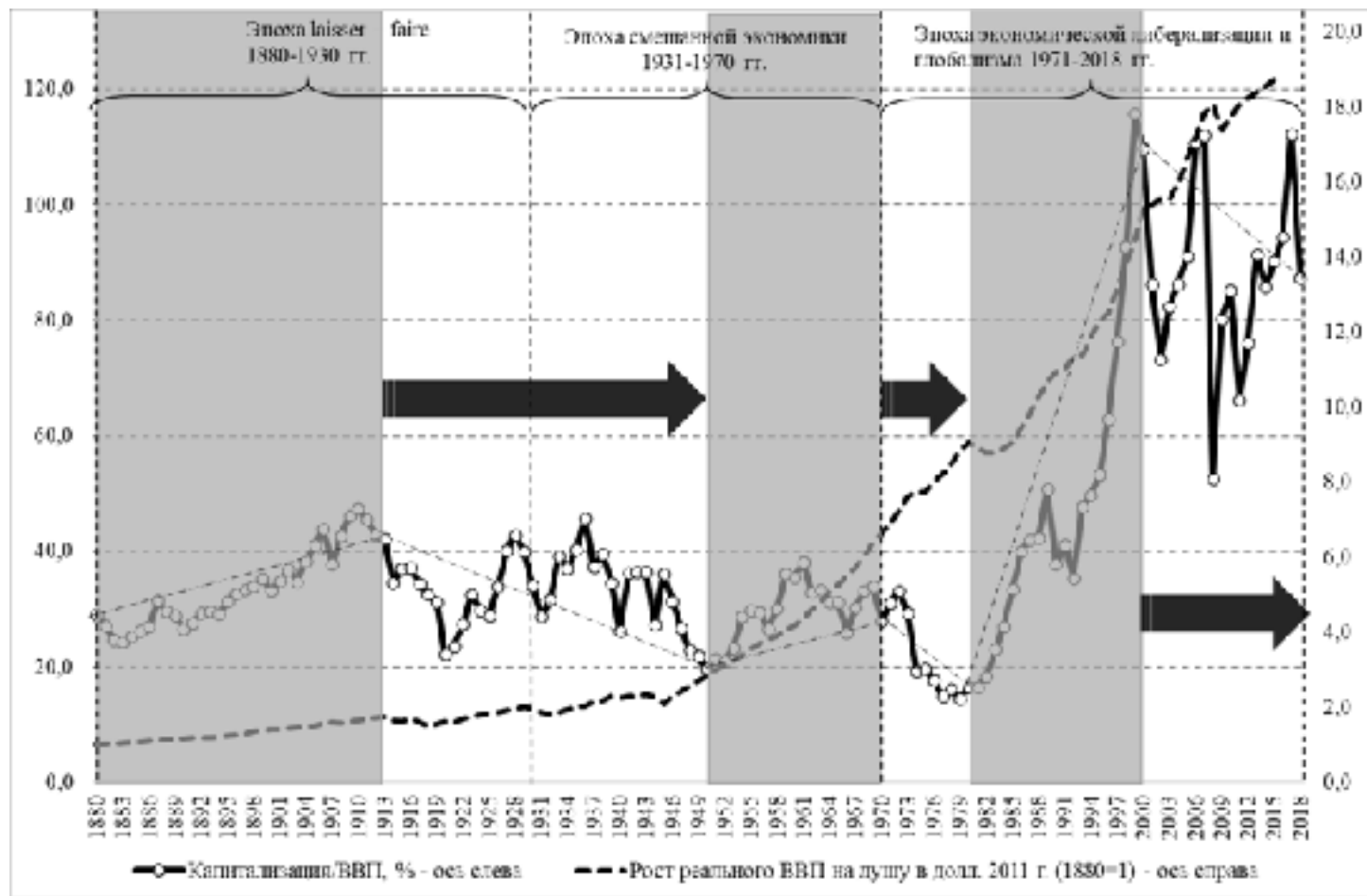


# Анатомия кризиса: какие изменения в мировой экономике и на финансовом рынке нас ожидают

Александр Абрамов - зав. лабораторией анализа институтов и  
финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС

20 июня 2020 года

# Долгосрочный взгляд на капитализацию



- 2000-2028 гг. - период повышенной волатильности и неустойчивого развития;
- Проблемы регулирования и вмешательства государства в работы рынка

# Теория «вечной» (secular) стагнации Лоуренса Саммерса

## Accepting the Reality of Secular Stagnation

*New approaches are needed to deal with sluggish growth, low interest rates, and an absence of inflation*

Lawrence H. Summers



recovery, and below-target inflation during a decade of recovery, or the sustainability of high levels of government debt with very low real interest rates.

Understanding these developments and crafting policies that respond effectively will likely require that economists develop what might be called a "new old Keynesian economics" based on Alvin Hansen's Depression-era idea of secular stagnation. This article summarizes the case for new approaches to macroeconomics by highlighting important structural changes in the economy of the industrial world, explains the secular stagnation view, and draws some policy implications.

### The Investment dearth

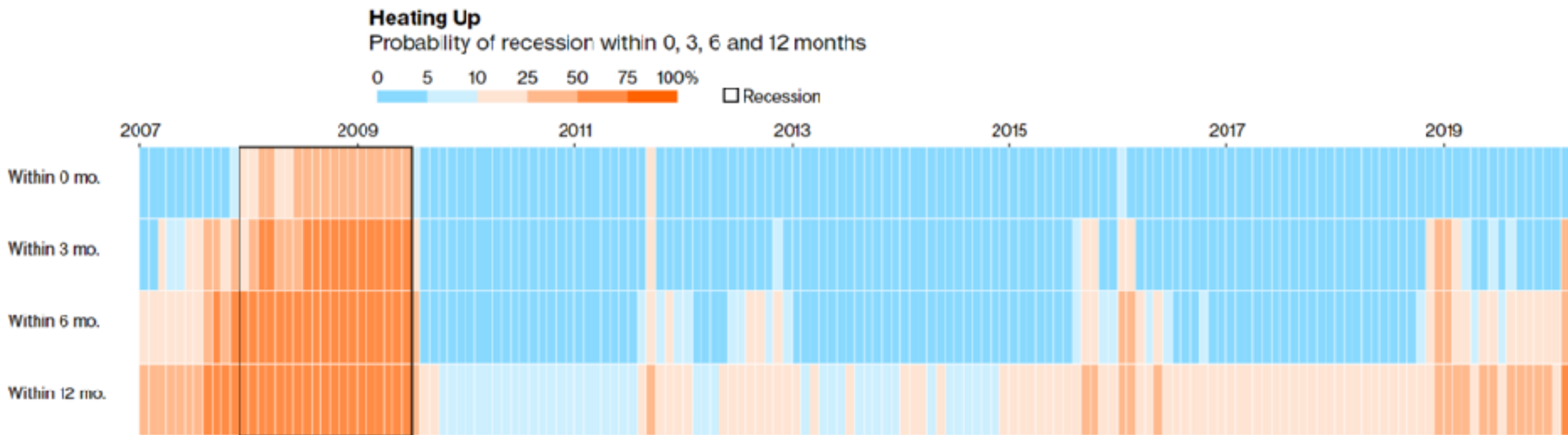
Barring a change in current trends, the industrial world's working-age population will decline over the next generation, and China's working-age population will decline as well. At the same time, trends toward increased labor force participation of women have played out with, for example, more women than men now working in the United States.

These demographic developments eliminate the demand for new capital goods to equip and house a growing workforce. This trend is reinforced by the observation that the amount of saving required

A FUNDAMENTAL DIFFERENCE between natural science

- Сбережения при недостатке спроса;
- Объективное снижение потребностей в инвестициях;
- Излишние сбережения как тормоз экономического роста;
- Центральным банкам теперь надо поддерживать, а не снижать инфляцию

Уже в конце 2019 г. ожидания рецессии в 2020 г. были высоки



Source: Bloomberg Economics

- Публикация в Bloomberg - Pickert, Qiu и McIntyre 14 октября 2019 вероятность рецессии в пределах 12 месяцев = 53%

# Субъективно о «науке о предсказаниях»

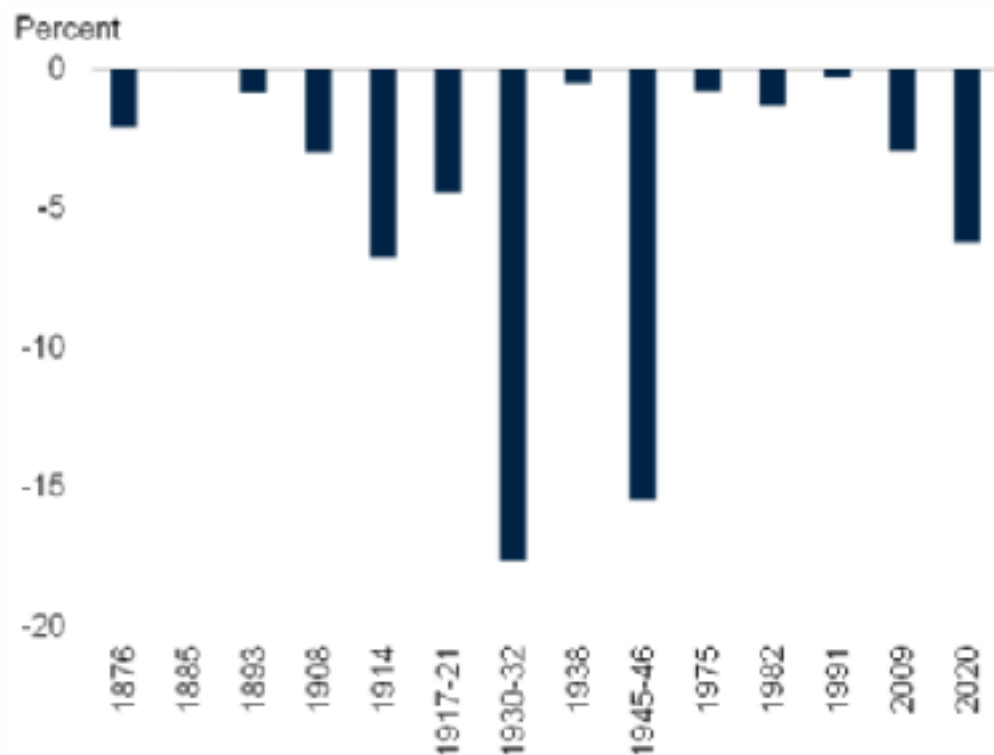
- 2008 г. лучше предсказал S&P/Case-Shiller индекс недвижимости;
- 2020 г. - спреды 10 и 2-летних гособлигаций в США и VIX;
- Кризис 2008 г. предсказали герои-одиночки, наступление рецессии в 2020 г. было массово ожидаемым событием;
- Вне игры с предсказанием кризиса оказался МВФ, который в январе 2020 г. не выпустил поправок в Доклад о финансовой стабильности
- Недооценка риска пандемии коронавируса;
- События 2000 г. не повлияли на научные знания о предсказаниях;
- Для скептиков - статья А. Шляйфера (2015) <https://www.nber.org/papers/w23191>. Для оптимистов рекомендую почитать статью Ю. Данилова и др. (2020). <https://financetp.fa.ru/jour/article/view/956>

# Спусковой крючок: почему рынок упал именно 16 марта 2020 г.?

- В воскресенье, 15 марта, в 17-00 часов Председатель ФРС Джером Пауэлл неожиданно для рынка объявил о внеплановом снижении процентных ставок и готовности поддержать ликвидность на фондовом рынке на сумму 700 млрд долл. Рынок ждал, что вопрос о снижении ставок будет обсуждаться по графику ФРС лишь в среду, 18-го марта.
- У крупных банков из-за регуляторных ограничений не хватило сил выступить в качестве стабилизатора долгового рынка при внезапном кризисе ликвидности;
- Ряд муниципалитетов столкнулись с резким ростом стоимости заимствований при пассивности банков-андеррайтеров.

# Темпы падения ВВП на душу в мире по оценкам Всемирного банка

- 2020 г. четвертое по глубине падение показателя



# Прогноз ОЕСД, 10 июня 2020 г.

	Темпы роста ВВП, %			Безработица, %			Государственный долг / ВВП, %		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
<b>Сценарий единственного удара</b>									
Мир	2,7	-6,0	5,2	5,4	9,2	8,1			
США	2,3	-7,3	4,1	3,7	11,3	8,5	108,5	128,8	133,1
Великобритания	1,4	-11,5	9,0	3,8	9,1	7,8	116,1	137,7	136,2
Япония	0,7	-6,0	2,1	2,4	3,2	3,2	225,3	244,4	247,7
Евросоюз	1,3	-9,1	6,5	7,6	9,8	9,5	104,0	120,9	120,3
Китай	6,1	-2,6	6,8						
<b>Сценарий повторного удара волны коронавируса</b>									
Мир	2,7	-7,6	2,8	5,4	10,0	9,9			
США	2,3	-8,5	1,9	3,7	12,9	11,5	108,5	131,8	140,1
Великобритания	1,4	-14,0	5,0	3,8	10,4	10,0	116,1	142,2	148,6
Япония	0,7	-11,5	2,5	2,4	3,4	3,9	225,3	247,6	256,9
Евросоюз	1,3	-11,5	3,5	7,6	10,3	11,0	104,0	127,9	130,9
Китай	6,1	-3,7	4,5						

- Два сценария развития ситуации с коронавирусом: без второй волны в 2020 г. ВВП в мире снижается на 6% в 2020 г. и растет на 5,2% в 2021 г. При второй волне снижение может составить 7,6% в 2020 г. при росте лишь на 2,8% в 2021 г.
- Падение ВВП в Евросоюзе выше, чем в США
- Резкий рост госдолга стран в обоих вариантах



# Прогнозы роста в России

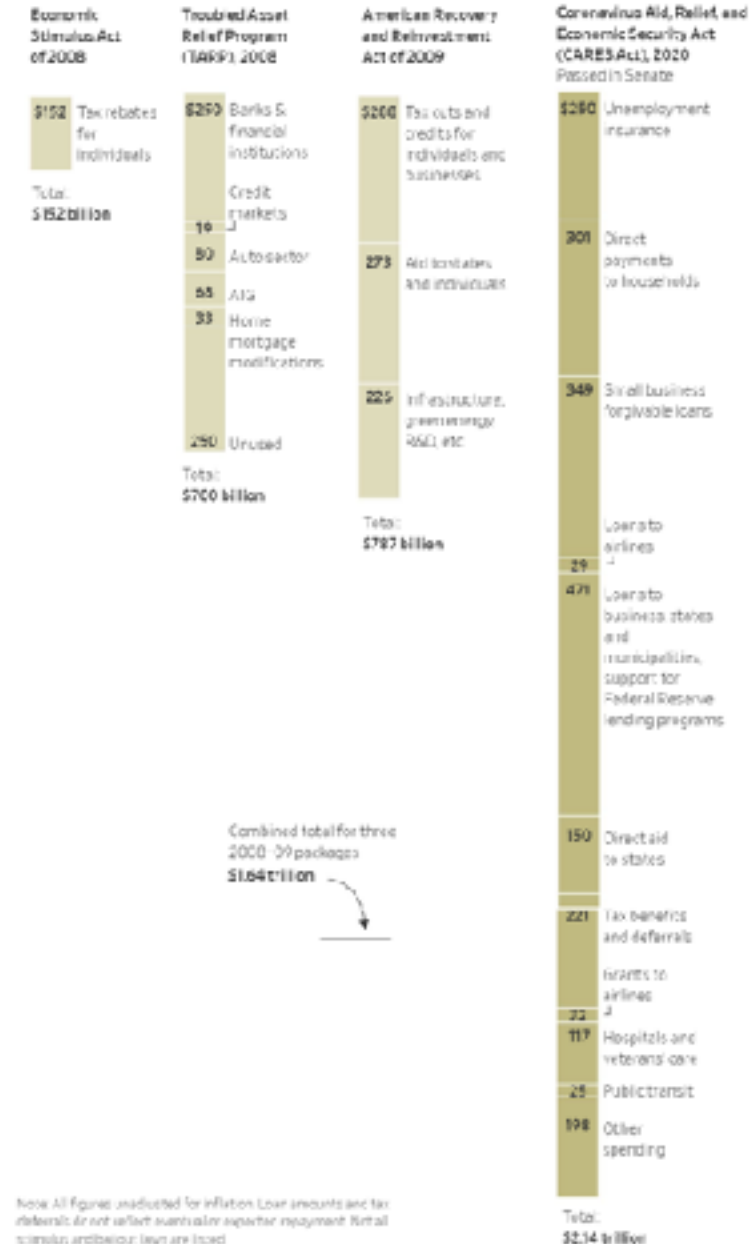
	2019	2020	2021	2022
МВФ (апр.2020)	1,9	-5,5	3,5	
Всемирный банк (8 июня)	1,3	-6	2,7	
МЭР (17 июня)	1,3	-4,8	3,2	2,9

# Господдержка-2020

- Основной механизм поддержки - госбюджет;
- Господдержка идет минуя банки

## Bailouts and stimulus, then and now

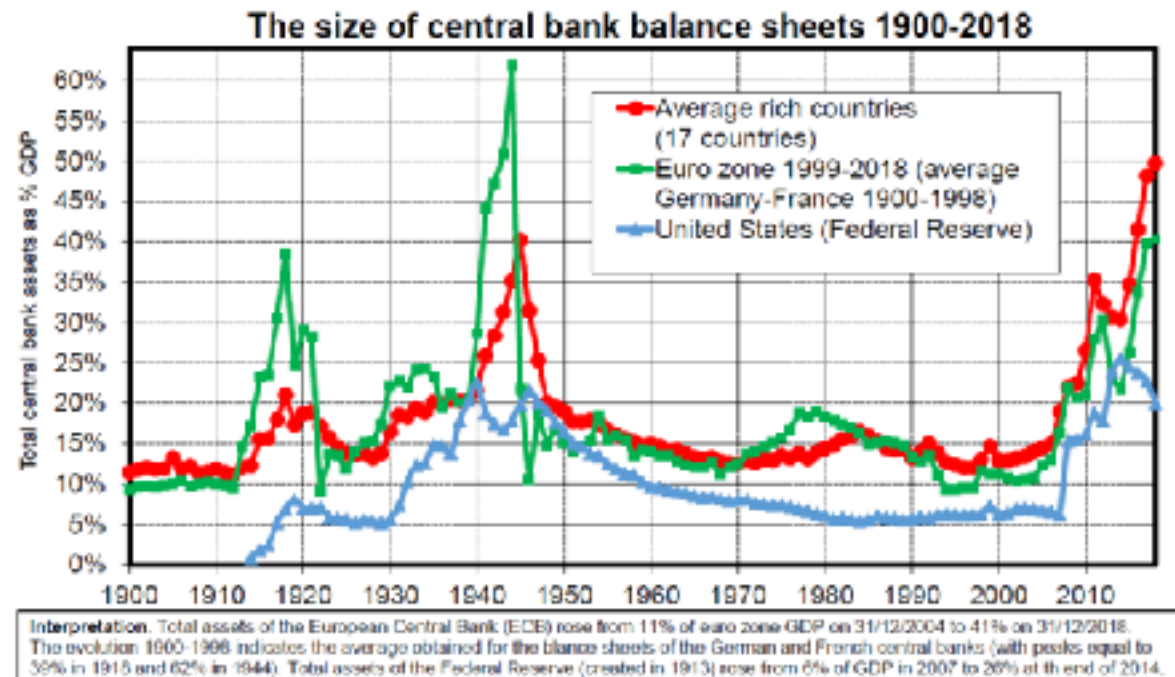
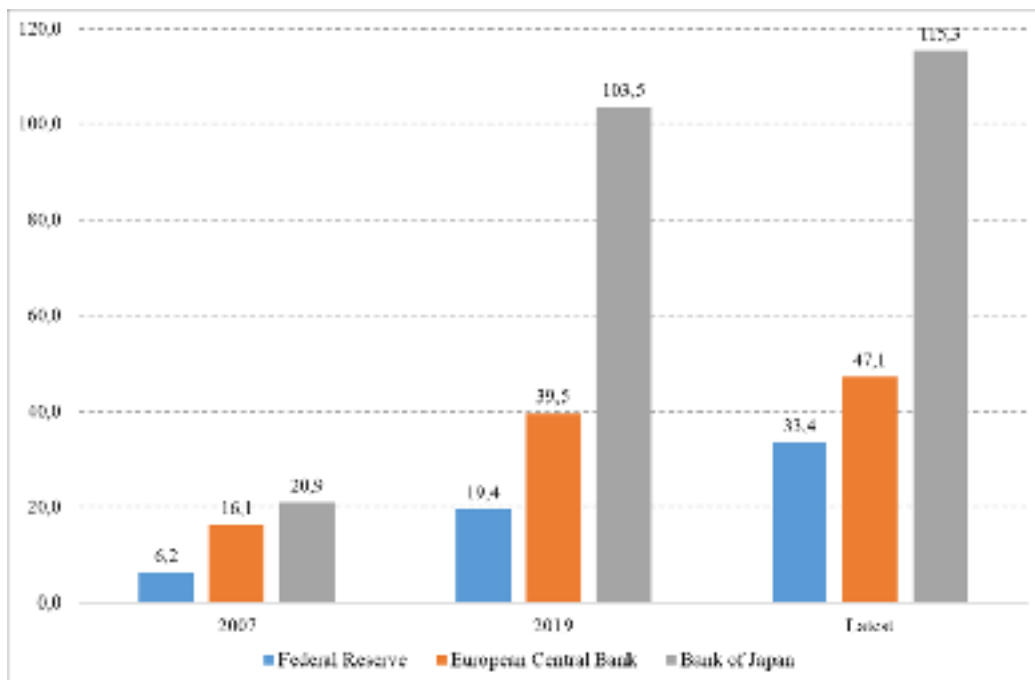
Congress has committed more than \$2 trillion to help the economy amid the coronavirus pandemic, putting more programmatic outlays to help workers and individuals than stimulus packages.



Note: All figures unadjusted for inflation. Loan amounts and tax deferrals do not reflect eventual taxpayer repayment. Total stimulus and bailout loan are fixed.

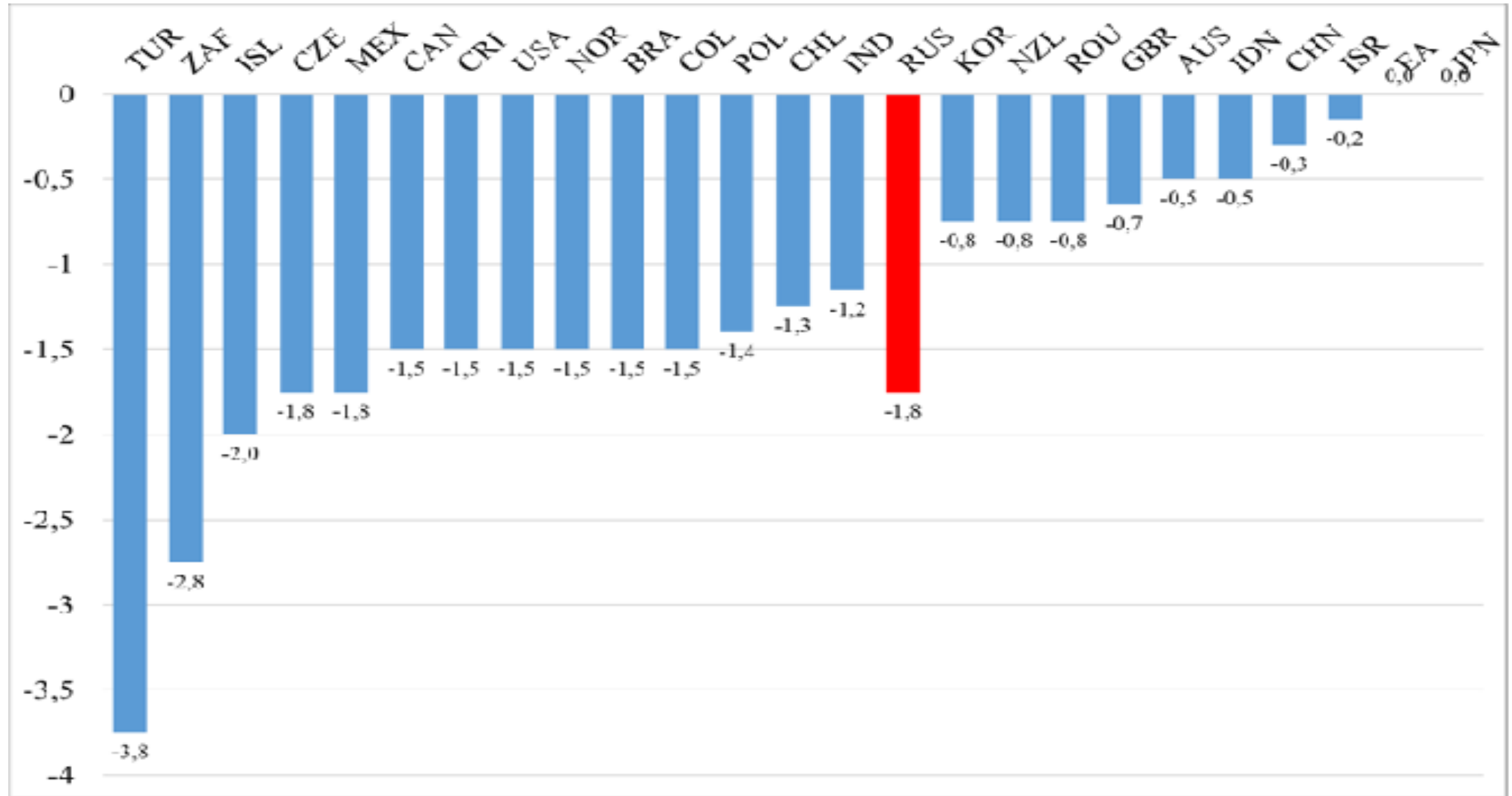
Sources: Legislative text; estimates by author, lawmakers and outside groups (CARES Act); Congressional Budget Office (www.cbo.gov); U.S. Treasury (www.treasury.gov); Brookings Institute (www.brookings.edu); THE WALL STREET JOURNAL.

# Меры поддержки: доля активов центральных банков в ВВП, %

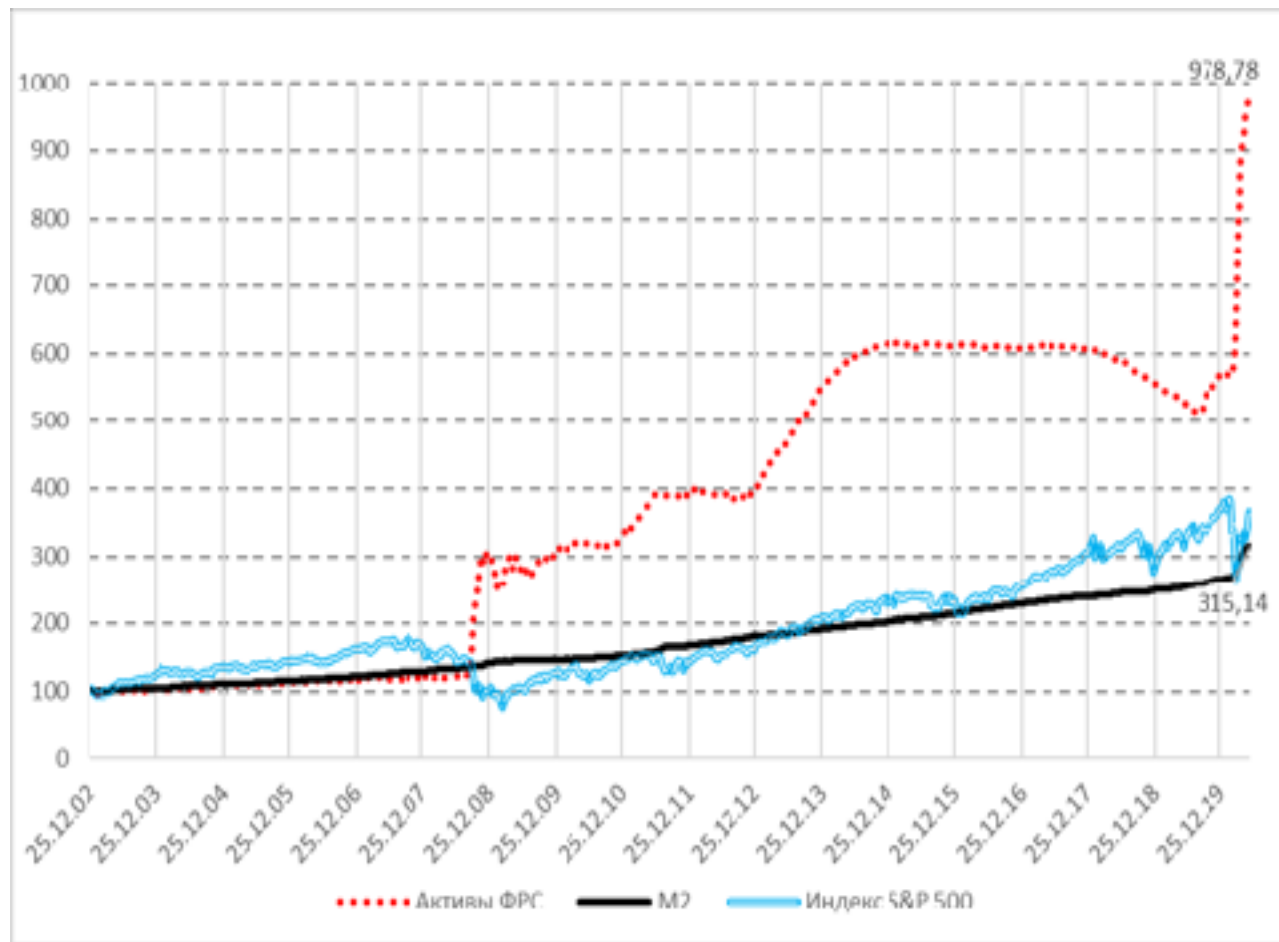


- США рост с 19,4% ВВП в 2019 г. до 33,4% ВВП в июне 2020 г.
- ЕЦБ рост с 39,5% ВВП до 47,1% ВВП
- Банк Японии рост с 103,5% ВВП до 115,3% ВВП
- Источник: OECD Economic Outlook

Снижение ставок в 2020 г., п.п. (ОЕСД). 19 июня ЦБР снизил ставку еще на 1 п.п.

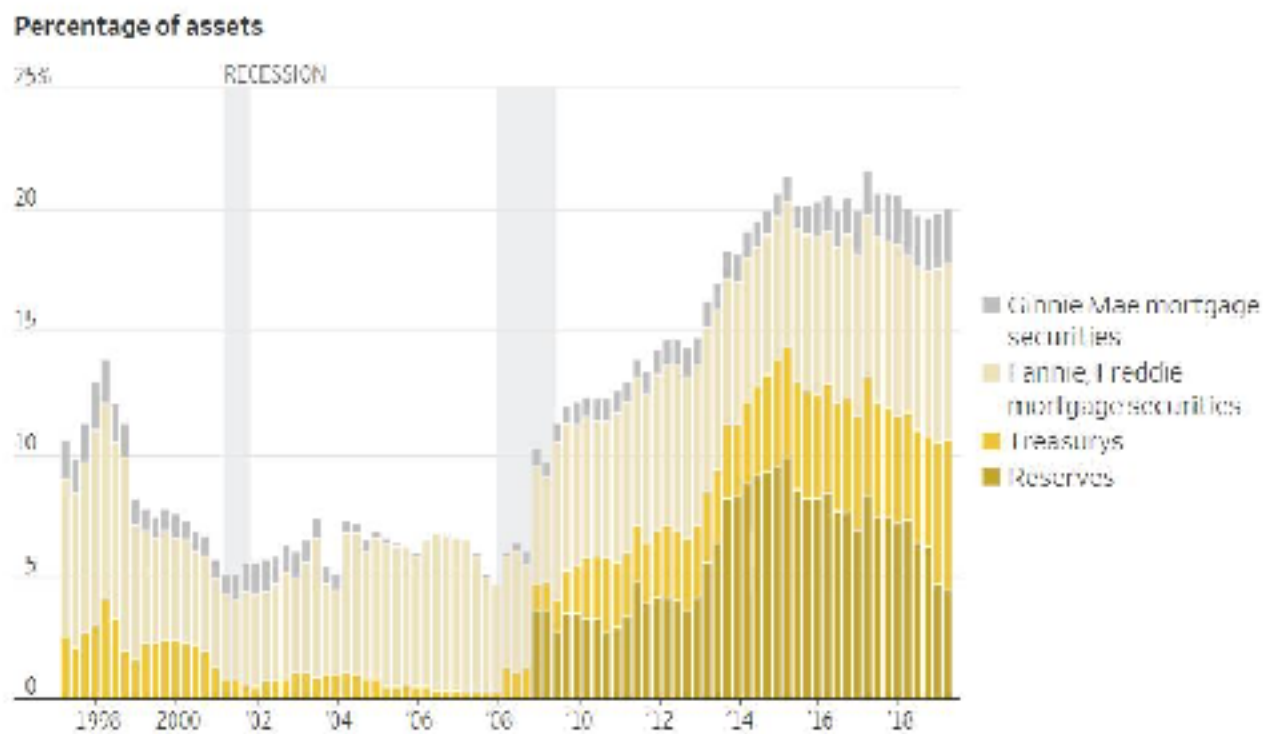


# Что заботит ФРС?



- Джером Пауэлл, 17 июня «Было бы разумно искать способы продолжать поддерживать людей, которые не имеют работы, а также малые предприятия.
- Почему Пауэлл продолжает настаивать на поддержке: проблема стимулирования потребительского спроса и деловой активности.
- Из активов основная поддержка приходится на государственные облигации и ипотечные ценные бумаги. Новое - корпоративные облигации и облигационные ETFs/
- Изменения в механизме рефинансирования бизнеса и населения (минуя банки).

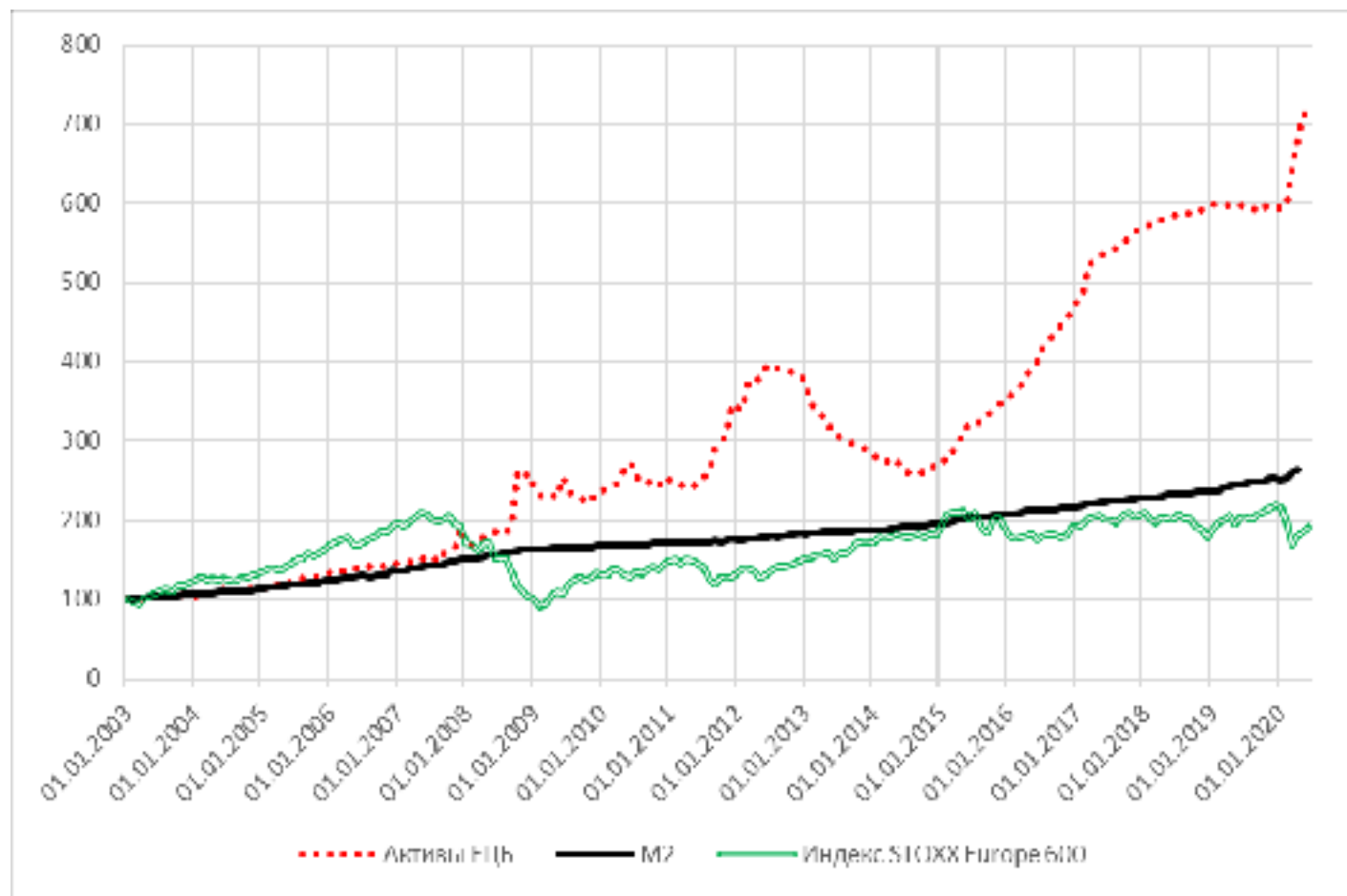
# Доля ликвидных активов в активах банковской системы



Source: Federal Reserve Bank of Kansas City

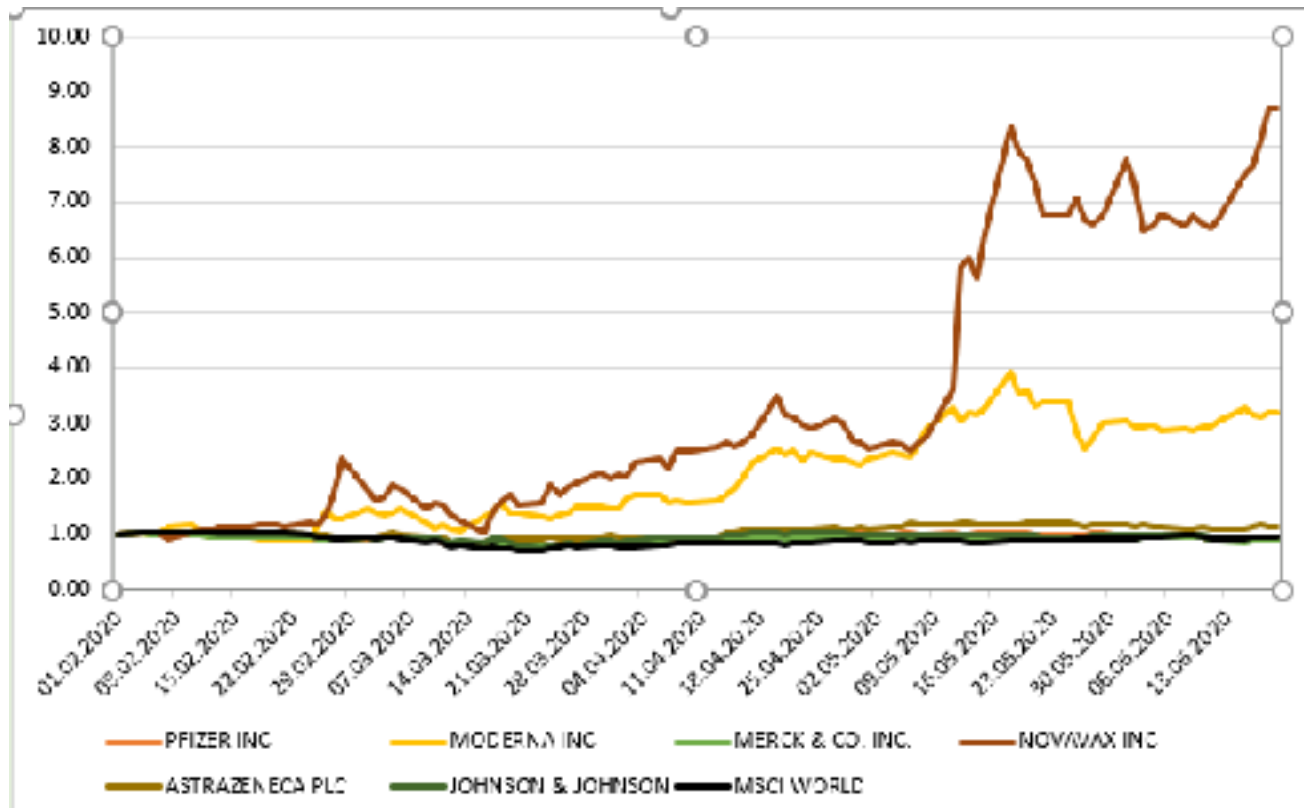
- Повышение требований по ликвидности активов банковской системы сделало банки беспомощными в предотвращении кризисов ликвидности в 2020 г.
- В отличие от 2008 г. программы рефинансирования экономики со стороны ФРС осуществлялись минуя банки

# Активы ЕЦБ, денежная масса M2 в Европейском союзе и индекс STOXX Europe 600 (01.01.2003 = 100%), 2003-2020 гг.



- ЕЦБ также наращивает программы помощи.

# Когда будет вакцина и как рынок оценивает претендентов?



- Лидеры гонки с США: Moderna. Поддерживаемая Правительством и Новавакх, финансируемый фондом Билла Гейца;
- 18 июня 2020 г. CEO Moderna - Stéphane Bancel заявил, что вакцина поступит в распределение только в 2021 г.

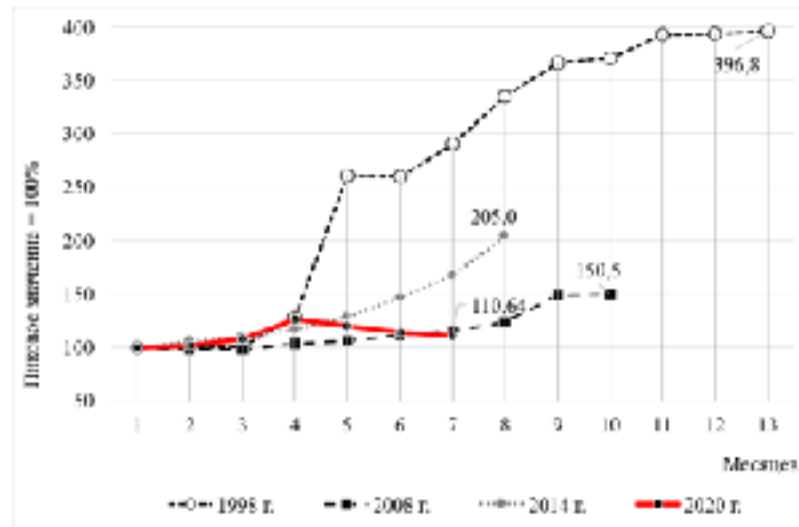


# В отличие от экономики финансовые рынки восстанавливаются быстро



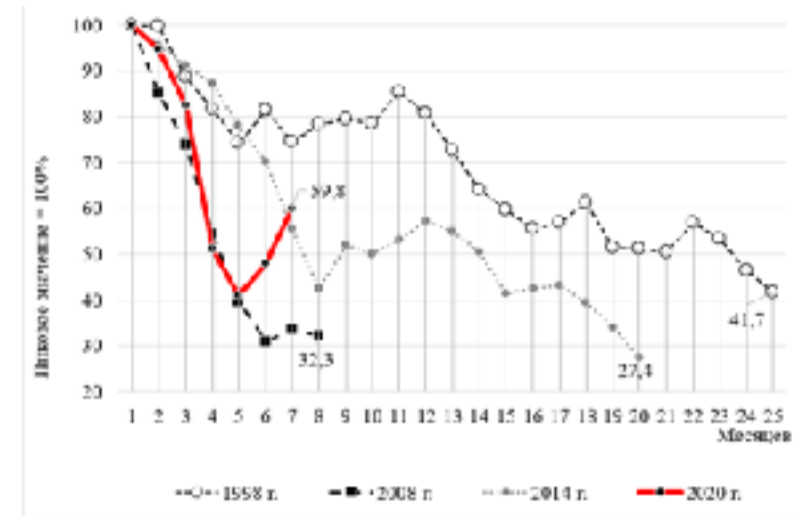
Примечание. Значение индекса RTS в июне 2020 г. — по состоянию на 11 июня 2020 г.

Рис. 3. Изменение индекса RTS по отношению к его пиковым значениям в июле 1997 г. (в результате кризиса 1998 г.), в мае 2008 г., в феврале 2014 г. и в декабре 2019 г., % (шк = 100%)



Примечание. Курс доллара в рублях в июне 2020 г. — по состоянию на 11 июня 2020 г.

Рис. 4. Изменение ежемесячных значений курса доллара в рублях по отношению к его пиковым значениям в мае 1998 г., в мае 2008 г., в мае 2014 г. и в декабре 2019 г., % (шк = 100%)



Примечание. Среднемесячная цена нефти Brent в июне 2020 г. рассчитана за период с 1 по 11 июня 2020 г.

Рис. 5. Изменение среднемесячных значений цен нефти марки Brent к пиковым значениям в декабре 1996 г. (в предкризисный период 1996 г.), в мае 2008 г., в мае 2014 г. и в декабре 2019 г., % (шк = 100%)

- На фоне трех других финансовых кризисов кризис 2020 г. в России идет по весьма щадящему сценарию (см. графики акций, рубля, нефти)

# Динамика индексов национальных бирж в 2020 г., %

	Прирост.	
	С начала 2020 г.	В июне 2020 г.
Китай - Шенчженьская фондовая биржа (СПИА - NASDAQ (композитный индекс))	8.6	4.7
Дания - Копенгагенская биржа (KAX)	3.8	-0.7
Аргентина - биржа Буэнос-Айреса (MerVal)	3.3	13.8
Малайзия - Малайзийская биржа (KLSE)	2.7	4.9
Южная Корея - Корейская биржа (KOSPI)	3.0	5.1
Турция - Borsa Istanbul (ISE-100)	-4.3	3.8
Китай - Шанхайская фондовая биржа	4.3	2.4
Япония - Токийская биржа (Nikkei 225)	5.7	2.0
Южная Африка - Йоханнесбургская биржа (All Share)	-6.4	3.9
Португалия - Лиссабонская биржа (Euronext)	-7.0	-0.1
США - индекс Standard & Poor's 500	-7.1	-1.4
Финляндия - биржа Хельсинки (OMXTI)	7.2	0.9
Швейцария - Швейцарская биржа (SIX)	-7.2	0.2
Швеция - Стокгольмская биржа (OMX)	-8.7	-0.7
Германия - Франкфуртская биржа (DAX)	9.0	4.0
Нидерланды - Амстердамская биржа (AEX-25)	-9.4	2.8
Россия - Московская биржа (MOEX)	-9.9	0.3
Канада - биржа Торонто (TSE 300)	-11.4	-1.0
Норвегия - биржа Осло (OBX)	11.9	5.7
США - индекс Доу Джонса	-11.9	-1.0
Австралия - Австралийская биржа (ASX)	-12.4	1.5
Тайланд - биржа Бангкок (SET)	12.5	3.0
Польша - Варшавская биржа (WIG)	-13.1	4.5
Гонконг - Гонконгская биржа (Hang Seng)	-13.8	5.8
Мексика - Мексиканская биржа (IPC)	-15.4	2.0
Чили - Фондовая биржа Сантьяго (IPSA)	15.5	8.1
Бельгия - Брюссельская биржа (BEL-20)	-16.0	3.8
Сингапур - Сингапурская биржа (Straits)	-16.7	6.9
Финляндия - Финляндская биржа (PSE SMI)	17.1	10.9
Индия - биржа Индия (NIFTY)	-18.0	4.1
Бразилия - биржа Сан-Паулу (Bovespa)	-18.1	8.3
Франция - Парижская биржа (CAC 40)	-18.2	4.2
Великобритания - Лондонская биржа (FTSE 100)	-18.7	0.9
Италия - Итальянская биржа (FTSEMIB)	19.2	4.3
Венгрия - Будапештская биржа (BUX)	-19.7	3.2
Россия - Московская биржа (PIIC)	20.1	1.5
Испания - Мадридская биржа (Ibex 35)	23.0	3.7
Кипр - Кипрская биржа (CSE)	-23.7	1.0
Греция - биржа Афины (ATHEX)	-29.8	-1.4

# На отскоке и из-за пандемии на фондовый рынок пришло много частных инвесторов

FIGURE 2  
The S&P 500 has rallied since mid-March 2020, and Robinhood customer holdings jumped at the same time...

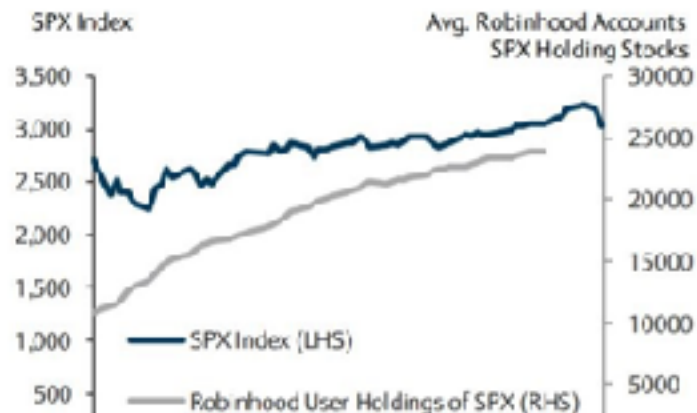
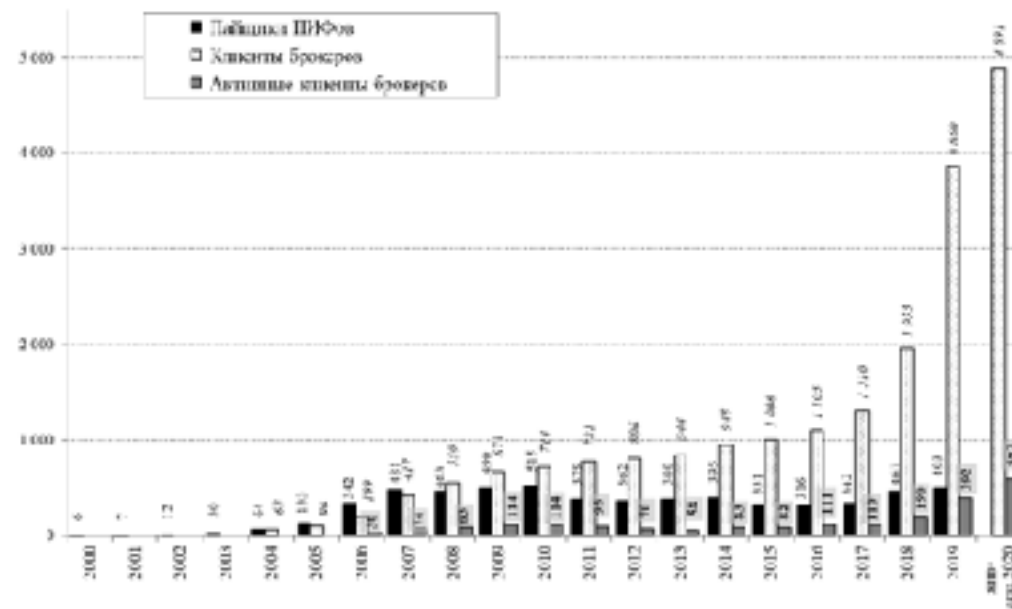
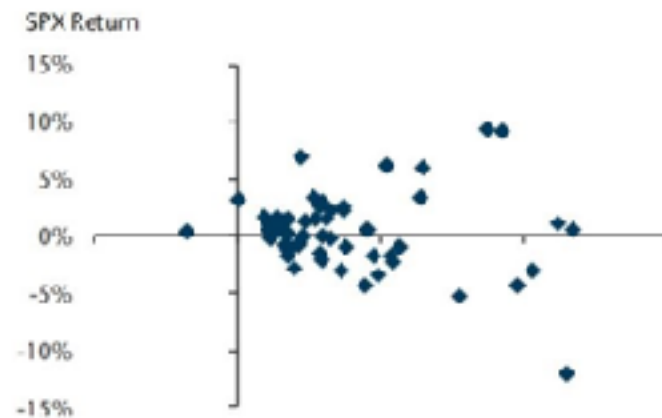


FIGURE 3  
...but the relationship between customer growth and SPX Index performance is not clear



- В США спорят влияет ли рост клиентов онлайн брокеров на быстрое восстановление индексов (см. график на примере Robinhood). В России тоже быстро растет число клиентов брокеров, но это не влияет на рост индексов

# Партия оптимистов и пессимистов

## Оптимисты

- 11 июня Президент США Дональд Трамп заявил в Твиттере: «Федеральный резерв так часто ошибается. Я тоже вижу цифры и делаю выводы НАМНОГО лучше, чем они. У нас будет очень хороший третий квартал, отличный четвертый квартал и один из наших лучших 2021 год». Там же он подчеркнул: «У нас также скоро будет вакцина и терапия/лечение для нового коронавируса. Это мое мнение. СМОТРИТЕ!»

## Пессимисты

- 10 июня, Джером Пауэлл сказал, что из-за потенциального снижения спроса на товары и услуги миллионы людей не вернутся быстро к своей прежней работе. Согласно опубликованному в этот день прогнозу ФРС американская экономика снизится на 6,5% в 2020 г. по сравнению с ростом, ожидавшимся на этот год в декабрьском 2019 г. прогнозе ФРС.

# Основные риски для рынка после пандемии

- Быстрое восстановление рынка акций с последующей длительной его стагнацией, ожидания «Taper Tantrum»;
- Ожидание сворачивания QE и роста процентных ставок на рынке облигаций, режим постоянной лихорадки;
- Накопление дефицитов в пенсионных фондах в условиях стабильно низкой доходности;
- Высокий госдолг и возрождение идей государства всеобщего благосостояния в том числе в сфере пенсионного обеспечения;
- Ухудшатся институты финансового рынка (рост концентрации бизнеса, рост налогов, ослабление конкуренции, чрезмерное регулирование, манипулирование неопытными инвесторами в сетях и на инвестиционных платформах);
- В России ждет насаждение разного рода проектов «сверху», рост административного бремени, ухудшение конкуренции, со все большим отставанием внутреннего рынка от конкурентов.

Спасибо за внимание!

Лаборатория анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС, наши открытые ресурсы в сети «Интернет»: <https://ipei.ranepa.ru/ru/laifr>