



Нынешний пузырь — это больше чем просто рост цен на активы, это безответственное поведение в надежде, что невидимой руке рынка в случае чего придет на помощь видимая рука центральных банков

пающие собственные акции с рынком на заемные деньги, заменяя тем самым долевой капитал на долговой. И это тревожный признак. Пузыри на рынках облигаций и в акциях начнут сдуваться синхронно. К тому же Всемирный банк предупреждает, что за последние 50 лет мировая экономика пережила четыре волны накопления долга. Первые три волны роста задолженности закончились финансовыми кризисами. Последняя волна, начавшаяся в 2010 году, уже стала самой крупной, быстрой и широкой волной роста долгов в мире. И если неприятности начнутся, по закону Мёрфи это произойдет как раз там, где ущерб для мировой экономики будет наибольшим — на долговом рынке.

Кроме рыночных рисков появляется моральный риск. И дело не только в безответственном поведении регуляторов, манипуляторов, спекулянтов и инвесторов, которым «бычий» рынок прощает многие грехи и ошибки. Удивителен феномен SPAC (Special-purpose acquisition company). SPAC — это компания, созданная специально для слияния с другой частной компанией, которая желает выйти на биржу, минуя классическую процедуру IPO. Это компании, которые становятся публичными без активов, без доходов или каких-либо других оснований и правил, необходимых для полноценного IPO. Инвесторы отдают свои деньги в SPAC потому, что их там уверяют, что обязательно придумают, как заставить деньги работать, потому что SPAC создают финансовые гении, которые утверждают, что заработали целые состояния за последние несколько лет. И если у инвесторов слишком много денег, но не хватает гениальности, чтобы их выгодно использовать, то добро пожаловать в SPAC. Есть даже биржевые фонды (ETF) SPAC, которые предлагают доступ ко всему сектору «альтернативных финансовых талантов».

Популяризация инвестиций ESG — это тоже моральный риск, поскольку зеленая энергетика более затратна

и менее эффективна, чем традиционная. Многие зеленые проекты будут убыточны без дотаций и кредитные риски там выше, но пока денег много и пока создаются стимулы (от лат. stimulus — острый металлический наконечник на шесте, которым погоняют быка, запряженного в повозку), это помогает раздуванию всего, что связано с зеленой энергетикой, электромобилями и трансгендерами в советах директоров.

Зато глобального пузыря сбережений больше нет. Там уже антипузырь. Увеличение нормы сбережений, отмечавшееся во многих странах во время пандемии — это временное явление, поскольку у людей не было возможности тратить деньги из-за ковидных ограничений. Доходности по депозитам не обгоняют инфляцию (и Россия здесь не исключение), а отрицательная реальная доходность (номинальные ставки минус инфляция) разрушает накопленный капитал и сбережения, не давая формировать источники для долгосрочных инвестиций. В сбережениях формируется «спираль денежной смерти», замедляющая экономический рост.

Когда это случится?

По-видимому, не в 2021 году, а чуть позже. Центральные банки и правительства наиболее экономически сильных стран предпринимают синхронные попытки любой ценой вывести свою экономику из коронавирусной рецессии и не ослабят в этом году монетарное и фискальное стимулирование, несмотря на риски инфляции, рост долгов, бюджетных и торговых дисбалансов. Нынешний пузырь — это больше чем просто рост цен на активы, в том числе уже перегретые и не имеющие реальных перспектив. Это безответственное поведение в надежде, что невидимой руке рынка в случае чего придет на помощь видимая рука центральных банков, тем более что ни ФРС, ни ЕЦБ, ни Народный банк Китая не замечают никаких пузырей на своих рынках. Деваться центральным банкам некуда,

ведь остановка «печатного станка» ФРС, любой социально-экономический кризис в США или кумулятивный кризис на периферии, как это было в 1997–98 годах, или даже небольшое повышение процентных ставок приведет к разрыву пузыря и мощнейшему экономическому кризису, которого не было со времен Великой депрессии. При этом длительная ультрамягкая политика ФРС США является основной причиной возникновения рыночных пузырей и волн подъемов и спадов в мировой экономике и на финансовых рынках в условиях рекордного уровня мирового долга в процентном отношении к ВВП (сейчас долг уже превысил 355% глобального ВВП), низких темпов роста мировой экономики и постоянного снижения инвестиций.

В период 2022–2023 годов может возникнуть опасная сингулярность. Мировая экономика покажет феноменальный рост за 2021 год, и перегреваемую «печатному станку» дадут возможность отдохнуть. Но финансовые рынки сейчас более взаимосвязаны, чем когда-либо, а реальные экономики, напротив, перестраивают свои цепочки. Поэтому действия, необходимые для управляемого сдувания пузыря, на одних сегментах рынка могут войти в противоречия с целями в других секторах. Низкие процентные ставки и растущий дефицит государственных балансов могут вызвать рост инфляции и кризис на валютном рынке, а сокращение государственных расходов отразится на притоке ликвидности, пока еще удерживающем пузырь от коллапса. Попытки управлять кредитными рисками вызовут проблемы с рефинансированием долгов зомби-компаний и запустят волну массовых дефолтов и долговой кризис. Если институциональные инвесторы массово начнут переходить из технологических акций роста в сектора, получающие господдержку, это может спровоцировать распродажу акций роста и потенциально спровоцировать маргинальные требования и резкий рост распродаж. Не может быть опасного спада в одном большом секторе и роста во всех остальных.

Пока рынок устойчив, хотя и находится на экстремально высоких уровнях, необходимо снижать риски, избавляться от позиций, которые дали доход и уже не работают даже на хорошем рынке, искать недооцененные рыночные сегменты, фиксировать прибыль и накапливать средства в защитных активах. Это не первый пузырь и не последний. А «преднамеренная слепота» — давний феномен рынка, который мы видели и в 1999 году, и в 2007–2008 годах ●

безумию. Пиар в соцсетях и раскрутка «инновационных компаний» работают лучше любой магии Хогвартса. Так, например, акции Tesla всего лишь за год совершили эпический и необъяснимый взлет почти на 1000%, что сделало калифорнийскую компанию электрокаров более дорогой, чем десять крупнейших автопроизводителей мира вместе взятых. И если оценивать американские акции в целом, то стоит взглянуть на отношение совокупной рыночной капитализации всех акций к ВВП США. Это так называемый индикатор Уоррена Баффета. Когда капитализация фондового рынка ниже размера ВВП, акции в среднем недооценены; когда выше ВВП — акции переоценены. В 2021 году этот показатель выше, чем когда-либо. И высокие значения индикатора Баффета фиксировались незадолго до начала двух последних масштабных понижательных трендов. А в начале 2021 года к фондовому безумию добавился еще и феномен Reddit/Robinhood, когда в игры с акциями включились тысячи сетевых «леммингов». Криптовалюты — даже уже не пузырь, а мания, сравнимая с голландской тюльпаноманией 1636–37 годов.

Все больше и больше инвесторов со своими деньгами гоняются за все меньшим и меньшим числом реальных активов.

Котировки акций раздувают не только ажиотажные покупки инвесторов, но и сами компании, выку-