

Большинство пузырей возникает, когда приток внешних денежных средств настолько мощный, что резко повышает стоимость активов, чья ценовая динамика была бы намного более пологой, если бы не новые деньги. Взлет котировок захватывает воображение широкой инвестиционной общественности, поддерживается СМИ и соцсетями, включаются факторы социальной психологии и отключается сознание. Доводов разума никто не желает слышать. Резкое увеличение долговой нагрузки всеми игнорируется. Формируется повышательный тренд, а массовый инвестор всегда склонен покупать или продавать в направлении рыночного тренда, это поддерживается аналитиками и рыночными гуру, которые, наблюдая расширяющийся приток денег, день за днем озвучивают самосбывающиеся пророчества. В поведенческих финансах это называется «выпасом скота», или стадным поведением. А есть еще «теория большого дурака», когда участники рынка покупают переоцененные активы в надежде перепродать их другим большим дуракам по гораздо более высокой цене.

Постоянные рассуждения о том, что если котировки быстро росли позавчера, вчера и растут сегодня, то они будут продолжать расти с этой скоростью вечно, поощряют безответственное поведение. Управляющие активами считают «рациональное надувание пузырей» благом и основой их бизнеса, и этот процесс начинает жить собственной жизнью, в финале которой происходит вакханалия рыночного буйства и иррациональных покупок в огромных масштабах. В итоге легко нажитые на росте пузыря состояния сгорают в быстром и разрушительном огне. Те, кто хотел, чтобы у них «все было», вдруг осознают, что у них было все. Easy come, easy go.

Сложно ли это увидеть? Ответ — нет, не сложно. Существуют модели, использующие широкий инструментарий, от авторегрессий и стохастических процессов до анализа экономических циклов и социальных нарративов, которые позволяют с высокой степенью уверенности идентифицировать наличие пузырей, причем даже тех, которые являются рациональными, то есть

возникающими из-за перераспределения интереса между классами активов, а не из-за спекулятивной деятельности. Правда, сам момент коллапса пузыря можно предсказать лишь с определенной вероятностью. Зато эмпирически доказана гипотеза финансовой нестабильности, предполагающая, что пузыри лопаются постепенно, сначала терпят крах наиболее уязвимые активы с большим объемом кредитных плечей, а затем крах распространяется по всей экономике. Поэтому для мировых центробанков анализ ex ante — прогнозное моделирование экономических явлений и процессов на основе теоретических концепций, принятое после кризиса 2008 года, — это шаг вперед по сравнению с подходом Гринспена. Вопрос лишь в том, когда, как и кем будут приниматься необходимые меры.

Пузырь 2021

Непростой во всех отношениях 2020 год для финансовых рынков закончился настоящим ралли. Объем монетарных стимулов, в том числе денежных эмиссий центробанков, достиг в ковидный год астрономической величины в \$14 трлн. Капитализация мирового рынка акций по итогам 2020 года составила \$96 трлн, на долю американского рынка из этого объема приходилось 54%. Размер глобального долга (государственного и частного) на начало 2021 года превысил \$280 трлн. А весь объем мировых финансов, куда включаются не только деньги, но и другие активы (акции, облигации, кредиты), а также деривативы и криптовалюты, превышает \$1,2 квадриллиона.

Чтобы лучше понять эту картину, необходимо вспомнить о притоке на рынок внешних денег. Сейчас основной поток финансов идет от ФРС США. Денежный агрегат M2 — показатель денежной массы США — за первые 20 лет XXI века вырос в 3,8 раза, в 2020 году график устремился почти вертикально вверх, денежная масса увеличилась почти на треть. График денежной массы Китая — второй по величине мировой экономики — также движется вверх под углом в 45 градусов. Европейский центральный банк, Банк Англии и Банк Японии значительно увеличили денежную



GETTY IMAGES

эмиссию. Денег стало очень много, но экономический рост по-прежнему слабый, инвестиции сокращаются и лишь бесконечное кредитование поддерживает реальную экономику на плаву. А львиную долю денежных средств забирают себе финансовые рынки, в первую очередь рынок долга.

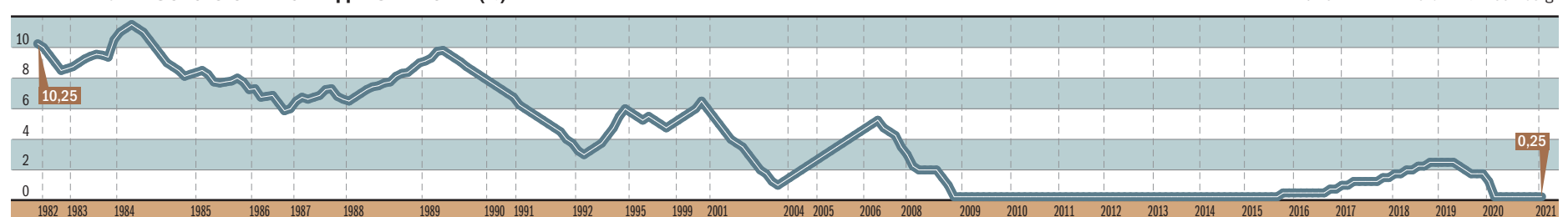
Рынки облигаций и кредитных денег в совокупности намного больше, чем мировые фондовые рынки, хотя ставки неуклонно падают с конца 1980-х годов. Но массовая эмиссия денег вынуждает инвесторов вкладывать все новые и новые денежные средства в облигации, несмотря на мизерные доходности, даже невзирая на то, что уже \$16 трлн облигаций из более чем \$100 трлн бондов инвестиционного качества торгуются с отрицательными доходностями. Такого никогда еще в истории человечества не было, и можно уверенно сказать, что пузырь на рынках облигаций затмевает Солнце. Этот пузырь настолько очевиден, что даже небольшое по-

вышение доходностей Казначейских облигаций США, наблюдаемое с начала 2021 года, заставляет рынки очень сильно нервничать. Но пока поток ликвидности не иссякает, и институциональные инвесторы и банки находятся в положении мышей из анекдота, которые «плакали и кололись, но продолжали грызть кактус».

Наиболее очевидный пузырь надулся на фондовых рынках. Правда, российский рынок акций является исключением. Геополитика и периферийность российских финансов прижимают наш рынок к земле.

Эмиссия денег и низкие процентные ставки отправляют рынок в космос не хуже ускорителей «Шаттла» (Space Shuttle). Обилие ликвидности, сильный аппетит к спекулятивному риску и страх упустить уходящий поезд накапливают пузыри активов в технологическом секторе акций США, в спекулятивных стартапах и криптовалютах. Маржинальный долг также бесконтрольно растет и способствует спекулятивному

КАК МЕНЯЛ БАЗОВУЮ СТАВКУ ФЕДРЕЗЕРВ США (%)



ФРС

Источник: Bloomberg.