НИФИ

НАУЧНО-ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ ИНСТИТУТ МИНФИНА РОССИИ

КРАТКОСРОЧНЫЕ ГЛОБАЛЬНЫЕ ТРЕНДЫ

сентябрь - октябрь 2018 года

ЦЕНТР ПЕРСПЕКТИВНОГО ФИНАНСОВОГО ПЛАНИРОВАНИЯ, МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА СТАТИСТИКИ ФИНАНСОВ

КРАТКОСРОЧНЫЕ ГЛОБАЛЬНЫЕ ТРЕНДЫ

25 октября 2018 года

Китай – снижение темпов экономического роста ускоряется, юань обесценивается. Опубликованные данные о темпах роста ВВП Китая в III квартале демонстрируют снижение второй квартал подряд – до 6,5% у-о-у, что является минимальным значением показателя за почти все последнее десятилетие. Ниже темпы были только в момент кульминации глобального финансового кризиса в I квартале 2009 года.

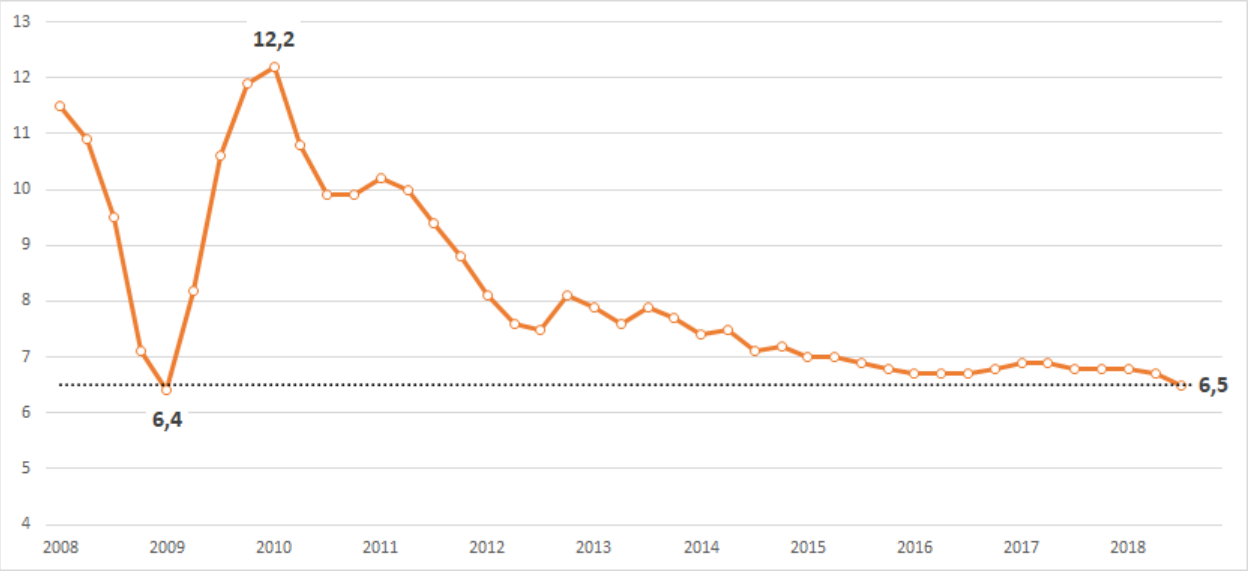


Рис. 1 Темпы роста ВВП Китая – % у-о-у

Не стоит долгосрочными сравнениями драматизировать ситуацию. Минимизация положительного разрыва выпуска в Китае произошла задолго до сегодняшнего дня. Темпы роста – низкие в сравнении с прежними показателями с тех пор, как конъюнктура спроса на мировом рынке промышленных товаров и предложения на рынке инвестиций перестала быть исключительно благоприятной для Китая, а основной движущей силой экономического подъема стал внутренний спрос. Уже четыре года подряд рост ВВП происходил со скоростью не больше 7%.

Тем не менее, для Китая 6% у-о-у – важная граница по темпам экономического роста, ниже которой образуется отрицательный разрыв выпуска, то есть, по существу произойдет переход в рецессию с вытекающими негативными последствиями для занятости. Если ситуация будет развиваться по такому сценарию, первый сигнал перехода в новую депрессивную фазу глобального делового цикла может прийти из Китая.

Пессимизм в прогнозах для китайской экономики был заметен еще в прошлом году, но тогда рост ВВП превосходил ожидания. Однако в настоящее время к причинам, заставлявшим и прежде предполагать сценарий его замедления, добавились новые, вытекающие из осложнений в торговых взаимоотношениях с основным торговым партнером – США.

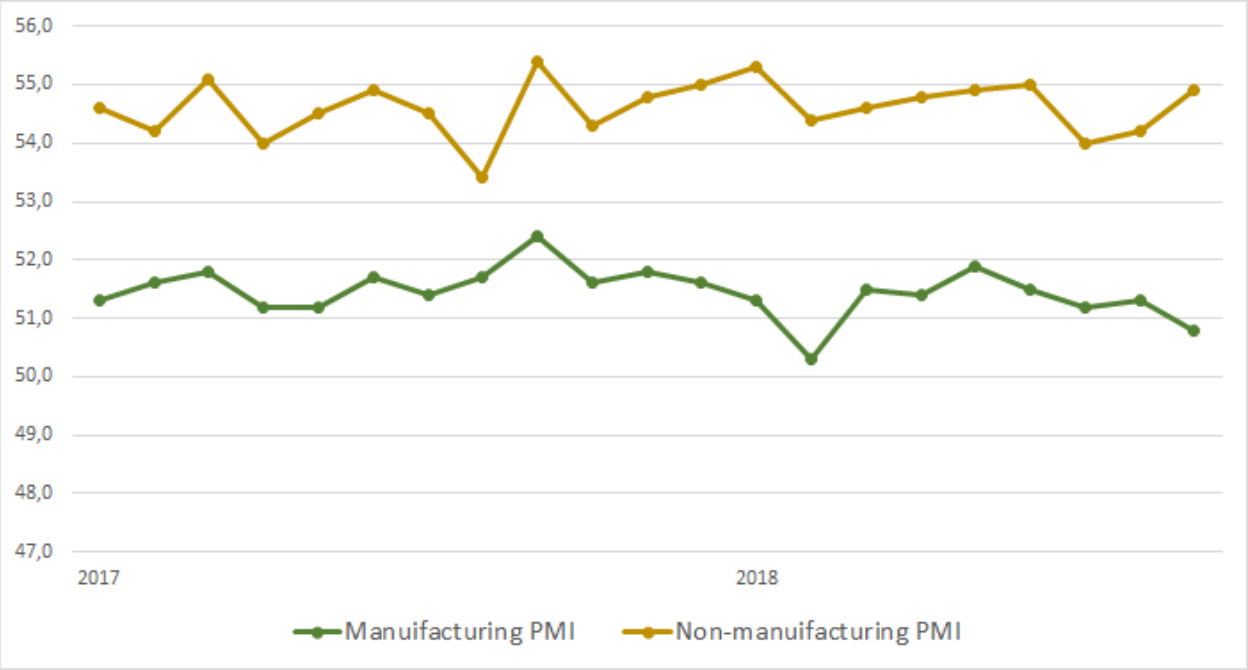


Рис. 2 Индексы PMI в Китае, %

В нынешнем году, как и в предыдущем, сохраняется практически горизонтальный динамический тренд индексов деловой активности (PMI) в Китае. При этом индекс в промышленном секторе экономики вплотную близок к границе 50%, разделяющей восприятие деловой активности как находящейся на подъеме или в депрессивном состоянии. Среди объясняющих факторов большое значение имеет слабое состояние внешних заказов на промышленную продукцию, лишь умеренно компенсируемое внутренними заказами.

Наблюдающееся положение говорит об отсутствии импульсов к оживлению деловой активности. Экономика страны растет с опорой на внутренний спрос, но не генерирует его повышение. Увеличение располагаемых доходов населения замедлилось до 6,6% в январе-сентябре текущего года по сравнению с 7,3% за аналогичный период прошлого. В этих условиях складывается довольно статичная, постепенно ухудшающаяся картина темпов роста внутреннего потребления. Прирост розничных продаж на потребительском рынке в сентябре составил 6,4% у-о-у в реальном выражении (годом ранее – 9,3%).

Рост инвестиций в основной капитал сдерживается принимаемыми мерами по усилению контроля над финансовой системой и расходами региональных властей.

С прошлого года в Китае реализована серия мер, направленных на усиление регулятивных механизмов на финансовом рынке и систематизированный охват ими небанковского сегмента финансовой индустрии, пользующегося известностью как «теневой банкинг». Координатором этой работы, проводившейся совместно Комиссией по банковскому регулированию, Комиссией по регулированию рынка ценных бумаг и Комиссией по регулированию страхового рынка, выступил Народный банк Китая (далее – НБК).

1) Контроль собственности в акционерных коммерческих банках.

Комплекс мер направлен на повышение прозрачности владельцев капитала банков (конечных бенефициаров) с учетом таких явлений, как наличие скрытых и косвенных владельцев, оказывающих существенное влияние на руководство частными банками и способных побуждать их в своих интересах к транзакциям, неодобряемым регулятором.

Согласно новым правилам, единоличный владелец 5 и более процентов акций банка считается крупным акционером, при этому одному лицу запрещается быть крупным акционером в более чем двух банках. При этом одному лицу запрещается владеть контрольным пакетом (51% голосующих акций) более чем в одном банке.

2) Регулирование кросс-рыночных финансовых продуктов.

В Китае нет единого регулятора деятельности во всех сегментах финансового рынка; рынки банковских услуг, операций с ценными бумагами и услуг страхования регулируются разными уполномоченными органами. Этим обусловлено пространство для реализации неодобряемых одним из регуляторов финансовых продуктов (услуг) за счет нестыковок и пробелов в регулятивной системе.

С целью регулирования кросс-рыночных продуктов осуществляются, в частности, меры по стандартизации условий финансирования клиентов трастовыми компаниями и усилению контроля за их взаимодействием с банками. Трастовые компании в Китае – организации, имеющие лицензию смешанного типа, позволяющую совмещать элементы банковской деятельности с управлением активами. Это позволяет им, например, осуществлять операции по финансированию приобретения земельных участков под застройку (для банков такие операции идут вразрез с рекомендациями НБК), предоставляя фонды в форме долевого участия в капитале девелоперской организации на условиях уплаты последней фиксированного размера дивидендов, что по сути – кредит.

Еще один пример – рынок «передоверенных кредитов» (entrusted loans). Это – форма взаимодействия между организациями, действующими в разных сегментах регулятивного пространства, при которой коммерческий банк выполняет за комиссионное вознаграждение посредническую деятельность по предоставлению кредитов, конечным юридическим владельцем требований по которым выступает небанковская организация. Усиление администрирования такого рода деятельности – также одна из частей пакета новых мер по развитию системы регулирования.

3) Контроль за деятельностью по управлению активами.

В этой части регулятивные новеллы направлены на снижение рисков для клиентов. В частности, лицам, оказывающим услуги по управлению активами, запрещено заключать с клиентами договоры, содержащие условие выплаты инвестору гарантированного дохода, а также предписано использовать 10% комиссионного дохода для создания резервов под возможные убытки от инвестиций[1].

4) Комплекс мер по повышению пруденциальных стандартов и информационной открытости в банковской системе.

В том числе – внедрение международных стандартов управления ликвидностью для снижения характерной для малого банкинга в Китае зависимости от краткосрочного фондирования в сочетании с существенным разрывом между сроками активов и обязательств. Уточнение правил категоризации активов по уровню риска и усиление нормативной базы требований к достаточности капитала компаний по управлению активами, а также банков, входящих в систему целевой государственной поддержки кредитования по видам экономической деятельности (China Development Bank, Agricultural Development Bank of China, Export-Import Bank of China).

Принимаются дополнительные финансовые меры против избыточной активности на рынке недвижимости и в строительстве.

В данном контексте следует упомянуть принятые в Китае в прошлом году меры для побуждения банков к контролю за целевым использованием заемщиками полученных потребительских кредитов на сумму более 200 тыс. юаней, обеспеченных залогом недвижимого имущества, а также сокращения сроков таких кредитов[2].

[1] https://www.reuters.com/article/china-regulations/chinas-c-bank-tightens-guidelines-on-asset-management-products-idUSB9N1NJ01B
[2] http://www.chinadaily.com.cn/business/2017-09/21/content_32276724.htm

В июне Национальной комиссией по развитию и реформам, курирующей вопросы внешнего долгового финансирования китайских компаний, было установлено требование в отношении девелоперов, а также финансовых организаций, действующих в интересах региональных органов исполнительной власти, использовать доходы от размещения облигационных займов на внешних финансовых рынках в первую очередь для погашения имеющихся долгов вместо инвестирования в новые строительные проекты[3].

Благодаря принятым мерам властям удается сдерживать строительный бум, несмотря на отмечавшиеся в предыдущих выпусках «Трендов» предпосылки к его продолжению. Рост инвестиций в недвижимость, достигнув пика в июле, впоследствии замедлился.

Рост инвестиций в основной капитал в Китае постоянно замедляется, начиная с 2013 года.

Ситуация во внешнеэкономическом секторе экономики Китая также складывается не в пользу оживления деловой активности.

В 2017 году наблюдалось заметное улучшение состояния экспорта товаров из Китая, контрастировавшее с неблагоприятными тенденциями всего периода после глобального кризиса. Однако зависимость от ввозимого сырья и материалов, а также внутренний спрос подтолкнули импорт к опережающему росту, вследствие чего Китай не приобрел новых выгод в величине сальдо торгового баланса (чистого экспорта).

В нынешнем году положение ухудшилось из-за протекционистских мер США в отношении внешних поставщиков металлопродукции и последовавшего за этим развития конфликта в американо-китайских торговых отношениях (подробнее – в предыдущем выпуске «Трендов»).

По мнению персонала МВФ (WEO, Oct. 2018), введение США 10-процентного тарифа на импорт алюминия, 26-процентного – на импорт стали и такого же – на импорт ряда наименований китайской продукции, образующих в совокупности поток товаров на американский рынок в объеме 50 млрд долл., со второй половины текущего года уже начало оказывать затормаживающее влияние на внешние поставки китайской продукции.

В IV квартале ожидается эффект от последующих решений США о введении 10-процентного тарифа на дополнительные наименования импортируемой из Китая продукции на сумму порядка 200 млрд долл. С начала следующего года начнет сказываться шок от предусмотренного повышения тарифа до 25%.

[3] https://www.scmp.com/business/banking-finance/article/2152894/china-tightens-funding-real-estate-and-infrastructure-firms

Таким образом, имеется ряд фундаментальных предпосылок к замедлению роста ВВП Китая. Торговый конфликт с США усиливает эти предпосылки и заставляет повысить внимание к такому фактору риска, как колебания курса юаня. Негативные настроения могут вновь, как это было в 2015 году, послужить причиной усиления волатильности на мировых финансовых рынках. Курс сейчас близок к рубежу 6,95 юаней за доллар, который послужил уровнем сопротивления в ходе предыдущего эпизода ослабления китайской валюты с кульминацией в ноябре 2016 года.

Тем не менее, нет поводов драматизировать ситуацию. Вероятность неподконтрольной девальвации ничтожна. Рынок за последние годы освоился с достаточно существенной для соотношения юаня с долларом волатильностью. Сейчас по некоторым признакам, возможно, происходит контролируемое обесценение юаня. В конце мая НБК анонсировал переход саморегулируемой организации участников валютного рынка к установлению центрального паритетного значения курса юаня с учетом «контрциклического корректировочного фактора»[4]. Детали не раскрыты, за исключением того, что применение указанного фактора поспособствует поддержанию курса на нейтральном уровне в модели равновесия, поставленного в зависимость от фундаментальных и рыночных факторов. Ослабление юаня возобновилось вскоре вслед за этим решением. Обращает внимание также принятое НБК в октябре решение о введении 20-процентного резервного покрытия дилерами открытой позиции по валютным форвардным и производным контрактам.

Рис. 3 Котировки USDCNY (интервал – 1 рабочий день)

[4] С 2015 году НБК делегировал функцию по установлению центрального паритетного значения (скользящего значения, относительно которого допускаются отклонения в пределах ±2%) организованному рынку CFETS (China Foreign Exchange Trading System); сейчас эту деятельность осуществляют дилеры-члены саморегулируемой организации профессиональных участников валютного рынка.

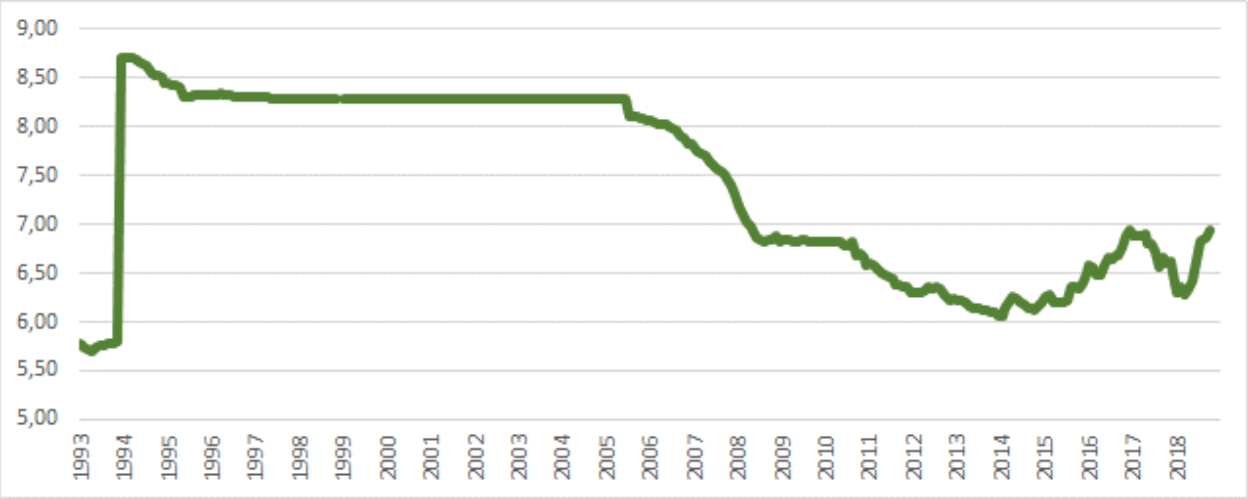


Рис. 4 Котировки USDCNY (интервал – 1 календарный месяц)

Ослабление юаня может отчасти сгладить воздействие негативных факторов на экономический рост. Вместе с тем, возможно, не стоит переоценивать в качестве стабилизирующего фактора снижение НБК нормативов обязательных резервов для банков, информация о котором сейчас часто звучит в потоках новостей и их аналитического сопровождения. С начала года нормативы понижались трижды – в общей сложности на 2,5 п.п. до 14,5% для 17-ти крупнейших банков и 12,5% для прочих банковских кредитных организаций. Однако одновременно (за исключением снижения нормативов в июле – второго по счету) банки побуждались к использованию значительной части высвобождаемой ликвидности для погашения обязательств перед НБК, возникших в результате использования введенного последним в 2014 инструмента обеспеченных кредитов на 3-месячный срок – MLF (Medium-Term Lending Facility, *англ.*).

МВФ – актуализация прогнозов и сценарии. МВФ в опубликованном в октябре новом выпуске World Economic Outlook, вышедшем под заголовком «Вызовы устойчивому росту», вслед за другими международными организациями, ранее раскрывшими свои новые макроэкономические прогнозы, снизил прогнозы по темпам роста мировой экономики на текущий и следующий годы.

По версии базового сценария в 2018 году причиной ухудшения прогнозов является снижение оценок предполагаемых темпов роста экономик еврозоны, Центральной и Восточной Европы, Латинской Америки, Ближнего Востока и Африки. В 2019 году к этому добавляется уменьшение прежних гипотез в отношении темпов роста ВВП в США и странах Азии. Примечательны на этом фоне стабильность прогноза для России на нынешний год и его заметное повышение на следующий год.

	2017*	Первое полугодие 2018 - предварительные итоги	Прогнозы МВФ			
			2018		2019	
			июл'18	**окт'18**	июл'18	**окт'18**
Мир	3,7	*н.д.*	3,9	**3,7**	3,9	**3,7**
США	2,2	2,8	2,9	**2,9**	2,7	**2,5**
Еврозона	2,4	2,3	2,2	**2,0**	1,9	**1,9**
Германия	2,5	2,0	2,2	**1,9**	2,1	**1,9**
Франция	2,3	2,0	1,8	**1,6**	1,7	**1,6**
Италия	1,5	1,3	1,2	**1,2**	1,0	**1,0**
СК	1,7	1,2	1,4	**1,4**	1,5	**1,5**
Япония	1,7	1,2	1,0	**1,1**	0,9	**0,9**
Бразилия	1,0	1,1	1,8	**1,4**	2,5	**2,4**
Россия	1,5	1,6	1,7	**1,7**	1,5	**1,8**
Индия**	6,7	8,0	7,3	**7,3**	7,5	**7,4**
Китай	6,9	6,8	6,6	**6,6**	6,4	**6,2**
ЮАР	1,3	0,6	1,5	**0,8**	1,7	**1,4**

* Согласно данным, публикуемым МВФ.

** Итоги 2017 года, прогнозы - финансовый год (апрель-март). Предварительные итоги первого полугодия - календарное полугодие (январь-июнь).

Таб. 1 World Economic Outlook – актуализация прогнозов (октябрь 2018 года)

В обзоре отмечается, что рост цен на нефть в текущем году повлиял на повышение показателей инфляции на основе полного состава «потребительских корзин» в разных странах мира. Однако рост индексов базовой инфляции (исключающей продовольственно-энергетическую составляющую) был сдержанным. В западных экономиках особенностью нынешнего цикла является слабая динамика заработных плат, несмотря на снижающуюся безработицу и переход разрывов выпуска в положительную область. Ослаблению общего инфляционного давления способствует принятое в июне решение ОПЕК+ об увеличении добычи; еще один фактор – снижение спроса на металлы со стороны Китая, выводящее цены на них из-под давления.

В базовом варианте прогнозные сценарии МВФ – следующие:

1) Эффект налоговой реформы в США – в текущем году стимулирующий, со следующего года нейтральный. С 2020 года фискальная политика в развитых экономиках становится жестче, в экономиках с формирующимися рынками – остается в целом нейтральной.

2) Повышение ключевой ставки денежно-кредитной политики в США (IOER) до 2,5% годовых к концу текущего года и до 3,5% – к концу следующего (сейчас – 2,25%). Снижение на горизонте четырех лет. Сохранение отрицательной ставки по депозитному инструменту Евросистемы не менее чем до середины следующего года.

3) Сценарий для глобального финансового рынка – с постепенным ростом стоимости долгосрочных долларовых займов, но без существенного усиления волатильности на рынках и резких колебаний доступности фондирования.

4) Умеренное снижение индекса цен на первичные товары в 2019 году после роста в нынешнем (второй год подряд), к которому ведут ожидаемое увеличение предложения нефти и снижение спроса на металлы.

В базовом прогнозе учтены эффекты решений об увеличении импортных тарифов в США, принятых вплоть до сентября 2018 года.

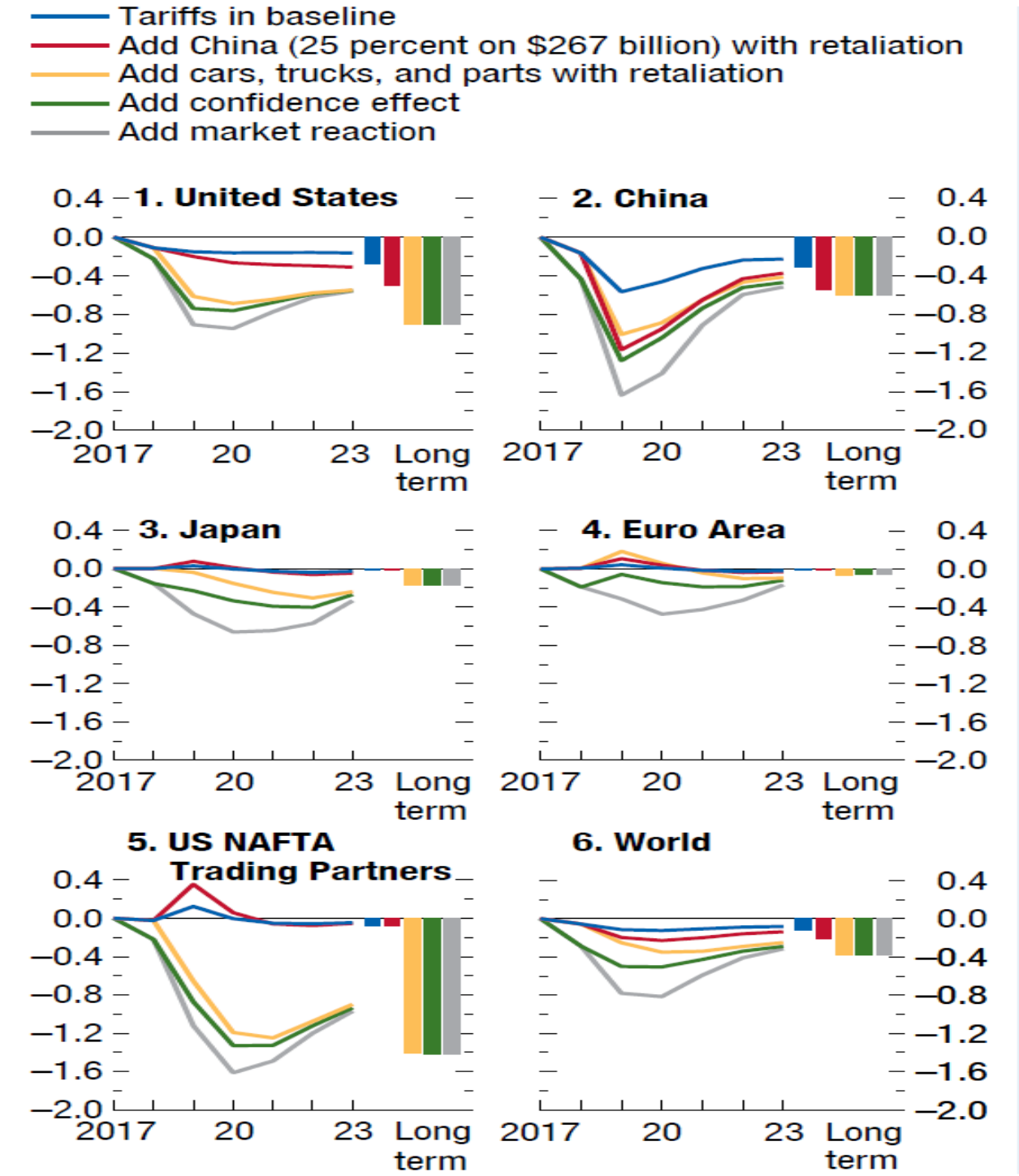
За рамками базового сценария остается намерение США увеличить импортные пошлины в отношении номенклатуры импортируемых из Китая товаров, охватывающей потоки на сумму еще 267 млрд долл. (в совокупности с уже принятыми решениями это привело бы к тому, что тарифными мерами будет охвачен практически весь объем поставок товаров из Китая на американский рынок).

Другие факторы, потенциальное воздействие которых на темпы экономического роста в мире и отдельных странах, группах стран МВФ учитывает в альтернативных сценариях – следующие:

- перспектива введения США 25-процентного тарифа на импорт продукции автомобилестроения, которое сказалось бы на поставщиках из многих стран и торговых потоках общим объемом порядка 350 млрд долл.
- отрицательное воздействие спада предпринимательского доверия на инвестиционную активность в период, в течение которого торговые конфликты будут усиливать неопределенность перспектив бизнеса, связанного с международной конкуренцией;
- потенциальное снижение рентабельности в ущерб кредитоспособности корпораций в США и других странах вследствие протекционистских мер (увеличение риск-премии в стоимости корпоративных займов).

Согласно оценкам МВФ, от эскалации американо-китайского конфликта другие вовлеченные в международную торговлю стороны могут приобрести выгоды. Повышение тарифов на ввоз в США автопродукции европейские экономики могут компенсировать ответными мерами, пострадают главным образом Китай и партнеры США по НАФТА (в будущем – USMCA). Они же больше прочих зависят от воздействия последних двух среди перечисленных выше факторов, которые, однако, оказали бы заметное негативное влияние и на другие страны, создавая потенциал снижения темпов роста мировой экономики в следующем году на 0,4-0,8 п.п.

МВФ: оценки воздействия протекционистских мер и вторичных эффектов на темпы экономического роста в базовом и альтернативных сценариях прогноза – п.п.



Источник: IMF. World Economic Outlook, October 2018. Chapter 1. P. 35.

https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018

МВФ о десятилетии после кризиса. Вторая глава октябрьского выпуска «World Economic Outlook» посвящена восстановлению мировой экономики спустя десятилетие после глобального финансового кризиса 2008 года. Ниже мы рассмотрим основные выводы этого материала.

Середина сентября 2008 года ознаменовалась несколькими серьезными финансовыми потрясениями в Соединенных Штатах Америки: по инициативе властей бал запущен процесс санации крупного инвестиционного банка Merrill Lynch путем его поглощения финансовым холдингом Bank of America; страховая корпорация AIG претерпевала серьезные финансовые затруднения и находилась в активном продолжительном поиске кредитных линий; инвестиционный банк Lehman Brothers подал заявление о банкротстве. Вся совокупность вышеназванных событий привела рынок секьюритизированных активов к глубокому долгосрочному спаду. Кризис трех крупнейших финансовых организаций Америки, ажиотажный рост предложения активов, отток депозитов из банков и аккумулированных ресурсов из взаимных фондов денежного рынка, замораживание межбанковских кредитов – все эти проблемы, нарастая как снежный ком, обрушились на мировой рынок и вызвали финансовое потрясение, худшее за более чем 70 лет.

Спустя 10 лет, череда шоков и ответных политических мер, последовавших за банкротством Lehman Brothers, стала причиной роста среднемирового соотношения государственного долга к ВВП до 52% (докризисный уровень – 36%). Балансы центральных банков сегодня в разы кратны докризисным размерам, прежде всего в странах с развитой экономикой. И другая новая черта современного мира – развивающиеся экономики теперь составляют 60% мирового ВВП по паритету покупательной способности (10 лет назад их доля равнялась 44 процентам).

Посткризисные изменения производительности стали следствием политических решений, которые послужили причиной кризиса, а равно и тех, которые были адресованы выходу из него. Эти решения можно условно разделить на три категории:

1) Решения, повлекшие за собой увеличение рисков для финансовых систем: страны, в которых в докризисные годы накапливались риски, понесли гораздо большие потери после кризиса. Страны со сравнительно большим дефицитом текущего счета, а также быстрым ростом кредитования столкнулись с более глубокими последствиями из-за ужесточения условий на финансовых рынках в кризисный период.
2) Решения, способствовавшие ограничению риска: страны, имевшие более сильные фискальные позиции, столкнулись с меньшими потерями по объему выпуска в кризисный период; минимизировать ущерб для экономического роста помогли гибкие режимы обменного курса.
3) Решения после кризиса: некоторые страны предприняли беспрецедентные меры для нейтрализации последствий кризиса – эти исключительные действия (в том числе квазифискальные меры, гарантии и вливания капитала) помогли поддержать финансовый сектор и снизить потери производства.

Сохраняющиеся отклонения уровня производства. Потери для глобальной экономики из-за финансового кризиса 2008 года выразились в сокращении объема выпуска в 91 экономике, которые представляют порядка двух третей мирового ВВП по ППС (для сравнения, во время нефтяного кризиса в 1982 году сокращение выпуска было зафиксировано в 48 странах, формировавших в то время 46% мирового ВВП).

Для анализа долгосрочных изменений выпуска после кризиса 2008 года МВФ рассмотрел на нескольких выборках, объединяющих отдельные экономики по родственным признакам, посткризисные отклонения выпуска от уровня, который мог бы наблюдаться при сохранении докризисных трендов. Несмотря на кризис, некоторые страны продолжали расти (неустойчиво, но тенденция в целом была положительной) благодаря приемлемым финансовым условиям. Стоит также отделять несвязанные с кризисом изменения темпов роста, последовавшие за изменениями тренда. Например, в США замедление темпов роста производительности связано в большей степени с общей, еще докризисной, тенденцией. Еще один пример – Китай, переживший серьезные структурные сдвиги во время кризиса, но, при широком взгляде на ситуацию, не по его причине продемонстрировавший переход к более медленному, но устойчивому росту. В связи с вышесказанным, сравнение ВВП с докризисным результатом следует проводить с осторожностью, не основываясь исключительно на глобальной волатильности.

Стоит отметить, что отклонения уровня выпуска после 2008 года были устойчивы на протяжении периода 2011-2013 годов. Еще одним интересным фактом стало то, что в экономиках с более высокой производительностью и более значительным сокращением занятости в момент кризиса впоследствии наблюдался наиболее значительный рост неравенства в доходах по сравнению с их докризисным средним показателем.

Объемы производства остаются ниже докризисного уровня в более чем 60 процентах экономик. Отклонения от тренда оцениваются в рамках двух широких выборок стран: те, которые испытали волатильность банковского сектора в 2007-2008 годах (24 страны, 18 из которых – развитые экономики) и другие страны. 85 процентов от 24 стран первой выборки и сегодня имеют отклонения от докризисной тенденции. Здесь важно сказать, что рецессия, связанная с финансовым кризисом, с большей вероятностью, чем в других сценариях, может послужить причиной устойчивого долговременного отклонения выпуска от докризисного тренда Существенная причина – сокращение кредитного посредничества, которое в данном случае становится следствием сочетания шоков со стороны спроса и предложения. Рассматривая ситуацию со стороны предложения – финансовая система, подвергнувшаяся сильным негативным последствиям в момент кризиса, долго остается не в состоянии генерировать кредит в прежних объемах, этому препятствует и ужесточение регулирования после кризиса. Трудностью на пути восстановления спроса становятся слабые ожидания в отношении темпов экономического роста, ухудшение финансовых позиций корпораций и домохозяйств и другие факторы.

Однако, проведенный анализ показал, что в результате кризиса пострадали не только экономики, пережившие банковский кризис в 2007-2008 годах. Другие страны – порядка 60% выборки – также имеют более низкий объем производства по сравнению с предкризисными показателями. Среди возможных причин – ослабление внешнего спроса со стороны торговых партнеров, пострадавших от банковских кризисов, и дефицит капитала, что повлекло за собой ослабление притока инвестиций, а также привело к недостатку ресурсов для финансирования капиталовложений.

Если группировать страны в зависимости от статуса в градации уровней экономического развития (развитые экономики, страны с формирующимися рынками и развивающиеся страны с низким уровнем доходов), то наблюдается следующая тенденция: отклонения по

выпуску – значительные во всех анализируемых группах. Однако отклонения в большую или меньшую сторону от тренда показывают более равномерное распределение на выборках развивающихся стран с низкими доходами, не являющихся преимущественно экспортерами первичных товаров (имеющих диверсифицированную структуру экспорта), и стран с формирующимися рынками по сравнению с выборками развитых стран и развивающихся стран с низкими доходами, экспортирующих преимущественно первичную товарную продукцию. Сбалансированность потерь и выгод, наблюдаемая в первых двух указанных выборках, может иметь разные объяснения, в том числе – степень ориентации в торговле на китайский рынок сбыта и объемы полученных инвестиций из Китая.

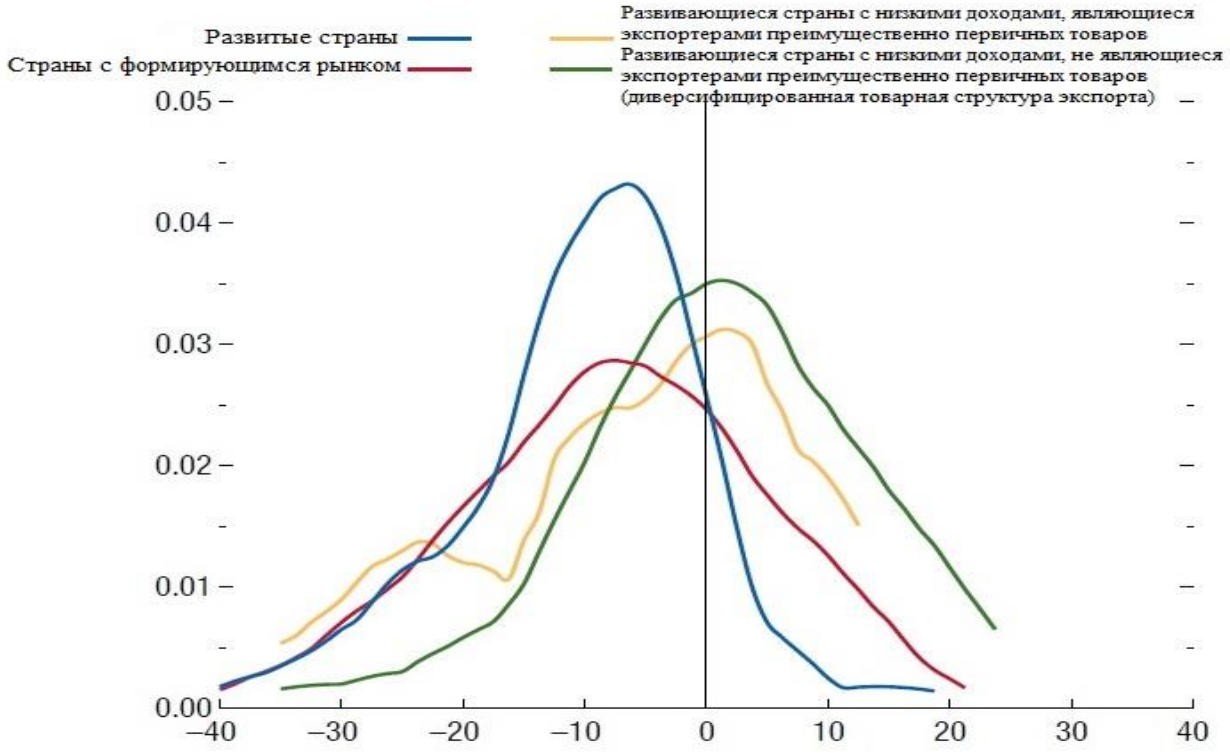


Рис. 5. Посткризисные отклонения выпуска от докризисных трендов по группам стран, 2015-2017 гг.

Источник: World Economic Outlook, International monetary fund, October, 2018

Слабые инвестиции, общий дефицит факторов производства. Отклонения от докризисных трендов можно наблюдать и в динамике факторов производства. Отклонения производительности труда (выпуска на одного работника) имеют схожие тенденции с отклонениями совокупного выпуска, однако, полностью их не объясняют. Недостающие объяснения можно извлечь из отклонений по другим факторам производства, например, из снижения инвестиционной активности. В свою очередь, недостаток инвестиций может быть следствием уменьшения доступности кредитов в посткризисный период и слабых ожиданий экономического роста. К 2017 году инвестиции, в среднем, были примерно на 25% ниже докризисного уровня.

Следствием слабых инвестиций является нехватка капитала и медленное внедрение технологий (в большей степени речь идет о новшествах, связанных с оборудованием, так как они напрямую зависят от вложений в основной капитал). Аналитический аппарат,

используемый персоналом МВФ, объясняет отклонения выпуска отклонениями производительности труда, удельной капиталоемкости и остаточным влиянием отклонений по другим факторам. Результаты анализа указывают на то, что существует значительный дефицит капитала по сравнению с докризисным периодом. Порядка 80% экономик, переживших банковский кризис в 2007-2008 годах, столкнулись с нехваткой капитала. Среди стран, которых не коснулся банковский кризис, примерно 65% сейчас имеют накопленный объем инвестиций в основной капитал меньше, чем он мог бы быть при сохранении докризисного тренда. Дефицит капитала наблюдается как на макроуровне, так и на уровне отдельных секторов экономики.

Медленное внедрение технологий. По факторным отклонениям можно судить, что темпы внедрений новых технологий существенно замедлились. Однако, капиталоемкость выпуска не является единственным измерителем темпов внедрения новых технологий – есть ряд других переменных, обеспечивающих более полную картину. Межстрановые данные по расходам на инновации (в особенности в странах с развитой экономикой) показали, что экономики, где потери в выпуске были больше среднего уровня, демонстрировали сравнительно медленное увеличение доли НИОКР в ВВП. Данные по одной из наиболее актуальных тем в контексте инноваций – роботизации – показывают, что средний прирост плотности роботизации (объем роботизированного выпуска за тысячу часов работы) в посткризисный период был больше в экономиках, которые понесли меньшие потери выпуска.

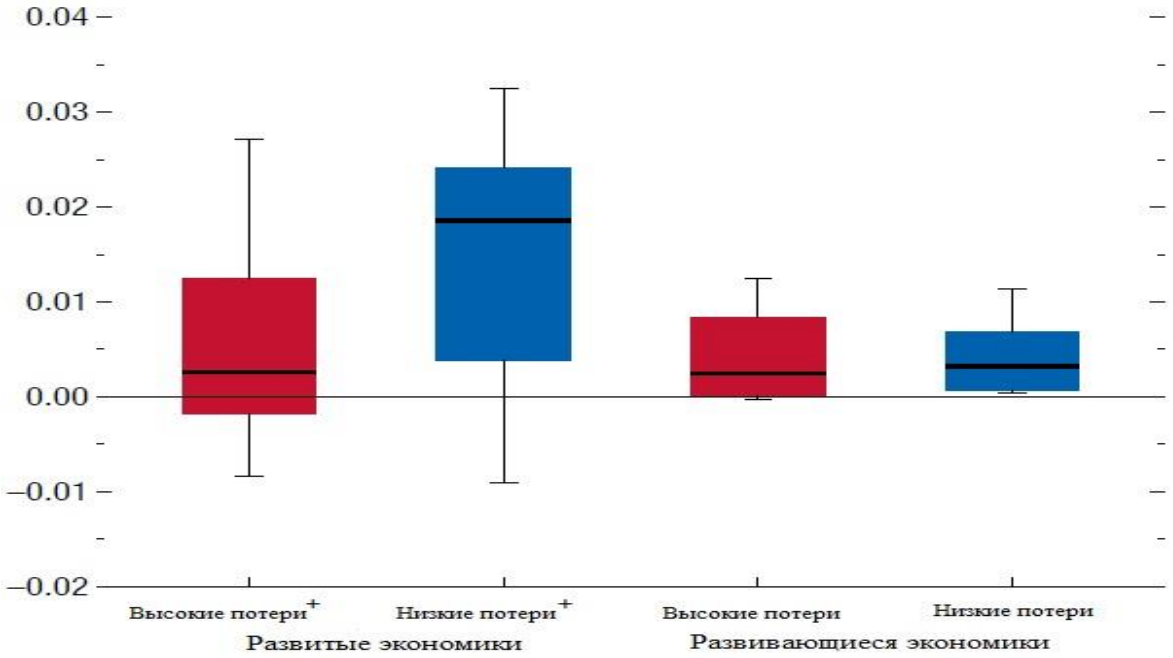


Рис.6. Среднее изменение плотности роботизации в распределении по потерям выпуска и группам стран, динамика за 2010-2014 гг.

Источник: World Economic Outlook, International monetary fund, October, 2018

Разрыв в темпах роста плотности роботизации (как и по показателям капиталовложений или НИОКР) между экономиками, испытавшими большую и меньшую потерю выпуска после кризиса, шире в случае развитых экономик, чем стран с формирующимися рынками.

Чем больше экономика пострадала от финансовой стороны кризиса, тем меньшими доступными инвестиционными ресурсами она обладала для капиталовложений в роботизацию по сравнению с обеспеченностью оборотными средствами для найма дополнительной рабочей силы в ходе посткризисного восстановления.

Основы посткризисной политики, ее меры и результаты. Кризис оказал неоднородное воздействие на разные экономики; посткризисный опыт также был неоднородным от страны к стране, что отражало, в том числе, разный характер шоков. В результате глобальной финансовой паники некоторые страны пострадали от банковских кризисов, другие переживали волатильность торговых и финансовых потоков между ними и экономиками, испытывавшими трудности в финансовом секторе. От выбора политического курса, а также наличия тех или иных структурных особенностей экономики зависел характер посткризисных колебаний выпуска, под его влиянием формировалась тенденция к восстановлению деловой активности. Анализ различных посткризисных мер может помочь выявить наиболее эффективные инструменты ограничения ущерба от кризиса, способствующие дальнейшему восстановлению.

Значение природы шока. Финансовый кризис, возникший в США и Европе, стал причиной глобального шока. При оценке его воздействия на мировые рынки стоит рассмотреть четыре аспекта:

1) Изобилие глобальной ликвидности обеспечивало кредитный бум в США, Великобритании, зоне евро, а также Центральной и Восточной Европе, вплоть до 2008 года. Стоит отметить, что кредитная экспансия становилась продуктом посредничества в сложной системе связей между традиционными банками и небанковскими финансовыми институтами, находящимися вне периметра банковского регулирования.
2) Волна ипотечных кредитов в США начала спадать в 2006-2007 годах с повышением ФРС ключевой ставки, а субстандартным заемщикам стало труднее обслуживать или рефинансировать свою задолженность – произошел беспрецедентный, синхронный (одновременно во многих штатах) разворот конъюнктуры жилищного рынка.
3) В отличие от кризиса на рынке ипотечных долгов в конце 1990-х годов, который ударил в основном только по кредиторам, шок в конце 2000-х приобрел намного более обширные последствия на финансовом рынке из-за широко распространившейся в это время, причем, слабо регулируемой практики секьюритизации субстандартных кредитов путем их преобразования в сложные финансовые продукты.
4) Глобальное ужесточение финансовых условий в 2007-2008 гг. стало причиной резкого прекращения кредитной экспансии в еврозоне, Великобритании и Центральной и Восточной Европе, что вызвало волну дефолтов по долгам застройщиков и домохозяйств, что еще больше усугубило проблемы европейских банков, уже находящихся в убытке из-за кризиса на американском рынке секьюритизированных ипотечных кредитов.

В зоне евро возникла еще одна проблема – помощь налогоплательщикам и государственные гарантии для проблемных банков стали серьезной причиной подрыва устойчивости состояния государственных финансов в некоторых странах. Слабые фискальные позиции таких стран привели к увеличению спредов в доходности их

государственных облигаций, скомпрометировав банки, имевшие значительные активы в суверенных ценных бумагах проблемных государств.

Страны, пережившие кризис банковского сектора в 2007-2008 годах, испытали спад финансового посредничества, столкнулись с уменьшением объемов кредитования экономики, что оказало на нее долговременное негативное воздействие. Проблемы корпораций и, как следствие, сокращение занятости, подорвали способность заемщиков обслуживать кредиты. Банки, в свою очередь, снова были вынуждены дополнительно сокращать кредит, что приводило к раскручиванию новых витков в «спирали» снижения выпуска. Проведенный сотрудниками МВФ анализ показал, что в странах, переживших банковский кризис, в 2011-2013 годах отклонение выпуска от докризисного тренда было на 4 п.п. больше, чем в странах, не испытывавших подобных трудностей в 2007-2008 гг.

Макроэкономические дисбалансы и финансовые факторы. Независимо от того, подверглась ли та или иная экономика банковскому кризису в 2007-08 гг., жесткие финансовые условия посткризисного периода повлияли на последующую динамику выпуска больше, чем факторы, предшествовавшие кризису и послужившие его причиной. Для оценки макроэкономических диспропорций полезно рассмотреть разрыв между фактическим балансом текущего счета и его гипотетическими значениями, которые могут быть выведены из среднесрочных детерминант (этот разрыв может служить наблюдаемой оценкой дисбаланса совокупных сбережений и инвестиций). С его использованием в этом качестве было выявлено, что страны с относительно слабым состоянием текущего счета относительно того, который согласуется с фундаментальными факторами, понесли более серьезные потери в виде отклонения выпуска от докризисного тренда.

Отчасти это можно объяснить тем, что экономики, где еще до кризиса наблюдался необусловленный фундаментальными факторами дефицит текущего счета, подверглись более жестким корректировкам. Кроме того, сравнительно большие потери из-за ужесточения финансовых условий понесли экономики, более зависимые от кредитования (страны, в которых перед кризисом рост кредитной экспансии происходил быстрее, чем в других экономиках).

Структура рынка труда. Разные страны в условиях экономических потрясений проявляли неодинаковую гибкость в передислокации трудовых ресурсов. Важным фактором, влияющим на решения фирм о найме персонала, является законодательство в контексте защиты прав работников – ключевую роль здесь играет баланс защиты работников и гибкость законодательства для работодателя. Большие посткризисные потери производства понесли те экономики, в которых разорвать трудовой контракт сложнее. Это можно объяснить нежеланием работодателей на этапе посткризисного восстановления расширять операционную деятельность и замыкаться на дорогостоящих трудовых контрактах.

Вторичные эффекты. Обращаясь к вторичным эффектам, передавшимся через торговлю, стоит отметить, что страны, сравнительно больше зависящие от спроса со стороны развитых экономик, понесли более заметные потери выпуска (с учетом параллельного давления на него банковского кризиса). Еще один канал, по которому передаются финансовые затруднения развитых экономик остальному миру – совокупная величина их внешних финансовых активов. Сравнительно более интегрированные в глобальный финансовый рынок страны испытали большие отклонения от докризисной

тенденции выпуска, что отчасти можно объяснить сокращением международного банковского бизнеса после кризиса.

Отклонение инвестиций в 2011-2013 гг. от докризисного тренда, и постоянный дефицит капитала – всё это коснулось также стран, не испытывающих затруднений в своих банковских системах в 2007-2008 гг. Больше пострадали страны, имеющие тесные торговые связи с развитыми экономиками.

Слабый спрос в рассматриваемый период со стороны развитых стран был компенсирован спросом со стороны КНР. Крупномасштабному расширению национальной инфраструктуры – что создавало благоприятные условия для внешних поставщиков на китайский рынок промежуточной продукции и тяжелого оборудования – способствовало стимулирование китайской экономики инвестициями из бюджета в размере 4 триллионов юаней (порядка 10% ВВП в 2008 году) в течение 2008-2011 гг. Страны, которые еще до кризиса имели товарно-географическую структуру экспорта, ориентированную на Китай, получили наибольшие выгоды от роста внутреннего спроса в китайской экономике, который при изначально высоком весе поставок в Китай относительно рынков других торговых партнеров позитивно повлиял на динамику совокупного внешнего спроса.

Докризисная политика и политические механизмы. Как уже говорилось, банковские кризисы 2007-2008 гг. наложили свой отпечаток на масштаб последствий кризиса. Нейтрализовать влияние кризиса и минимизировать последующий ущерб могли бы регулирующие и надзорные структуры. Заблаговременные меры по ограничению предложения банками услуг андеррайтинга, брокерского обслуживания и совершения сделок с ценными бумагами, предложения ими продуктов паевых инвестиционных фондов и их участия на рынке инвестиций в недвижимость, будь они приняты еще до кризиса в 2007-2008 гг., помогли бы уменьшить его вероятность.

Эпизод 2008 года характеризовался меньшими потерями в странах, в которых наблюдалось сравнительно меньшее, чем в других увеличение государственного долга за период 2005-2008 гг. Экономики с относительно низкими потребностями государственного сектора в долговом финансировании в кризисный период имели больше возможностей для маневрирования инструментами фискальной политики с целью поддержания спроса.

Политические механизмы также имели определяющее значение для последствий кризиса. Гибкость обменного курса, как показывает практика, играет существенную роль и связана с меньшими потерями, в том числе за счет того, что плавающий курс служит своего рода «буфером» от накопления рисков. Хорошим примером являются страны еврозоны, где отсутствие курсового риска во взаимном бизнесе (но при сохранении обособленных фискальных и банковских систем) привело к тому, что воздействие шока, источником которого стали ошибки фискальной политики, пришлось всецело на выпуск и цены, не встретив сопротивления со стороны курсовых колебаний (которые в той или иной мере могли бы послужить «отражающей поверхностью»).

Средний уровень потерь вследствие финансовых потрясений, включая те, которые еврозона понесла в интенсивной фазе кризиса суверенного долга, а также в дальнейшем из-за оттока депозитов из стран происхождения кризиса и фрагментации финансового рынка в 2011-2013 годах был значительно больше, чем в других развитых экономиках. Разрыв нарастал вплоть до 2015 года из-за слабого хода восстановительных процессов в

еврозоне по сравнению с остальным развитым миром. Объяснениями здесь могут служить ограниченность политических рычагов для адаптации к ассиметричным шокам в рамках валютного союза, а также различия в скорости восстановления финансового сектора, даже несмотря на наблюдаемый прогресс в формировании банковского союза и создание Европейского механизма стабильности.

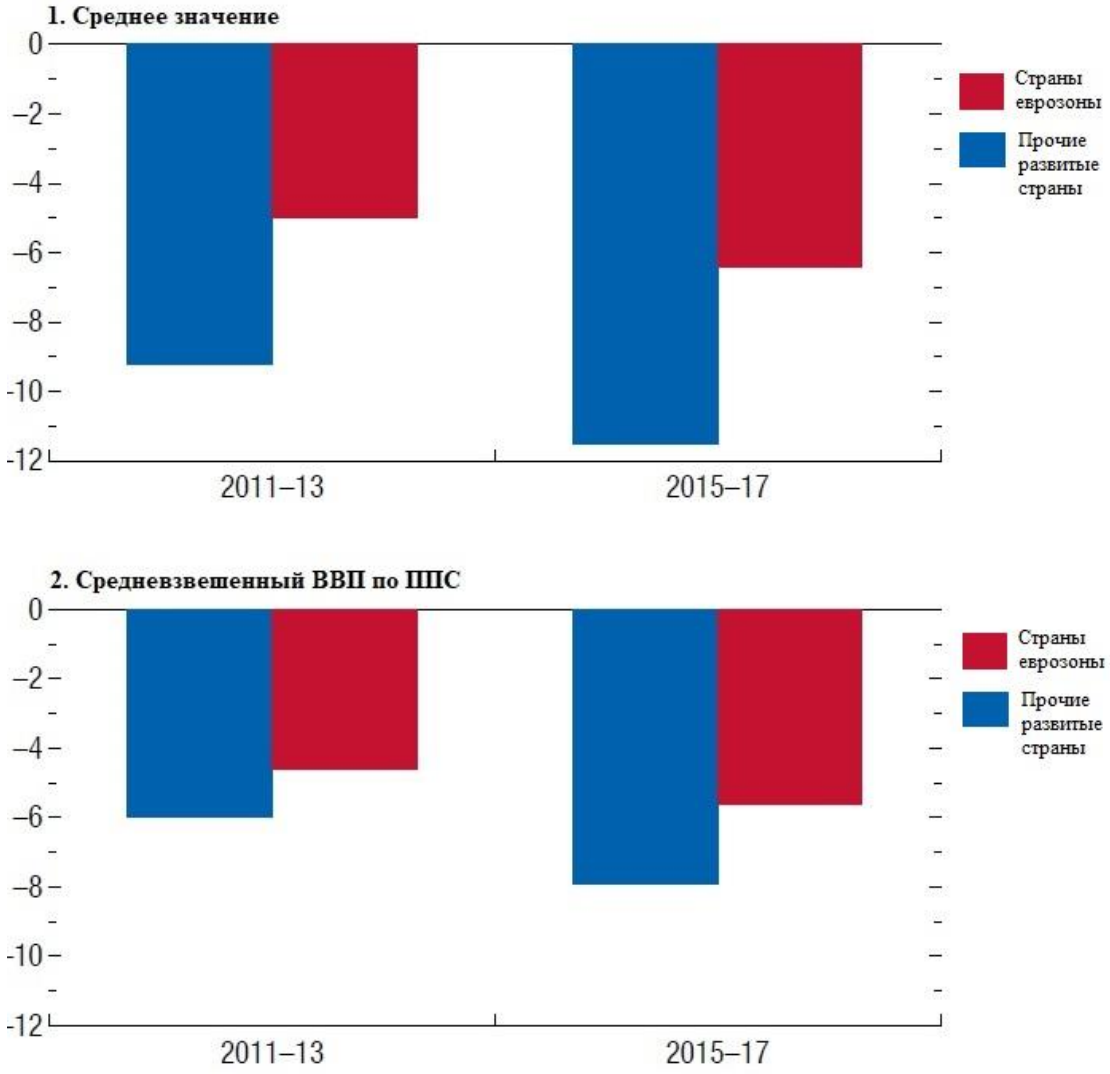


Рис.7. Среднее и средневзвешенное по ППС изменение потерь ВВП в еврозоне и других развитых экономиках

Источник: World Economic Outlook, International monetary fund, October, 2018

Чрезвычайные действия, предпринятые после кризиса. Выше было упомянуто, что в ряде стран были предприняты беспрецедентные политические меры, нацеленные на поддержку экономики после глобального финансового кризиса 2008 года. Среди развитых стран, особенно сильно пострадавших после кризиса, антикризисные меры включали:

1) меры центральных банков посредством инструментов денежно-кредитной политики – покупка активов после приближения процентных ставок к нулевому уровню, а также адресная поддержка ликвидности конкретных сегментов кредитных рынков;

2) дискреционные фискальные стимулы;
3) меры по поддержке финансового сектора, включая расширение государственных гарантий по обязательствам банков, выкуп токсичных активов у банков и вливания капитала.

Центральными банками также были заключены временные двусторонние соглашения о валютных свопах с целью гарантировать предложение ликвидности в валюте одной из сторон соглашения на финансовом рынке другой из сторон. Большинство таких соглашений были заключены между ФРС и другими национальными монетарными властями.

В денежно-кредитной политике ряда развитых экономик кардинально изменился подход к предложению денег (передаче стимулирующих сигналов средствами монетарной политики). Это произошло по необходимости вслед за тем, как ключевые ставки были в ходе кризиса снижены до последнего предела, близкого к нулевому значению. Конкретные составы инструментов различались от случая к случаю, но в обобщенном виде представляли собой комбинацию количественного смягчения (резкого расширения баланса центрального банка в результате покупки в основном государственных ценных бумаг, но также и ипотечнообеспеченных инструментов и корпоративных облигаций), форвард-гайденса (доведения до рынка информации об уровнях инфляции и безработицы, до достижения которых не следует ожидать повышения ключевой ставки), установления отрицательной процентной ставки (в порядке штрафа, взимаемого с банков за владение избыточными резервами) и контроля за кривой доходности (целевые покупки центральным банком долгосрочных рыночных активов с целью поддержания низкого уровня в долгосрочном сегменте кривой).

Влияние количественного смягчения в развитых экономиках, передававшееся через процентные ставки и финансовые условия, в разных странах проявлялось неодинаково. Однако, положительный эффект, выразившийся в увеличении внутреннего выпуска в странах с развитой экономикой и росте их импорта из стран-торговых партнеров, перевешивал негативные последствия, которые последние испытали в результате притока краткосрочного капитала и укрепления валютных курсов. Количественное смягчение оказало стабилизирующее воздействие также за счет уменьшения побочных рисков, вытекающих их обесценения рыночных активов, которого удалось во многом избежать.

Исходя из того, что эффект количественного смягчения не поддается убедительной количественной оценке, персонал МВФ акцентировал внимание на том, какое влияние оказали квазифискальные меры поддержки финансового и других секторов в ходе кризиса. Вследствие того, что число этих мер достаточно велико и точно известно (тогда как количественное смягчение – структурно более «аморфный» процесс), они могут быть поставлены в регрессионную зависимость с оцениваемой переменной – отклонением выпуска от докризисного тренда – в качестве объясняющей переменной.

На рисунке 8 видно, что квазифискальная поддержка имеет статистически значимую корреляцию с отклонением выпуска от докризисного тренда, как фактор, ограничивающий отклонение. Рисунок иллюстрирует реакцию зависимой переменной на увеличение объясняющей переменной на одно стандартное отклонение; смещение вправо по оси абсцисс указывает на корреляцию мер, отмеченных на оси ординат, с меньшим ухудшением/улучшением динамики выпуска относительно докризисного тренда.

Среди отдельных категорий принятых мер особенно большой вклад внесли вливания капитала и государственные гарантии (они поспособствовали восстановлению кредитного рынка, что, в свою очередь, повлияло на возобновление роста выпуска).

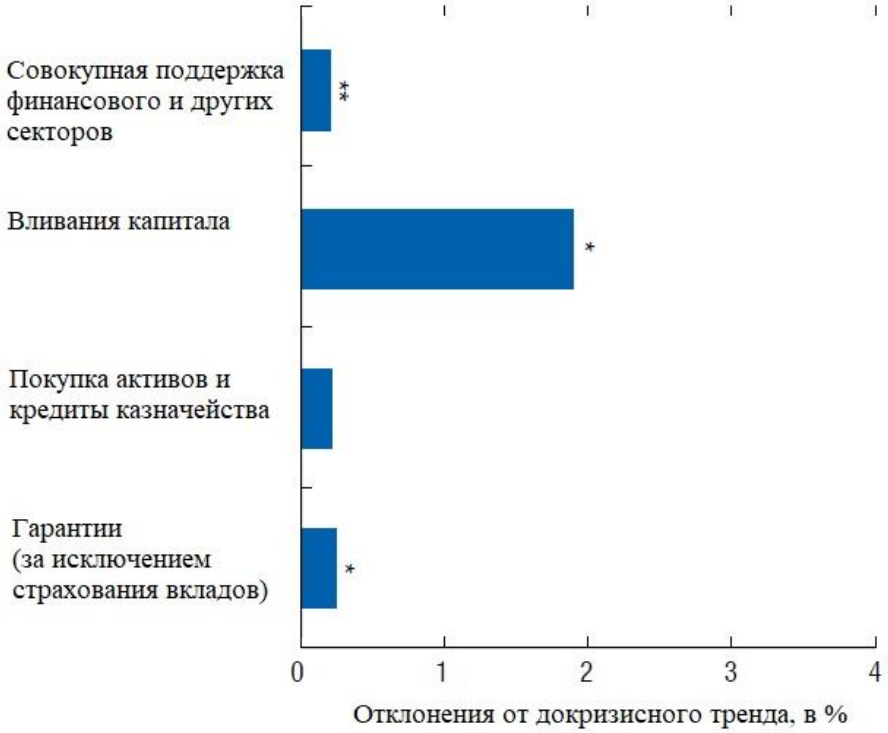


Рис.8. Эффект квазифискальных мер в сдерживании отклонения выпуска от докризисного тренда и отдельные движущие факторы (в %)

Источник: World Economic Outlook, International monetary fund, October, 2018

Заключительные выводы. Последствия финансового кризиса 2008 года, начавшегося с бума жилищного строительства в США, которым было отмечено предыдущее десятилетие, нашли свое отражение в разных уголках мира – от закрытия заводов в Мексике до реструктуризации региональных сбережений и займов в Испании и потери рабочих мест мигрантами в КНР. Потери в результате финансового кризиса носили долговременный характер и охватывали широкий круг стран (не только экономики, пережившие в тот период еще и банковский кризис). Основным фактором, ставшим причиной постоянного дефицита капитала и снижения общей производительности по сравнению с докризисным периодом, а также снизившим скорость внедрения технологий в экономиках, ощутивших на себе влияние кризиса, послужило ослабление инвестиционных потоков.

Кризис заставил переосмыслить природу колебаний экономической активности, а также роль политических мер в борьбе с негативными тенденциями, чтобы понять причину неодинаковой скорости восстановления в разных странах.

Проведенный персоналом МВФ анализ показал, что политические решения, принятые еще до кризиса, а также посткризисный политический курс оказали влияние на показатели производительности после окончания рецессии. Более жесткое банковское регулирование в некоторых странах, в том числе ограничение по отдельным направлениям банковской

деятельности, могло бы уменьшить вероятность наступления банковского кризиса в 2007-2008 годах. Этот вывод полезен и сегодня при принятии решений, которые могут приводить к ослаблению пруденциальных стандартов, принятых после кризиса.

Страны, имевшие сравнительно сильные фискальные позиции, понесли меньшие убытки благодаря возможности политического маневра. Уменьшить потери в среднесрочной перспективе помогли также квазифискальные меры, нацеленные на поддержку финансового и других секторов после кризиса. Дискреционная фискальная политика также использовалась в качестве инструмента антициклического воздействия на спрос.

Анализ в целом доказал эффективность квазифискальных мер в ограничении последствий кризиса. Нетрадиционные меры монетарной политики центральных банков в развитых экономиках также помогли развитым экономикам ограничить сокращение выпуска и минимизировать потери занятости, одновременно поддерживая торговых партнеров увеличением импорта.

Стоит сделать акцент на том, что политические меры последнего десятилетия помогли миру не столкнуться с еще более глубокими последствиями для производства и занятости. Неуверенный рост отдельных экономик, наблюдавшийся в течение большей части последних 10 лет, сменился синхронным выходом на положительную траекторию в 2017-2018 годах. Однако, прошлая глобальная рецессия стала причиной ряда существенных побочных эффектов. Продолжительный период сверхнизких процентных ставок в развитых экономиках стал причиной нарастания финансовой уязвимости. Накопление государственного долга и сокращение бюджетных резервов в ряде стран в посткризисный период говорят о необходимости подготовки новых инструментов для предотвращения нового кризиса. Кроме того, некоторые антикризисные инструменты, эффективные в 2008-2009 годах, перестали быть доступными сегодня и вряд ли станут спасением в будущем.

Если смотреть шире, фундаментальные угрозы для потенциала мировой экономики несет то наследие кризиса 2008 года, которое сохранится еще длительное время. Уже сейчас наблюдаются признаки того, что кризис оказал долговременное воздействие на миграционные процессы, демографическую динамику и будущую востребованность трудовых ресурсов. Кроме того, он подорвал общественную поддержку ценностей экономической открытости и глобализации, позволил политическим силам апеллировать к идеям популизма и протекционизма. Потребуется, возможно, много времени для того, чтобы полностью освободиться от этого наследия.

РОСТ ВВП

(отчетный квартал относительно соответствующего квартала предыдущего года, %)

	2016				2017				2018				*	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	2018 II	2018 III
Россия	-0,5	-0,4	-0,2	0,4	0,6	2,5	2,2	0,9	1,3	1,9			↑	
США	1,6	1,3	1,5	1,9	1,9	2,1	2,3	2,5	2,6	2,9			↑	
Канада	1,1	1,0	1,5	2,0	2,3	3,8	3,1	3,0	2,3	1,9			↓	
Япония	0,5	0,8	1,0	1,6	1,5	1,6	2,0	2,0	1,0	1,3			↑	
Соед. Королевство**	2,1	1,7	1,7	1,7	1,8	1,9	1,8	1,4	1,1	1,2			↑	
Евросоюз**	2,1	2,0	1,9	2,1	2,2	2,5	2,8	2,6	2,3	2,1			↓	
Еврозона**	2,0	1,8	1,8	2,1	2,1	2,5	2,8	2,7	2,4	2,2			↓	
Германия**	2,4	2,2	2,1	1,9	2,1	2,2	2,7	2,8	2,0	1,9			↓	
Франция**	1,3	1,1	0,9	1,2	1,4	2,3	2,7	2,8	2,2	1,7			↓	
Италия**	1,3	1,2	1,2	1,3	1,6	1,7	1,7	1,6	1,3	1,2			↓	
Испания**	3,6	3,3	3,1	2,7	2,9	3,1	2,9	3,1	2,8	2,5			↓	
Португалия**	1,3	1,3	2,3	2,8	3,1	3,1	2,5	2,5	2,2	2,4			↑	
Греция**	-0,4	-0,9	1,2	-0,8	0,3	1,5	1,5	2,0	2,5	1,8			↓	
Бельгия**	1,3	1,5	1,5	1,3	1,8	1,6	1,6	1,9	1,5	1,4			↓	
Нидерланды**	1,7	1,6	2,2	3,0	2,6	3,3	2,9	3,1	3,1	3,0			↓	
Финляндия**	2,4	1,7	2,9	2,9	3,0	3,3	2,3	2,6	2,7	2,5			↓	
Швеция**	3,6	3,0	2,0	1,3	1,7	2,6	2,5	2,7	2,8	2,4			↓	
Дания**	1,2	1,7	2,1	2,9	4,3	2,5	1,1	1,3	-0,7	0,6			↑	
Норвегия	0,9	2,9	-1,0	1,9	4,5	-1,0	2,9	1,6	-0,7	3,3			↑	
Швейцария	1,4	2,5	1,7	0,9	1,2	1,0	1,7	2,5	2,9	3,4			↑	
Китай	6,7	6,7	6,7	6,8	6,9	6,9	6,8	6,8	6,8	6,7	6,5		↓	↓
Индия	9,2	8,1	7,6	6,8	6,1	5,6	6,3	7,0	7,7	8,2			↑	
Бразилия	-5,3	-3,4	-2,9	-2,5	0,0	0,4	1,4	2,2	1,2	1,0			↓	
ЮАР	-0,3	0,6	0,9	1,0	1,0	1,2	1,6	1,4	0,8	0,4			↓	
Турция	4,8	4,9	-0,8	4,2	5,3	5,3	11,5	7,3	7,3	5,2			↓	
Польша**	2,9	3,4	2,4	3,3	4,6	4,2	5,5	4,4	5,0	5,0			→	
Мексика	3,0	3,3	2,0	3,3	3,3	1,8	1,6	1,5	1,4	2,7			↑	
Корея (Респ.)	3,0	3,5	2,7	2,6	2,9	2,8	3,8	2,8	2,8	2,9			↑	
Тайвань	-0,3	1,0	2,0	2,8	2,6	2,3	3,2	3,4	3,1	3,3			↑	
Индонезия	4,9	5,2	5,0	4,9	5,0	5,0	5,1	5,2	5,1	5,3			↑	
Малайзия	4,1	4,0	4,3	4,5	5,6	5,8	6,2	5,9	5,4	4,5			↓	
Австралия	2,7	3,3	1,8	2,5	1,8	2,0	2,8	2,3	3,2	3,4			↑	
Аргентина	1,0	-3,6	-3,3	-1,1	0,6	3,0	3,8	3,9	3,9	-4,2			↓	
Чили	2,7	0,9	1,2	0,3	-0,4	0,5	2,5	3,3	4,3	5,3			↑	
Венгрия**	1,5	2,6	2,5	2,2	4,1	4,0	4,4	5,0	4,8	4,7			↓	
Чешская Респ.**	3,6	2,4	1,7	1,8	2,9	4,9	5,1	5,0	4,1	2,4			↓	
Словакия**	3,7	3,9	2,7	3,2	3,0	3,7	3,4	3,5	3,6	4,2			↑	
Беларусь	-3,5	-1,4	-3,4	-1,7	0,4	1,7	3,0	4,3	5,2	3,9			↓	
Украина	0,1	1,7	2,7	4,6	2,8	2,6	2,4	2,2	3,1	3,8			↑	
Казахстан	-0,1	0,2	1,3	2,8	3,7	4,9	4,2	3,7	4,1	4,1			→	

* Сравнение с динамикой в предыдущем квартале.

** Источник: Евростат; на базе сезонно сглаженных динамических рядов ВВП (Словакия - на базе сезонно не сглаженного динамического ряда).

ИНФЛЯЦИЯ

(отчетный месяц относительно соответствующего месяца предыдущего года, %)

		Год	Месяцы											
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Россия		2017	5,0	4,6	4,3	4,1	4,1	4,4	3,9	3,3	3,0	2,7	2,5	2,5
		2018	2,2	2,2	2,4	2,4	2,4	2,3	2,5	3,1	3,4			
ОСНОВНЫЕ ТОРГОВЫЕ ПАРТНЕРЫ РОССИИ	США (PCEPI*)	2017	2,0	2,2	1,9	1,8	1,6	1,5	1,5	1,5	1,8	1,7	1,9	1,8
		2018	1,8	1,9	2,1	2,0	2,3	2,3	2,3	2,2				
	Китай	2017	2,5	0,8	0,9	1,2	1,5	1,5	1,4	1,8	1,6	1,9	1,7	1,8
		2018	1,5	2,9	2,1	1,8	1,8	1,9	2,1	2,3	2,5			
	Япония	2017	0,4	0,3	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,7	0,7	0,2	0,6	1,0
		2018	1,4	1,5	1,1	0,6	0,7	0,7	0,9	1,3	1,2			
	Украина	2017	12,6	14,2	15,1	12,2	13,5	15,6	15,9	16,2	16,4	14,6	13,6	13,7
		2018	14,1	14,0	13,2	13,1	11,7	9,9	8,9	9,0	8,9			
	Беларусь	2017	9,5	7,0	6,4	6,3	6,1	6,5	6,0	5,3	4,9	5,3	4,9	4,6
		2018	4,5	4,9	5,4	5,0	4,4	4,1	4,1	5,0	5,6			
	Швейцария	2017	0,3	0,6	0,6	0,4	0,5	0,2	0,3	0,5	0,7	0,7	0,8	0,8
		2018	0,7	0,6	0,8	0,8	1,0	1,1	1,2	1,2	1,0			
	Отдельные страны, входящие в еврозону: *Германия***	2017	1,9	2,2	1,5	2,0	1,4	1,5	1,5	1,8	1,8	1,5	1,8	1,6
		2018	1,4	1,2	1,5	1,4	2,2	2,1	2,1	1,9	2,2			
	*Франция***	2017	1,6	1,4	1,4	1,4	0,9	0,8	0,8	1,0	1,1	1,2	1,2	1,2
		2018	1,5	1,3	1,7	1,8	2,3	2,3	2,6	2,6	2,5			
	*Италия***	2017	1,0	1,6	1,4	2,0	1,6	1,2	1,2	1,4	1,3	1,1	1,1	1,0
		2018	1,2	0,5	0,9	0,6	1,0	1,4	1,9	1,6	1,5			
	*Нидерланды***	2017	1,6	1,7	0,6	1,4	0,7	1,0	1,5	1,5	1,4	1,3	1,5	1,2
		2018	1,5	1,3	1,0	1,0	1,9	1,7	1,9	1,9	1,6			
	*Испания***	2017	2,9	3,0	2,1	2,6	2,0	1,6	1,7	2,0	1,8	1,7	1,8	1,2
		2018	0,7	1,2	1,3	1,1	2,1	2,3	2,3	2,2	2,3			
	*Словакия***	2017	0,8	1,2	1,0	0,8	1,1	1,0	1,5	1,6	1,8	1,8	2,1	2,0
		2018	2,6	2,2	2,5	3,0	2,7	2,9	2,6	2,9	2,7			
	*Бельгия***	2017	3,1	3,3	2,5	2,7	1,9	1,5	1,8	2,0	2,0	1,8	2,1	2,1
		2018	1,8	1,5	1,5	1,6	2,3	2,6	2,7	2,6	2,8			
	*Финляндия***	2017	0,9	1,4	0,9	1,0	0,9	0,9	0,6	0,8	0,8	0,5	0,9	0,5
		2018	0,8	0,6	0,9	0,8	1,0	1,2	1,4	1,4	1,4			
Страны, проводящие денежно-кредитную политику в формате таргетирования инфляции	Соед. Королевство	2017	1,8	2,3	2,3	2,7	2,9	2,6	2,6	2,9	3,0	3,0	3,1	3,0
		2018	3,0	2,7	2,5	2,4	2,4	2,4	2,5	2,7	2,4			
	Швеция	2017	1,4	1,8	1,3	1,9	1,7	1,7	2,2	2,1	2,1	1,7	1,9	1,7
		2018	1,6	1,6	1,9	1,7	1,9	2,1	2,1	2,0	2,3			
	Польша	2017	1,7	2,2	2,0	2,0	1,9	1,5	1,7	1,8	2,2	2,1	2,5	2,1
		2018	1,9	1,4	1,3	1,6	1,7	2,0	2,0	2,0	1,9			
	Венгрия	2017	2,3	2,9	2,7	2,2	2,1	1,9	2,1	2,6	2,5	2,2	2,5	2,1
		2018	2,1	1,9	2,0	2,3	2,8	3,1	3,4	3,4	3,6			
	Чехия	2017	2,2	2,5	2,6	2,0	2,4	2,3	2,5	2,5	2,7	2,9	2,6	2,4
		2018	2,2	1,8	1,7	1,9	2,2	2,6	2,3	2,5	2,3			
	Казахстан	2017	7,9	7,8	7,7	7,5	7,5	7,5	7,1	7,0	7,1	7,7	7,3	7,1
		2018	6,8	6,5	6,6	6,5	6,2	5,9	5,9	6,0	6,1			
	Турция	2017	9,2	10,1	11,3	11,9	11,7	10,9	9,8	10,7	11,2	11,9	13,0	11,9
		2018	10,4	10,3	10,2	10,9	12,2	15,4	15,9	17,9	24,5			
	Корея (Респ.)	2017	2,0	1,9	2,2	1,9	2,0	1,9	2,2	2,6	2,1	1,8	1,3	1,5
		2018	1,0	1,4	1,3	1,6	1,5	1,5	1,5	1,4	1,9			
	Индия	2017	3,2	3,7	3,9	3,0	2,2	1,5	2,4	3,3	3,3	3,6	4,9	5,2
		2018	5,1	4,4	4,3	4,6	4,9	4,9	4,2	3,7	3,8			
	Бразилия	2017	5,3	4,8	4,6	4,1	3,6	3,0	2,7	2,5	2,5	2,7	2,8	3,0
		2018	2,9	2,8	2,7	2,8	2,9	4,4	4,5	4,2	4,5			
	Норвегия	2017	2,8	2,5	2,4	2,2	2,1	1,9	1,5	1,3	1,6	1,2	1,1	1,6
		2018	1,6	2,2	2,2	2,4	2,3	2,6	3,0	3,4	3,4			
	Канада	2017	2,1	2,0	1,6	1,6	1,3	1,0	1,2	1,4	1,6	1,4	2,1	1,9
		2018	1,7	2,2	2,3	2,2	2,2	2,5	3,0	2,8	2,2			
	ЮАР	2017	6,6	6,3	6,1	5,3	5,4	5,1	4,6	4,8	5,1	4,8	4,6	4,7
		2018	4,4	4,0	3,8	4,5	4,4	4,6	5,1	4,9	4,9			
	Чили	2017	2,8	2,7	2,7	2,7	2,6	1,7	1,7	1,9	1,5	1,9	1,9	2,3
		2018	2,2	2,0	1,8	1,9	2,0	2,5	2,7	2,6	3,1			
	Мексика	2017	4,7	4,9	5,3	5,8	6,2	6,3	6,4	6,7	6,3	6,4	6,6	6,8
		2018	5,6	5,3	5,0	4,6	4,5	4,7	4,8	4,9	5,0			
	Индонезия	2017	3,5	3,8	3,6	4,2	4,3	4,4	3,9	3,8	3,7	3,6	3,3	3,6
		2018	3,3	3,2	3,4	3,4	3,2	3,1	3,2	3,2	3,1			

* Personal Consumption Expenditure Price Index.

** Harmonized Index of Consumer Price (Eurostat).

НИФИ
МИНФИНА РОССИИ

Коллектив авторов

Швандар Кристина Владимировна, руководитель Центра Перспективного финансового планирования, макроэкономического анализа и статистики финансов НИФИ Минфина

Черкасов Всеволод Юрьевич, сотрудник Центра Перспективного финансового планирования, макроэкономического анализа и статистики финансов НИФИ Минфина

Маклакова Юлия Александровна, сотрудник Центра Перспективного финансового планирования, макроэкономического анализа и статистики финансов НИФИ Минфина

Данный доклад представляет собой результат работы сотрудников Научно-исследовательского финансового института. Содержание доклада является личным мнением коллектива авторов и не отражает официальную позицию Научно-исследовательского финансового института и Министерства финансов Российской Федерации.