



НАУФОР  
ДИСКУССИЯ  
ЭКОНОМИКА  
И РЫНКИ:  
ПРОГНОЗЫ  
2021  
25.02 / 11:00

UNIFOR  
SOFTBOX 60x90

# Что означает сомнение

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

Фотографии Павел Перов

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

Модератор — Олег Вьюгин (председатель совета директоров НАУФОР).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Владимир Брагин.** Я бы немножко на другом акцентировал внимание.

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

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

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

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

НАУФОР

ДИСКУССИЯ

# ЭКОНОМИКА И РЫНКИ: ПРОГНОЗЫ 2021



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Олег Вьюгин.** А почему именно сейчас?

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Олег Вьюгин.** Давайте. Цифры — это всегда хорошо.

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

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

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

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

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

началом мощного нового тренда, многолетнего тренда роста инфляции.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Олег Вьюгин.** Конечно.

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

**Максим Ачкасов.** Я поднимал руку.

**Олег Вьюгин.** Вы за долгосрочный тренд?

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

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

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

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

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

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

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

**Олег Вьюгин.** Ставка 1% — это ставка ФРС?

**Максим Ачкасов.** Рост процентных ставок на 1%.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Олег Вьюгин.** ...на них ответить.

**Яков Миркин.** Или хотя бы порассуждать.

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

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

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

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

**Олег Вьюгин.** Не отражают экономический рост.

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

**Олег Вьюгин.** Да, верно.

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

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

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

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

Второй момент: на что хочется обратить внимание в части последних

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Второй очень чувствительный рынок — это рынок государственных

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Олег Вьюгин.** Где?

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Максим Ачкасов.** Согласен, согласен.

**Яков Миркин.** Конечно.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Вот к чему это приводит. В результате ужесточения регулирования

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

колебания доходности в казначейских облигациях.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Максим Ачкасов. Согласен, это будет год волатильности.

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

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

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

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

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

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

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

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

**Олег Вьюгин.** Максим, вы нашли вашу статистику?

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

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

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

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

**Максим Ачкасов.** Согласен.

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

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

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