешенный анализ происходящих процессов и тенденций, сообщение о возможном дальнейшем снижении ставки в ближайшее время, — все это продемонстрировало, что Банк России полностью контролирует происходящие процессы.

Развитие любого кризиса в России сопровождается ослаблением рубля, будь то падение цен на нефть, введение санкций или распространение коронавируса. Поэтому стабильность национальной валюты является важным индикатором состояния российской экономики. В марте 2020 года Банк России уверенно удержал курс рубля относительно доллара США от обвала, предложив неограниченное количество долларов по курсу 80 рублей за доллар. На фоне таких действий Банка России спекулянты отступили, а развернувшись фондовые рынки и договоренности ОПЕК++ укрепили рубль до отметки 73. В отличие от декабря 2014 года, когда курс доллар/рубль падал до 80 и Центральный банк РФ был вынужден поднять ключевую ставку до 17%, в марте 2020 года регулятор уверенно контролировал ситуацию, не допустил обвала рубля и снизил ключевую ставку.

Дальнейшие действия Банка России по снижению ключевой ставки будут способствовать оживлению потребительского спроса, инвестиционной активности, положительно повлияют на стоимость публичных компаний и подстегнут большее количество частных инвесторов переходить на фондовый рынок. Снижение ключевой ставки уменьшает чистую процентную маржу банков и мотивирует банки

увеличивать кредитование. Для того чтобы наращивать прибыль, банки будут вынуждены больше кредитовать, что окажет положительное влияние на оживление экономики и будет соответствовать целям финансовых властей. Снижение ставок по потребительским кредитам и ипотеке должно помочь быстрее восстановить потребительский спрос.

Центральный Банк обозначил возможность снижения ключевой ставки ниже 5%, это подтолкнет крупнейшие отечественные коммерческие банки к дальнейшему снижению ставок по депозитам, средняя ставка по депозитам может опуститься ниже 4% до конца 2020 года. Учитывая, что с 1-го января 2021 года в России вводится подоходный налог на депозиты физических лиц, реальные проценты по депозитам свыше 1 миллиона рублей будут близки к 3%. Снижение ставок приведет к росту потребительских расходов, так как при низком уровне доходности по банковским депозитам население склонно больше тратить, чем сберегать.

Антикризисные меры Правительства РФ

В ситуации с коронавирусом российская экономика оказалась в уникальной ситуации, которую разные экономические агенты оценивают по-разному. Правительственные чиновники считают, что в России нет кризиса, а есть вызов абсолютно нового масштаба. Во многом такая характеристика происходящего связана с устойчивостью бюджета страны к текущей рыночной ситуации. Способность в течение нескольких лет финансировать бюджет из нефтегазовых доходов, накопленных в Фонде национального благосостояния, делает Правительство РФ более защищенным, сравнительно с миллионами российских граждан,

оказавшихся в сложной ситуации из-за коронакризиса.

Правительство РФ предложило целый ряд мер социальной поддержки и поддержки экономики для преодоления последствий коронавирусной инфекции. Основные экономические меры направлены на поддержку субъектов малого и среднего бизнеса в пострадавших отраслях. Не все меры работают эффективно, существует множество бюрократических препон для получения финансовой помощи. Однако видно, что Правительство РФ стремится сохранить миллионы рабочих мест в малом и среднем бизнесе и не допустить разрастания безработицы. Основной подход в предложенных мерах — компенсация компаниям основных статей расходов (зарботная плата, аренда, банковские кредиты, налоги). Одним из способов уменьшения безработицы является предоставление финансовой помощи предприятиям при сохранении количества рабочих мест.

В целом действия Правительства РФ направлены на недопущение банкротства компаний, оказание помощи наиболее пострадавшим отраслям. Основная цель всех этих действий — сохранить сложившуюся структуру экономики, сохранить рабочие места и дать возможность удаленной части экономики самостоятельно выбраться из кризисной ситуации. Расчет делается на то, что после снятия карантина население начнет активно пользоваться услугами компаний, работающих в пострадавших отраслях, и растущий потребительский спрос вытащит пострадавший бизнес и сохранит рабочие места. При сохранении рабочих мест в будущем Правительство РФ не придется расходовать средства бюджета на снижение безработицы и стимулирование экономической активности.

Как вернуть удаленную экономику

Кризис наступил неожиданно. Большинство людей и бизнесов не были готовы к нему и не ожидали такого размаха карантинных мероприятий. Существенное количество российских граждан вошло в кризис без накопленных и с долгами, что на фоне ограничений по работе оставило миллионы россиян без средств к существованию. Продолжительность карантина и режима самоизоляции в России привели к искусственному удалению значительной части экономических агентов из экономики. Восстановление нормального функционирования российской экономики, открытие городов и регионов после карантина позволит миллионам граждан преодолеть возникшие трудности. Однако власти не торопятся снимать ограничения, боясь новых вспышек коронавируса.

Если власти не дадут людям возможности работать, то бизнес и граждане справедливо рассчитывают на финансовую поддержку со стороны государства. Однако Правительство РФ не хочет тратить значительные средства на поддержку малого и среднего бизнеса, тем более использовать на эту цель резервы Фонда национального благосостояния.

Основной риск для российских властей — это сохранение низких цен на нефть в течение длительного времени, что приведет к проеданию средств Фонда национального благосостояния, необходимости сокращения бюджета и девальвации рубля. При всех договоренностях ОПЕК++ такой риск не кажется малозначительным, так как неизвестно, в течение какого времени мир будет восстанавливаться после эпидемии и не будет ли новых карантинных мероприятий, вызванных второй волной распространения коронавируса. Поэтому Правительство РФ не торопится разда-

вать финансовую помощь предпринимателям, опасаясь затягивания кризиса, и бережет ресурсы для будущего.

Сейчас в стране образовался замкнутый круг, который необходимо разорвать. С одной стороны, власти не позволяют людям работать, с другой стороны, не готовы тратить значительные средства на поддержку малого и среднего бизнеса. Дальнейшее затягивание карантина приведет к нарастанию экономических проблем, на решение которых у правительства нет денег. Необходимо выводить страну из карантина и возвращать нормальное функционирование экономики. Открытие российской экономики снизит риски банкротства большинства малых и средних предприятий, сохранит миллионы рабочих мест, будет способствовать росту внутреннего спроса и восстановлению платежеспособности экономических агентов, что положительно повлияет на все экономические процессы внутри страны.

Обрушившийся кризис может существенно повлиять на будущее страны. Основной проблемой является судьба миллионов предпринимателей, создающих новую российскую экономику и являющихся основой среднего класса в стране. Следствием данного кризиса может стать банкротство значительного количества частного бизнеса, а потери малого и среднего бизнеса приведут к разрушению среднего класса. Сегодня малый и средний бизнес — наиболее креативная и созидательная основа общества. Россия в очередной раз упустит шанс на развитие новой экономики и отказ от нефтяной зависимости. □

На мировых рынках

США: прогноз не радует

Федеральная резервная система США обнародовала прогноз: он предполагает более медленное, чем ожидалось, восстановление экономики. Американский регулятор ждет, что уровень безработицы к концу 2020 года составит 9,3% и останется высоким в течение ближайших лет — 6,5% в 2021 году и 5,5% в 2022 году. Ожидается, что ВВП США сократится на 6,5% в 2020 году, а в 2021 году вырастет на 5%. ФРС обязалась удерживать ставки около 0% до 2022 года, когда экономика полностью восстановится, и рассматривает возможность увеличения пакета стимулирующих мер на дополнительные 1,5-2 трлн долларов, если потребуется.

Дефицит бюджета США вырос до рекордных 1,88 трлн долларов с начала года, сообщил Минфин страны. Данная сумма не включает 500 млрд долларов на рефинансирование долгов, которые банки предоставили в рамках программы поддержки малого бизнеса (Paycheck Protection Program) на 669 млрд долларов. При этом госдолг превысил 27 трлн долларов, или 130% ВВП США.

Великобритания: минфин поможет консультантам

Британское казначейство объявило о выделении 37,8 млн фунтов на поддержку консультантов, оказывающих помощь людям, оказавшимся в трудной финансовой ситуации из-за коронавируса.

Распределение средств будет осуществляться созданной в 2019 году Службой управления деньгами и пенсиями (Money and Pensions Service, MaPS). При этом MaPS должна выделить на осуществление инициативы правительства 3 млн фунтов, еще 20 млн фунтов поступят непосредственно от правительства, а оставшая сумма должна быть собрана за счет одновременного повышения сбора на долговое консультирование (сбор уплачивается FCA фирмами, осуществляющими консультирование по вопросам управления деньгами и долгами). Казначейство указывает, что дополнительная финансовая поддержка долговых консультантов предназначена как для расширения охвата пострадавших граждан, так и для поддержки провайдеров данных услуг.

Китай: страховщикам стало проще

Комиссия по регулированию банковской деятельности и страхования Китая опубликовала новую редакцию документа по вопросам инвестирования средств страховых компаний в банковские облигации для пополнения капитала. Комиссия, в частности, отменила минимальные требования к размеру активов и капитала страховщика, а конкретные значения показателей достаточности банков заменены на формулировку «показатель достаточности капитала эмитента должен соответствовать регулятивным требованиям». Отменено ограничение, в соответствии с которым кредитный рейтинг эмитента должен был быть на уровне AAA, а также ряд требований к финансовой устойчивости страховых компаний. □

Инвестиции в изоляции

В НЕПРОСТЫЕ ВРЕМЕНА СО СТОРОНЫ КЛИЕНТОВ ВОСТРЕБОВАНЫ ПОКУПКА РЕЗКО ПОДЕШЕВЕВШИХ БУМАГ И ЗАЩИТА ОТ ДЕВАЛЬВАЦИИ; А ЕЩЕ ПОПУЛЯРНЫ РАЗГОВОРЫ О БУДУЩЕМ

Как повлияла ситуация с эпидемией коронавируса на работу региональных инвестиционных компаний? Чтобы узнать это, мы задали организациям, относящимся к Уральскому филиалу НАУФОР, несколько вопросов. Какие проблемы возникли; как реагировали клиенты на (возможное) изменение регламентов; какие инструменты и форматы были востребованы.

АО «Октан – Брокер»

Какие проблемы возникли в связи с пандемией? Только те, с которыми столкнулись все граждане страны. В частности, мы полностью перешли на удаленный режим работы. Трудностей при переходе не возникло. Все было для этого готово.

Клиенты реагировали на ситуацию с пониманием. В плане предложения для клиентов, форматов их обслуживания особых изменений не произошло. Как обычно в непростые времена, востребованы со стороны клиентов покупка резко подешевевших бумаг, защита от девальвации и множество разговоров о будущем.

АО УК «Унисон Капитал»

В связи с пандемией пришлось реализовать удаленный формат работы в режиме самоизоляции. В формате обслуживания нашего единственного клиента не изменилось ничего.

ЗАО «СБЦ»

1. На текущем этапе проблемы, связанные с пандемией коронавируса, у нашей компании возникли только в части действия властей и регулятора в связи с возникновением потока противоречащих друг другу указов, распоряжений, рекомендаций, запросов и инструкций. Каким-то образом наша команда смогла подстроиться под эту не-

разбериху. Возникновения серьезных финансовых сложностей мы ожидаем через 2-3 месяца, когда у ряда клиентов возникнут непреодолимые (либо преодолимые, но в течение долгого времени) сложности в бизнесе, которые по цепочке скажутся и на деятельности компании.

2. Сотрудники служб, которых можно было перевести на дистанционный режим работы без потери скорости/качества обслуживания клиентов и функционирования организации, были оперативно переведены на дистанционный режим работы. В силу специфики деятельности компании, в том числе, с целью поддержания непрерывности деятельности организации, часть сотрудников находится в офисе в режиме дежурства. То есть, в офисе находится минимальное количество сотрудников, обеспечивающих поддержание технической инфраструктуры, а также обслуживание клиентов в случае возникновения сложностей с удаленным доступом. Переход на дистанционный режим работы потребовал дополнительных финансовых затрат на техническое обеспечение, а также на оплату сверхурочного труда ИТ-отдела.

3. Работа с клиентами и до настоящего момента шла главным образом через удаленные каналы

связи. Надеемся, что действующие клиенты не заметили изменений, поскольку компания продолжила функционирование в штатном режиме. Дистанционные форматы обслуживания давно стали нормой для отрасли с введением сервисов электронной торговли, удаленной идентификации, личного кабинета и использования электронной подписи, потому можно говорить скорее об углублении и расширении перечня услуг, доступных клиентам удаленно, а не об их внедрении.

4. Во время сильной волатильности поток запросов клиентов всегда кратковременно увеличивается. В связи с этим, именно в это время для клиентов особенно важны сохранение качества обслуживания и скорости реакции на их обращения. Что касается продуктов, то повышенный интерес клиентов стали проявлять к хеджированию валютных рисков.

«Пермская фондовая компания»

В связи с пандемией пришлось в сжатые сроки переводить всех сотрудников на удаленный режим работы. В процессе перевода возник ряд проблем.

Во-первых, не у всех сотрудников имелись домашние компьютеры, под-

ходящие для работы на удаленном уровне. Пришлось собирать компьютеры из остатков на складе. Параллельно приходилось изучать новые средства (например, программы Trello, Zoom и MicroSIP) и обучать сотрудников работать в этих форматах.

Во-вторых, имели место сложности в закупке оборудования (например, наушников и жестких дисков), связанные с трудностью оформления оригиналов доверенностей и получением товара.

Клиенты на ситуацию реагировали с пониманием. Им важно было понять, как мы в принципе будем работать. Как будут работать трейдеры; можно ли будет торговать, заводить и выводить денежные средства.

После того, как клиенты получили необходимые разъяснения насчет нового режима работы компании, они продолжили работать в обычном режиме.

Сейчас вся работа с клиентами переведена в дистанционный режим. Поручения принимаются через электронную почту и электронный документооборот. Открытие договоров (брокерский, ИИС) также происходит в дистанционном формате, через ЕСИА. Прием звонков осуществляется дистанционно — путем переадресации с рабочих номеров на сотовые

телефоны, вопросы клиентов обрабатываются в обычном режиме.

Все сотрудники компании подключаются для решения конкретных вопросов по мере необходимости в их консультациях. Все происходит в рабочем режиме. Острых вопросов не возникает.

Управляющая компания «Инвест-Урал»

В связи с пандемией пришлось переводить сотрудников на удаленный доступ к рабочим местам. Адаптационный период занял одну неделю. Розничных клиентов на обслуживании у нашей компании нет. Соответственно, на этом направлении никаких проблем не наблюдалось. Со стороны клиентов в кризис, думаем, востребовано то же, что и при нормальном режиме работы — доверие и прозрачность.

Банк «Куб»

1. Особенных проблем в связи с коронавирусом у нас не возникло, — за исключением того, что существенно «утяжелился» процесс коммуникаций. Непосредственно операции, относящиеся к сфере профессиональной деятельности, осуществляются из офиса с соблюдением всех необходимых мер предосторожности (замер температуры перед началом работы, санитарная обработка помещений, размещение сотрудников с учетом рекомендуемой дистанции). Бэк-подразделения работают удаленно, бесперебойность процессов обеспечена. Возникают некоторые сложности при взаимодействии с Московской Биржей в части оперативности коммуникаций, наблюдались случаи технических неполадок, но все решается в рамках текущих бизнес-процессов. Клиентских операций мы не осуществляем, работаем в пределах дилерской лицензии.

ЗАО «Управляющая компания»

В связи с пандемией у нашей компании возникла необходимость реорганизовать работу, переведя часть сотрудников на удаленный режим. На первоначальном этапе (в связи с изменением формата ряда бизнес-процессов) возникали определенные затруднения. Клиенты реагировали с пониманием возникшей ситуации. Предложения для клиентов не изменились. А вот формат их обслуживания пришлось адаптировать к положениям Указа Президента РФ и Указа Губернатора Свердловской области о мерах предосторожности в условиях распространения коронавирусной инфекции COVID-19.

В текущей ситуации (неопределенность и рецессия) повысился спрос на надежные, высоколиквидные инструменты.

Компания «Примула»

В настоящий момент на удаленный режим мы не перешли. Так как компания маленькая, а площадь офиса позволяет плотно друг с другом не контактировать. Клиенты и до этого торговали удаленно; так что для них изменений тоже нет. Кроме того, в компании постарались минимизировать контакты с клиентами в офисе.

Управляющая компания «Парма-менеджмент»

Наша компания является непрерывно действующей организацией, поэтому мы продолжили работу в дистанционном режиме. Трудностей не возникло — мы оперативно подготовили для сотрудников возможность работать удаленно.

В текущей ситуации стараемся сделать все, чтобы клиент не заметил никаких изменений. Мы всегда на связи с нашими клиентами: по телефону, электронной почте. Кроме того, на случай необходимости срочного

решения вопроса (например, проведения операций по счету) в клиентском отделе всегда находился ответственный сотрудник. Наши предложения для клиентов не изменились: продукты возможно приобрести дистанционным способом, не выходя из дома.

Со стороны клиентов в кризис востребованы онлайн-сервисы и возможность дистанционного решения возникающих вопросов: приобретение товаров и услуг, проведенных операций. И, конечно, для клиентов важно быстро получить обратную связь, быть уверенным, что компания продолжает работу в штатном режиме. □

Равенство для эндаумента

Расходы, связанные с доверительным управлением имуществом, составляющим целевой капитал, следует регулировать в той же логике, которая действует для прочих групп институциональных инвесторов

Национальная ассоциация участников фондового рынка направила в комитет Государственной Думы по финансовому рынку замечания и предложения к законопроекту «О внесении изменений в Федеральный закон «О благотворительной деятельности и добровольчестве (волонтерстве)» и Федеральный закон «О порядке формирования и использования целевого капитала некоммерческих организаций» (в части совершенствования правовых норм в сфере формирования и использования целевого капитала некоммерческих организаций).

НАУФОР считает, что в отношении регулирования предельного размера расходов, связанных с доверительным управлением имуществом, составляющим целевой капитал, должен применяться тот же подход, который действует для прочих групп институциональных инвесторов.

Как говорится в письме, в тексте законопроекта предусматривается возможность для оплаты расходов, связанных с доверительным управлением целевой капитал, использовать только 1,5% дохода от доверительного управления.

«Принятие законопроекта в предложенной редакции повлечет для управляющих компаний обязанность покрытия расходов, связанных с доверительным управлением за счет собственных средств», — поясняет НАУФОР.

Замечания НАУФОР также касаются положений законопроекта, которыми максимальное вознаграждение управляющей компании ограничивается процентом от размера стоимости активов на конец года. НАУФОР отмечает, что предлагаемое законопроектом изменение означает ухудшение условий для управляющих компаний и предлагает в качестве ограничения постоянной части вознаграждения установить процент от среднегодовой стоимости активов. «Эффект от данного изменения будет обратный заявленному в пояснительной записке — управляющие компании, вознаграждение за успех которых будет ограничено максимальным размером в 1% от стоимости чистых активов на конец отчетного года, будут лишены экономической мотивации сгенерировать более высокий доход от доверительного управления, поскольку такая повышенная доходность не повлечет для них более высокого

вознаграждения», — подчеркивается в письме.

Кроме того, НАУФОР предлагает расширить список активов, разрешенных для инвестирования в них средств фондов целевого капитала, путем включения в эти списки паев биржевых ПИФов и клиринговых сертификатов участия.

Законопроект рекомендован комитетом по финансовому рынку к принятию в первом чтении. □

Умеренно, не сильно

Кризисы различаются не только уровнем волатильности, но и поведением разных классов активов, поэтому их влияние на инвесторов может существенно отличаться

Эксперты инвесткомпаний внимательно изучают не только поведение ценных бумаг, но и реакции инвесторов на движение рынка. Кризис 2008 года отличался массовыми и масштабными потерями среди клиентов, он отпугнул с рынка людей с повышенным «аппетитом к риску». А вот в течение текущего кризиса инвесторы не успели по-настоящему сильно испугаться и понести ощутимые потери, считают эксперты инвесткомпаний.

Различия есть

По мнению директора по инвестициям компании General Invest Фелипе Де Ла Роса, каждый кризис отличается от других не только уровнем волатильности, но и поведением разных классов активов, поэтому их влияние на инвесторов может существенно отличаться. Например, в 2008 году финансовый кризис был спровоцирован проблемами на долговом рынке, следовательно, влияние на облигационную часть портфелей было значительнее, чем во время текущего кризиса. Другой фактор, который заметно отличает текущий кризис от предыдущих — скорость падения, которая в этот раз была выше, в частности, из-за растущего влияния алгоритмических стратегий на фондовый рынок.

Но, с другой стороны, и скорость восстановления тоже была довольно высокой.

Руководитель управления мониторинга, контроля и развития клиентского сервиса ГК «Финам» Дмитрий Леснов отмечает, что кризисы 2008 года, 2014 и 2020 годов являются разными по своей структуре, в том числе с точки зрения клиентского опыта. Кризис 2008 года отличался более массовыми и масштабными потерями среди клиентов, потому что ему предшествовал взрывной рост почти всего спектра акций всех секторов экономики. Клиенты, привыкшие получать сверхприбыли в течение продолжительного периода до 2008 года, держали позиции с большими плечами (маржинальные позиции), и как следствие, значительная их доля понесла огромные финансовые потери. Было

очень большое количество принудительных закрытий (так называемых маржин-коллов). Это был первый кризис, который массово затронул инвесторов на фондовом рынке в России.

Кризис 2008 года отпугнул с рынка клиентов с повышенным «аппетитом к риску». После этого кризиса на рынок начали приходиться клиенты, которые придерживались существенно более консервативных стратегий и осторожно использовали инструменты приумножения капитала. Поэтому кризисы 2014 и 2020 годов хоть и привели к финансовым потерям для ряда инвесторов, все-таки не выглядели столь драматично, как это было в 2008 году.

По словам директора по аналитике ИК «Церих Кэпитал Менеджмент» Андрея Верникова, текущий кризис ударил по инвесторам слабее. «Он не был неожиданным, и строго говоря, на фондовом рынке пока нет кризиса, сравнимого с кризисом 1998 и 2008 годов. Кризис — это когда крупные игроки рынка ликвидируют свои позиции, и в такой ситуации котировки летят вниз по 7-10% в день, игнорируя технические поддержки», — пояснил он.

Рисковали не все

По словам руководителя департамента интернет-брокера компании «БКС Брокер» Игоря Пимонова, «часть инвесторов понесла умеренные убытки с начала года, часть смогла получить прибыль».

Многие клиенты придерживаются инвестиционных стратегий, то есть инвестируют свои средства на долгий срок: часть этих клиентов после мартовских событий еще увеличивали свои вложения на более низких ценовых уровнях. Самые большие потери в этом кризисе понесли клиенты-спекулянты, которые к середине февраля держали длинные позиции с использованием заемных средств, но таких клиентов оказалось порядка 5% от всех активных клиентов. Такие игроки потеряли более 50% от величины своих депозитов, так как принудительное закрытие позиций начинается от этих значений убытков.

«Мы наблюдаем значительный приток клиентов в БКС в марте и апреле (в марте пришло более 19 тысяч новых клиентов, в апреле — более 15 тыс.), в предыдущие годы при резких движениях приток новых клиентов и средств тоже увеличивался. Клиенты стараются купить подешевевшие активы и/или валюту. Меньше всего при подобных кризисных явлениях или панике страдают владельцы сбалансированных портфелей, в которых есть активы с фиксированной доходностью и акции, номинированные в разных валютах», — сказал Пимонов.

Начальник отдела анализа финансовых рынков компании «КИТ Финанс Брокер» Анна Устинова отмечает, что в целом инвесторы извлекли уроки из предыдущих кризисов 2008 и 2014 годов, что было заметно по их прохладному отношению к иностранной валюте — сильных пере-

токов средств в доллар не наблюдалось. Между тем, общая активность инвесторов возросла, были те, кто на падении распродавали активы, фиксируя убытки, а были и те, кто «усреднялся», докупая акции на падении — последние смогли поучаствовать в отскоке в апреле-мае.

По оценке Верникова из ИК «Церих Кэпитал Менеджмент», инвесторы сейчас стали более осторожными, повысилась их финансовая грамотность. Есть, конечно, игроки, которые не учитывают, что раз в два года прилетает «черный лебедь» и волатильность рынка сильно увеличивается, но таких игроков сейчас меньшинство. В 2008 году часть трейдеров воспринимали биржу как казино: «два счета я слил и хочу еще раз попробовать», но сейчас таких игроков почти нет. В моде более консервативные стратегии. Убытки по «маржин-коллам» этой весной, конечно, были но массового характера они не носили, отмечает эксперт.

«Финансовое состояние инвесторов сейчас можно охарактеризовать как относительно стабильное, так как количество спекулянтов ощутимо меньше, чем в кризис 2008 года. Инвесторы помнят ситуации кризиса 2008 года и даже 1998 года и хотят теперь один раз купить акции «на дне» и продать их через год, но пока рынок не дает такой возможности. Люди открывают счета в брокерских компаниях и на фоне разговоров о кризисе ждут падения котировок акций. Но пока кризиса на фондовом рынке

нет. Никакого обвала акций на 80-90% нет и в помине, а некоторые бумаги вообще не упали («Норникель»), — сказал аналитик.

Как отмечает начальник управления маркетинговой аналитики компании «Открытие Брокер» Денис Камынин, прошедшие не один кризис российские инвесторы знают, что глубокие коррекции — это отличная возможность для наращивания долгосрочных позиций. «Если раньше клиенты в подобных ситуациях в спешке выводили деньги со счетов, то с начала мартовского падения рынков клиенты активно вносили свежие денежные средства и ждали конца падения рынка, чтобы купить российские акции по приемлемым ценам. В данный момент эта стратегия приносит результат».

Например, 10 марта, когда российский рынок акций открылся после длинных выходных и резкого снижения мировых цен на нефть, клиенты - физические лица завели за день более 2 млрд рублей, 14 млн долларов и 5 млн евро. Клиенты совершили более 8 тысяч операций зачисления средств на брокерские счета, что почти в 5 раз больше среднестатистического количества. А количество рыночных сделок клиентов в этот день превысило обычный среднестатистический показатель более чем в 2,5 раза, констатирует эксперт.

Сейчас эта тенденция продолжается, но объемы зачислений постепенно снижаются. «После зачисления средств в марте мы наблюдали формирование портфелей в основном из российских ценных бумаг «первого эшелона». Была незначительная часть клиентов, совершающая спекулятивные операции на срочном и валютном рынках Московской биржи. На текущий момент отмечается спад транзакционной активности клиентов при практически нулевом оттоке средств, что говорит о том, что инвесторы заняли выжидательную позицию и наращивают позиции в деньгах, чтобы при первой возможности (просадке)

докупить по интересным ценам приглянувшиеся им инструменты», — отмечает Камынин.

«Массового вовлечения в торговлю «с плечом» с наступлением этого кризиса мы не наблюдаем. Это связано с тем, что в рынок вышли новые клиенты — вчерашние депозитчики, которые не готовы к высокорискованным операциям. Так, количество клиентов, пользующихся маржинальным кредитованием, в марте увеличилось чуть более чем на треть от стандартных среднемесячных показателей. В прошлые кризисы такой рост существенно превышал 50%. Закрытия позиций по «маржин-коллам», конечно, были, но это были единичные случаи, которые в основном коснулись позиций на срочном рынке», — сказал Камынин.

Он отметил, что весенняя коррекция рынка практически не сказалась на поведении частных инвесторов. «Уровень оттока клиентской базы оказался в рамках нормы (даже несколько меньше стандартных показателей), панического бегства из активов мы не наблюдали. Наоборот, коррекция позволила многим инвесторам сформировать портфели бумаг по низким ценам и получить двузначную прибыль по отдельным сделкам в течение нескольких недель. Однозначно утверждать, что по инвесторам был нанесен какой-то удар, точно не стоит. Возможно, удар был по некоторой категории спекулятивно настроенных трейдеров, но таких оказалось абсолютное меньшинство. А для клиентов, придерживающихся среднесрочной и долгосрочной стратегий инвестирования, открылось окно возможностей, которым они и воспользовались», — сказал он.

По словам руководителя аналитического отдела ИК «Риком-Траст» Олега Абелева, потери инвесторов в этот кризис можно твердо назвать умеренными. «С конца прошлого года, как только стало понятно, что ЦБ РФ будет продолжать политику снижения ставок, а банки стали снижать ставки по депозитам, все большее число россиян стало

открывать счета на фондовом рынке. Уже в 2019 году количество счетов и ИИС на Мосбирже побило все рекорды. Однако большая доля этих счетов были «мертвыми», не рабочими, поскольку их открывали в надежде перевести туда деньги и в 2020 году стартовать активной торговлей. Но пандемия сильно изменила планы граждан — многие стали осторожными», — сказал он.

По словам Леснова из ГК «Финам», принудительные закрытия позиций по «маржин-коллам» в этот кризис, безусловно, были. Это в основном коснулось клиентов, использующих агрессивные стратегии торговли сложными финансовыми инструментами, такими как фьючерсы и опционы. Что касается притока частных клиентов и количества заведенных средств на брокерские счета, то в марте и апреле был зафиксирован кратный рост этих показателей, что свидетельствует о повышенном интересе населения к инвестированию на фондовом рынке. Так, в апреле количество счетов в «Финаме» выросло более чем на 10 тысяч, приток средств составил около 9 млрд рублей — это немногим меньше мартовского показателя, когда приток составил около 10 млрд рублей. В среднем эти показатели оказались примерно в 5 раз больше, чем в обычный период.

«Финансовое состояние наших клиентов можно охарактеризовать как стабильное. Многие имеют диверсифицированные портфели, поэтому они смогли избежать значительных финансовых потерь. Хотя, безусловно, некоторые клиенты, использующие агрессивные стратегии, из-за повышенной волатильности могли понести определенные убытки. Вместе с тем рынки достаточно быстро начали восстанавливаться, и наши новые или действующие клиенты, которые смогли купить активы в период мартовской просадки, сейчас уже могут фиксировать значительную прибыль — за два месяца доходность в среднем составляет около 30%», — констатирует эксперт.

Отскоку помогли центробанки

По словам Устиновой из «КИТ Финанс Брокер», первой реакцией рынка на карантинные меры по всему миру из-за COVID-19 стала паника: распродавали все — и акции, и облигации, и евробонды. Но по мере оказания помощи со стороны мировых ЦБ (США в первую очередь) рынок постепенно адаптировался, и самые храбрые инвесторы смогли заработать даже на ультраконсервативных инструментах. В частности, хороший рост показал рынок облигаций, в том числе ОФЗ, где в марте началось настоящее ралли благодаря тому, что ЦБ РФ не стал повышать ставку.

Заместитель руководителя управления продаж компании «Алор брокер» Виктория Ситникова указывает, что в начале кризиса были серьезные просадки в стоимости активов, но через месяц (конец марта - апрель) ситуация значительно выровнялась по многим российским и иностранным акциям. Особо уязвимыми оказались те, кто поддавался панике, а не холодному расчету — пытался выйти из активов в конце февраля и не купил их обратно в конце марта. Те, кто как был в бумагах в начале падения, так и сохранял позиции — оказались в наиболее выигрышном положении, так как рынок ощутимо упал и неплохо отскочил обратно буквально за пару месяцев на фоне беспрецедентной стимулирующей политики мировых центробанков. В целом понесенные мелкими инвесторами убытки можно оценить как умеренные. «Исключением стала история с нефтяными фьючерсами с их историческими «минусовыми» ценами и убытками, которые понесли инвесторы. К счастью, среди наших клиентов пострадавших оказалось не так много, как могло быть», — сказала Ситникова.

«Поведение частных инвесторов в этот кризис можно оценить как вполне стандартное, в марте-апреле их активность серьезно возросла на фоне скупки подешевевших активов и сильной волатильности рынков. В мае можно констатировать

падение активности, поскольку рынок перестало так серьезно «штормить», часть акций отыграли свое падение, и интерес инвесторов оказался немного снижен. Рост объема маржинального кредитования отмечен не был. Серьезного объема убытков, связанного с массовыми маржин-коллами, по нашим клиентам мы также отметить не можем», — добавила она.

Выводы делать рано

По мнению Ситниковой из «Алор брокер», испуг на биржах из-за коронавируса кризиса еще не вполне осознан инвесторами. Всемирная эпидемиологическая ситуация заставила многих переосмыслить свои действия, а опыт, полученный из прошлых кризисов, смог сгладить панику на рынках. «Что касается вопроса, ударит ли текущий кризис сильнее, то предполагаем, что инвесторы могут ощутить масштаб кризиса немного позднее. Два или более месяца «выключенной» экономики, в зависимости от развития ситуации, обернутся серьезными экономическими последствиями. Уже запущен маховик банкротств компаний, роста безработицы, резко снижается потребление и растет социальное напряжение», — сказала она.

По оценке Устиновой из «КИТ Финанс Брокер», еще рано делать окончательные выводы относительно того, как сильно затронул кризис частных инвесторов. Но можно сказать с уверенностью, что в условиях снижения процентных ставок и сильнейшего падения рынка США, в сторону инвестирования стало смотреть большее количество физлиц. Многие пришли на рынок и успели закупиться на мартовском «дне», и сейчас их счета в «плюсе» — то есть они получили положительный опыт в начале работы с рынком. Это позитивный фактор, так как мотивирует на дальнейшую работу и изучение принципов инвестирования, считает эксперт.

По словам Абелева из ИК «Риком-Траст», пока сильного роста активности инвесторов ждать не стоит, все-таки окончательно пандемия не пройдена,

и к тому же есть риск второй волны COVID-19. Поэтому те, кто открыл счета еще в 2019 году, все еще находятся в ожидании, может, даже пополняют свою долю «кэша» на этих счетах для покупок в будущем. Прицел таких инвесторов направлен на поиски акций на исторических минимумах. Это видно на ряде секторов, которые пострадали больше остальных. Например, в США наибольшие убытки несут отельеры, круизные и авиакомпания, рестораны и сети питания.

«Пока общее впечатление от кризиса до конца не сложилось, он продолжается, экономики многих стран находятся в стадии рецессии. По тем инвесторам, кто к концу февраля уже был в позициях, кризис, конечно, ударил, но не думаю, что сильнее, чем в 2008 году. Тогда, 12 лет назад, кризис накрыл абсолютно все сферы, пострадали все классы активов. А текущий кризис оставил незатронутыми телекомы, нефтегазовые экспортеры, золотодобывающие и фармацевтические компании, а также ритейлеров — они, наоборот, только выиграли от этой истории», — пояснил Абелев.

По мнению Леснова из «Финама», приток свежих частных средств на фондовый рынок сейчас происходит за счет клиентов, которые ищут более доходную альтернативу банковским вкладам. Эти клиенты характеризуются более осторожным подходом к инвестированию, они, как правило, выбирают надежных эмитентов облигаций (ОФЗ, или «квазигосударственных» эмитентов), а также предпочитают вкладывать (без маржинального кредитования) в акции ведущих компаний с горизонтом инвестирования в несколько лет. Ведь всем известно правило: чем больше срок, тем выше вероятность получения дохода, добавил представитель «Финама».

(По материалам агентства «Интерфакс»). □



Виктор Коновалов
заместитель директора «Интерфакс-ЦЭА»

Упал-отскочил

Рынок акций РФ, заметно упав в марте из-за пандемии коронавируса, к концу апреля отыграл большую часть потерь

Падение довольно быстро исчерпало себя и уже в третьей декаде марта пошел отскок, продолжившийся в апреле, благодаря действиям центробанков по насыщению финансовых рынков дешевой ликвидностью, а также мерам поддержки экономик. Падение индекс РТС за два месяца (март-апрель) составило 13,4% (до 1125,03 пункта), а индекса МосБиржи — всего 4,8%.

Котировки российских акций заметно упали в первой половине марта — вследствие как развала сделки ОПЕК+ по сокращению добычи нефти, так и взрывного роста числа инфицированных коронавирусом COVID-19 за пределами Китая. Это вызвало беспокойство глобальных инвесторов относительно масштабов негативного влияния эпидемии на мировую экономику. Однако падение, хотя и было стремительным, довольно быстро исчерпало себя и уже в третьей декаде марта пошел отскок, продолжившийся в апреле, благодаря действиям мировых центробанков по насыщению финансовых рынков дешевой ликвидностью, а также мерам поддержки экономик. В результате падение индекс РТС за два месяца (март-апрель) составило 13,4% (до 1125,03 пункта), а снижение индекса МосБиржи за счет обесценения рубля было более скромным —

всего 4,8% (к закрытию торгов 30 апреля индикатор опустился до 2650,56 пункта).

Падение российских акций

Тенденция к ценовому снижению на российском рынке акций сформировалась практически в самом начале марта и безальтернативно доминировала вплоть до 18 марта. В этот период любые локальные отскоки рынка использовались игроками для новой волны распродаж. По данным EPFR Global, чистый отток капитала из российских акций со стороны всех фондов, инвестирующих в акции РФ, за неделю с 27 февраля по 4 марта составил порядка \$500 млн (антирекорд с 2014 года).

Локальный рост российских акций был зафиксирован 3 марта (вместе с ростом мировых площадок и нефти) на фоне ослабления доллара после того,

как Федрезерв США неожиданно снизил ставку на 0,5 процентного пункта (до 1-1,25% годовых). Однако оптимизм инвесторов быстро исчерпал себя, поскольку такой шаг регулятора был расценен участниками рынка как признание серьезных проблем в американской экономике из-за коронавируса COVID-19. Глава ФРС США Джером Пауэлл заявил, что основы американской экономики остаются стабильными, но распространение коронавируса принесло новые риски и проблемы. Снижение ставки поможет американской экономике оставаться сильной, полагает он. Однако рынки отреагировали на эти слова скептически, доходности казначейских облигаций США упали до рекордных минимумов (доходность 10-летних US Treasuries, например, опустилась ниже 1% годовых).

Денежные регуляторы других стран также активизировали свои действия по поддержке региональных экономик. В частности, управление денежного обращения Гонконга (выполняющее ряд функций ЦБ) снизило базовую процентную ставку на 0,5 процентного пункта — до 1,5% годовых. На аналогичный шаг пошел Банк Канады, который также снизил ключевую ставку на 0,5 процентного пункта, до 1,25% годовых. ЦБ Австралии понизил ключевую процентную ставку на 25 базисных пунктов — до рекордно низких 0,5% годовых.

К концу первой недели марта инициатива на рынке окончательно перешла к игрокам на понижение: на опасениях замедления глобальной экономики из-за распространения коронавируса COVID-19. В Калифорнии было объявлено чрезвычайное положение. Президент США Дональд Трамп признал, что распространение коронавируса в стране может нанести определенный ущерб американской экономике. Число новых заболеваний за пределами Китая в 17 раз превысило количество новых развившихся в КНР, сообщила Всемирная организация здравоохранения. Нефть Brent к закрытию торгов на МосБирже 6 марта рухнула до 45,5 долларов за баррель после сообщений, что переговоры между основными участниками сделки ОПЕК+ завершились безрезультатно (Россия и Саудовская Аравия так и не смогли прийти к единому мнению относительно объемов снижения добычи). В понедельник, 9 марта, когда в России был выходной, нефть Brent обвалилась почти на 30% (в район 33 долларов за баррель), мировые фондовые индексы упали на 7-10%.

В результате рынок акций РФ начал вторую торговую неделю марта с обвального падения blue chips (на 9-20%) и индексов на рекордных оборотах МосБиржи (более 248,7 млрд рублей) на фоне рухнувшей нефти. Негативные настроения усилились после очеред-

ного падения акций на американских биржах при открытии торгов 10 марта; фаворитами российского рынка в этот день стали выстрелившие «префы» «Сургутнефтегаза» (+11,4%) на фоне резкого ослабления рубля.

Попытка рынка акций РФ скорректироваться вверх после обвала завершилась новыми распродажами, прежде всего ценных бумаг нефтяных компаний, из-за дешевающей нефти в условиях объявления ценовой войны Саудовской Аравией — страна сообщила о планах увеличения добычи с апреля и ценовом демпинге для потребителей. Рынок 12 марта продолжил обвальное падение вместе с мировыми площадками на панических распродажах инвесторами рискованных активов. Падение индекса МосБиржи на 8,3% стало рекордным с апреля 2018 года (ниже 2290 пунктов), индекс РТС рухнул до 966 пунктов — до минимума с ноября 2016 года, на фоне взлета доллара выше 75 руб./доллар.

Падение мировых индексов ускорилось после того, как Всемирная организация здравоохранения (ВОЗ) объявила пандемию в связи с COVID-19. В США рынок акций вошел в фазу «медвежьего» тренда, поскольку падение индексов с максимумов этого года превысило 20%, их обвал на 9,4-10% стал рекордным с 19 октября 1987 года.

Некоторую передышку в падении рынок взял 13 марта, когда игроки

предпочли закрыть часть «коротких позиций» перед выходными. Лидерами отскока выступили бумаги Сбербанка (+12,9%) и не входящие в расчет основных индексов акции «Мечела» (+9%).

Вторую половину марта рынок акций РФ начал с очередного обвала вслед за мировыми площадками после обнуления ключевой ставки Федрезерва США и выхода в Китае негативных статистических данных. В лидерах падения были бумаги «Аэрофлота»; компания сообщила, что на фоне пандемии коронавируса отменяет регулярные рейсы по ряду европейских направлений, из-за чего ощущает «колоссальное финансовое давление».

Федрезерв США второй раз за две недели экстренно снизил базовую процентную ставку, на этот раз практически до нуля (0-0,25% годовых), и объявил о запуске масштабной программы количественного смягчения на \$700 млрд, чтобы стабилизировать финансовые рынки и поддержать американскую экономику. Следом южнокорейский центрбанк понизил с 17 марта ключевую процентную ставку до рекордно низкого уровня 0,75% годовых. В свою очередь объем промпроизводства в КНР в январе-феврале рухнул на рекордные 13,5% в годовом выражении при прогнозах снижения на 3%; объем розничных продаж в январе-феврале также рухнул рекордными темпами — на 20,5% при прогнозах снижения на 5%. Нефть Brent откатилась ниже 30 долларов за баррель. По данным EPFR Global, чистый отток капитала из российских акций со стороны фондов (с учетом всех фондов, инвестирующих в акции РФ) за неделю с 12 по 18 марта составил порядка 640 млн долларов против оттока 210 млн неделей ранее.

Пик падения российского рынка акций пришелся на начало торгов 19 марта, когда индекс МосБиржи опускался к отметке 2074 пункта, а индекс РТС локально проваливался ниже уровня 810 пунктов. При этом лидерами отката

вновь выступили акции «Аэрофлота», несущего огромные убытки из-за закрытия многих направлений авиарейсов; фаворитами же стали акции продуктовых ритейлеров («Магнита», «Ленты», X5 Group) на фоне ажиотажного потребительского спроса. Россия 18 марта ввела ограничение на въезд в страну иностранцев.

Вместе с тем по итогам торгов 19 марта рынок акций РФ заметно отскочил вверх после обвала предыдущих дней, коррекция была подогрета разворотом индексов в США и Европе. Взлет индекса МосБиржи за день на 7,7% (до 2275 пунктов) стал рекордным за 11 лет, с марта 2009 года; индекс РТС превысил 900 пунктов, прибавив 8,5% — максимальный рост с января 2016 года. Доллар просел до 79,4 рубля (-1,5 рубля), в начале торгов курс взлетал к 82 руб/доллар. В лидерах роста выступили акции нефтяников во главе с «Татнефтью» (+18,4% и +12,3% «префы»).

Коррекция рынка

По итогам третьей декады марта рынок акций РФ смог частично отыграть предыдущие потери вместе с мировыми площадками благодаря экономическим стимулам ведущих центрбанков в борьбе с ожидаемым замедлением глобальной экономики из-за распространения коронавируса COVID-19. При этом 24 марта рынок поставил второй рекорд роста индекса МосБиржи за 11 лет на фоне ощутимого общемирового отскока фондовых площадок благодаря обещанным Федрезервом мерам по поддержке экономики. Индекс МосБиржи отскочил выше 2415 пунктов (+7,2%), индекс РТС превысил 965 пунктов (+9,2% — максимальный дневной прирост с января 2016 года). Федрезерв США заявил, что программа количественного смягчения теперь не будет ограничена каким-либо объемом, регулятор будет выкупать столько активов, сколько потребуется

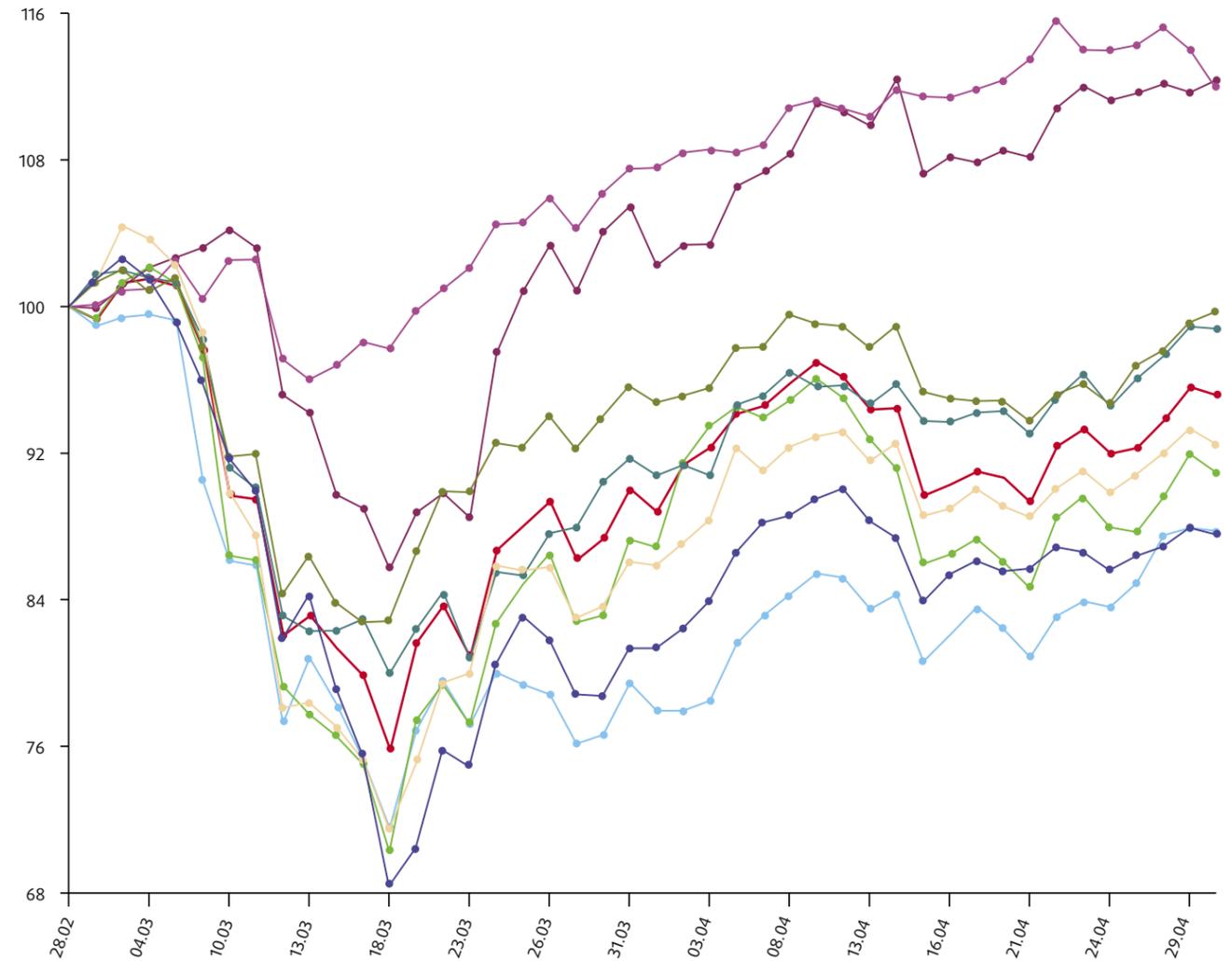
(ранее размер QE был установлен на уровне 700 млрд долларов). Кроме того, администрация президента США Трампа и сенаторы достигли соглашения по законопроекту об экстренной помощи американской экономике и гражданам общим объемом порядка 2 трлн долларов.

Чуть ранее Европейский ЦБ объявил о запуске новой, беспрецедентной по масштабу программы покупки облигаций на 750 млрд евро, в рамках которой будут приобретаться как государственные, так и корпоративные бумаги. Программа Pandemic Emergency Purchase Programme будет действовать до конца года и должна поддержать финансовые рынки и стабилизировать рынок госдолга стран Южной Европы (портфель активов ЕЦБ уже превысил 2,6 трлн евро). Кроме того, снизили процентные ставки Резервный банк Австралии и ЦБ Бразилии, Банк Англии также снизил ставку до 0,1% с 0,25% годовых и увеличил объем программы выкупа активов до 645 млрд фунтов.

Рынок акций РФ 9 апреля вырос вместе с мировыми площадками и нефтью (Brent подскочила к 33 долларам за баррель) в ожидании объявления новой сделки ОПЕК+ по сокращению добычи, на что нефтепроизводители дали принципиальное согласие. Индекс МосБиржи смог закрепиться выше рубежа 2700 пунктов, РТС превысил 1155 пунктов. Тем временем, Федрезерв США объявил о расширении программ финансовой поддержки экономики в размере \$2,3 трлн на фоне пандемии коронавируса. В свою очередь правительство Японии объявило о рекордном по объему пакете стимулов — 108,2 трлн иен (994 млрд долларов) — для поддержки домовладельцев и малого бизнеса на фоне распространения коронавируса (размер помощи эквивалентен 20% ВВП страны).

Вместе с тем в середине апреля российский рынок акций просел вслед за

Рисунок. Динамика сводного и отраслевых фондовых индексов ММВБ



нефтью, которая подешевела на фоне сомнений трейдеров, что объявленное 23 странами ОПЕК+ коллективное снижение добычи почти на 10 млн б/с будет достаточным для стабилизации нефтяного рынка. Страны ОПЕК+ договорились снизить нефтедобычу в мае-июне на 9,7 млн баррелей в сутки. США, Бразилия и Канада добавят к снижению еще 3,7 млн б/с за счет падения производства из-за снижения нефтяных цен. Сделка ОПЕК++ не особо впечатлила большинство участников нефтяного рынка, так как объемы сокращений не перекрывают снижение спроса. При этом на рынке уже накопились огромные запасы сырья, а само соглашение вступило в силу только 1 мая.

Международный валютный фонд (МВФ) опубликовал прогноз, согласно которому снижение российской экономики в 2020 году составит 5,5%, при этом мировая экономика, по его оценке, упадет на 3%. Нефть подешевела на новостях о планах Саудовской Аравии продолжить продажи своей нефти с дисконтом второй месяц подряд. На этом фоне в очередной раз в лидеры роста на отечественном фондовом рынке вышли акции золотодобывающих компаний («Полюс», Polymetal, «Селигдар») на фоне 8-летних ценовых рекордов по золоту.

В США вышли слабые отчеты банков Citigroup, Goldman Sachs и Bank of America, также разочаровала статистика по розничным продажам и промпроизводству за март, производственной активности Нью-Йорка за апрель (индекс Empire Manufacturing рухнул до исторических минус 78,2 пункта). Число новостроек в США в марте упало на 22,3%, индекс деловой активности Филадельфии (Philadelphia Fed) в апреле рухнул до минус 56,6 пункта, число новых заявок на пособие по безработице в США за неделю составило 5,245 млн.

Однако ближе к концу второй декады апреля активность продавцов снизилась.

Инициатива на отечественном фондовом рынке вновь перешла к игрокам на повышение вслед за мировыми площадками и нефтью, подогревыми статистикой по ВВП Китая и надеждами на постепенное снятие карантина по COVID-19 на Западе. Президент США Трамп заявил, что пришло время для возвращения экономической активности в стране в нормальное русло, для чего некоторые штаты в ближайшее время начнут отменять карантинные меры в зависимости от эпидемиологической обстановки. По его оценке, возможность снятия части ограничений могут рассмотреть почти 30 штатов. При этом китайский ВВП снизился в первом квартале на 9,8% относительно четвертого квартала 2019 года при прогнозах падения на 9,9%.

Определенную долю нервозности на мировые рынки привнесли скачки нефтяных цен, зафиксированные 20-21 апреля. Так, цена майских фьючерсов на нефть WTI рухнула почти на 300% к окончанию торгов на Нью-Йоркской товарной бирже 20 апреля, опустившись до минус 37,63 долларов за баррель. Это рекордное падение для WTI с момента начала отслеживания этих данных в 1983 году. Срок действия майского контракта на WTI истек 21 апреля. Отрицательная цена была вызвана тем, что перед исполнением контрактов владельцы нефти были вынуждены платить ее покупателям, чтобы избавиться от сырья в условиях острого дефицита емкостей для его хранения.

Коллапс нефтяного рынка, начавшийся 20 апреля с исторического падения ниже нуля майских фьючерсов на WTI, распространился 21 апреля на июньские контракты, а также на европейскую Brent, стоимость которой опустилась ниже 16 долларов за баррель, и сделки на спот-рынке. Это показало, что речь идет не о техническом сбое, а об укрепляющейся рыночной тенденции. На этом фоне индекс МосБиржи откатился ниже

отметки 2500 пунктов, а индекс РТС в падении протестировал психологически важный рубеж 1000 пунктов.

После этого и практически до конца апреля на рынке акций РФ доминировали покупатели благодаря отскоку нефти и возросшим ожиданиям постепенного снятия ограничений, введенных ранее во многих странах мира для борьбы с распространением коронавирусной инфекции. В частности, премьер-министр Италии заявил, что с 4 мая в стране могут начаться смягчения в режиме карантинных мер. Определенную поддержку рынку оказало решение Банка России снизить ключевую ставку сразу на 50 базисных пунктов — до 5,5% годовых.

Федрезерв США в конце апреля ожидаемо сохранил процентную ставку в диапазоне 0-0,25% годовых (решение было принято единогласно всеми десятью членами комитета), заявив, что продолжит покупать гособлигации и ипотечные бумаги в объемах, необходимых для бесперебойной работы рынка. Баланс ФРС США увеличился на 205 млрд долларов за неделю, завершившуюся 22 апреля, и достиг рекордных 6,6 трлн долларов (в конце первой недели марта баланс Федрезерва составлял 4,29 трлн). При этом нефть Brent 30 апреля превысила отметку 25 долларов за баррель на фоне данных Минэнерго США о снижении запасов бензина в стране за неделю на 3,67 млн баррелей, хотя аналитики ожидали их роста примерно на 2,5 млн баррелей. □