

МОНИТОРИНГ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ В РОССИИ

Тенденции и вызовы социально-экономического развития

2020. № 22(124). Август

1. ОБЗОР ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ (18–31.07.2020)

Абрамов А.Е., к.э.н., заведующий лабораторией анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС;

Косырев А.Г., м.н.с. лаборатории анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС;

Радыгин А.Д., д.э.н., профессор, руководитель научного направления «Институциональное развитие, собственность и корпоративное управление» Института Гайдара; директор ИПЭИ РАНХиГС; директор Института ЭМИТ РАНХиГС;

Чернова М.И., н.с. лаборатории анализа институтов и финансовых рынков РАНХиГС

За две недели с 18 по 31 июля 2020 г. на финансовых рынках разных стран не наблюдалось серьезных потрясений. Однако настроения инвесторов были далеки от оптимизма: рекордно низких уровней в развитых странах достигла доходность государственных бумаг, резко выросла цена золота. Тревожные ожидания инвесторов основаны на неблагоприятной статистике спада ВВП в США и в Европейском союзе во II квартале 2020 г. и замедлении процесса восстановления мировой экономики.

Новости и мнения за две недели

1. 24 июля 2020 г. в WSJ была опубликована большая статья «Спасение разрушающегося капитализма» [1], посвященная анализу долгосрочных последствий государственного вмешательства в экономику, в том числе в виде программ поддержки бизнеса и домашних хозяйств во время пандемии. Указанные меры поддержки в развитых странах оцениваются в размере около 10% ВВП. При этом уже в 2019 г. общая долговая нагрузка в мире достигла исторического максимума в размере 320% от ВВП.

Плата за легкие деньги – низкий рост, замедляющаяся производительность, упадок предпринимательства и растущее неравенство¹. По мнению автора, «наша растущая нетерпимость к экономическим рискам и потерям подрывает естественную устойчивость капитализма и в настоящее время угрожает самому его выживанию; спады перестали очищать экономику от неэффективных компаний, а восстановление экономики становится все слабее и слабее, с более низким ростом производительности».

В 1980-х годах по оценке Банка международных расчетов (BIS) только 2% публично торгуемых компаний в США считались «зомби». В настоящее время, согласно исследованиям Deutsche Bank, доля таких компаний в США равна 19%. Зомби также распространяются в Европе, Китае и Японии, где это явление проявилось впервые.

В статье WSJ содержатся ссылки на ряд авторитетных исследований, показывающих отрицательное влияние расширения государственного

¹ Под такими компаниями понимаются фирмы, чья прибыль в течение трех лет оказывается недостаточной даже для обслуживания процентных платежей по их долгам.

1. Обзор финансовых рынков (18–31.07.2020)

вмешательства в экономику на экономический рост. Например, автор ссылается на доклад Европейского центрального банка 2011 г., где на примере 108 стран за период 1970–2008 гг. было обнаружено значительное негативное влияние «большого» правительства на рост ВВП на душу населения [2]. Отчет канадской исследовательской организации BCA Research обнаружил аналогичную связь в 28 крупнейших развитых странах, в том числе в США, в 2000–2014 гг.¹

Автор статьи делает следующий вывод: когда пандемия пройдет, власти должны выйти из режима спасения и начать отучать капитализм от легких денег и помощи. Они должны признать, что государственное вмешательство сильно искажает ценовые сигналы.

2. Экономики США и Еврозоны показали рекордное сокращение за последние 50 лет. ВВП США по отношению к I кварталу 2020 г. сократился на 9,5% [3]. ВВП Германии упал на 11,7% по отношению к I кварталу 2019 г. (во II квартале 2020 г. – на 10,1%) [4]. ВВП Франции, Испании, Италии и Еврозоны за II квартал 2020 г. упал на 13,8, 18,5, 12,4 и 12,1% соответственно (по отношению ко второму кварталу 2019 г. снижение составило 19,0, 22,1, 17,3 и 15,0% соответственно).

3. Сложная ситуация в экономике нередко вынуждает государства принимать исторически беспрецедентные решения. Примером такой инициативы является объявленный 21 июля странами Европейского союза выпуск совместных облигаций объемом 750 млн евро [5]. Это решение, несмотря на его беспрецедентность, сравнивают с появлением самого надежного в мире государственного долга США, когда благодаря инициативе Александра Гамильтона в 1790 г. федеративное государство приняло на себя долги штатов.

Объем общеевропейских облигаций превышает в два раза запланированную эмиссию облигаций Германии, а сам выпуск «коронабондов» будет производиться постепенно, примерно по 150 млн евро в год, как говорят эксперты Citigroup Inc. Эти облигации могут считаться альтернативой казначейским облигациям США с точки зрения риска и, возможно, станут новым бенчмарком европейских активов вместо облигаций Германии. Спрос на новый безрисковый актив у инвесторов, по оценкам экспертов, крайне высок на фоне отрицательных доходностей немецких бумаг. Ожидается, что сроки погашения облигаций составят от 3 до 30 лет, создавая новую кривую доходности для Европы, а рейтинг бумаг будет находиться на уровне AAA.

4. С 17 по 29 июля в течение 9 торговых дней цены на золото выросли с 1 797 до 1 971 долл. за тройскую унцию [6]. Цены внутри торгового дня вырастали выше 2 000 долл. за унцию. Ралли было вызвано обеспокоенностью инвесторов по поводу пандемии и восстановления экономики, а также отрицательными реальными ставками в США, которые достигли -0,973% к 30 июля и ослаблением доллара (*рис. 1 и 2*).

Согласно расчетам Deutsche Bank, текущая доходность 10-летних казначейских облигаций США, снизившаяся до 0,520% 31 июля 2020 г., является рекордно низкой за последние 234 года наблюдений [7].

5. Низкая доходность 10-летних государственных облигаций не только свидетельствует о неуверенности инвесторов относительно долгосрочных экономических перспектив, но также может служить предиктором серьезных

1 URL: <https://trueeconomics.blogspot.com/2014/11/13112014-size-of-government-vs-growth.html>.

Мониторинг экономической ситуации в России

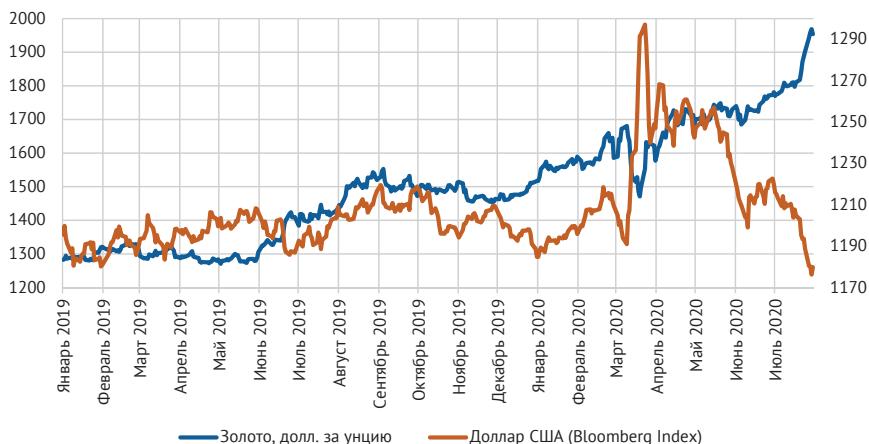


Рис. 1. Цены на золото (долл. за тройскую унцию, ось слева) и индекс Bloomberg Dollar Spot Index (ось справа), 2019 г. – июль 2020 г.

Источник: данные Bloomberg на 30 июля 2020 г.

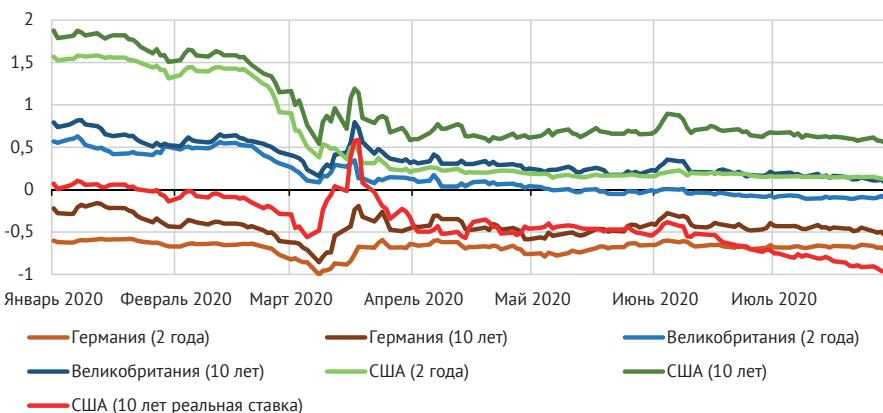


Рис. 2. Доходности 2-х и 10-ти летних государственных облигаций США, Германии и Великобритании, реальная доходность 10-летних облигаций США с учетом инфляции, %, 2020 г.

Источник: данные Bloomberg на 30 июля 2020 г.

спадов на рынках акций. Публикация в WSJ [8] обращает внимание на гипотезу финансового историка Элроя Димсона (Elroy Dimson) обосновавшего связь между реальными ставками доходности 10-летних государственных облигаций и доходностью акций. Отрицательные реальные процентные ставки предшествовали крупным финансовым кризисам XVIII, XIX и XX веков.

6. В конце июля также вышли две публикации [9] о предсказательной силе для американского рынка акций индикатора Shiller Price / Earning Ratio (CAPE), разработанного Робертом Шиллером¹. Нынешнее значение CAPE, равное 30,14, соответствует размеру данного показателя в 1929 г., накануне Великой депрессии, что предсказывает высокие риски падения американского рынка акций. При этом опубликованное 20 июля исследование американского экономиста Майкла Финке [10] обосновало близкий к максимуму в размере единицы уровень корреляции между значением CAPE и доходностью индекса S&P500 за период 1995–2020 гг.

1 Он рассчитывается как отношение цены акций к среднегодовому за 10 лет размеру чистой прибыли эмитентов.

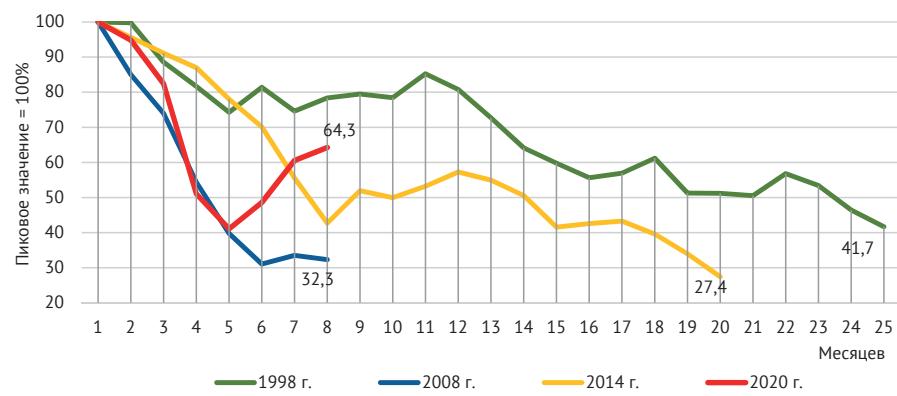
1. Обзор финансовых рынков (18–31.07.2020)

7. Акции компании Eastman Kodak Co. взлетели 29 июля на фоне новости о том, что ей будет выдан заем в 765 млн долл. от государства на открытие нового филиала Kodak Pharmaceuticals и производство ингредиентов для лекарства от COVID-19. Дональд Трамп объявил, что это позволит снизить зависимость американской фармацевтики от импорта ингредиентов для лекарств, который на данный момент составляет порядка 90% [11]. Прирост от начала года составил почти 600%, а прирост только за 29 июля составил 318%. В то же время компания Moderna Inc. сообщила о начале стадии испытаний вакцины на пациентах в США, число которых в ближайшее время вырастет до 30 000, а также публикует положительные результаты испытаний вакцины на приматах. Правительство выделило компании второй пакет финансирования объемом 472 млн долл., увеличивая общий размер финансирования до 955 млн долл. [12].

8. В конце июля интересные события произошли в сфере пенсионного обеспечения в Чили [13]. Только что там был принят закон, предусматривающий, что в течение 12 месяцев чилийцы могут получить сумму в размере до 10% своих пенсионных накоплений. Президент Чили Себастьян Пиньера был против этого закона, но в итоге закон вступил в силу. В течение 5 часов после его выхода почти 2 млн чилийцев вошли в систему на пенсионных сайтах, чтобы подать заявку на получение средств. Ожидается, что за счет частных пенсионных фондов люди получат 20 млрд долл., или 8,3% ВВП. Опросы показывают, что получатели в основном планируют потратить средства на погашение долгов и питание, что может привести к смягчению экономического спада в Чили в этом году.

Индикаторы кризиса на российском финансовом рынке

За период с 18 по 31 июля рост цен на нефть составил 0,5 п.п. По состоянию на 30 июля среднемесячная цена нефти марки Brent составила 64,3% от показателей декабря 2019 г. (рис. 3). За последний месяц рост курса рубля практически повторяет аналогичный показатель кризиса 2008 г. (рис. 4). С декабря 2019 г. по 30 июля накопленное ослабление рубля к доллару составило 18,5% (что на 5,5 п.п. больше значений в начале июля).

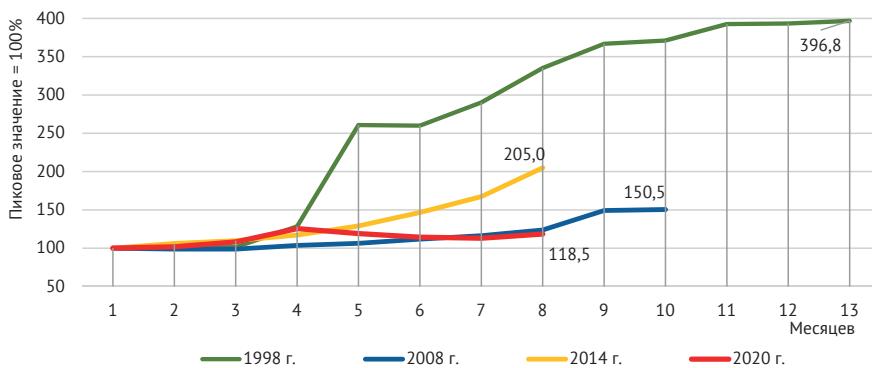


Примечание. Среднемесячная цена нефти Brent в июле 2020 г. рассчитана за период с 1 по 30 июля 2020 г.

Рис. 3. Изменения среднемесячных значений цен нефти марки Brent к пиковым значениям в декабре 1996 г. (в преддверие кризиса 1998 г.), в июле 2008 г., в июне 2014 г. и в декабре 2019 г., % (пик = 100%)

Источник: расчеты авторов по данным Thomson Reuter и информационного портала компании «Финам» ([URL: https://www.finam.ru/profile/tovary/brent/?market=24](https://www.finam.ru/profile/tovary/brent/?market=24).)

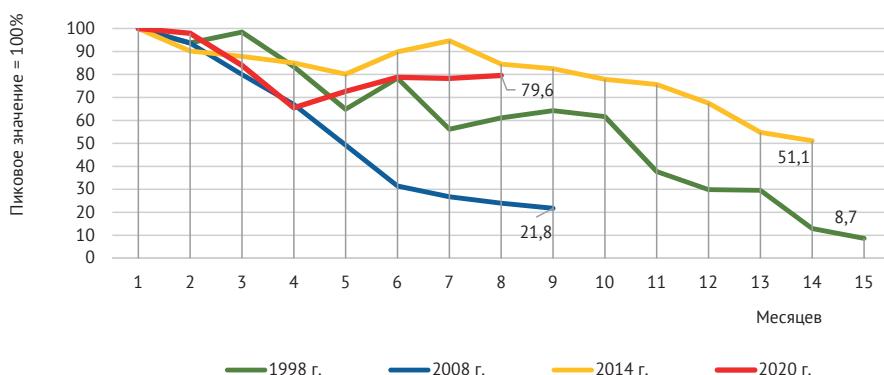
Мониторинг экономической ситуации в России



Примечание. Курс доллара в рублях в июле 2020 г. – по состоянию на 30 июля 2020 г.

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

Источник: расчеты авторов по данным Банка России.



Примечание. Значение индекса РТС в июле 2020 г. – по состоянию на 30 июля 2020 г.

Рис. 5. Изменения индекса РТС по отношению к его пиковым значениям в июле 1997 г. (в преддверии кризиса 1998 г.), в мае 2008 г., в феврале 2014 г. и в декабре 2019 г., % (пик = 100%)

Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

За последние два месяца серьезных изменений индекса РТС не произошло. На 30 июля его значение составило 79,6% от аналогичного показателя в декабре 2019 г. (рис. 5).

Фондовые индексы и курсы валют в мире

Значительный рост наблюдается у индекса Шэнъчжэньской биржи. За последние две недели рост составил 4,9 п.п. (или 31% с начала 2020 г.). По-прежнему продолжает расти индекс Аргентинской биржи – с 16 июля индекс вырос на 10,7 п.п. (с начала года рост индекса составил 18,6%). Наибольшее снижение значений, как за месяц, так и с начала 2020 г. наблюдается у индексов бирж Кипра и Греции (с начала года снижение составило 30,2 и 32,9% соответственно).

За 2020 г. треть рассматриваемых валют восстановились по отношению к доллару. Наибольший рост с начала 2020 г. по 30 июля можно отметить у шведской кроны и швейцарского франка (7,9 и 6,4% соответственно). Также продолжает укрепляться евро – 5,6% по сравнению с началом года (из них 5,4% за последний месяц). В то же время индекс доллара (Bloomberg index) снизился с начала года на 0,9%. Наибольшее снижение с начала года

1. Обзор финансовых рынков (18–31.07.2020)

наблюдается у бразильского реала и аргентинского песо (22,3 и 17,4% соответственно), при этом за последние две недели бразильский реал укрепился на 3,4 п.п., а аргентинский песо продолжает ослабляться (1,4 п.п.).

Таблица 1

Динамика индексов национальных бирж в 2020 г., %

	Прирост за	
	2020 г.	Июль 2020 г.
Китай – Шэньчжэньская фондовая биржа	31,0	14,2
Аргентина – биржа Буэнос-Айреса (MerVal)	18,6	27,7
США – NASDAQ (композитный индекс)	18,0	5,3
Дания – Копенгагенская биржа (KAX)	10,5	5,4
Китай – Шанхайская фондовая биржа	8,5	10,9
Южная Корея – Корейская биржа (KOSPI)	2,4	6,7
Малайзия – Малайзийская биржа (KLSE)	0,9	6,8
США – индекс Standard & Poor's 500	0,5	4,7
Южная Африка – Йоханнесбургская биржа (All Share)	-1,5	3,4
Турция – Borsa İstanbul (ISE-100)	-1,5	-3,3
Швеция – Стокгольмская биржа (OMX)	-2,5	3,8
Финляндия – биржа Хельсинки (OMXH)	-3,0	3,9
Канада – биржа Торонто (TSE 300)	-3,9	5,2
Швейцария – Швейцарская биржа (SIX)	-4,4	1,1
Россия – Московская биржа (IMOEX)	-4,4	6,1
Португалия – Лиссабонская биржа (Euronext)	-5,1	1,1
Германия – Франкфуртская биржа (DAX)	-5,8	1,4
США – индекс Доу Джонса	-7,8	1,9
Япония – Токийская биржа (Nikkei 225)	-8,2	-2,6
Нидерланды – Амстердамская биржа (AEX-25)	-8,5	-1,2
Индия – биржа Индии (NIFTY)	-9,0	7,5
Бразилия – биржа Сан-Паулу (Bovespa)	-9,2	10,5
Австралия – Австралийская биржа (AS30)	-10,9	0,9
Польша – Варшавская биржа (WIG)	-12,4	2,2
Гонконг – Гонконгская биржа (Hang Seng)	-12,8	0,7
Норвегия – биржа Осло (OBX)	-13,1	2,5
Мексика – Мексиканская биржа (IPC)	-14,7	-1,5
Чили – Фондовая биржа Сантьяго (IPSA)	-15,3	-0,1
Бельгия – Брюссельская биржа (BEL-20)	-15,6	0,3
Тайланд – биржа Таиланда (SET)	-15,9	-0,8
Италия – Итальянская биржа (FTSEMIB)	-17,2	0,4
Франция – Парижская биржа (CAC 40)	-18,6	-1,4
Россия – Московская биржа (PTC)	-20,0	2,2
Великобритания – Лондонская биржа (FTSE 100)	-20,7	-3,0
Сингапур – Сингапурская биржа (Straits)	-21,5	-2,3
Филиппины – Филиппинская биржа (PSE Comp)	-24,1	-4,5
Венгрия – Будапештская биржа (BUX)	-24,7	-3,1
Испания – Мадридская биржа (Ibex 35)	-26,9	-3,4
Кипр – Кипрская биржа (CSE)	-30,2	-8,0
Греция – биржа Афин (ATHEX)	-32,9	-3,8

Примечание. Значения индексов по состоянию на 30 июля 2020 г.

Источник: индексы бирж в национальной валюте (кроме индекса PTC) – Bloomberg.

Таблица 2

Динамика курсов национальных валют к доллару США в 2020 г., %

	Прирост за	
	2020 г.	Июль 2020 г.
Шведская крона	7,9	7,3
Швейцарский франк	6,4	4,2
Болгарский лев	5,7	5,5
Евро	5,6	5,4
Японская иена	3,5	2,9
Филиппинский песо	3,4	1,5
Польский злотый	2,0	6,5
Венгерский форинт	1,2	8,2
Вьетнамский донг	0,0	0,1
Китайский юань	-0,2	1,3
Британский фунт стерлингов	-0,8	6,0
Кувейтский динар	-0,8	0,8
Доллар США (Bloomberg Index)	-0,9	-3,8
Чилийский песо	-0,9	7,7
Южнокорейский вон	-2,9	0,8
Норвежская крона	-3,2	6,2
Тайский бат	-4,7	-0,9
Индийская рупия	-4,8	1,0
Индонезийская рупия	-5,7	-1,5
Казахстанский тенге	-7,7	-4,0
Украинская гривна	-14,3	-3,5
Турецкая лира	-14,6	-1,7
Мексиканский песо	-14,7	3,7
Российский рубль	-16,2	-3,8
Южно-Африканский рэнд	-17,3	2,4
Аргентинский песо	-17,4	-2,8
Бразильский реал	-22,3	5,6

Примечание. Значения валютных курсов по состоянию на 16 июля 2020 г.

Источник: Bloomberg.

* * *

За две недели с 18 по 31 июля 2020 г. на финансовых рынках разных стран не наблюдалось серьезных потрясений. Однако настроения инвесторов были далеки от оптимизма: рекордно низких уровней в развитых странах достигла доходность государственных бумаг, резко выросла цена золота. Устойчиво падал курс доллара по отношению к корзине валют. Тревожные ожидания инвесторов основаны на неблагоприятной статистике спада ВВП США и стран Европейского союза во II квартале 2020 г.

Российский рынок акций в виде индекса РТС в июле восстанавливается медленнее, чем индексы многих других развивающихся стран. Также в июле наблюдалось ослабление рубля к доллару на 2,8%.

Источники

1. Sharma Ruchir (2020). The Rescues Ruining Capitalism // The Wall Street Journal on-line. 24 July.
2. Afonso António and Jalles João Tovar (2011). Economic Performance and Government Size // European Central Bank. Working paper series, № 1399, November.

1. Обзор финансовых рынков (18–31.07.2020)

3. Pickert R. U.S. Economy Shrinks at Record 32.9% Pace in Second Quarter // Bloomberg. 30 July.
4. Look C., O'Brien F. Germany's Economic Slump Shows Scale of Europe's Challenge // Bloomberg. 30 July.
5. Ainger J. Europe's \$860 Billion Debt Sales to Shake Up Global Bond Havens // Bloomberg. 22 July.
6. Pakiam R., Vasquez J. Gold Futures Gain Ninth Day With Markets Anticipating Dovish Fed // Bloomberg. 29 July.
7. Oh Sunny (2020). 10-year Treasury yield plunged to its lowest in 234 years, says Deutsche Bank // MarketWatch on-line. 1 August.
8. Bird Mike (2020). What the History of Very Low Interest Rates Can Tell Investors // WSJ on-line. 30 July.
9. Rekenthaler John (2020). Maybe There's Something to the Shiller CAPE Ratio, After All // Morningstar on-line. 27 July.
10. Finke Michael (2020). The Remarkable Accuracy of CAPE as a Predictor of Returns // Advisor Perspectives. 20 July.
11. Flanagan C. (2020) Kodak Triples on Loan to Make Covid-19 Drug Ingredients // Bloomberg. 29 July.
12. Flanagan C., Langreth R. Moderna (2020). Launches First Large-Scale U.S. Virus Vaccine Trial // Bloomberg. 27 July.
13. Vyas Kejal (2020). Chileans Dip Into Pensions to Ease Economic Pain // The Wall Street Journal on-line. 30 July. 