

# Россия в домике

НАЦИОНАЛЬНАЯ АССОЦИАЦИЯ УЧАСТНИКОВ ФОНДОВОГО РЫНКА ПРОВЕЛА В ФОРМАТЕ ОНЛАЙН АНАЛИТИЧЕСКУЮ СЕССИЮ «ЭКОНОМИКА И РЫНКИ. СЦЕНАРИИ 2020-2021»

Фотографии Павел Перов

Участники: Ксения Юдаева (первый заместитель председателя Банка России), Наталья Акиндинова (директор института «Центр развития»), Максим Ачкасов (профессиональный инвестор), Ярослав Лисоволик (глава Sberbank Investment Research), Владимир Брагин (директор по анализу финансовых рынков и макроэкономики УК «Альфа-Капитал»).

Модератор Олег Вьюгин.

**Олег Вьюгин.** Уважаемые зрители и участники, приветствую вас на сессии «Экономика и рынки», организованной НАУФОР.

Надеюсь, участники дискуссии не будут против, если дальше я буду обращаться к ним по именам — для простоты и скорости. Были некоторые предварительные вопросы, поступившие от аудитории, и я вижу, что большинство интересуется вопросами с краткосрочной перспективой. Но мне кажется,

что мудро было бы не только ответить на краткосрочные вопросы и сделать небольшие прогнозы, а все-таки также подумать о будущем. Нарисовать представление о том, что мы получим после экономических потрясений, связанных с пандемией, — через год и, может быть, через два года. Удлинить перспективу.

Надо сказать, что последствий много. Одно из существенно важных последствий для мировой экономики таково: центральные банки стали играть другую роль, несколько отличную от их уже ставшей традиционной роли, когда самым главным было таргетирование инфляции, а в фискальных действиях правительства центральные банки никак не участвовали. Считалось, что правительство обязано проводить структурные реформы и добиваться экономического роста без участия Центрального банка непосредственно в фискальной части этой деятельности. Теперь эта политика изменилась. Мне

НАУФОР

АНАЛИТИЧЕСКАЯ СЕССИЯ

# ЭКОНОМИКА И РЫНКИ. СЦЕНАРИИ 2020-2021



КОНФЕРЕНЦИЯ «РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК 2020»

кажется, что это очень важное изменение, и я надеюсь, что мы его сегодня тоже попробуем обсудить. Для меня такие дискуссии — это способ получить дополнительные знания от уважаемых людей, которые профессионально занимаются в нашей стране вопросами экономики и финансовых рынков. Поэтому давайте приступим.

Думаю, что мы построим обсуждение следующим образом: есть некий круг вопросов, которые я заранее рассылал, но этот перечень — не догма. Попытаюсь начать наш разговор с того, что сформулирую первый вопрос, адресую его одному из участников, а потом можно будет обменяться мнениями. И так поведем

дальше. Опять же, дискуссия свободная, но для того, чтобы ее запустить, я вначале, может быть, буду кому-то давать слово персонально.

Теперь первый вопрос. Каковы, ваш взгляд, итоги 2020 года и шансы на разумный экономический рост в 2021 году? Аудитория этим вопросом предварительно очень сильно интересовалась, — поэтому вначале мы должны поговорить об этом. Таким образом, если сформулировать вопрос совсем конкретно: как можно оценить итоги этого года и шансы на экономический рост в 2021 году? И для России, и для глобальной экономики? Тем более что сейчас идет вторая волна вируса. К ней, правда, люди

уже больше привыкли, но, тем не менее, она тоже настораживает и рынки, и экономистов относительно перспектив. Если присутствующие не против, то я адресую этот вопрос Наталье.

**Наталья Акиндинова.** Здравствуйте, уважаемые коллеги! Мы больше занимаемся Россией, чем другими странами, поэтому я в основном об этом и буду говорить. Сейчас мы уже находимся на том этапе, когда — как бы практически ни повернулась ситуация последних месяцев года — в целом мы все равно представляем, чем закончится 2020 год в плане масштабов падения ВВП и других макроэкономических показателей. Тот прогноз, который был



сделан без учета влияния второй волны пандемии (падение составит около 4% ВВП), остается в силе. Сейчас во многом общий темп падения определяется итогами, во-первых, падения ВВП во II квартале (минус 8%), во-вторых, темпами восстановления экономики в III квартале. Надо сказать, что в III квартале по большинству показателей было отыграно около 3/4 от объемов падения II квартала (по розничному товарообороту — больше, по услугам — меньше, по обработке — примерно 2/3 падения было отыграно). Хотя уже по итогам августа и, видимо, сентября мы будем наблюдать замедление и даже остановку восстановления. А IV квартал, в прин-

ципе, может добавить к этой динамике не так много.

По такому сценарию (но без учета влияния второй волны пандемии) мы ожидали, что падение год к году в IV квартале 2020 года составит около минус 3%. Сейчас мы предполагаем некоторое ухудшение ситуации в связи с обострением эпидемической ситуации. В чем оно может выразиться? Мы, как и большинство экспертов, не ожидаем, что правительство России (как и других стран) пойдет на столь же жесткий локдаун, на который оно пошло в апреле-мае. Принимаемые меры будут ограничивать экономическую активность, но не блокировать ее полностью

в ряде секторов. Поэтому мы предполагаем, что шок со стороны предложения, если таковой случится, будет как минимум в 2, а то и в 3 раза меньше, чем во II квартале. Соответственно, предосторожное (скажем так) поведение населения также будет проявляться в меньшей степени. Потому что, как сказал Олег Вячеславович, люди уже привыкли к кризису, адаптировались к этой ситуации. Поэтому мы ожидаем, что падение ВВП в III квартале, связанное с новой волной пандемии, не превысит примерно 1 п.п. в годовом выражении. Таким образом, масштабы спада в 2020 году почти не увеличатся (сравнительно с прогнозным сценарием).

Траектория восстановления в 2021 году тоже во многом уже определена тем эффектом базы, который сложился по итогам 2020 года. Масштаб падения во II квартале и восстановления в III квартале во многом определяет траекторию 2021 года. Поэтому если ситуация с пандемией также ограничится одним-двумя месяцами ограничения экономической активности, а дальше вновь будет идти восстановление, то мы не видим причин существенно пересматривать оценку роста в 2021 году. Без учета кризиса мы ожидали, что в 2021 году будет примерно 3% восстановительного роста, с учетом второй волны ожидаем, что рост составит 2,5%. То есть, рамки для темпов роста ВВП достаточно жесткие.

Понятно, что для бизнеса и для населения ситуация выглядит более серьезно, чем ситуация с темпами роста. Надо сказать, что бизнес в целом еще не справился с последствиями первой волны кризиса: есть и задолженности, есть и неполное довосстановление масштабов деятельности, есть, собственно, и прекращение деятельности (мораторий на банкротство действует, но фактически в этом состоянии могут сейчас находиться многие). В этой ситуации новые накладываемые ограничения могут стать той соломинкой, которая переломит хребет верблюду. Потери в плане экономической активности конкретных бизнесов могут быть большими.

Также важный момент — динамика доходов населения и безработица. По статистике масштабы падения доходов населения во II квартале были существенно ниже масштабов снижения спроса (а также ниже, чем это следовало из опросных оценок — оценок поступлений НДФЛ, в частности). Но сейчас мы видим, что восстановление потребительского спроса достаточно быстро захлебнулось, продолжается рост безработицы на фоне того, что, казалось бы, экономика сильно восстанавливалась. Так что, скорее всего, быстрого отскока в динамике доходов населения не про-

изойдет. То падение, которое произошло в 2020 году, не будет полностью отыграно в 2021 году. Отечественная экономика будет существовать в ситуации достаточно низкого потребительского спроса, и это будет, соответственно, ограничивать перспективы ее дальнейшего роста.

На этом пока прервусь.  
**Олег Вьюгин.** Спасибо. У меня возникло ощущение, что не зря сейчас говорят о квадратном корне. Траектория восстановления российской экономики, если смотреть по месяцам или по кварталам, напоминает рисунок квадратного корня: сначала упали во время карантина, далее (когда ограничения сняли) началось оживление, далее оно достигло некоторого уровня, а потом остановилось. Некоторые индикаторы, например Oxford Economics, показывают, что остановка случилась где-то на уровне 86% (от 100% в марте). У меня в связи с этим вопрос к коллегам. Я знаю, что своя позиция есть у Центрального банка (естественно, официальная), есть прогноз, который Центральный банк периодически делает. У коллег, которые занимаются макроэкономикой, тоже есть определенная точка зрения. Я бы вот хотел от вас услышать, что вы думаете — и относительно сказанного Натальей, и насчет квадратного корня?

**Ярослав Лисоволик.** Если можно, я начну. Даже проводятся опросы относительно траектории восстановления экономики и динамики мировой экономики, опрашиваются руководители ведущих компаний. За последние месяцы росла доля тех, кто считает, что сейчас налицо не V-образное (достаточно быстрое) восстановление, а скорее, что-то похожее на латинскую W.

На самом деле пока что, наверное, можно констатировать, что растет вероятность дополнительных всплесков негатива в мировой экономике. Может быть, это связано и со следующими раундами эпидемии (здесь есть своя неопределенность), но могут быть и другие факто-

ры. Надо сказать, что текущий кризис уникален во многом, но, мне кажется, ключевая его особенность — это именно уникальный уровень неопределенности. Есть геополитические факторы неопределенности, которые начинают активизироваться как производные от кризиса и дальше уже самостоятельно влиять на экономику и рынки. Есть факторы неопределенности, связанные с неизвестностью относительно формата выхода из кризиса. В целом существует целый ряд факторов неопределенности, которые свидетельствуют о том, что траектория будет намного более сложной, чем V или W. Может быть, траектория обозначится как буква, которой еще не существует.

**Олег Вьюгин.** Новая буква в латинском алфавите.

**Ярослав Лисоволик.** Да.

**Владимир Брагин.** Можно я добавлю? Я немножко не согласен с Ярославом по поводу того, что уровень неопределенности уникален. В 2008 году, на мой взгляд, по ощущениям было очень похоже. Вроде шло по-другому, но в целом тоже было непонятно — как все будет развиваться, каким образом экономики будут выходить из кризиса, какие факторы будут на это все влиять.

Вообще, этот кризис действительно отличается от того, что было, например, в 2014 году. Во-первых, по субъектам, получившим основной удар. Потому что в 2014 году (если брать только Россию) основной удар пришелся на население — за счет снижения его реальных доходов (там, по-моему, в моменте были падения на 10%). Сейчас, если верить тому, что публикует Росстат, удар пришелся практически по всем направлениям — и по финансам компаний, и по безработице (в 2014 году сильного роста безработицы вообще не было). По факту, если смотреть и на российскую, и на глобальную экономику, то перед пандемией имела место ситуация занятости, близкой к полной. Заморозка деловой активности, по большому счету, привела к тому, что лавина избыточных занятостей была

сорвана, скажем так. Фактически сейчас пропущен эффект рецессии, который мог бы последовать за всем этим. Это с одной стороны.

С другой стороны, понятно, что кризис такого типа имеет в большей степени структурную природу. Поменялась система предпочтений населения, структура потребления, какие-то компании проиграли, какие-то выиграла и так далее. Поэтому могу согласиться только с тем, что уровень неопределенности относительно того, как все будет восстанавливаться дальше, действительно достаточно серьезный. Потому что это все-таки не просто относительно локальный кризис, коснувшийся одной экономики или одного сектора (скажем, из-за цены нефти). Кризис масштабный, с одной стороны. С другой стороны, он не похож (пока, по крайней мере) на полноценную рецессию. Это не та ситуация, когда экономика сложилась под действием внутренних проблем, это ситуация именно внешнего мощного шока.

Дальше, конечно, интересно: если возникнет уже вторичная рецессия, то запустится цикл, когда одни проблемы в экономике будут провоцировать новые. Вот это — основной риск следующего года. Но если считать, что имеет место стандартная ситуация выхода из циклического спада, то прогноз на следующий год получается довольно неплохой: даже просто из-за эффекта базы мы получим довольно неплохие результаты в целом по экономике.

Если вкратце, то так мы видим ситуацию сейчас.

**Ярослав Лисоволик.** Эффект базы наверняка будет играть роль. Но я боюсь, что есть целый ряд факторов, которые применительно к России начнут играть роль уже в следующем году. Если мы смотрим на перспективы российской экономики, то один из ключевых факторов — это бюджетная политика. Один из факторов, который надо учитывать на следующий год — это уровень расходов, как он меняется по отношению к

текущему году. В этом плане достаточно значимое воздействие на экономический рост может оказать фактический выход из бюджетного стимула, который, судя по цифрам, уже начинает реализовываться в следующем году. То есть мы говорим о снижении расходов в объеме нескольких процентных пунктов ВВП в течение следующего года. Что, безусловно, может внести вклад в динамику экономического роста.

**Максим Ачкасов.** Олег Вячеславович, хотел бы немножко добавить к тому, что сказали коллеги относительно прогнозов на 2020 и 2021 год. Думаю, коллеги со мной согласятся, что изменения в денежно-кредитной политике центральных банков, а также начало агрессивных программ стимулирования экономики — все это начинает отражаться в экономике с лагом в 6–12 месяцев. То есть справедливо будет предположить, что на положительный рост российской экономика выйдет только, может быть, в I или во II квартале следующего года. На сегодняшний день среди управляющих западными фондами существует мнение, что рекордный заявленный пакет в объеме 15 трлн долларов на стимулирование экономики, по идее, должен сработать так, как об этом пишут в учебниках по макроэкономике. Однако, как сказали коллеги — а я с ними соглашусь — рост не будет прямолинейным, он будет извилистым, с отскоками назад.

**Олег Вьюгин.** Насколько я понял мнение коллег, восстановление будет. Но совершенно непонятно, какую роль сыграют фискальные и монетарные стимулы, которые использовались для того, чтобы поддержать экономическую динамику в период карантин. Я так понимаю, что монетарные стимулы никто не собираются быстро убирать (имею в виду низкие процентные ставки). Но касательно фискальных стимулов вопрос действительно возникает, фискальные стимулы не бесконечны.

Есть у Центрального банка оценка всех этих процессов? Хотя бы пару слов?

**Ксения Юдаева.** Скажу несколько слов про прогноз. Должна сказать, что Банк России видит картину несколько более многомерную, чем здесь сейчас обсуждалась. Думаю, что все присутствующие знакомы с базовым прогнозом ЦБ, он был опубликован в июле и еще не учитывал фактические данные за первое полугодие. Если сосредоточиться только на ВВП, то его прогнозное падение составляет минус 4,5 — минус 5,5. Мы, в принципе, уже по фактическим итогам за II квартал думали, что можем скорректировать оценку несколько вверх, но сейчас посмотрим, как будет развиваться ситуация (сейчас как раз идет прогнозный раунд), каков может быть масштаб переоценки.

Что касается квадратного корня, то он хорошо виден на тех данных, которые мы публикуем. Данные об отраслевых финансовых потоках, данные по расходам внутри платежной системы показывают, собственно, то, о чем Наташа уже сказала: сначала глубокое падение, потом во многих отраслях (не по всем, есть наиболее пострадавшие, но по большинству) в той или иной степени идет достаточно быстрый отскок, и потом — замедление дальнейшего роста, иногда с переходом в стагнацию.

Что мы видим на будущее? Если обращаться, скажем, к Основным направлениям денежно-кредитной политики, то в будущем мы видим два основных фактора, которые могут влиять на реализацию различных сценариев. И в зависимости от их комбинаций ситуация может развиваться так или иначе. Как ни смешно, но эти два фактора — шоки со стороны спроса и шоки со стороны предложения. Собственно, коллеги в основном сейчас обсуждали шоки со стороны спроса, вероятность более затяжного (по той или иной причине) восстановления спроса. Например, конечно же, может поддерживаться осторожное поведение потребителей. Поэтому мы

можем столкнуться с дополнительным замедлением спроса или слишком медленным восстановлением спроса. Это, конечно, дезинфляционный сценарий. Все наши сценарии рассматривают новый шок где-то в I квартале следующего года. Если он случится не в I квартале следующего года, а ближе к IV кварталу этого года, то, соответственно, можно просто перенести соответствующую динамику чуть-чуть вперед (понятно: любой сценарий — это условность). Это будет более дезинфляционный сценарий, который, может быть, потребует более мягкой политики, — или денежно-кредитной, или фискальной. Какой именно, это вопрос эффективности той или иной политики в тех или иных случаях.

Я бы сказала все-таки, что монетарная политика в период локдауна не сказать, чтобы была очень сильно эффективна. Потому что снижением ставки мы не простиимулируем людей больше ходить по ресторанам (условно), если они считают, что это опасно. Или тем более, если рестораны закрыты. Но мы можем с помощью фискальной политики повысить людям доходы за счет каких-то прямых платежей, и они могут потратить эти средства на что-то еще, помимо ресторанов. Конечно же, некоторое стандартное влияние на спрос с той или другой стороны существует. Последствия более жесткой фискальной политики могут быть смягчены, при прочих равных, более мягкой монетарной политикой и так далее. При прочих равных — в данном случае важное утверждение, и тем не менее.

Но мы также рассматриваем и сценарии с большими шоками предложения — они связаны, например, с тем, что медицинские меры, которые сейчас вводятся, повышают издержки и снижают объемы производства. Если будут нарастать барьеры для передвижения товаров (либо в связи с сохранением локдауна, либо в связи с изменением предпочтений, либо в связи с торго-

выми войнами — о которых здесь не говорили), то шоки предложения могут ограничивать уже и уровень потенциального роста ВВП, и потенциальный темп роста. Это будет ограничивать эффективность денежно-кредитной политики.

Вот этот набор сценариев мы рассматриваем в документе «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2020 год и период 2021 и 2022 годов». Но мы более-менее понимаем, как именно какая политика будет действовать в том или ином сценарии, какие эффекты станут результатом ее реализации. На мой взгляд, основная неопределенность в текущей ситуации во многом лежит за пределами политики непосредственно экономической, — она связана с пандемией. Если бы фактор пандемии каким-то образом исчез из поля нашего рассмотрения, мы бы гораздо лучше понимали, что и как будет происходить, даже несмотря на неопределенности относительно стимулов или других параметров. Спасибо.

**Олег Вьюгин.** С этим точно можно согласиться. Но, к сожалению, пандемией мы не совсем хорошо управляем пока. Чтобы лучше понять ближайшее будущее (мы говорим сейчас про Россию), может быть, стоит ответить на вопрос — каким образом России удалось отделаться 4%-м падением валового внутреннего продукта (так все оценили этот год) и не очень большими затратами на поддержку домашних хозяйств, малого бизнеса? Тем более что в этой самой поддержке было очень много косвенных мер — отсрочки, временное снижение требований по налогам, по ЖКХ и так далее. Почему так получилось? Да, говорят сейчас экономисты, структура российской экономики такова, что на самом деле не все предприятия в апреле-мае стояли, крупные предприятия продолжали работать в том или ином виде. Но вот фактор помощи — это во-

обще для меня интересный вопрос. Ведь некоторые страны потратили огромные средства для того, чтобы профинансировать домашние хозяйства, определенные виды бизнеса, и получили в результате достаточно существенный спад, больше, чем в России. В чем тут хитрость, как вы думаете?

**Ярослав Лисоволик.** Давайте, я, может быть, вкратце свои соображения выскажу. **Олег Вьюгин.** Давайте. А потом я Максима попрошу еще.

**Ярослав Лисоволик.** Я думаю, что один из важных факторов — это структурный фактор, фактор структуры экономики. В экономиках развитых стран доля сектора услуг, сектора малого и среднего бизнеса достаточно велика, притом именно этот сегмент экономики в наибольшей степени пострадал от пандемии. В России доля малого и среднего бизнеса составляет около 20%, значительно ниже показателей развитых стран. Этот структурный, можно сказать, изъят парадоксальным образом несколько сдержал негатив кризиса. Вообще надо сказать, что этот кризис парадоксален — в плане воздействия на макроэкономические параметры, в том числе на рубль. Можно об этом позже несколько более подробно говорить. Но суть в том, что структурный фактор, безусловно, играл роль.

Еще один фактор — российская экономика в этот кризис шла с другой степенью перегретости, по сравнению со многими другими странами. Проблемы экономического роста, внешние ограничения, внешний негативный фон — все это приводило к тому, что динамика была достаточно низкой, и эффект базы был не таким значимым. Некоторые другие экономики росли намного быстрее, и там фактор перегретости был более существенен.

В плане антикризисных мер можно сказать о том, что в России парадигмой экономической политики являлся не столько прорывной экономический

рост, сколько оборонительная, скажем так, политика, направленная на то, чтобы обеспечить прежде всего макроэкономическую стабильность. Отчасти это объясняет тот факт, что экономическая динамика в предыдущие несколько лет была не такой высокой. Был сделан акцент на том, чтобы сохранить резервы, не потратить их. Тем более, если уровень неопределенности высок, неизвестно, через сколько раундов кризиса еще придется пройти. Поэтому тратить все резервы в течение первого раунда кризиса может быть опрометчиво.

Еще один фактор: российская экономика в значительной степени зависит от внешних обстоятельств. В 2008–2009 годах объем стимулирования тоже не был значительным. Россия в определенной степени пользовалась стимулированием, которое шло со стороны крупнейших экономик мира (Китая, США) и способствовало, в том числе, восстановлению цен на сырьевые товары. Вот такое сочетание структурных факторов и экономической политики, которая учитывает, в том числе, внешние для России факторы.

**Олег Вьюгин.** Понятно. Вовремя, заранее ушли в экономическую оборону, кроме всего прочего. Интересная мысль прозвучала.

**Максим,** а если бы российское правительство было более щедрым и, скажем, реализовало денежные программы помощи и домашним хозяйствам, и малому бизнесу, то мы бы все равно получили квадратный корень? Или ситуация была бы получше в плане восстановления? Я понимаю, вопрос непростой, но какое-то мнение, может быть, имеете? Кстати, этот вопрос я адресую и другим участникам.

**Максим Ачкасов.** В начале я хотел бы подтвердить прогноз Ярослава. Я полностью согласен с ним, что главной причиной относительного успеха России в борьбе с коронавирусом является структура российской экономики. Доля отраслей, которые макси-

мально пострадали от коронавируса, в структуре российской экономики невелика: прежде всего, это непродуктовый ритейл, туризм, спортивная индустрия и индустрия развлечений. Наибольший вес в структуре российской экономики занимает добывающая индустрия — это, прежде всего, энергоносители, металлы, дальше идет химическая промышленность, сельское хозяйство. Эти индустрии не особо пострадали от пандемии коронавируса, спрос на их продукцию не особо снизился.

На сегодняшний день среди уважаемых экономистов существует мнение, что падение цен на нефть из-за несостоявшейся сделки с ОПЕК оказало на российскую экономику более негативное влияние, чем пандемия коронавируса.

Возвращаясь к вопросу Олега Вячеславовича: я считаю, что в действиях российского правительства соблюден принцип необходимого и достаточного, сделано то, что нужно. И (подтверждаю мнение Ярослава) это сделано без избыточных трат, без больших объемов печатанья денег. Сделанное вызывает уважение западных институциональных инвесторов. В свою очередь, Банк России разрешил коммерческим банкам не создавать резервы по проблемным и реструктурированным кредитам, что позволило освободить капитал для кредитования реального сектора.

Что произошло далее? Введение ограничительных мер, закрытие границ, ограничение импорта, — все это совокупно поддержало индустрии, которые ориентированы на внутренний спрос, на внутреннее потребление. И сегодня восстановление экономики происходит именно за счет этих индустрий.

Третья причина успеха российской экономики заключается в том, что ее поддержали рост мировой экономики и стабилизация цен на сырье в результате

ослабления доллара США. Поэтому сейчас можно сделать такой вывод: мы проходим этот кризис гораздо мягче, чем кризис 2008 года. Это стало результатом совокупности факторов: роста мировой экономики, стабилизации цен на сырье, прагматичных действий правительства, а также бюджетной поддержки.

**Владимир Брагин.** Можно, тоже пару слов добавлю?

Ну, во-первых, я бы согласился с Ксенией Валентиновной. Она сказала очень важную вещь по поводу фискальных и монетарных стимулов в период локдаунов. Монетарные стимулы, действительно, особого эффекта не окажут, потому что если предприятия закрыты, то они просто физически не могут развиваться — зачем же стимулировать. Но и фискальные стимулы тоже не оказывают стимулирующего воздействия, они действуют как замещающая терапия. То есть, они позволяют сохранить финансовое состояние домохозяйств и компаний и дать им возможность быстро восстанавливаться после снятия ограничений. Можно было давать больше стимулов, можно было давать меньше стимулов, — эффект их действия на экономику был бы примерно одинаковый. Поэтому в данном случае увязывать размер стимулов и степень падения, мне кажется, не совсем корректно.

Второй момент: почему в России снижение было меньше, и почему было меньше попыток стимулирования? Если экономика находится в условиях полной занятости, когда безработица низкая (а это было общим состоянием всех экономик к концу прошлого года), то попытки ее стимулировать ни к чему не приводят. Они могут оказывать кратковременный эффект на какие-то финансовые показатели, может быть, даже кратковременно стимулировать ВВП, но траекторию долгосрочного роста это не меняет.

Поэтому то, что российское правительство не стимулировало экономи-

ку, проводило жесткую фискальную, монетарную политику в условиях низкой полной занятости в России, было правильным решением. Вот когда экономика привыкла к постоянным фискальным стимулам в условиях опять же полной занятости, и рынки на это рассчитывают, — в этих условиях ограничиваться малой кровью уже было бы гораздо сложнее. Поэтому влияло не то, что российское правительство потратило мало. Скорее, просто другие страны были вынуждены тратить гораздо больше, чем требовалось для того, чтобы не дать ситуации свалиться в штопор.

Это просто ремарка. Спасибо.

**Олег Вьюгин.** Спасибо. Промежуточный итог такой: России помогла оборонительная экономическая политика, как вы назвали условно. И, позволю себе добавить, отсталая, несовременная структура экономики. Ксения Валентиновна, пожалуйста.

**Ксения Юдаева.** Спасибо большое. Во-первых, мне все-таки 8% спада во II квартале не кажется таким уж маленьким. Все-таки это был серьезный спад. Да, восстановление потом прошло достаточно быстро, в основном в потребительских отраслях. Не буду комментировать услышанное дальше: с большинством того, что было сказано, я согласна. Отмечу лишь одно важное обстоятельство: что стимулы в части именно платежей населению и кредитов компаниям (особенно важны платежи населению) удалось достаточно быстро реализовать.

Это было важно. В области финансовой стабильности (чем я занимаюсь) важно объявить инструмент ее достижения, хотя не факт, что он вообще будет задействован. А вот в политике замещения доходов важно, чтобы доход заместился в самый необходимый момент: чтобы сохранилась платежеспособность, может быть, сохранились связи в экономике, чтобы, когда искусственные барьеры уйдут, экономика

могла достаточно быстро вернуться к нормальной жизни. И структура нашей экономики в значительной степени (может быть, не на 100%, но в значительной степени) этому способствовала. Спасибо.

**Олег Вьюгин.** Завершая этот цикл, могу добавить, что интересная ситуация была в экономике Аргентины. Там в целом наблюдалось V-образное восстановление, о котором говорили в начале кризиса. В чем здесь секрет, наверное, нельзя ответить однозначно, но Аргентина своевременно ввела двухмесячный карантин — не рано и не поздно. Людям дали возможность познакомиться с вирусом, но, когда пандемия стала набирать обороты, ее остановили. И финансовая помощь была довольно существенной. Домашние хозяйства, которые оказались в сложном положении, получали фиксированные ежемесячные выплаты, которые по сумме обеспечивали базовый уровень потребления товаров. Предприятия, которые были остановлены, получали 75% заработной платы от правительства, а 25% они должны были платить сами. Вот такой пример.

Ну, случай России мы немножко разобрали, пришли к выводу, что поддержка во время пандемии была разумной и достаточной. Так, во всяком случае, я услышал от участников. И она была меньше, чем в ряде других стран именно из-за структуры экономики, из-за начальных условий, с которыми Россия вступила в процесс карантинов. А восстановление все-таки идет не совсем V-образно, а в виде квадратного корня. И надо, наверное, еще будет подумать, почему все-таки именно так. То ли это недостаток поддержки, то ли это некая специфика российской экономики, которая тоже может быть объяснена.

Дальше, мне кажется, имеет смысл проговорить вопросы, которые меня волнуют больше всего, да и коллеги их уже затрагивали в нашем сегодняшнем разговоре. Монетарные меры, которые

приняли ключевые центральные банки (кстати, практически все центральные банки к ним присоединились), снижая ставки, открывают широкие возможности для ликвидности финансовой системы. Такие возможности можно назвать неограниченными.

Отрицательная ставка в Евросоюзе. Австралия, Новая Зеландия и Британия консультируются сейчас с бизнесом относительно введения отрицательных ставок: смотрят, как банки смогут пережить такое решение. ФРС делает намеки на то, что тоже думает в этом направлении. Представляете, отрицательная ставка по доллару? Это же вообще что-то невиданное. Центральный банк России тоже достаточно быстро и существенно снизил процентную ставку по рублям. Мы хорошо информированы, что эта политика, прежде всего, позволяет управляющим активами получать достаточно большие средства для того, чтобы поддерживать рынки или толкать их вверх. Домашние хозяйства от этой политики особо ничего не получают, поэтому высокой инфляции потребительских цен нет.

Возникает вопрос, а как из этой модели выходить? Или выходить вообще не надо? Началась новая жизнь, теперь так и будем жить дальше. Япония же вон живет так уже сколько времени? Правда, там нет существенного экономического роста, но, может, тогда и во всем мире его не будет? Сложнейшие вопросы, но мне хотелось бы на эту тему все-таки поделиться мнениями.

Если коротко, то получилось так, что политика центральных банков в каком-то смысле способствовала фискальному стимулированию. И некоторые центральные банки, тот же ФРС, погрузились в эту политику. Да, они напрямую, может быть, не кредитуют правительство, но косвенно кредитуют и корпорации, и правительство.

Кстати, участники задают вопрос насчет того, что российский Центральный банк стал способствовать государствен-

ным банкам выкупать ОФЗ на первичных аукционах, предоставляя операции РЕПО. Вроде ничего страшного, но люди обеспокоены. Надо, наверное, на это тоже отреагировать и успокоить рынок. Ну и, конечно же, задают вопрос об ослаблении рубля: не надо ли принимать меры для его стабилизации? Вопросы, может быть, не самые животрепещущие, но на них надо отреагировать, чтобы успокоить аудиторию. Лично я не считаю чем-то из ряда вон выходящим то обстоятельство, что российский Центральный банк не повторяет действия ФРС, Европейского банка и, возможно, некоторых других регуляторов.

В принципе, рост суверенных долгов для фискального стимулирования (и корпоративных долгов тоже) быстро продолжается, потому что условия выгодные. Вообще, рост долгов кончается либо инфляцией, либо дефолтом, либо возвратом долгов, бюджетной консолидацией и консолидацией корпоративных балансов. А есть ли еще один путь? У меня есть мысль по этому поводу, я потом ее выскажу.

Ксения Валентиновна, в этой ситуации первое слово надо предоставить вам. **Ксения Юдаева.** Спасибо большое. Постараюсь порассуждать на эту тему. Во-первых, что касается долгосрочных операций РЕПО. У Центрального банка есть две задачи: проведение денежно-кредитной политики и поддержание финансовой стабильности. В области денежно-кредитной политики (уж извините, пойду в технические детали) в рамках операционной процедуры мы должны обеспечивать максимальную близость между рыночной ставкой (обычно мы берем ставку РЕПО) и ключевой ставкой. Это первый шаг трансмиссионного механизма. Эти ставки должны быть максимально близки, но посредством относительно рыночных способов. Это первый момент.

Второй момент: традиционно наше государство, как мы все знаем, тратит не очень равномерно. Как бы ни старался

Минфин равномерно тратить и равномерно распределять деньги по системе, он сначала в течение года деньги в том или ином виде относительно равномерно накапливает, а потом значительную сумму может уплачивать в конце года. В этом году сложилась в целом стандартная ситуация, когда ликвидность ушла в бюджет, и бюджет стал размещать ее назад, но не на такие же сроки и не с такой же регулярностью, с которыми деньги уходили. В системе возникли некоторые временные проблемы неравномерного распределения ликвидности. Теоретически могла возникнуть проблема, что раз ликвидность распределена неравномерно, то и ставка денежного рынка могла отклоняться несколько больше, чем мы бы хотели. Ну, и разрывы по срокам ликвидности в отдельных банках тоже могли (особенно в условиях неопределенности) создавать ненужные проблемы, пусть небольшие.

Поэтому мы решили предоставить рынку инструмент, которым он мог бы сглаживать эти колебания, чтобы тем самым регулятор лучше выполнял свои цели по ценовой и финансовой стабильности. Должна сказать, что, тем не менее, ликвидность мы все равно будем стерилизовать через депозиты. У нас и так имеет место структурный профицит, поэтому ликвидности будет столько, сколько нужно. Под ликвидностью я в данном случае понимаю средства на корсчетах.

Мы считаем, что, дав финансовому сектору эту возможность, таким образом позволяем снимать некоторые риски и делать ситуацию более гладкой и спокойной. Это, конечно, не то же самое, что делает ФРС и центробанки других развитых экономик. Там другая проблема. Она выглядит следующим образом. На большом временном горизонте, сталкиваясь с существенными шоками спроса, центральные банки пытаются смягчать денежно-кредитную политику, чтобы эти шоки купировать. За отсутствием такого инструмента, как процентная

ставка, ФРС начинает скупать государственный долг. На самом деле ЕЦБ тоже много чего скупал, за отсутствием в Европе инструмента, аналогичного американскому госдолгу. Эта политика позволяет частично снижать риски, связанные с низким спросом, но она привела к накоплению рисков финансовой стабильности.

Второй момент: за последние 15 лет в мире очень много занимались повышением стабильности непосредственно в банковском секторе. И, действительно, банковский сектор не стал проблемой. Но значительная часть кредитования ушла в разного рода фонды и компании, управляющие активами. Там некоторое регулирование существует, но оно небольшое. Март показал, что в плане финансовой стабильности этот сектор не готов к такого рода шокам, ситуация там может меняться достаточно сильно, создавая проблемы и в финансовом секторе, и в реальной экономике. И в этом сегменте нет инструментов наподобие кредиторов последней инстанции, которые существуют в банковском секторе. Отсюда все эти специальные инструменты ФРС. Они, конечно, были грамотно сделаны: капитал давало правительство, ликвидность давала ФРС для мультипликации. Тем не менее, все это диктовалось простой необходимостью быстро заместить рыночные методы нерыночными в целях поддержания финансовой стабильности. Но, если посмотреть дальше, то, наверное, все равно начнется тренд на усиление регулирования этого сектора. Или понадобится придумывать другие меры, которые позволят сделать его более устойчивым к разного рода шокам.

Но даже если не брать сейчас увязку между ДКП и бюджетной политикой, то в целом мы видим, что продолжение этой политики на каждом этапе приводит ко все большему и большему разрастанию балансов центральных банков и увеличению рисков для финансовой стабильности. При этом темпы потен-



циального экономического роста снижаются. Это вообще отдельный и очень длинный разговор, что влияет на темпы потенциального роста: то ли старение, то ли наличие зомби-компаний, то ли еще что-то.

Да, такая спираль существует, такие риски есть. На мой взгляд, это не говорит о том, что реализованные меры были неправильными. Мне кажется, что как раз краткосрочные решения — были более-менее правильными. Но разработка долгосрочной стратегии, на мой взгляд, лежит за пределами полномочий центральных банков. Это совершенно отдельная тема, которая нуждается в отдельном обсуждении.

**Олег Вьюгин.** А можно идентифицировать эти финансовые риски? Вы все время говорили, что такая политика порождает финансовые риски.

**Ксения Юдаева.** Ну я сказала: увеличение долга.

**Олег Вьюгин.** Долг.

**Ксения Юдаева.** Сейчас даже соотношение Debt/Equity [долги компании к ее собственному капиталу] растет в пользу долга. Долговая нагрузка растет. Можно говорить про большой и растущий спрос на безрисковые финансовые инструменты, который привел к чему-то такому. Но, тем не менее, долговые пузыри продолжают расти. Сейчас просто имела значение неэко-

номическая причина (пандемия), это особенность данного кризиса, но в 2008 году все произошло по экономическим причинам, — точнее, по финансовым. В 2018–2019 году сильно вырос долг компаний с низким рейтингом. Именно там сейчас были серьезные проблемы, именно туда были направлены целевые интервенции. Ситуация в каких-то нишах может быть достаточно неоднозначной.

**Олег Вьюгин.** Конечно, легкие деньги, за обслуживание надо платить очень мало или для некоторых видов заимствований вообще ничего не платить. Есть такой риск, вы абсолютно точно, Ксения, определили это место.

Коллеги, ваша оценка?

**Максим Ачкасов.** Я бы хотел добавить несколько цифр к тому, что сказала Ксения Валентиновна. Сегодня среди профессионалов-практиков, управляющих крупными фондами на Западе, существует мнение, что центральные банки в прошлом бизнес-цикле, а также и сейчас нарушают законы рыночной экономики. Они нарушают правила игры. Впервые в истории мировой финансовой системы регулятор, а именно ФРС, покупает облигации частных корпораций на открытом рынке. В июне они объявили, что потратили 428 млн долларов на приобретение облигаций из подтвержденного списка 790 эмитентов. Среди них были облигации корпорации «Форд», рейтинг которой был понижен до мусорного. То есть, мы можем говорить о том, что регулятор поддерживает рынок.

Второй момент — дополнение к вопросу рисков. Ксения Валентиновна упомянула очень важный тренд накопления рисков финансовой стабильности. Здесь я вижу следующее: предыдущий бизнес-цикл уже закончился в марте 2020 года. Сейчас уже можно проанализировать, каковы результаты манипуляций бизнес-циклом, которыми занимались западные центральные банки (прежде всего, ФРС и Европейский центральный банк). Имелись достаточно серьезные структурные нерешенные проблемы. Первая и прежде всего — снижение темпов роста широкой денежной массы, которое наблюдалось последние три или четыре года. Вторая — низкие темпы роста экономики. Третья — дефляция. Многие профессионалы говорили, что дефляция — это больший враг центральных банков, чем инфляция. Дефляция — это падающая продуктивность, это нарушение корреляции между всеми основными классами активов (например, между акциями и облигациями). Шло бесконтрольное наращивание долга и инфляция всех

финансовых активов. То есть, можно сказать, что в конце 2019 года и в начале 2020 года во всех классах активов наблюдались пузыри. Все это привело к тому, что мировая экономика вошла в конец очередного цикла, а бы сказал, в состоянии разбалансировки. Профессионалы критикуют существующую денежно-кредитную политику и фискальные программы правительства, потому что они, в принципе, основаны сегодня на безграничном печатании денег и наращивании долга. И профессионалы задают вопрос: «Сколько можно». Спасибо.

**Олег Вьюгин.** Пожалуйста, Владимир. **Владимир Брагин.** Продолжу, развив одну мысль. На самом деле, если мы посмотрим прогнозы по поводу продолжительности периода околонулевых ставок ФРС, то понимание того, что такие ставки будут очень долго, после 2008 года происходило далеко не сразу. К этой мысли тогда привыкали постепенно, окончательно она оформилась лишь к 2015–2016 году. А сейчас адаптация произошла очень быстро. Буквально, как только ФРС снизила ставки, мы увидели очень сильное снижение доходности и по длинным казначейским облигациям. И вообще все ожидания тут же однозначно перецелкнулись на то, что нулевые ставки будут существовать еще очень-очень долго.

На самом деле есть важный момент: чем дольше сохраняется ситуация с нулевыми ставками, тем тяжелее она будет проходить. Когда долговые обязательства переоцениваются и доходности по ним снижаются, то любое повышение ставки, приводило, соответственно, к массивной переоценке. Это может иметь очень серьезные последствия, и закрыть эти потери будет впоследствии достаточно сложно.

Максим очень правильно сказал, что ситуация в конце прошлого года была зрелой стадией цикла. Действительно было непонятно (мне, например), для

чего пытаться стимулировать экономику в условиях, когда она уже находится в условиях полной занятости. Условно, зачем были приняты те же самые пресловутые налоговые стимулы в США после прихода Трампа. В плане стимулирования спроса или попытки стимулировать рост это выглядело абсолютно бессмысленно.

С другой стороны, если мы сейчас рассматриваем ситуацию в текущем моменте, то понимаем, что коронавирус произвел фактически сброс экономического цикла на его нижнюю точку. Мы сейчас находимся внизу, и есть огромное пространство для восстановления. Каким оно будет, как и когда начнется — уже второй вопрос. Но в принципе у регулятора в ближайшие несколько недель есть шанс выйти из периода низких ставок. Потому что рост экономики будет способствовать (возможно, при определенных условиях) перевариванию повышения ставок, — собственно, как это и было в прошлые циклы. После 2008–2009 года, когда в условиях циклического роста экономики денежно-кредитная политика оставалась избыточно мягкой — это было очень странным зрелищем.

Я все-таки надеюсь, что какие-то уроки будут усвоены, и из ловушки низких ставок удастся выйти.

**Олег Вьюгин.** То есть, за счет того, что экономики начнут расти, все-таки удастся каким-то образом выйти из супермягкой политики центральных банков?

**Владимир Брагин.** Политически будет крайне тяжело это сделать, это очень-очень тяжелый момент.

**Ярослав Лисоволик.** Есть ощущение, что все-таки присутствует определенная недооценка фактора высокого долга и накопления долга. Конечно, об этом периодически говорят. Но многие, в том числе, американские коллеги говорят, что накопление долга абсолютно беспрепятственно и ни к каким последствиям оно не должно привести. Тут возникают вопросы. Пока идет мощное

стимулирование, проблема долга отошла на задний план. Но, когда начнется сворачивание стимулирования и выход из него, тогда эта проблема может стать намного более серьезной. Здесь можно вспомнить эпизод прошлого финансового кризиса, когда именно разворот в ставках привел к тому, что проблема задолженности в США вышла на первый план. И потом пошел реализовываться «эффект домино» в тех странах, у которых был высокий уровень долга. Поэтому я все-таки считаю, что, несмотря на все новые теории, связанные с денежно-кредитной политикой и монетизацией долга, фактор долга нельзя недооценивать.

Я бы вернулся к еще одной теме, которую упомянула Ксения Валентиновна. Фактор протекционизма на данный момент, конечно, действует на мировую экономику негативно, снижает ее способности к восстановлению. Если в посттрамповской мировой экономике, скажем, следующего года, мы увидим разворот этой парадигмы и снижение протекционизма — это в какой-то степени даст определенную дополнительную поддержку экономике, даст дополнительные возможности для последовательного сворачивания стимулирования.

И я бы согласился с Владимиром, что, чем дольше действует стимулирование, чем оно мощнее по размерам, тем больше и финансовые рынки, и экономики зависят от этого стимулирования. И тем сложнее будет в дальнейшем выходить из стимулирующих мер. Особенно если мы говорим о том стимуле, который в значительной степени идет на финансовые рынки, разогревает их, создает у этих финансовых рынков определенные ожидания и боязнь того, что стимул будет снижаться. Это, наверное, один из ключевых факторов, который будет отслеживаться рынками.

Последнее, что я хотел бы сказать, касается координации действий между странами в отношении стимулирова-

ния экономики и выхода из него. Как странам оптимально выходить из этого стимулирования? Потому что, если мы говорим об одновременном выходе из стимулирования, то эффект для мировой экономики, для ВВП может быть очень значительным. Опять-таки нужна координация, но какая? Это тоже достаточно серьезный вопрос для центральных банков, для бюджетной политики.

**Олег Вьюгин.** Пожалуйста, Ксения. **Ксения Юдаева.** Хотела бы еще раз подчеркнуть, я это сказала, может быть, не так открыто. Мы с вами сейчас в основном обсуждаем денежно-кредитную и бюджетную политику с точки зрения стимулирования спроса. Но мне кажется, что если смотреть долгосрочно, то у нас есть проблема с факторами предложения. Эта проблема решается структурными мерами, лежащими за пределами, как я уже сказала, политики Центрального банка. С этой стороны тоже должны будут последовать какие-то изменения так или иначе. Возможно, кризис выступит их катализатором, потому что размер социального недовольства в отдельных странах является достаточно существенным. Мы видим, правда, что он опять выливается на центральные банки. Мне кажется, темы, связанные с социальными факторами (неравенство и так далее) так или иначе выйдут на повестку дня после этого кризиса. И решения должны быть, в том числе, структурными, не только фискальными или монетарными. Спасибо.

**Олег Вьюгин.** Мы понимаем, что центральные банки сейчас «льют деньги», но они попадают на мельницу управляющих и тянут стоимость активов вверх. А домашние хозяйства довольствуются теми же ресурсами, которыми располагали раньше: не больше, и не меньше. Может быть, следовало бы ввести достаточно серьезные налоги на прирост стоимости капитала, а полученные средства перенаправлять на

решение структурных проблем в части образования, здравоохранения, каких-то социальных программ, которые бы вытягивали людей из страты малообеспеченных? И таким образом пытаться решить политические проблемы? Как вы думаете? Понимаю, что это легко сказать, но чрезвычайно трудно сделать. А как иначе быть?

Получается, что из этой ситуации очень трудно выйти. Потому что любое повышение процентных ставок при накопленном уровне долга — это, во-первых, давление на бюджеты. Потому что стоимость обслуживания суверенных долгов растет, надо тратить на это деньги, и, соответственно, повышать налоги. Ну корпорации — ладно, пусть банкротятся, если не могут выполнять свои обязательства, может, не будет столько зомби-предприятий. Что думаете? Наталья?

**Наталья Акиндинова.** Я обычно говорю именно о том, что нужно увеличивать государственные расходы на образование, здравоохранение, решение проблем неравенства. Но сейчас хочу сказать о другом. Я полностью согласна с Ксенией Валентиновной, что самым главным ключом к решению проблем является повышение темпов потенциального долгосрочного роста. Причем не только в России, а и во многих развитых странах, где тенденции замедления и совокупной производительности, и склонности к инвестированию начались задолго до кризиса.

Сейчас драматизм ситуации в том, что быстро выйти из нее, видимо, не удастся никому. Потому что коронавирусом ударил по факторам роста, плюс существенно повысилась закрытость экономик. И если ограничения, связанные с экономической активностью внутри страны, снимаются достаточно быстро, то ограничения по перетоку людей, товаров и услуг между странами — не снимаются. Это удар по возможностям восстановления и увеличения общей производительности.

В этой ситуации повышать налоги (даже если их расходовать на то, чтобы создать стимулы для увеличения долгосрочных источников роста, на человеческий капитал) — это не то, что нужно. Лет через 10–15 это действительно подействует. Но сейчас нужно прежде всего восстановить возможность хозяйственных связей, глобализации. На мой взгляд, это основное сейчас.

**Владимир Брагин.** Я бы добавил. Во-первых, в вопросе неравенства есть две части, связанные между собой: 1) размер пирога и 2) способ его дележа. Можно попытаться провести перераспределение, но если это уменьшит общий объем пирога и потенциальные темпы его роста, то ни к чему хорошему это не приведет.

Второе. Есть два неравенства — неравенство доходов и неравенство богатства. И, на мой взгляд, то, что происходит в части избыточного монетарного стимулирования, ликвидности и всего прочего, все-таки больше сказывается не столько на неравенстве доходов, сколько на неравенстве богатства. Стоит ли пытаться его перераспределять дополнительными налогами или чем-то еще? На мой взгляд, это довольно сложный вопрос.

И третий момент. Важно понимать, что значительная часть денег, ушедших с баланса ФРС, осела в виде резервов тех же самых банков обратно в ФРС. Банки фактически создают себе таким образом подушку безопасности. Хорошо это или плохо? Вопрос очень сложный в части именно неравенства.

**Олег Вьюгин.** Понятное дело, что действительное богатство во многом отличается от стоимости активов, эта проблема-то есть. И, кстати, вторая проблема: банки-то не кредитуют особенно. Их зарегулировали или что?

**Владимир Брагин.** Вот мы рассматриваем ситуацию 2019 года: условно говоря, ситуацию экономики в условиях полной занятости. Вот чего мы хотим от

банков в этой ситуации? И чего банки могут добиться за счет увеличения кредитования? Максимум они этим могут добиться не ускорения роста ВВП, а ухудшения собственных балансов. Пытаться заставлять банки кредитовать просто ради того, чтобы росли балансы, — это, на мой взгляд, достаточно странная затея. Которая просто увеличивает размер рисков в экономике, не давая ничего, в том числе в части сокращения неравенства.

**Олег Вьюгин.** То есть логика такая — сначала пусть экономика растет, а тогда посмотрим, будем ли ее кредитовать.

Понятно.

**Владимир Брагин.** Скорее, вопрос в том, что у экономики должны быть ресурсы для роста. Грубо говоря, куда эти кредиты пройдут, на какую почву они будут ложиться?

**Максим Ачкасов.** Можно маленькую ремарку?

**Олег Вьюгин.** Да.

**Максим Ачкасов.** Что касается вопроса перераспределения доходов и вопросов неравенства. Сегодня существует мнение, что один из самых больших рисков для экономики и для фондовых рынков — это склонность большинства политических партий мира к популизму. Что, в свою очередь, ведет к неограниченным тратам и, скорее всего, к росту бюджетного дефицита. Один из ключевых факторов риска, который возник в финансовой системе, — это то, что в результате популистских настроений последние несколько лет (я бы сказал, начиная с 2015 года) в мировой экономике не работали механизмы самоочищения.

В результате ультрамягкой денежно-кредитной политики, а также мер фискального стимулирования центральные банки и правительства позволяли тем самым зомби-компаниям, о которых мы говорили сегодня, держаться на плаву. То есть экономика не очищалась. Во время кризисов и рецессий проис-

ходит процесс очищения экономики: компании, которые фактически являются банкротами, уходят с рынка, плохие стратегии уходят с рынка. А этого не происходило. В результате сегодня на рынке существуют те самые зомби-компании, прибыль которых меньше, чем проценты по полученным кредитам. Тем самым они забирают ресурсы из экономики, используют те ресурсы, которые нужны для стимулирования экономического роста. Это первый момент.

Второй момент — любое вмешательство в рыночную экономику, в работу фондовых рынков, любое сверхрегулирование приводит к тому, что в системе начинают происходить ситуации, которые мы видели в марте 2020 года: тогда произошло исторически самое большое падение фондового рынка, самый большой отток капитала из фондов ETF, самый большой всплеск волатильности и так далее. Все это говорит о том, что финансовая система разбалансирована. Одна из причин этой разбалансировки — финансовая система не очищалась последние 5–7 лет.

**Олег Вьюгин.** То есть даешь великую депрессию, которая все расчистит. Ну, я преувеличенно говорю. Но, в принципе, единственный способ решить проблемы, которые вы назвали, это на самом деле устроить большой бэмс. Пойти по пути существенного (конечно, временного, но очень существенного) сокращения экономической активности, выбытия фактических банкротов, и затем, видимо, через какие-то стимулы попытаться вывести экономику опять на рост. (Япония по этому пути не пошла, кстати, и по этому они застряли. Там другие еще факторы есть, безусловно, но это один из факторов).

Правильно вы сказали, но кто же на это решится? Легче поступить, как в свое время сделал президент Олланд: он попытался сильно повысить налоги на

богатых, кэш-налоги, не на активы, а уже на финансовый результат, который формируется в виде дохода, и как бы перебросить эту дельту на социальные цели. Политически у него тоже не получилось. Получается, мы как бы в тупике.

**Владимир Брагин.** Нынешняя ситуация коронакризиса — это, собственно, и есть большой бэмс, по большому-то счету, разве нет? Она дает определенный шанс.

**Олег Вьюгин.** Этот шанс, по-моему, и у российского правительства есть.

**Владимир Брагин.** В том числе.

**Олег Вьюгин.** Ну, хорошо, на этом остановимся, а то мы далеко зайдём. У меня есть еще одна тема, о которой я хотел бы поговорить. Сейчас мы обсудили достаточно глубокие изменения финансово-экономической политики властей многих стран. Вопрос такой — а не надо ли в связи с этим серьезно переосмыслить идеи инвестирования на рынке ценных бумаг?

Сейчас в процессе инвестирования очень многие решения принимаются, в общем, достаточно шаблонно: есть мягкая политика, есть низкие процентные ставки, которые позволяют пересчитать коэффициенты дисконтирования. Это однозначно говорит о том, что даже при одном и том же соотношении  $R$  к  $E$  можно ждать существенного роста цены акций компаний. То есть экономически ничего не изменилось, но цена акций будет расти. С облигациями история немножко другая, но тоже есть понимание, что центральные банки и правительства поддерживают разные виды риска в этой сфере. Поэтому, в принципе, облигации тоже являются хорошим предметом инвестирования. В краткосрочном плане я с этим абсолютно согласен, потому что — почему нет? Такова ситуация, надо ей пользоваться.

А вот надо ли переосмысливать ситуацию в долгосрочном плане — или на рынках надо просто жить в короткую и ждать, когда что-то станет более

понятно? Это вопрос для того, чтобы порассуждать. Не давать рекомендации, как надо жить, а порассуждать. Потому что коллеги, которые здесь присутствуют (не все из них, но некоторые) имеют прямое отношение к инвестированию.

**Владимир Брагин.** Давайте я начну как представитель управляющей компании. В принципе, да, ситуация сейчас более-менее понятная, действительно идет переоценка стоимости активов, исходя из новых условий. И, действительно, в короткой перспективе идея выглядит довольно простой. Но вот что будет дальше — тут очень-очень много вопросов. Потому что хорошо инвестировать, когда ставки снижаются, а вот когда ставки уже стали низкими, инвестировать становится менее интересно. Например, сейчас практически невозможно придумать, на чем можно хотя бы как-то заработать для инвестора в евро с минимальным риском. Есть отдельные очень эпизодические идеи, но сделать хороший портфель с низким риском и который точно будет что-то генерировать, довольно сложно. В ту же сторону сейчас движется ситуация с долларом. Объемы активов, которые торгуются с отрицательной доходностью, превысили уже 16 трлн долларов, и пространство для выбора бумаг становится все более и более ограниченным.

Я говорил об облигациях. То же самое касается акций. То есть, с одной стороны, все будет торговаться при очень низких мультипликаторах, но одновременно это означает, что и долгосрочная доходность для инвестора тоже будет очень низкой. Вопрос, в какие бумаги инвестировать, встанет очень и очень остро. Популярная в последние годы идея индексного инвестирования (через ETFы, например, через покупки индексных фондов на различные классы активов) будет низкодходной, с одной стороны, а с другой — наверное, даже более ри-

сковой, чем была до этого. Почему? Потому что, скорее всего, рыночная волатильность никуда не денется, и соотношение ожидаемой доходности к предполагаемым рискам станет уже, возможно, менее благоприятным. Еще раз: если мы исходим из сценария сжатия доходности.

То есть, если ставить на такой сценарий, то, конечно, надо инвестировать сейчас. Поскольку что будет дальше и на каких условиях можно будет инвестировать через какое-то время — это уже очень-очень большой вопрос. Это если рассматривать текущую ситуацию.

В целом же, в плане макроэкономики нужно понимать, что доходы, которые фондовый рынок может устойчиво генерировать для инвесторов, определяются состоянием экономики. Не может фондовый рынок генерировать доходы устойчиво больше, чем темпы роста номинального ВВП в течение длительного времени. Если говорить в общих чертах, то мы видим замедление роста производительности труда, замедления демографические. Все эти изменения будут сказываться на ожидаемых уровнях доходности, и пока прогнозы на длинном горизонте не очень интересные.

С другой стороны, возникает вопрос альтернативы. Надо понимать, что ставки на депозитах тоже, скорее всего, будут очень низкими. Поэтому что будет происходить с отраслью, это действительно большой вопрос.

**Олег Вьюгин.** Понятно. Рисков экономик избежать нельзя, что бы вы ни делали, они вас достанут. Может и повезти, но в целом так. Какие есть еще по этому поводу соображения, коллеги?

**Максим Ачкасов.** Олег Вячеславович, если позволите, хотел бы поделиться соображениями о трех главных трендах в экономике, которые будут оказывать влияние на все основные классы активов.

Первый тренд — в ближайшие 1–2 года произойдет смена тренда деф-

ляции на тренд инфляция. На сегодняшний день есть три сценария, я придерживаюсь базового сценария, что мы увидим рост инфляции в перспективе 3–5 лет. Я бы сказал, что ровный, умеренный рост инфляции всегда позитивен для рынков акций, но как только инфляция превышает уровень 4%, рынки акций реагируют очень негативно.

Второй тренд, на который хотел бы обратить внимание. Среди профессионалов-практиков, которые прошли несколько кризисов, есть мнение, что по мере роста инфляции инвесторы начнут выходить из государственных казначейских облигаций США, а также Евросоюза. Потому что есть мнение, что вторым трендом, который мы увидим в ближайшие 1–2 года, будет смена 38-летнего бычьего тренда в американских казначейских облигациях. Тренд роста меняется на тренд падения. Основная причина лежит в том, что ФРС США прогнозирует увеличить свой баланс с 4 трлн долларов в начале 2020 года до 7 трлн долларов в конце 2020 года. Вечеринка не может продолжаться бесконечно.

Государственные облигации Евросоюза торгуются с негативной ставкой. Если инвестор сегодня покупает 10-летние немецкие облигации, которые торгуются с негативной ставкой, и все понимают, что по мере роста инфляции эти облигации будут падать в цене, то возникает вопрос: кто захочет их держать в своем портфеле?

Третий тренд, который повлияет на все классы активы (поддерживаю здесь Владимира) — в результате роста широкой денежной массы, а также избытка капитала на фондовых рынках стоимость капитала будет продолжать падать, в результате чего доходность основных классов активов тоже будет продолжать падать.

Доходность 30-летних американских облигаций упала за 30 лет с 8% до менее 2%. Я думаю, что российские

облигации ОФЗ в последние три года демонстрируют похожую динамику. Многие аналитики сегодня недооценивают один из самых главных внешних факторов, который влияет на доходность российских активов. Кроме цены на нефть, вторым главным фактором такого влияния является денежно-кредитная политика США. Данный фактор, может быть, имеет корреляцию около 80% с доходностью российских активов (и вообще активов развивающихся рынков).

Как это работает, когда происходит ужесточение денежно-кредитной политики США, какое мы наблюдали в 2018 году? Происходит отток капитала из развивающихся рынков, в том числе из России, потому что инвесторы хотят держать капитал в более доходных инструментах, в долларах США. Но когда происходит облегчение денежно-кредитной политики США, то есть ставки падают, идет ослабление доллара, то происходит приток ликвидности в развивающиеся рынки, в том числе на российский рынок. На российском рынке этот механизм не работает так прямолинейно из-за высокой геополитической составляющей, но тренд однозначный.

Если позволите, я сейчас покажу один очень интересный график, один из самых интересных графиков для инвесторов на российском рынке. На данном графике две линии. Синяя линия указывает движение индекса MSCI Emerging Markets, это индекс акций развивающихся рынков. Красная линия — это индекс финансовых условий США, который отражает денежно-кредитную политику США. Этот индекс рассчитывается на основании курса доллара, уровня процентных ставок, кредитных спредов, еще нескольких показателей. Мы можем видеть очень высокую корреляцию между рынками акций развивающихся рынков и денежно-кредитной политикой США. Здесь хотелось бы заметить, что денежно-кредитная политика США будет подерживающим фактором для российско-

го фондового рынка в ближайшие 1–2 года. Все уже согласилось с тем, что ФРС будет финансировать экономический рост ультранизкими ставками, инфляция остается низкой. Есть все предпосылки для продолжения ослабления доллара США, что позитивным образом повлияет на цены на сырье, а также на российские активы. Спасибо.

**Олег Вьюгин.** В принципе, логика очень четкая, но у меня только один вопрос, а откуда возьмется инфляция, поскольку вы в своем коротком выступлении базировались на том, что будет инфляция? А вот я не понимаю, откуда она возьмется, с чего вдруг?

**Максим Ачкасов.** На сегодняшний день есть три сценария инфляции. Есть группа профессионалов, которые считают, что рост инфляции в 2021 году достигнет 4%. Данный сценарий поддерживают два фактора. Первый фактор — рост широкой денежной массы, который сейчас наблюдается; второй фактор — это то, что рычаг управления денежной массой сегодня находится в руках политиков, а не профессионалов центральных банков. Таков первый сценарий.

Второй сценарий: 60% институциональных инвесторов, опрошенных Deutsche Bank летом этого года, прогнозируют рост инфляции в перспективе 2–5 лет до уровня 3–4%.

Третий сценарий. Анатолий Калецкий (основатель одного из лучших на сегодняшний день инвестиционных бутиков) указывает на послевоенный период с 1946 по 1960 год. В течение этого периода (в результате агрессивного стимулирования экономики, ультрамягкой денежно-кредитной политики) наблюдался один из самых высоких уровней экономического роста, при этом инфляция оставалась умеренной. Инфляция начала проявлять себя только в последние три года данного периода, когда экономика достигла уровня максимальной занятости и максимальной загрузки производственных мощностей. Иными словами, инфляция показала себя только через 10

лет после начала программ стимулирования экономики и ультрамягкой денежно-кредитной политики.

Вот такие три сценария, я приверженец второго сценария. Суть его, напомним, состоит в том, что мы увидим рост инфляции в течение 2–5 лет до уровня 3–4%.

**Олег Вьюгин.** Ну, дай бог, дай бог.

Я технологически, что ли, с точки зрения финансового анализа не понимаю, откуда возьмется инфляция. Но, если авторитетные люди коллективно говорят о том, что она будет в каком-то разумном объеме, то это неплохо. Будет как раз 4%, которые Центральный банк сегодня таргетирует. Кстати, ФРС, видимо, к этому тоже подключилась. Потому что ФРС, как мы все знаем, поменяла цели своей ДКП, уровень занятости стал немножко выше, а показатель инфляции отошел на второй план. Наверное, это тоже отражает желание, а, может быть, и видение американского регулятора, что все-таки инфляция будет. А она нужна, она выглядит, как после жаркого дня небольшая гроза, которая охлаждает ситуацию. Ну, посмотрим, посмотрим, потому что пока однозначно об этом говорить достаточно трудно.

В принципе, можем завершать дискуссию, основные вопросы мы затронули.

**Владимир Брагин.** Мне кажется, очень важно уточнить, что мы понимаем под инфляцией.

**Олег Вьюгин.** Рост потребительских цен.

**Владимир Брагин.** Это очень важный момент. Потому что, если брать расширенное понимание, то следует говорить не просто об инфляции потребительских цен, а об инфляции активов. Нынешний рост рынков акций и облигаций, по сути дела, можно тоже трактовать как проявление инфляции.

**Олег Вьюгин.** Конечно.

**Владимир Брагин.** Второй момент, по поводу монетарной составляющей инфляции. Классическая теория показывает, что если растёт спрос, то соответ-

ственно, растут цены. Это стандартная ситуация: появилось у домохозяйства больше денег, оно больше тратит на товары и услуги, соответственно, цены на эти товары и услуги растут. Но в современном мире этот процесс выглядит иначе, чем в 40-е годы, мягко говоря. Классический механизм может сработать, если увеличение доходов вовлекает в потребление тех людей, которые раньше в нем не участвовали, и если это вовлечение носит достаточно массовый характер. У меня есть большие сомнения, что такой механизм работает и в современном мире. Мы знаем, какова конкуренция на рынках потребительских товаров, какие объемы товаров производит даже один Китай, в мире имеет место затоваривание, — поэтому классическая связка между потреблением и ценами, на мой взгляд, может не сработать.

Но я бы рассматривал еще одну связь: часть инфляции — это инфляция предложения. Мир становится более фрагментированным, он деглобализуется, идет рост издержек компаний. Вот этот процесс может быть интересным, за этим я бы понаблюдал. Но пока серьезных, оформившихся новых трендов я здесь не наблюдаю.

**Олег Вьюгин.** Ну, хорошо. Если суммировать, то, я так понимаю, пока мы будем жить при относительно низкой инфляции. О, пожалуйста, Ксения Валентиновна, пожалуйста.

**Ксения Юдаева.** В рост инфляции в ближайшее время я тоже не очень верю, хотя, конечно, не исключаю. Мне кажется, что в странах с развитыми рынками пока будет более значима проблема дезинфляции.

**Олег Вьюгин.** Теперь, суммируя сегодняшний разговор, я бы сказал, что, во-первых, пока мы будем жить при низкой инфляции — я имею в виду, конечно, инфляцию потребительских цен. Мы будем инвестировать в акции, потому что это выгодно, ну и в облигации тоже. Но, делая это, мы будем хорошо

понимать, какие риски несем. И никогда мы заранее не узнаем, в какой момент эти риски реализуются, никогда.

Что касается российской экономики, то общее мнение, которое здесь прозвучало, довольно любопытно. Мы оказались, из-за структуры экономики, из-за некоторой изоляции от мировых трендов, в том числе торговых (кроме торговли нефтью и газом, понятно), в таком уголке, где даже спокойнее себя чувствуем. Не богатые, не сильные, но чувствуем себя более спокойно. И, кстати, у российского правительства есть отличный шанс (конечно, он требует серьезных политических решений и храбрости) на то, чтобы решить в этот момент некоторые вопросы, связанные со структурными реформами. Это очень удобный момент на сегодняшний день. Российская экономика не испытывает тех вызовов, очень неопределенных пока, о которых мы говорили и которые значимы для мировой экономики. В этом смысле она может сделать выбор — либо продолжать так же комфортно существовать (в кавычках, конечно), либо попытаться что-то поменять.

Мы проработали почти два часа. Поэтому предлагаю завершить. Благодарю участников дискуссии за очень профессиональный подход, мне было интересно вас слушать. А зрителей хочу поблагодарить за внимание: надеюсь, что вы извлекли из этого разговора что-то полезное, ну и просто получили удовольствие. Всех благодарю. Счастливо! Берегите себя, носите маски и перчатки, даже когда инвестируете. □