



Макроэкономика в 2020 и после: Ждёт ли нас хотя бы что-то?

Олег Шибанов, PhD (РЭШ и бизнес-школа СКОЛКОВО)

*Центр исследования финансовых технологий и цифровой экономики
СКОЛКОВО-РЭШ*

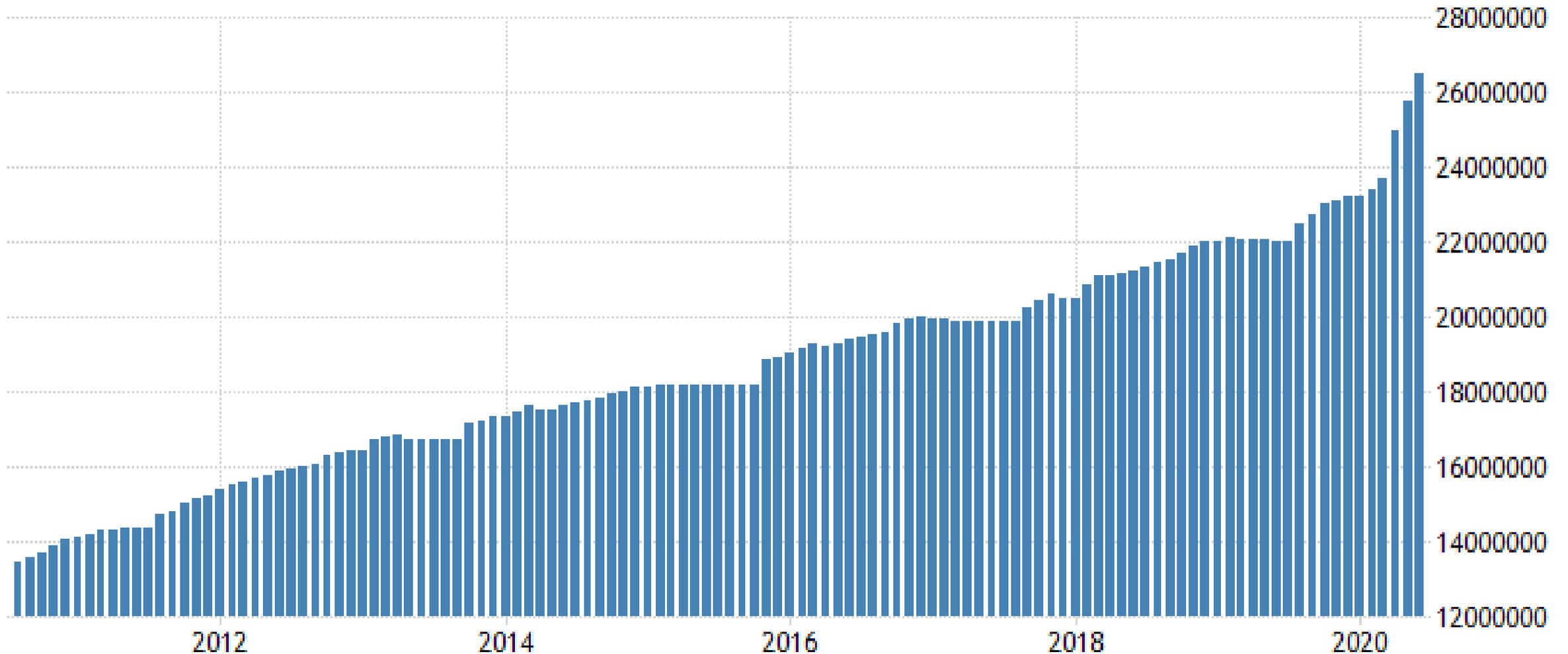
Темы для обсуждения

1. Ставки, доходности, количественное смягчение и effective zero lower bound: куда мы движемся?
2. Поведение инвесторов и компаний при низких ставках: что можно ожидать от выбора активов?
3. Кто или что будет основным драйвером экономических решений?
4. Блиц: курс, рост, инфляция, нефть, буква восстановления

Мои тезисы

1. Низкие ставки – везде и надолго
2. Никакой инфляции за этим не видно (забыли про «инфляцию активов»)
3. Инвесторы будут ещё активнее рваться в «активы с доходностью»

Госдолг США



Это Великая Депрессия-2? (нет)

<https://www.thebalance.com/unemployment-rate-by-year-3305506>

<https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/33748/9781464815539.pdf>

TABLE 1.1 Real GDP¹
(Percent change from previous year)

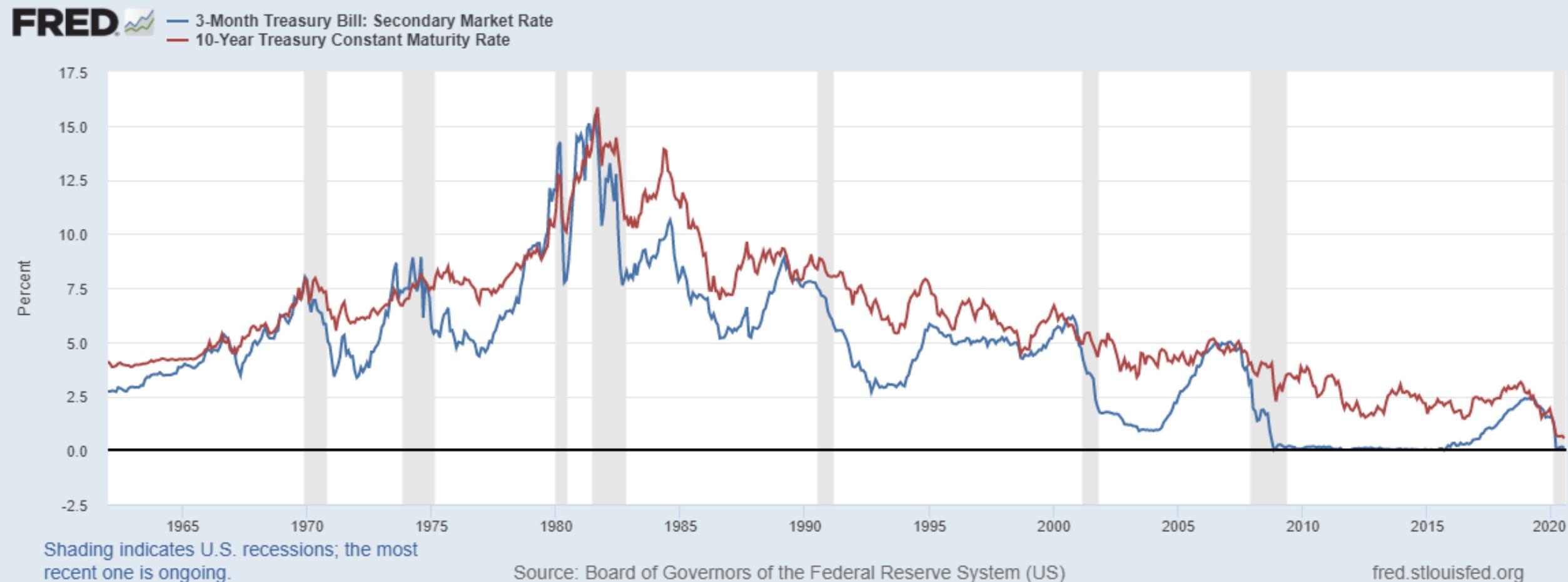
Percentage point differences from January 2020 projections

| Year | Unemployment Rate (as of Dec.) | GDP Growth | Inflation (Dec. YOY) | What Happened | 2017 | 2018 | 2019e | 2020f | 2021f | 2020f | 2021f |
|------|--------------------------------|------------|----------------------|-------------------------------------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1929 | 3.2% | NA | 0.6% | Market crash | 3.3 | 3.0 | 2.4 | -5.2 | 4.2 | -7.7 | 1.6 |
| 1930 | 8.7% | -8.5% | -6.4% | Smoot-Hawley | 2.5 | 2.1 | 1.6 | -7.0 | 3.9 | -8.4 | 2.4 |
| 1931 | 15.9% | -6.4% | -9.3% | Dust Bowl | 2.4 | 2.9 | 2.3 | -6.1 | 4.0 | -7.9 | 2.3 |
| 1932 | 23.6% | -12.9% | -10.3% | Hoover's tax hikes | 2.5 | 1.9 | 1.2 | -9.1 | 4.5 | -10.1 | 3.2 |
| 1933 | 24.9% | -1.2% | 0.8% | FDR's New Deal | 2.2 | 0.3 | 0.7 | -6.1 | 2.5 | -6.8 | 1.9 |
| 1934 | 21.7% | 10.8% | 1.5% | Depression eased thanks to New Deal | 4.5 | 4.3 | 3.5 | -2.5 | 4.6 | -6.6 | 0.3 |
| 1935 | 20.1% | 8.9% | 3.0% | | 2.2 | 2.1 | 1.5 | -4.8 | 3.1 | -7.4 | 0.2 |
| 1936 | 16.9% | 12.9% | 1.4% | | 6.1 | 5.7 | 4.8 | -1.1 | 5.5 | -6.2 | 0.3 |
| | | | | | 5.4 | 4.8 | 3.2 | -3.6 | 3.6 | -7.6 | -0.8 |
| | | | | | 6.5 | 6.3 | 5.9 | 0.5 | 6.6 | -5.2 | 1.0 |
| | | | | | 6.8 | 6.6 | 6.1 | 1.0 | 6.9 | -4.9 | 1.1 |
| | | | | | 5.1 | 5.2 | 5.0 | 0.0 | 4.8 | -5.1 | -0.4 |
| | | | | | 4.1 | 4.2 | 2.4 | -5.0 | 4.1 | -7.7 | 1.3 |
| | | | | | 4.1 | 3.3 | 2.2 | -4.7 | 3.6 | -7.3 | 0.7 |
| | | | | | 1.8 | 2.5 | 1.3 | -6.0 | 2.7 | -7.6 | 0.9 |
| | | | | | 7.5 | 2.8 | 0.9 | -3.8 | 5.0 | -6.8 | 1.0 |
| | | | | | 4.9 | 5.3 | 4.1 | -4.2 | 2.8 | -7.8 | -0.5 |
| | | | | | 1.9 | 1.7 | 0.8 | -7.2 | 2.8 | -9.0 | 0.4 |
| | | | | | 1.3 | 1.3 | 1.1 | -8.0 | 2.2 | -10.0 | -0.3 |
| | | | | | 2.1 | 2.2 | -0.3 | -7.5 | 3.0 | -8.7 | 1.2 |
| | | | | | 2.7 | -2.5 | -2.2 | -7.3 | 2.1 | -6.0 | 0.7 |
| | | | | | 1.1 | 0.9 | -0.2 | -4.2 | 2.3 | -6.6 | -0.4 |
| | | | | | -0.7 | 2.4 | 0.3 | -3.8 | 2.5 | -5.7 | 0.3 |

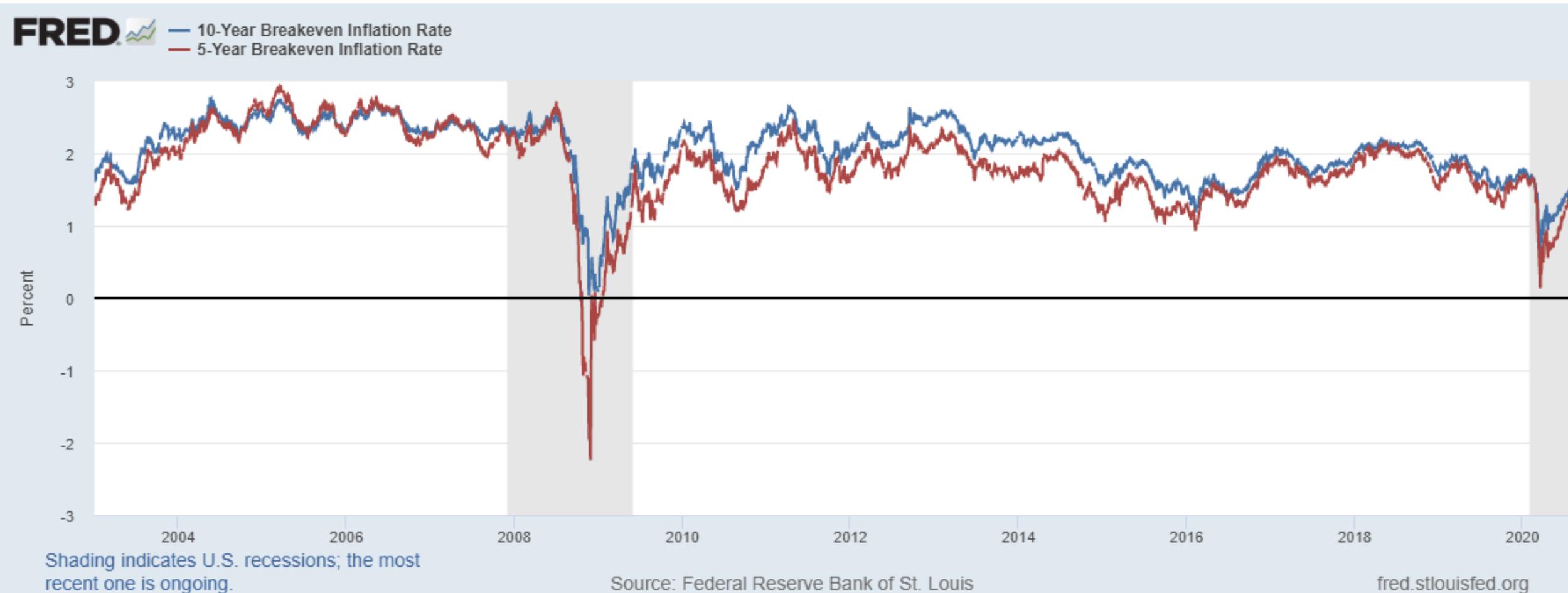
Ставки ЦБ

| <u>Name of interest rate</u> | <u>country/region</u> | <u>current rate</u> | <u>direction</u> | <u>previous rate</u> | <u>change</u> |
|-------------------------------------|-----------------------|---------------------|------------------|----------------------|---------------|
| American interest rate FED | United States | 0.250 % | ↓ | 1.250 % | 03-15-2020 |
| Australian interest rate RBA | Australia | 0.250 % | ↓ | 0.500 % | 03-19-2020 |
| Banco Central interest rate | Chile | 0.500 % | ↓ | 1.000 % | 03-31-2020 |
| Bank of Korea interest rate | South Korea | 0.500 % | ↓ | 0.750 % | 05-28-2020 |
| Brazilian interest rate BACEN | Brazil | 2.250 % | ↓ | 3.000 % | 06-17-2020 |
| British interest rate BoE | Great Britain | 0.100 % | ↓ | 0.250 % | 03-19-2020 |
| Canadian interest rate BOC | Canada | 0.250 % | ↓ | 0.750 % | 03-27-2020 |
| Chinese interest rate PBC | China | 3.850 % | ↓ | 4.050 % | 04-20-2020 |
| Czech interest rate CNB | Czech Republic | 0.250 % | ↓ | 1.000 % | 05-07-2020 |
| Danish interest rate Nationalbanken | Denmark | 0.050 % | ↓ | 0.200 % | 01-19-2015 |
| European interest rate ECB | Europe | 0.000 % | ↓ | 0.050 % | 03-10-2016 |
| Hungarian interest rate | Hungary | 0.600 % | ↓ | 0.750 % | 07-21-2020 |
| Indian interest rate RBI | India | 4.000 % | ↓ | 4.400 % | 05-22-2020 |
| Indonesian interest rate BI | Indonesia | 6.500 % | ↓ | 6.750 % | 06-16-2016 |
| Israeli interest rate BOI | Israel | 0.100 % | ↓ | 0.250 % | 04-06-2020 |
| Japanese interest rate BoJ | Japan | -0.100 % | ↓ | 0.000 % | 02-01-2016 |
| Mexican interest rate Banxico | Mexico | 5.000 % | ↓ | 5.500 % | 06-26-2020 |
| New Zealand interest rate | New Zealand | 0.250 % | ↓ | 1.000 % | 03-16-2020 |
| Norwegian interest rate | Norway | 0.000 % | ↓ | 1.500 % | 05-07-2020 |
| Polish interest rate | Poland | 0.400 % | ↓ | 0.500 % | 05-28-2020 |
| Russian interest rate CBR | Russia | 4.250 % | ↓ | 4.500 % | 07-24-2020 |
| Saudi Arabian interest rate | Saudi Arabia | 1.000 % | ↓ | 1.750 % | 03-16-2020 |
| South African interest rate SARB | South Africa | 3.750 % | ↓ | 4.250 % | 05-21-2020 |
| Swedish interest rate Riksbank | Sweden | 0.000 % | ↑ | -0.250 % | 12-19-2019 |
| Swiss interest rate SNB | Switzerland | -0.750 % | ↓ | -0.500 % | 01-15-2015 |
| Turkish interest rate CBRT | Turkey | 8.250 % | ↓ | 8.750 % | 05-21-2020 |

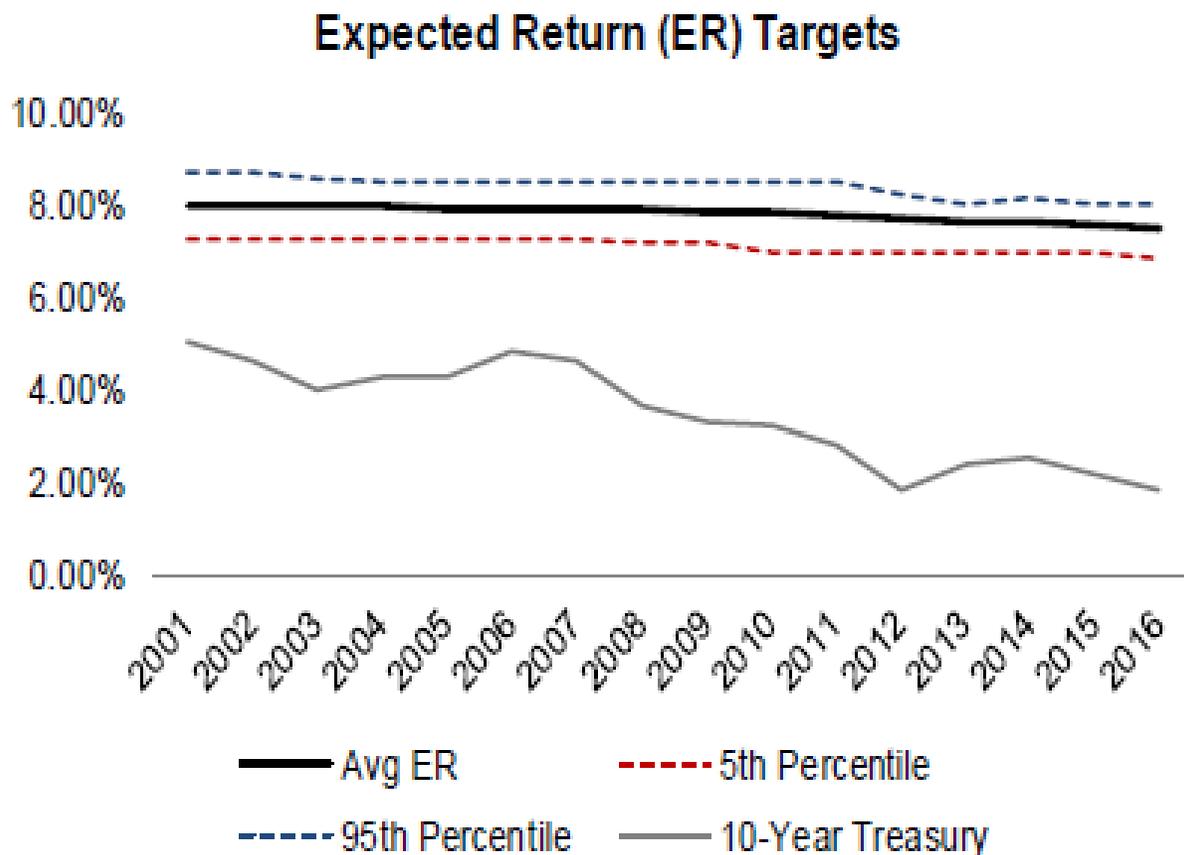
Ставки гособлигаций США



«Ожидания инфляции»

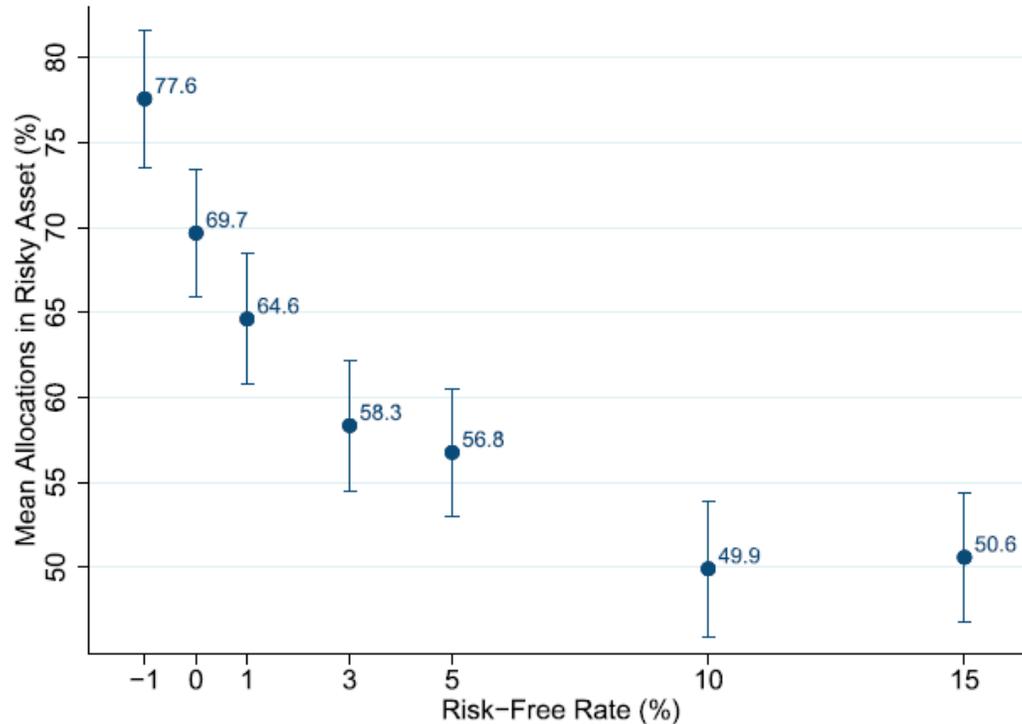


Государственные пенсионные фонды США: что они делают? (2019)



- Рост доли инвестиций в рискованные активы, если ставки по облигациям и депозитам низкие
- Рост доли инвестиций в рискованные активы, если у фонда недостаточная фондированность (активы фонда ниже ожидаемых пассивов)

А как поступают люди? (2019)



- Чем выше безрисковые ставки, тем меньше вкладывают в рискованный актив
- «Желание некоторой доходности»
- При уходе ставок в отрицательную зону начинают сильно нервничать...

Figure 3

Mean allocations across interest rate conditions

Mean allocations to the risky asset across various interest rate conditions in Experiment T1. Each condition has 200 participants. The x -axis shows the risk-free rate in each condition. The mean excess returns on the risky asset is 5% in all conditions. The y -axis is the mean allocation to the risky asset. The vertical bar represents the 95% confidence interval for the mean allocation.

Краткие выводы

- Мне кажется, низкие ставки с нами надолго
- Это сильно меняет денежно-кредитную политику
- И выталкивает инвестиции в рискованные активы