«Мы вошли в длинный цикл глобальной трансформации мировой экономики

Егор СУСИН,
начальник Центра разработки стратегий, Газпромбанк

Cbonds Review поговорил с известным экономистом, начальником Центра разработки стратегий Газпромбанка Егором Сусиным о том, почему на горизонте десяти лет нам определенно стоит готовиться к очередному кризису, есть ли шансы у российской экономики на более активные темпы роста, насколько серьезные риски для всей мировой системы несет Китай, почему жесткая политика ЦБ — это хорошо и есть ли решение у проблемы неравенства доходов.

– В августе исполнилось ровно десять лет с начала мирового финансового кризиса, последствия которого экономика переживает до сих пор. Насколько здоровой вам кажется ситуация в мировой экономике сейчас? Какие основные вызовы стоят перед ней в 2018 году?

– Плохая новость заключается в том, что спустя десять лет большинство дисбалансов в мировой экономике сохранилось: ряд вопросов решить удалось, но структурно многие проблемы, проявившиеся в период финансового кризиса, все еще присутствуют. Меры по поддержке экономики за последние десять лет были просто экстраординарными. При этом вряд ли стоит надеяться на то, что в ближайшие годы экономика полностью восстановится и вернется к более активным темпам роста. Проблема в отсутствии серьезных драйверов. В разное время в посткризисный период кто-то ждал, что это будет Китай, потом были ставки на американскую экономику.

Сегодня надежд на ускорение лично у меня нет. Я не вижу факторов, которые могли бы этому способствовать. У нас есть три основных экономических региона. Это Америка, Европа, Азия. Если вы посмотрите на США, то прошлый год там был не очень хорош с точки зрения экономического роста. 2017 год, вероятно, будет более позитивным, но это скорее восстановительный рост после 2016 года, когда начали

резко снижаться прибыли компаний, инвестиционная активность упала. Сейчас риски снова смещаются в сторону ухудшения экономической ситуации. На эту картину будет накладываться цикл ужесточения денежно-кредитной политики. Экономику, конечно, можно будет определенным образом подстегнуть. Скорее всего, налоговая политика Штатов будет направлена именно на это. Правда, такие шаги снова будут сопровождаться увеличением дисбалансов: так, если будет утверждена налоговая реформа, это сразу же приведет к росту дефицита бюджета.

– Где, по-вашему, находятся основные зоны риска для мировой экономики в ближайшие пару лет?

– На мой взгляд, их две. Первая — это Китай. О китайских рисках очень много говорилось последние годы, вокруг этой темы было много паники. Кстати, я, наоборот, тогда относился к оптимистам и был уверен, что у Китая достаточно резервов, чтобы сглаживать негативные процессы. Собственно, последние два года Китай этим и занимался, пытаясь нивелировать негатив от кризиса на фондовом рынке, ограничивая, в каких-то случаях административно, отток капитала. Фундаментально структура китайской экономики не сильно поменялась за последнее время. В значительной степени ее рост был обусловлен инвестиционной активностью и наращиванием внутреннего долга. Причем долг растет значительно быстрее, чем экономика. И рост долговой нагрузки повышает риски для финансовой стабильности. Это формирует опасную ситуацию в финансовом секторе. Я думаю, что сейчас мы как раз подходим к тому моменту, когда Китай должен выбрать основную траекторию, по которой будет двигаться дальше. Если это будет продолжение текущей модели — дальнейшее наращивание долга и стимулирование инвестиций в экономике, то в будущем мы увидим жесткую просадку китайской экономики. Несколько лет у Китая еще есть. Можно и дальше стимулировать экономику и пытаться поддерживать высокие темпы экономического роста, но массированный рост долговой нагрузки уже сопровождается достаточно сильным оттоком капитала. Даже сейчас при сохранении достаточно высоких темпов роста кредита в китайской экономике темпы роста инвестиций замедляются. Они уже опустились до минимальных уровней за несколько десятилетий. Эффективность мер поддержки себя исчерпывает. Поэтому Китаю нужно делать выбор. Один из вариантов — управляемое замедление экономического роста до темпов 4.5–5%, ограничение кредита, повышение эффективности его использования.

ОДИН ИЗ ВАРИАНТОВ ДЛЯ КИТАЯ – УПРАВЛЯЕМОЕ ЗАМЕДЛЕНИЕ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА ДО ТЕМПОВ 4.5–5%, ОГРАНИЧЕНИЕ КРЕДИТА И ПОВЫШЕНИЕ ЭФФЕКТИВНОСТИ ЕГО ИСПОЛЬЗОВАНИЯ

– Китайские власти не могут не понимать этих рисков…

– Более того, несколько лет назад они начали предпринимать меры, чтобы снизить зависимость от инвестиционной составляющей и постепенно переходить в режим роста за счет внутреннего потребления. Другое дело, что это не происходит так гладко, как хотелось бы. Либерализация финансовых рынков сильно забуксовала после фондового кризиса в Китае. Не все получается у Китая в направлении усиления роли юаня в международной торговле. Это тоже важный момент, который мог бы сгладить негативные тренды в экономике. Чем больше будет использование юаня за рубежом, тем мягче могут проходить реформы. Пока я не вижу в этом плане никаких прорывов.

Возьмите пример Европы и США: если бы огромный объем монетарного стимулирования, который получили их экономики, остался внутри этих рынков, это привело бы к серьезным негативным последствиям. Но на наднациональном уровне долговые активы в долларах и евро выросли и абсорбировали избыток ликвидности, в том числе за счет роста долгов развивающихся стран. Поэтому негативное влияние монетарных мер было достаточно сдержанным. Американцы могут позволить себе напечатать большое количество денег, часть этой ликвидности останется в стране, часть уйдет на внешние рынки и не приведет к значительному давлению на курс доллара. То же самое можно сказать о Европе: хотя после введения мер монетарного стимулирования отток капитала из Европы очень сильно вырос, это не оказало критического влияния на европейскую валюту. Наоборот, Европа получила от этого свои бонусы в виде поддержки экспортного сектора.

У Китая нет такого рынка, куда можно было бы направить юани. Если будет необходимость в масштабном монетарном стимулировании экономики (а она возникнет в какой-то момент, для того чтобы сглаживать происходящее замедление), то для финансовой системы страны это может вылиться в очень сильную волатильность курса и финансовых рынков.

– Вы упомянули два ключевых риска. Какой второй?

– Разумеется, денежно-кредитная политика мировых ЦБ. Сейчас все ведущие центральные банки так или иначе подошли к пределам монетарного стимулирования, которое они могут себе позволить.

Самая большая дилемма стоит перед Федрезервом. С одной стороны, пора переходить к ужесточению, потому что цикл финансовых рынков уже полностью себя реализовал, повышать ставки надо, чтобы создать запас на случай, когда цикличный кризис в экономике начнет реализовываться (а это случится). С другой стороны, в экономике-то перегрева нет: уровень занятости все еще не вернулся к докризисным значениям, несмотря на то что безработица находится на очень низких отметках. Темпы экономического роста тоже весьма скромные, инфляция сдержанная. Да, это 2%,

но эти 2% мы видим все последние годы. Учитывая объем стимулов, вряд ли такой рост приемлем.

И это серьезная развилка для Федрезерва: ему нужно будет предпринимать какие-то действия, но не до конца понятно, как эти действия повлияют на экономику. Любая ошибка может привести к достаточно жесткой просадке финансовых рынков. Там, по моему мнению, уже сформировался крупный пузырь, и он значительно больше тех, что мы наблюдали в прошлые кризисы. Сейчас стоимость финансовых активов относительно доходов, которые генерирует экономика, находится на уровнях выше, чем в 2000-х годах в период бума доткомов и чем в 2008 году в период ипотечного бума. В последнее десятилетие стоимость финансовых активов росла значительно быстрее, чем росли доходы. Фактически эта стоимость не обеспечена доходами экономики. Безусловно, это пузырь. Другое дело, что есть факторы, которые поддерживают стоимость финансовых активов. В частности, это огромный объем свободной ликвидности: порядка $15 трлн за последние десять лет влили центральные банки в финансовую систему. Но эти деньги лишь частично поддержали экономику, концентрируясь в финансовых активах.

С прошлого года в американской экономике совокупный объем дивидендов и байбэков превышает прибыли. То же самое, кстати, было в 2000-х годах и перед кризисом 2008 года. Компании отдают акционерам больше, чем зарабатывают — это поддерживает капитализацию. Прибыли расти перестали, а выплаты акционерам все еще увеличиваются. Монетарная политика здесь играет огромную роль. Компании эти деньги занимали на рынках, корпоративный долг значительно вырос за последние годы. Естественно, рост стоимости обслуживания этого долга может стать одним из факторов финансовой нестабильности. Я не могу сказать, что этот долг слишком большой. Ситуация далека от той, которая сложилась во время ипотечного кризиса. Тем не менее уровень долга весьма значительный. Причем надо понимать, что за счет этого долга формируется акционерная стоимость компаний. Пока акционеры получают соответствующую доходность, они заинтересованы в том, чтобы покупать акции. Как только доходность начнет снижаться, рынок может столкнуться с масштабным выводом капитала с фондовых рынков.

– Какой вклад в эти процессы вносит Европа?

– Финансовый рынок в Европе развит не так хорошо, как американский. Сохранение большого объема выкупа бумаг становится проблемой. Думаю, что Европа будет медленно переходить к политике ужесточения. В следующем году ЕЦБ, вероятно, свернет покупки. К концу 2018 — началу 2019 года возможно даже повышение ставки. Однако при этом я скептически отношусь к тому, что повышение ставки будет агрессивным. Если уж быть объективным, монетарное стимулирование в Европе не привело к тем эффектам, которые получили США. Влив в экономику более 1.5 трлн евро, ЕЦБ не добился активного роста кредитования. Объем кредитов нефинансовому сектору вырос на 250–300 млрд евро. Это совсем не тот мультипликатор, которого хотелось бы ожидать от предпринятых мер монетарного стимулирования. Конечно, в такой ситуации продолжать подобную политику вряд ли имеет смысл, потому что эффективность все ниже, а риски все выше, причем оценка этих рисков крайне затруднена.

– В октябре у Федрезерва стартовала программа по сокращению активов на балансе: это может резко негативно повлиять на финансовые рынки по всему миру в среднесрочной перспективе?

– Я смотрю на эту ситуацию нейтрально, учитывая заявленные объемы сокращения активов на балансе. В ближайшие пару лет этот процесс не будет нести значимого риска для финансовых рынков. В последние годы Федрезерв периодически изымал ликвидность в значительно больших объемах, и это не приводило к каким-то критическим последствиям.

В целом ликвидности на рынках пока достаточно. У нас все еще есть Европа как поставщик ликвидности. Инвестиции из Европы в середине этого года достигали $600–700 млрд в год. Аналогичная ситуация была с Китаем, где отток капитала после 2015 года достигал тех же $700 млрд в год. Китай продолжит еще какое-то время оставаться одним из поставщиков капитала на мировые рынки. Кстати, ситуация, которую мы наблюдали до сих пор на развивающихся рынках, — как раз одно из следствий вливания ликвидности. Капиталы ищут выход, в том числе на развивающиеся рынки.

А ликвидность, которая уже поступила на рынки, никуда не денется, она будет оставаться в системе. Оборачиваемость этой ликвидности в последние годы очень резко снизилась. Денежная база, которую ЦБ вливают в систему, уже не работает в экономике так, как раньше. Она преимущественно концентрируется в финансовых активах.

– Главный вопрос: насколько устойчива такая тенденция и стоит ли сейчас смотреть на EM как на идею для долгосрочных инвестиций? Как вы оцениваете перспективы развивающихся рынков с макроэкономической точки зрения?

– Все развивающиеся экономки очень разные. Китай стоит особняком, он сейчас не потребитель, а скорее поставщик капиталов на рынки. Если говорить о Бразилии, то здесь есть свои структурные проблемы, например слабое сальдо текущего счета платежного баланса. Бразилия традиционно находится в режиме страны, которая потребляет капиталы. Укрепление бразильского реала в последнее время не позволяет рассчитывать на то, что ситуация с экспортом и платежным балансом системно улучшится. Наоборот, долговая нагрузка продолжает расти, госдолг находится на достаточно высоких уровнях, дефицит бюджета высокий. Все это факторы, которые создают риски для финансовой стабильности в случае снижения доступа к рынкам капитала.

– А Россия — она тоже стоит особняком? Пока приток ликвидности в российские активы продолжается…

– Это неудивительно, учитывая высокие реальные ставки, достаточно консервативную бюджетную полити-

ку, положительное сальдо внешней торговли. Риски есть, и они связаны как раз с Китаем, который является основным регионом, наращивающим импорт нефти высокими темпами последние годы. Если Китай перейдет в режим менее активного экономического роста, конечно, спрос на ресурсы может резко замедлиться.

Тем не менее сейчас, с учетом консервативности бюджета и жесткой монетарной политики, Россия является одной из наиболее привлекательных стран с точки зрения соотношения доходности и рисков. Поэтому мы видим приток капитала. Если бюджет по-прежнему будет оставаться достаточно консервативным (а внешние шоки — это в первую очередь риски для бюджета), то среднесрочно ситуация останется достаточно управляемой даже при неблагоприятной внешней конъюнктуре.

– В сентябре Министерство экономического развития РФ опубликовало обновленный прогноз до 2020 года, в который заложен рост ВВП на уровне не выше 2%. Насколько оптимистичны вы в отношении перспектив российской экономики? Есть ли у нее ресурсы для более высоких темпов роста? Если да, то за счет чего?

– Надо понимать, что российская экономика тоже сейчас переживает своеобразный структурный кризис, который в первую очередь связан с демографическими вопросами. Мы вошли в цикл, когда экономически активное население будет сокращаться примерно на 3 млн человек в ближайшие пять лет. В этой ситуации, с одной стороны, будет увеличиваться спрос на рабочую силу и расти уровень зарплат относительно темпов роста экономики. С другой стороны, совокупные доходы населения из-за сокращения занятости будут увеличиваться очень медленно. Поэтому рассчитывать на то, что экономика сможет ускориться за счет восстановления потребительской активности, сейчас не приходится. Что у нас остается? Инвестиции компаний и государственный бюджет. Бюджет, скорее всего, останется консервативным, следовательно, рассчитывать на значимые стимулы с этой стороны тоже не стоит.

Основные факторы экономического роста в России — это инвестиции и повышение производительности труда. Пока сложно говорить о том, что эти факторы смогут обеспечить устойчивые темпы экономического роста. Во-первых, потому что инвестиции — это в том числе и ожидаемые доходы от бизнеса. Реальная процентная ставка будет оставаться положительной, это дестимулирует неэффективные инвестиции, которые ориентированы на невысокий уровень эффективности вложений. Потому что если процентная ставка отрицательная, то выгодно кредитоваться и инвестировать в те проекты, которые обеспечивают хотя бы сопоставимую доходность.

Пока вопрос стоит об эффективных инвестициях, которые позволят наращивать производительность труда. У нас много зон для приложения усилий, сфер, где можно существенно повысить эффективность. Но рассчитывать на бурный рост эффективности сложно. Поэтому и ожидания относительно экономического роста достаточно сдержанные. Хотя в экономике нет ничего невозможного — это вопрос правильного использования имеющихся ресурсов и возможностей.

Тем не менее сейчас инвестиции — это единственное, что может обеспечить рост экономики. Более того, это прямая необходимость для экономики и бизнеса. Нужно понимать, что при сокращении рабочей силы издержки бизнеса будут увеличиваться. Запрос на повышение производительности труда будет высоким, иначе будет достаточно сложно в принципе показывать какую-то прибыль и конкурентоспособность.

– Сейчас идут достаточно активные дискуссии по поводу выбора будущей модели развития российской экономики между сторонниками кудринской программы и идеологами столыпинского клуба. К какой повестке склоняетесь лично вы?

– Я, как всегда, за золотую середину в этой истории. К примеру, я достаточно позитивно отношусь к инвестиционной активности государства в экономике. Есть много положительных примеров того, как разумная стимулирующая политика государства обеспечивает фундамент и формирует условия для экономического роста. Вопрос лишь в построении правильной модели стимулирования.

Стимулирование должно предполагать рост эффективности, то есть должно быть привязано к итоговому финансовому результату. Если же речь идет о прямом финансировании, то нужно понимать, какова будет эффективность каждого конкретного проекта для государства — с точки зрения занятости, доходов

В ПОСЛЕДНЕЕ ДЕСЯТИЛЕТИЕ СТОИМОСТЬ ФИНАНСОВЫХ АКТИВОВ РОСЛА ЗНАЧИТЕЛЬНО БЫСТРЕЕ, ЧЕМ ДОХОДЫ, И ЭТА СТОИМОСТЬ НЕ ОБЕСПЕЧЕНА ДОХОДАМИ ЭКОНОМИКИ

в будущем. Нужно видеть общий эффект от инвестиций, уметь его посчитать. Например, дополнительная занятость и более производительная рабочая сила — это поступление налогов в долгосрочной перспективе, это поступления от экспорта. Если положительного эффекта от инвестиций нет, тогда они не нужны и не должны поддерживаться ни фискальными, ни монетарными мерами.

Если эффективность есть, я не вижу никаких проблем в том, что государство будет стимулировать такие инвестиции, желательно, конечно, не входя в капитал. Это должно быть стимулирование, связанное с развитием экономики, а не с концентрацией активов на балансе государства. Потому что как управляющий государство часто менее эффективно.

Ресурсы и возможности для такого стимулирования у нас есть. Вопрос только в том, чтобы эти меры были эффективны, чтобы они были направлены на повышение производительности труда, на повышение эффективности экономики. Безусловно, это вопрос механизмов отбора, контроля, сопровождения проектов.

– А что насчет программы кудринского блока?

– По ряду вопросов идеологи этой программы тоже находятся на радикальных позициях. Некоторые из них не учитывают текущую повестку и возможности, структуру экономики. Очень многие предложения в кудринской программе предполагают долгосрочные эффекты. А это означает слабую прогнозируемость результата, размытость мер. Правильно, что нужно вкладываться в образование, медицину, в человеческий капитал. Это основа любой конкурентоспособной экономики. Но в то же время нужно как-то формировать текущую экономическую ситуацию, а ресурсы не безграничны. Чем-то надо жертвовать. Нужно выбирать баланс экономических мер, который с точки зрения рисков и возможностей наиболее эффективен.

В целом хорошо, что разные точки зрения существуют, чем их больше, тем лучше. Но в полной мере не могу согласиться ни с одной, ни с другой позицией.

– И все же в том, что касается российской ситуации, вы оптимист...

– Объективно в российской экономике все действительно не так уж плохо. У нас нет большого дефицита бюджета. У нас очень высокий потенциал возможностей с точки зрения монетарной политики. Да, у нас отсутствует доверие к финансовой и правовой системам, которое сложилось в развитых странах. Его надо зарабатывать. Ведь США после шока инфляции 1970-х годов больше пяти лет держали положительную процентную ставку на уровне 5–6%. Это даже более жесткая политика, чем сейчас у нас. И держали до предела, пока не сложились устойчивые инфляционные ожидания. Мы все время в кризисах и противоречиях, не сложилось такого периода, за который доверие могло сформироваться. По ощущениям, сейчас как раз появилось такое окно. И, наверное, его нужно сейчас использовать. То, что Банк России делает такие попытки, с моей точки зрения, очень хорошо. Даже несмотря на то, что в какой-то мере это дестимулирует экономический рост. Те, кто могут эффективно вести деятельность в условиях относительно низкой инфляции, отсутствия опережающего роста выручки и относительно высоких процентных ставок, будут сейчас находиться в привилегированном положении. Краткосрочный экономический рост эта политика не стимулирует, но надо определиться с тем, что для нас важнее. Пока у населения не появится доверие к деньгам, мы не сможем говорить о том, что у нас сформировалась нормальная, относительно устойчивая денежная система. Ведь деньги сами по себе не имеют под собой ничего. За современными деньгами стоит лишь доверие и некое обязательство центральных банков сохранять определенную стоимость этих денег. И все. Отчасти потому и появился биткоин и другие криптовалюты: политика ведущих центральных банков после 2008 года привела к снижению доверия.

Можно сейчас агрессивно снизить ставку, и, наверное, экономически это даже будет правильно. Но это как раз тот момент, когда мы должны выбрать, что для нас важнее — долгосрочная история или некий краткосрочный рост экономики. Я за жесткую политику Центрального банка до тех пор, пока у нас не сформируется доверие к денежной системе. А тем, как поддерживать экономический рост в условиях ограниченных возможностей, пусть занимаются соответствующие правительственные ведомства.

– В последние годы по всему миру активно усиливаются изоляционистские настроения: Штаты, Brexit, сепаратистские волнения в Испании и так далее. Что вы думаете по поводу антиглобалистских тенденций в мировой экономике? Какие у этого процесса глобальные последствия?

– Это все части одной истории. Мы имеем дело с запросом развитого общества на изменения, который политики и элиты последние 10–15 лет, увы, не удовлетворяют. Объективно за это время большая часть населения в развитых странах столкнулась с тем, что ее доходы или стагнировали, или сокращались. Это сформировало достаточно высокий уровень неудовлетворенности в обществе, что выливается в известные социальные процессы по всему миру. И я пока не вижу путей, как политические лидеры могли бы этот тренд переломить, создав более комфортные условия для среднего класса. Все-таки именно он является основой развитой экономики. Экономика потребления — это экономика, ориентированная на потребление и растущая за счет него. В США сейчас более 50% доходов распределяются между 10% населения. Это как раз та часть населения, которая меньше потребляет, а больше сберегает и инвестирует. Неудивительно, что в этой ситуации мы не видим экономического роста: чем выше у человека доходы, тем меньшую долю от своих доходов он потребляет. Концентрация доходов и капиталов продолжает расти. Основное потребление приходится как раз на средний класс, а он сжимается, его доходы деградируют, и уровень неравенства в обществе растет.

Для всей современной экономической системы это очень большой вызов, который, с одной стороны, формирует стимулы к развитию, а с другой стороны, несет угрозу популизма и протекционизма. Сейчас общество, по сути, движется в двух

направлениях. Одно из них — это поиск модели выживания в меняющейся среде. Те самые распределенные технологии, когда на определенном этапе исключается посредническая функция, но при этом конкретные люди получают конкретные результаты от своей деятельности. Это попытка среднего класса найти свое место в новой экономической реальности. К сожалению, это совсем не быстрый процесс.

При этом есть другая часть общества, которая смотрит в свое счастливое социальное прошлое. Эти люди верят в то, что раньше жили лучше. И они хотят это «раньше» вернуть, выталкивая на арену популистов. Эта точка зрения тоже имеет право на существование. Но не стоит забывать о том, что наиболее активный экономический рост в мировой экономике происходил как раз за счет открытия границ, рынков капитала, товарных рынков и глобализации. Счастливое прошлое в «своей коробочке» уже не вернуть. И, так или иначе, деглобализация будет связана с негативными последствиями для мировой экономики.

Но проблема в том, что ни те, ни другие не знают, как найти выход из сложившейся экономической ситуации. Мы действительно зашли в длительный период трансформации, рассчитывать на то, что эта ситуация быстро решиться, не приходится. В этом цикле перестройки мировой экономики мы будем находиться еще достаточно долго.

– То есть проблема неравенства доходов нерешаема?

– Почему же? Решаема, но в очень долгосрочной перспективе, как раз за счет развития той самой распределенной экономики, когда концентрация капиталов и доходов снижается, а роль компании как некого посредника между участниками экономического процесса оценивается более адекватно. Долгосрочно я в эту историю верю. Да, этот процесс убивает ряд профессий, связанных с посреднической функцией, негативно в долгосрочной перспективе будет сказываться на традиционной финансовой системе, исключая ту безрисковую маржу, которая сейчас там формируется, но он будет повышать эффективность каждого отдельного субъекта экономики.

Пока концентрация доходов и капиталов продолжает усиливаться. Нужны структурные сдвиги в экономике, которые будут расшивать эти дисбалансы. Каждый будет искать свои механизмы: кто-то будет повышать налоги, кто-то будет стимулировать малый и средний бизнес или занятость и уменьшать таким образом составляющую корпоративных прибылей. Есть ведь кейс сланцевой революции, где фактически ту самую нефтяную ренту, объем прибыли и доходов получает огромное количество маленьких компаний, а не только нефтяные гиганты. Вот такие истории будут появляться, причем в совершенно неожиданных, казалось бы, отраслях.

– В ближайшие десять лет нас все-таки ждет еще один масштабный кризис?

– В ближайшие десять лет нас точно ждет еще один кризис, а может быть, и два. Денег в мировой экономике сейчас очень много. При этом все активы в той или иной мере переоценены, они не покрывают ту стоимость риска, которая в них вложена. Это вопрос, которым задаются в последние два года очень многие. С какой-то долей обреченности надо признать, что часть активов в мировой экономике обесценится. Эта ситуация, скорее всего, реализуется даже не в течение десяти лет: есть ощущение, что в ближайшие два года. Все зависит от того, какие меры будут приняты в тех или иных экономиках, ведь многое сейчас на «ручном управлении». Если США снизят налоги для компаний, естественно, прибыли компаний вырастут, и для акционеров они станут интереснее на какой-то период времени, на этой волне акции будут расти.

Но я довольно пессимистично смотрю на эти процессы долгосрочно: обесценение и списание активов в любом случае произойдет. Вопрос только в том, каким путем это будет реализовываться, и вариантов не так много. Фактически у нас есть только три пути, как убрать дивергенцию доходов и стоимости активов. Первый путь — рост доходов населения и экономики в целом, опережающий стоимость активов. Второй путь — падение стоимости активов. И третий — падение стоимости активов, но через те же инфляционные механизмы, когда рост номинальных доходов будет опережать рост стоимости активов. Могу лишь сказать, что самый маловероятный путь — опережающий рост реальных доходов населения, просто потому что драйверы и возможности для такого роста видны только на очень далеких горизонтах.

Беседовала **Антонина ТЕР-АСТВАЦАТУРОВА**

Я ЗА ЖЕСТКУЮ ПОЛИТИКУ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА ДО ТЕХ ПОР, ПОКА У НАС НЕ СФОРМИРУЕТСЯ ДОВЕРИЕ К ДЕНЕЖНОЙ СИСТЕМЕ