НИФИ

НАУЧНО-ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ ИНСТИТУТ МИНФИНА РОССИИ

КРАТКОСРОЧНЫЕ ГЛОБАЛЬНЫЕ ТРЕНДЫ

сентябрь 2019 года

ЦЕНТР ПЕРСПЕКТИВНОГО ФИНАНСОВОГО ПЛАНИРОВАНИЯ, МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА и СТАТИСТИКИ ФИНАНСОВ

НИФИ
НАУЧНО-ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ ИНСТИТУТ МИНФИНА РОССИИ

КРАТКОСРОЧНЫЕ ГЛОБАЛЬНЫЕ ТРЕНДЫ

30 сентября 2019 года

В выпуске

- Еврозона – пока не рецессия, но… (с. 2)
- Евросистема возобновляет QE (с. 13)
- ОЭСР: актуализация прогнозов (с. 18)

Еврозона – пока не рецессия, но... Темпы роста ВВП еврозоны в последние три квартала (IV кв. 2018 – II кв. 2019 гг.) стабилизировались на уровне 1,2-1,3% у-о-у постепенно снизившись с 2,9-3%, наблюдавшихся в III-IV кварталах 2017 года.

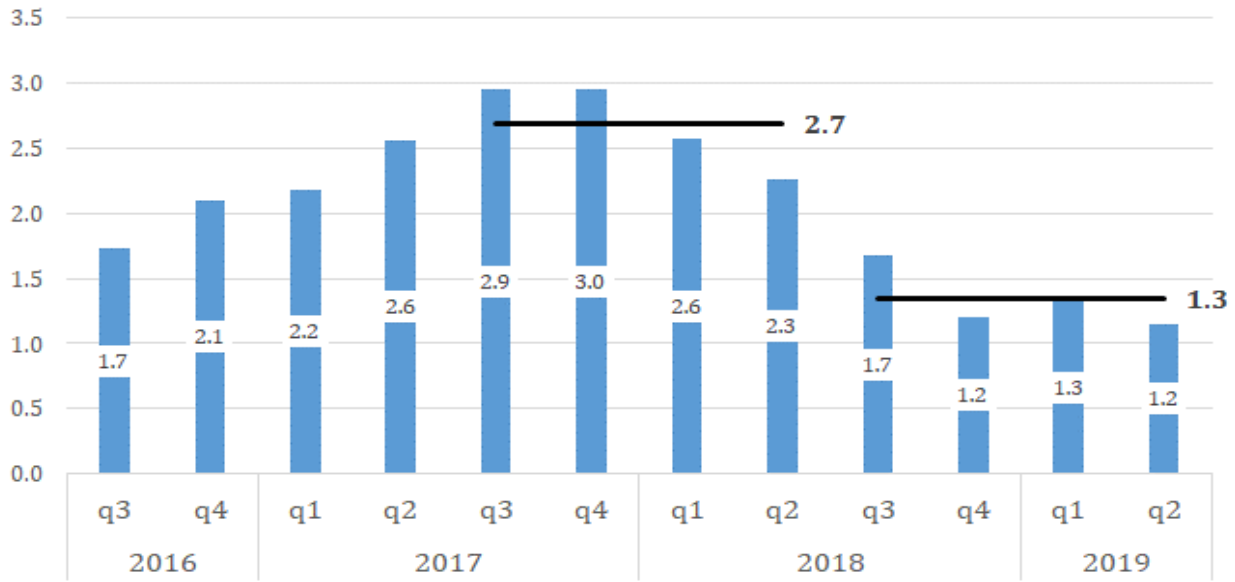


Рис.1 Темпы роста ВВП еврозоны по кварталам – % у-о-у (по данным Eurostat)

Сравнение последних четырех кварталов (III кв. 2018 – II кв. 2019 гг.), в течение которых темпы роста ВВП находились в диапазоне 1,2-1,7% у-о-у (в среднем 1,3%), с предыдущими четырьмя кварталами (III кв. 2017 – II кв. 2018 гг.), когда темпы составляли в среднем 2,7%, приводит к изложенным ниже выводам о причинах замедления роста на 1.4 п.п.

Все пять крупнейших национальных экономик, на долю которых приходится более 80% суммарного ВВП европейского валютного союза – Германия, Франция, Италия, Испания и Нидерланды – внесли отрицательные вклады в изменение темпов экономического роста еврозоны. В частности, ВВП Италии в I-II кварталах нынешнего года сокращался относительно аналогичных кварталов прошлого года.

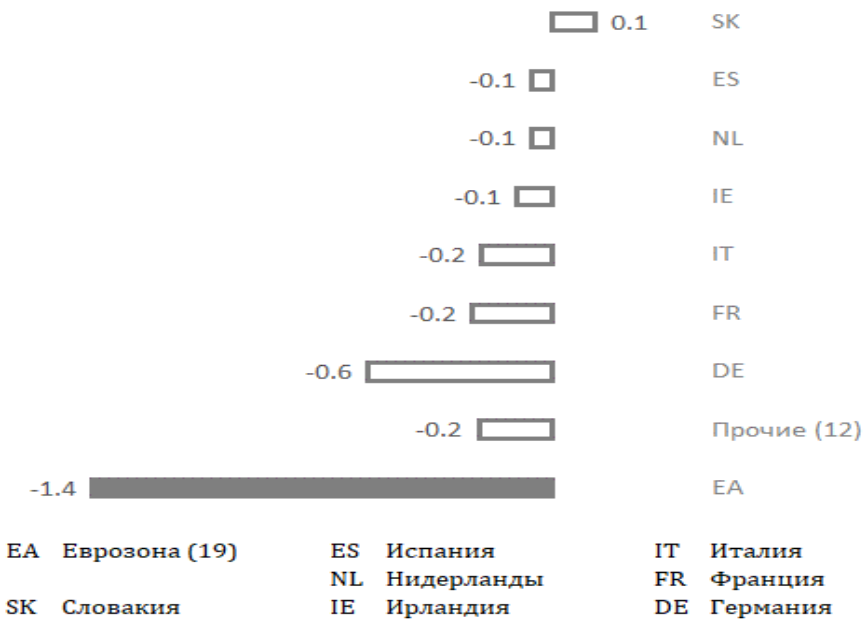


Рис.2 Вклады изменений темпов роста ВВП в отдельных национальных экономиках в снижение темпов роста ВВП еврозоны в период с III кв. 2018 по II кв. 2019 гг. по сравнению с предыдущими четырьмя кварталами – п.п. (по данным Eurostat)

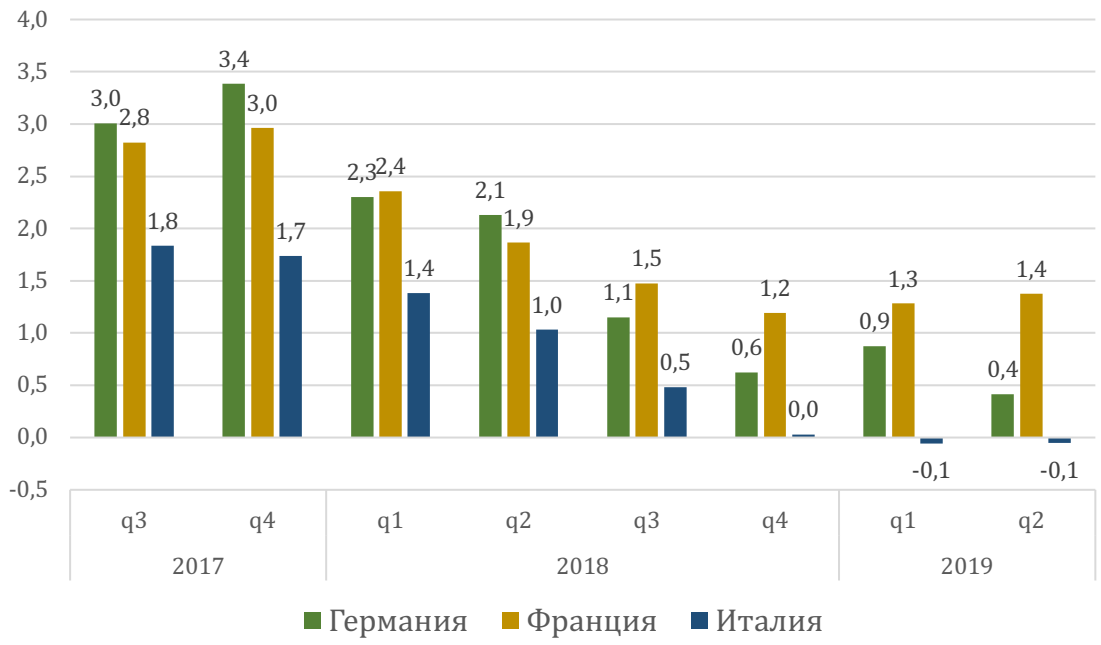


Рис.3 Темпы роста ВВП из года в год в трех крупнейших национальных экономиках еврозоны по кварталам – % у-о-у (по данным Eurostat)

Если судить по изменениям ВВП из квартала в квартал, экономика Италии во второй половине прошлого года уходила в техническую рецессию. Неустойчивая ситуация складывается в Германии: во II квартале нынешнего года ВВП вновь сократился относительно предыдущего трехмесячного периода, как это уже было в III квартале 2018 года: и в том, и в другом случае причина заключалась в сокращении экспорта.

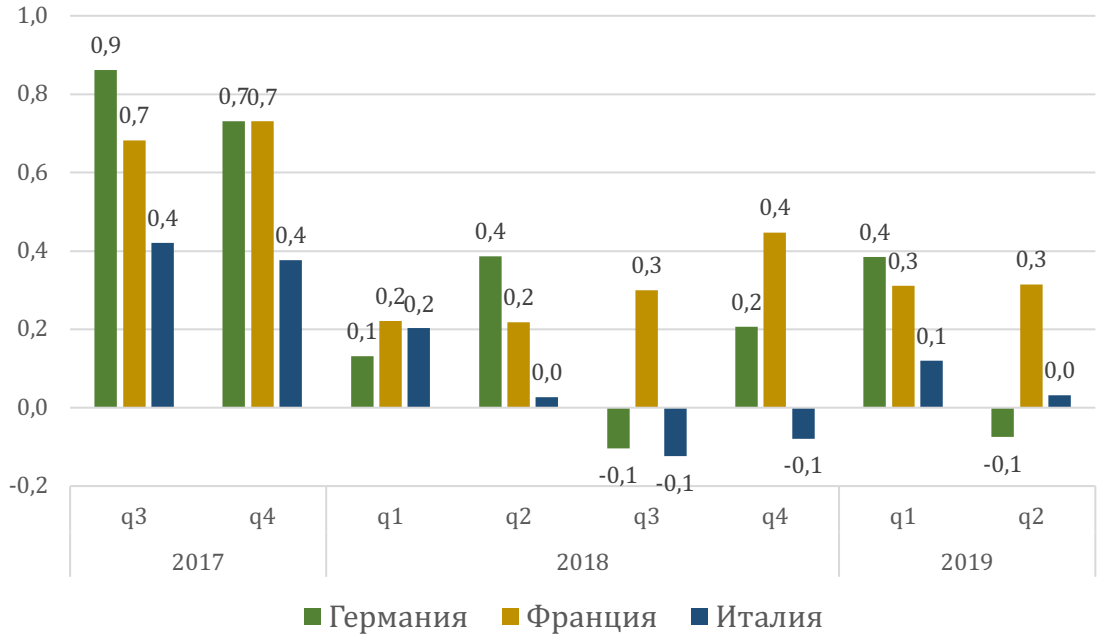


Рис.4 Темпы роста ВВП из квартала в квартал в трех крупнейших национальных экономиках еврозоны – % q-o-q (по данным Eurostat)

В разрезе направлений использования ВВП наиболее проблематичной областью остается обмен товарами и услугами между еврозоной и остальным миром. Импорт растет быстрее экспорта, что приводит к сокращению внешнеторгового профицита.

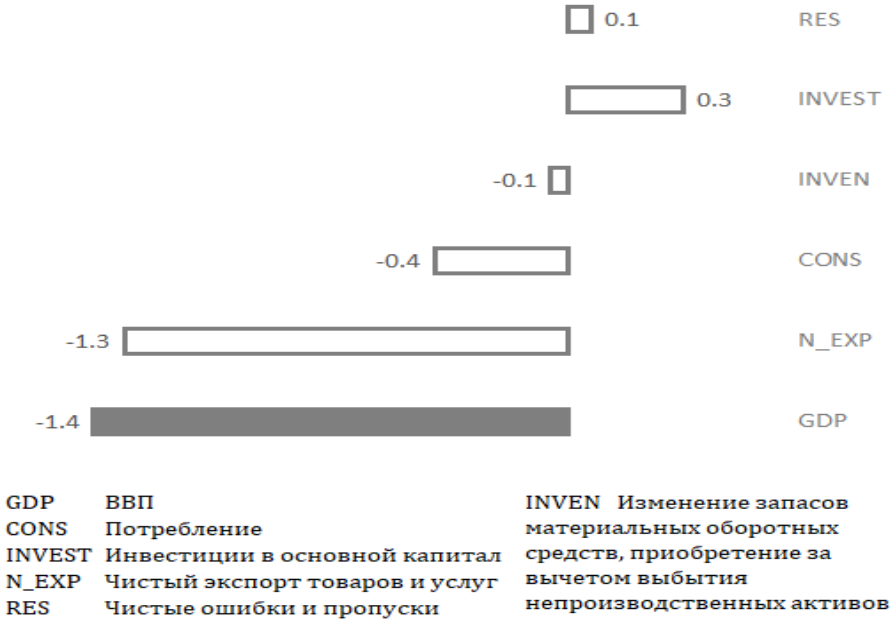


Рис. 5 Вклады изменений темпов роста компонентов ВВП по направлениям использования в снижение темпов роста ВВП еврозоны в период с III кв. 2018 по II кв. 2019 гг. по сравнению с предыдущими четырьмя кварталами – п.п. (по данным Eurostat)

Экспортная продукция из еврозоны поступает на крупные рынки назначения – Китай, Россия и Турция. Например, в объеме экспортных поставок из Германии за пределы

еврозоны доля этих рынков в сумме превышает 15 процентов. Экономический рост в Китае замедляется. В России уже длительное время не наблюдается существенного увеличения реальных доходов, развивается импортозамещение, а ввоз европейских продовольственных товаров ограничивается действием контрсанкций. Турция в прошлом году перенесла глубокую девальвацию национальной валюты, которая в первую очередь ударила по импорту, и сейчас ее экономика находится лишь в начале восстановления после кризиса.

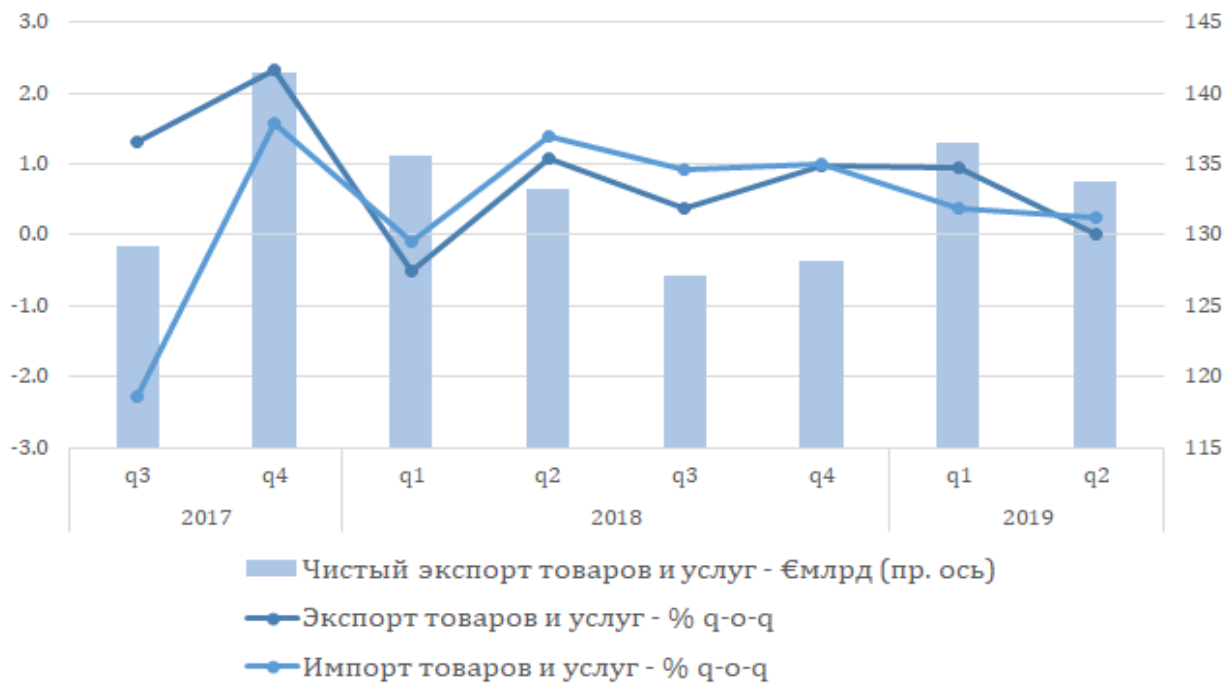


Рис. 6 Еврозона: развитие ситуации во внешнем секторе экономики по кварталам (по данным Eurostat)

Внутреннее потребление в еврозоне в первые два квартала нынешнего года демонстрировало низкие темпы роста из года в год, но в этом все еще сказывалась неблагоприятная динамика из квартала в квартал, которая наблюдалась в период с апреля по сентябрь 2018 года. Тогда давление на потребительскую активность оказывал инфляционный фактор; частной, но серьезной причиной послужил временный спад на автомобильном рынке Германии, связанный с введением с 1 сентября прошлого года новых правил сертификации транспортных средств по стандарту WLTP.

На деле ситуация в последнее время улучшалась – это заметно по темпам роста потребления из квартала в квартал.

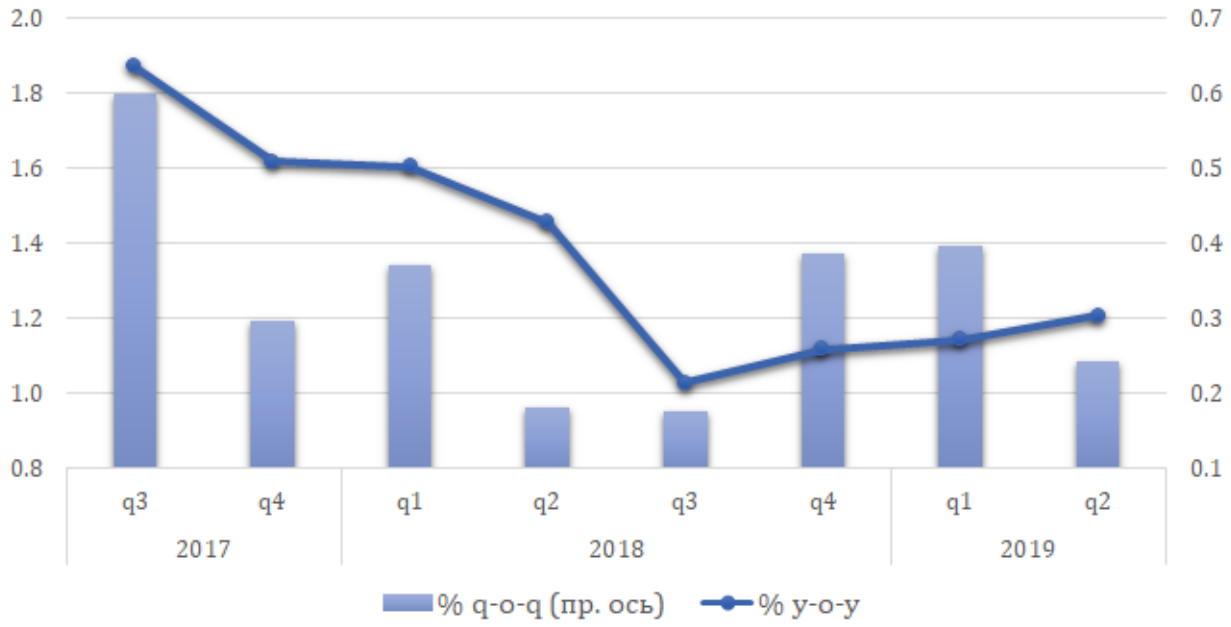


Рис. 7 Еврозона: темпы роста внутреннего потребления по кварталам (по данным Eurostat)

Фундаментальные факторы пока складываются благоприятно для потребления. Безработица – минимальная за историю наблюдений: в июле нынешнего года – 7,5% в еврозоне в целом, 3% в Германии. Рост заработной платы ускоряется; инфляция на потребительском рынке после усиления в середине прошлого года вновь пошла на спад и в последние два квартала заметно меньше обесценивала реальные доходы.

Рис. 8 Еврозона: темпы роста номинальной и реальной заработной платы – % y-o-y (по данным Eurostat)

В европейском обществе нарастает сопротивление новым попыткам перераспределения доходов в пользу госсектора – иллюстрацией служат несостоявшиеся планы по усилению фискальной нагрузки на население. Во Франции после протестов отложено повышение топливного налога и тарифов на газ и электричество; в Испании проект бюджета не прошел через национальный парламент, что повлекло за собой смену правительства. Госсектор в странах еврозоны сейчас в целом расходует больше, чем собирает налогов, тем самым, внося свой вклад в рост потребления.

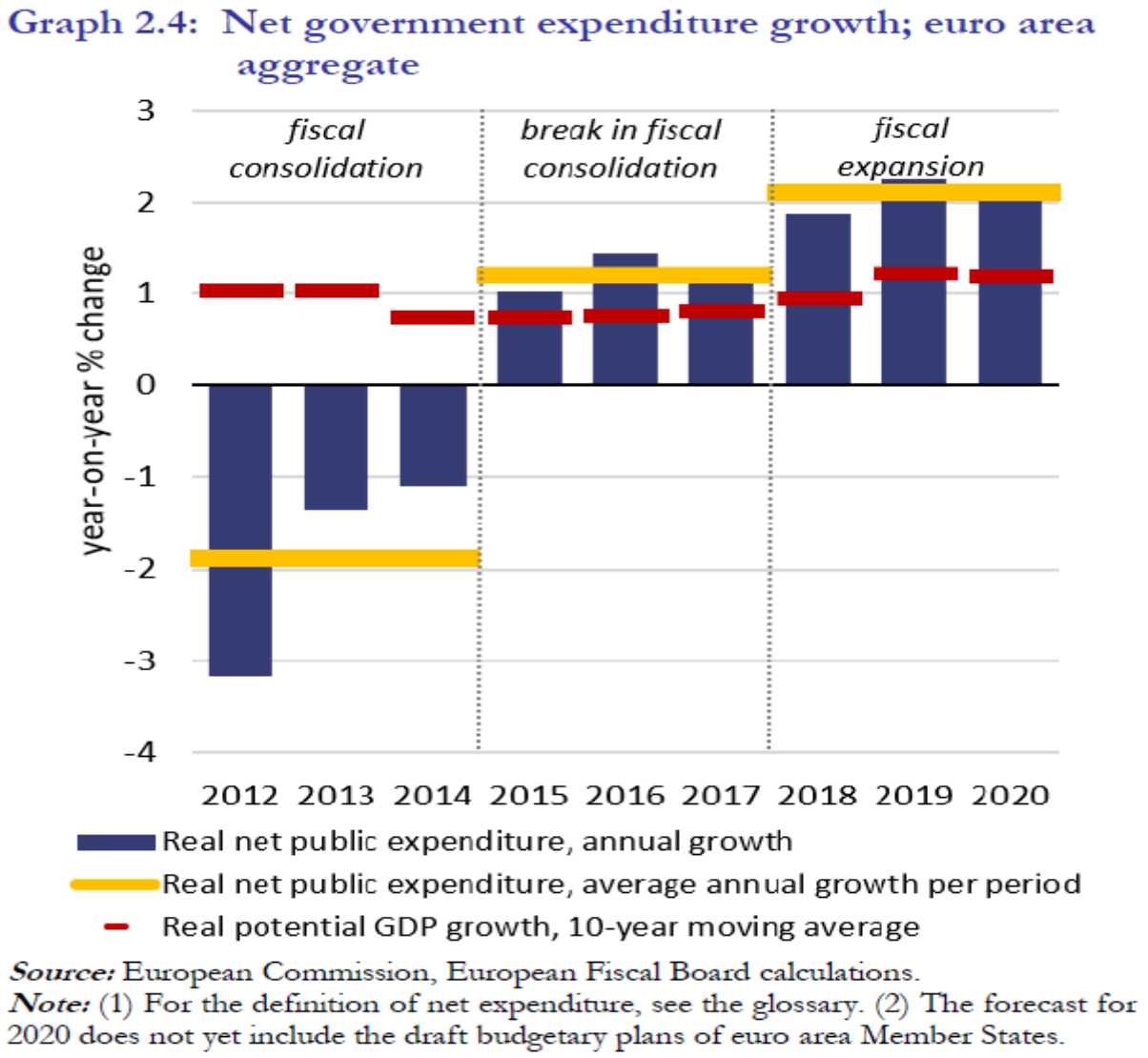


Рис. 9 Еврозона: темпы роста чистых расходов госсектора – % y-o-y (European Fiscal Board. – Assessment of the fiscal stance appropriate for the euro area in 2020. – P. 8.)

Источник: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2019_06_25_june_report_final.pdf

Положительный вклад инвестиций в основной капитал в темпы роста ВВП еврозоны в последние четыре квартала, который показан на рисунке 5, создает обманчивое впечатление о состоянии инвестиционной активности, если не вдаваться в детали. На рисунке 10 представлена детализированная картина вкладов по отдельным национальным экономикам в разрезе направлений использования ВВП.

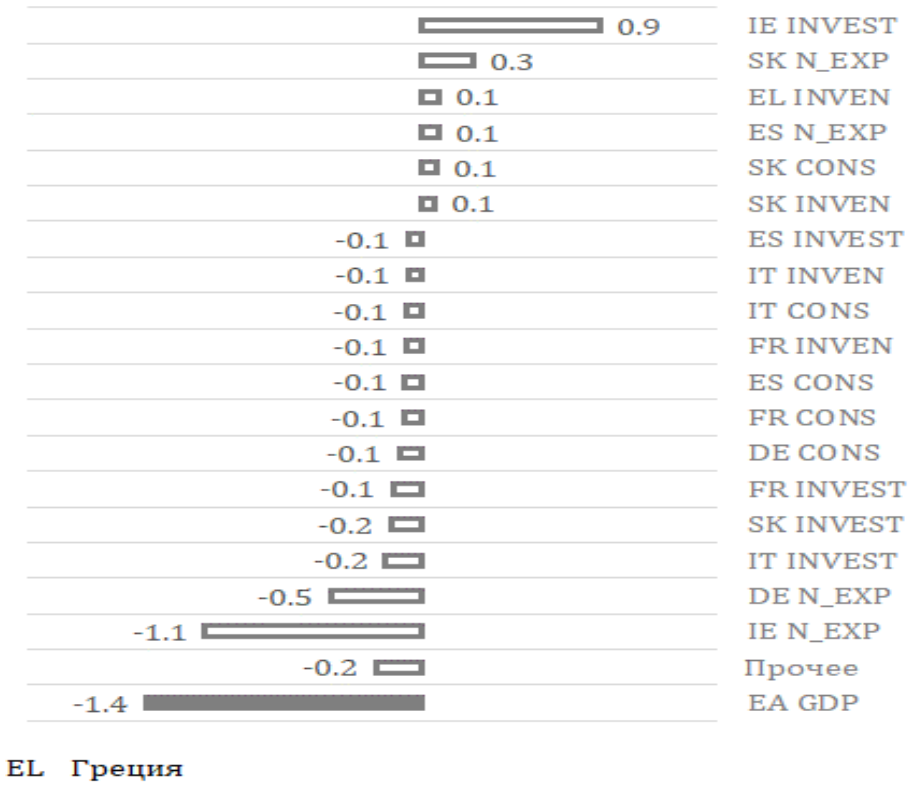


Рис. 10 Вклады в снижение темпов роста ВВП еврозоны в период с III кв. 2018 по II кв. 2019 гг. по сравнению с предыдущими четырьмя кварталами в разрезе направлений использования ВВП по национальным экономикам – п.п. (по данным Eurostat)

На рисунке видно, что большой положительный вклад со стороны инвестиций в Ирландии был с избытком возмещен отрицательным вкладом чистого экспорта той же страны. Это объясняется особенностями ситуации во II квартале текущего года, когда в Ирландии были произведены в инвестиционных целях крупные внешние закупки продуктов интеллектуальной собственности (подробности не раскрываются национальной статистической службой этой страны в целях соблюдения конфиденциальности). В стороне от данного обстоятельства инвестиции в рассматриваемый период не были сильной стороной деловой активности в еврозоне – их динамика в таких крупных национальных экономиках, как Италия, Франция и Испания, тормозила рост ВВП.

Видно также, что наиболее весомый вклад в снижение темпов роста ВВП еврозоны в последние четыре квартала по сравнению с четырьмя предыдущими внесла динамика чистого экспорта товаров и услуг в Германии (он уменьшился).

ОЭСР, исходя из своей методологии оценки фазы делового цикла, в основе которой лежат отклонения системы опережающих индикаторов деловой активности от долгосрочных трендов, делает заключение о начале рецессии в еврозоне с декабря 2017 года.

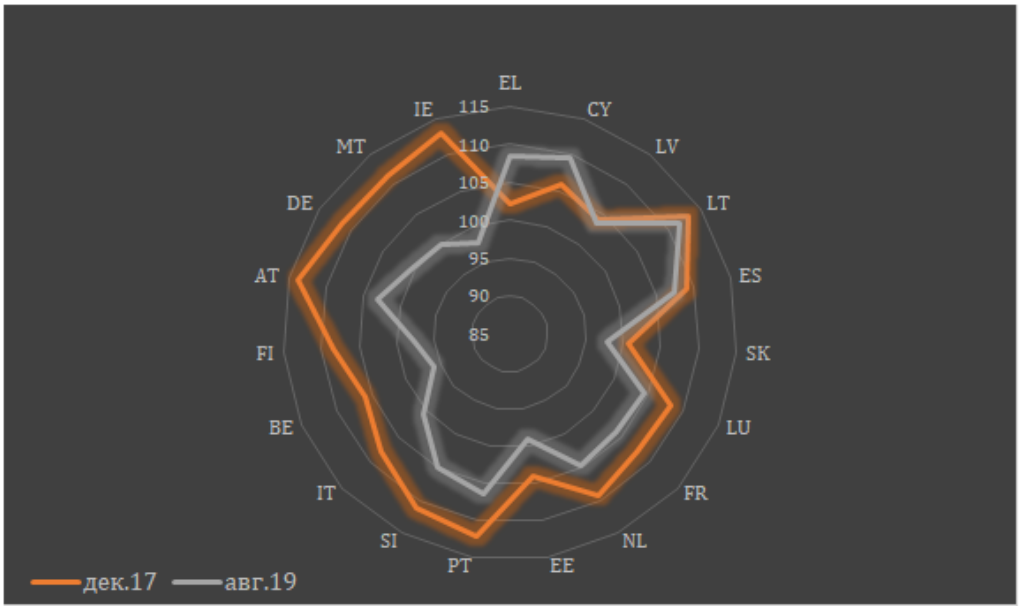
Мы, опираясь на общепринятый формальный критерий – сокращение ВВП из квартала в квартал непрерывно в течение шести месяцев – не видим оснований для вывода о рецессии. Не приходит к такому выводу и экспертный комитет по датировке делового цикла в еврозоне, действующий при CEPR (Centre for Economic Policy Research).

Вместе с тем, следует отметить, что индекс экономических настроений в еврозоне – аналитический индикатор, определяемый путем ежемесячных секторальных опросов на основе методики, разработанной Еврокомиссией, и который Еврокомиссия считает важным показателем развития циклических процессов – постоянно снижался, начиная с января 2018 года.

Рис. 11 Еврозона: Economic Sentiment Indicator (по данным Еврокомиссии); заливкой выделены периоды рецессий согласно датировкам CEPR

Индекс интегрирует показатели настроений, наблюдаемых согласно данным опросов в промышленности и сфере услуг, среди потребителей, а также в секторах строительства и розничной торговли.

Наиболее глубокий спад настроений за время, прошедшее с декабря 2017 года – тогда они были на пике, – наблюдается в Ирландии (стране, более всего уязвимой по отношению к последствиям Brexit), Германии и соседней Австрии.



AT Австрия
BE Бельгия
CY Кипр
EE Эстония
FI Финляндия
LT Латвия
LV Литва
LU Люксембург
MT Мальта
PT Португалия
SI Словения

Рис. 12 Еврозона: Economic Sentiment Indicator по национальным экономикам (по данным Еврокомиссии)

В разрезе по секторам более всего ухудшились настроения в промышленности.

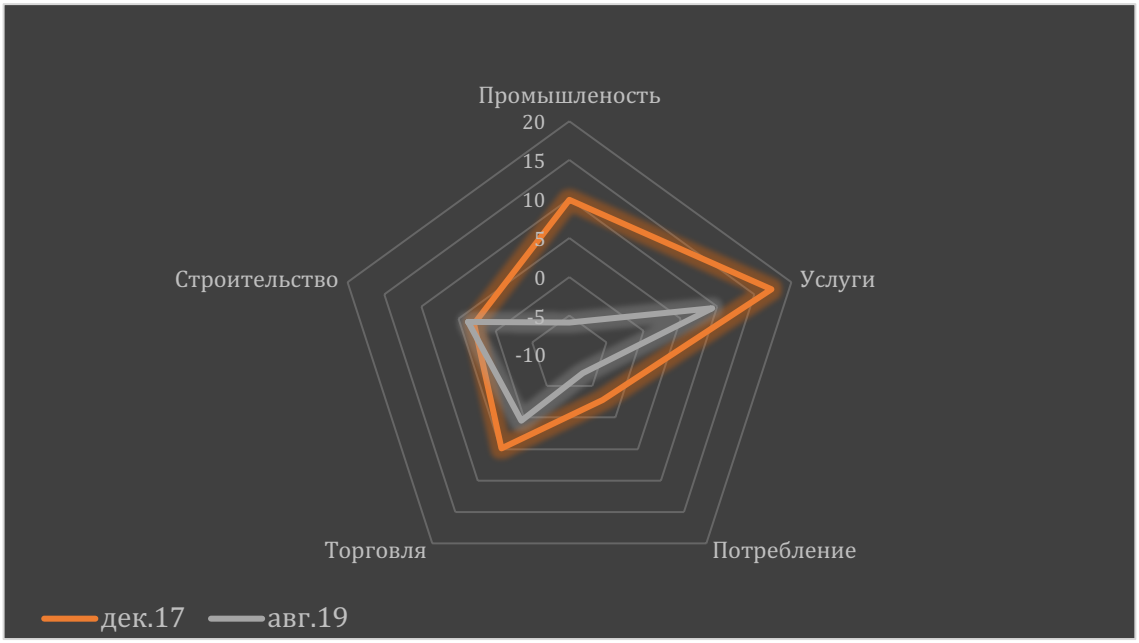


Рис. 13 Еврозона: Economic Sentiment Indicator по секторам (по данным Еврокомиссии)

На рисунке 13 и далее на рисунках 14-15 показатели представляют собой разницу между количеством позитивных и негативных оценок ситуации, полученных из секторальных опросов.

Индикатор делового климата в промышленности (расширенный агрегат, включающий «промышленный» компонент индекса экономических настроений) сейчас близок к отметкам, наблюдавшимся во время рецессии 2011-2013 годов.

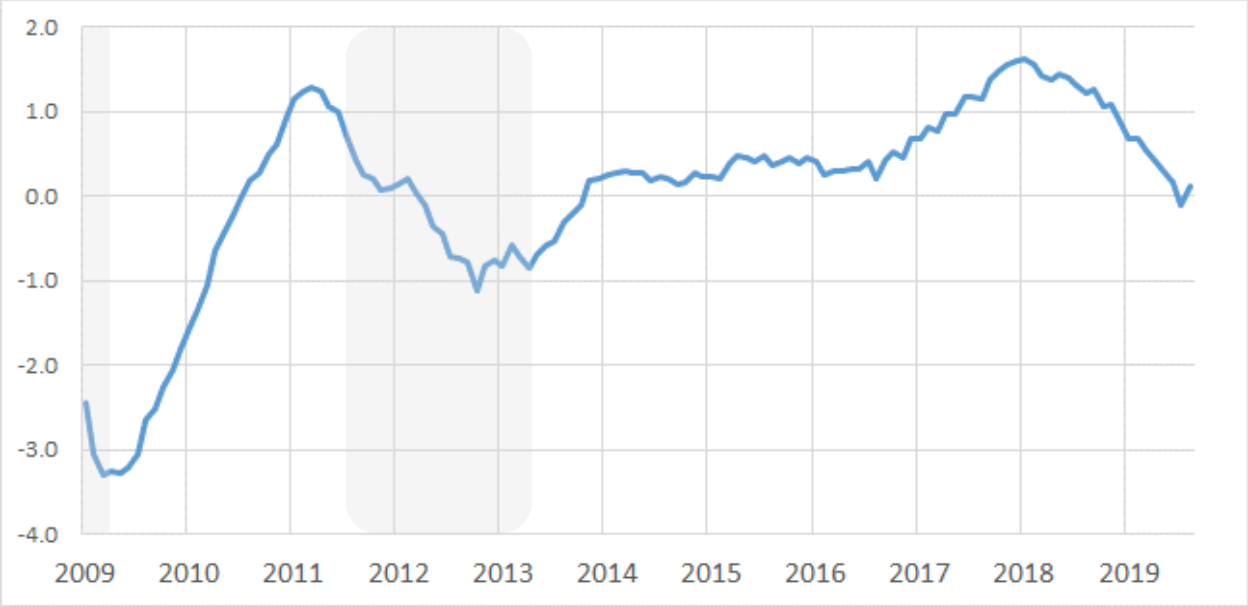
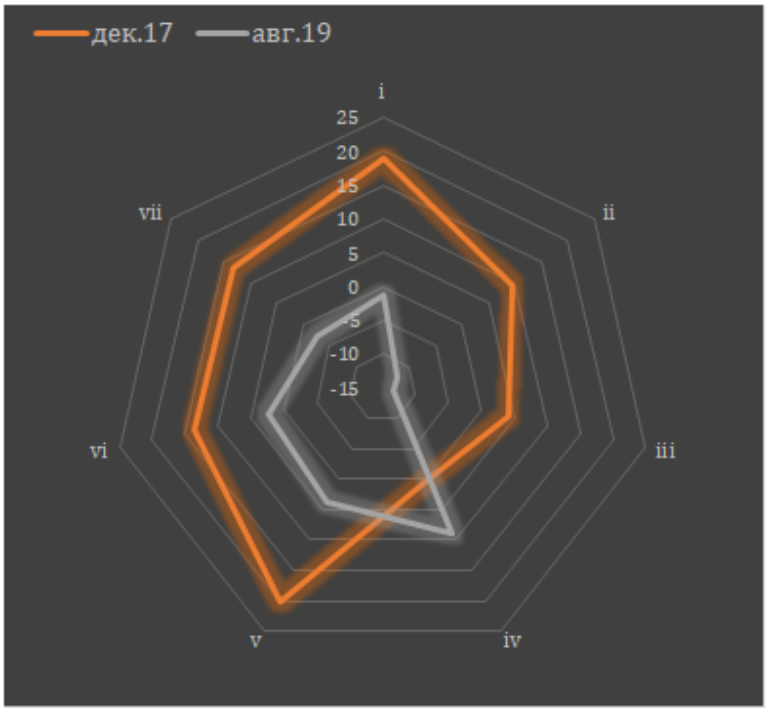


Рис. 14 Еврозона: Индикатор делового климата (по данным Еврокомиссии); заливкой выделены периоды рецессий согласно датировкам CEPR

В промышленности «сжатие» наблюдается по всем критериям, которыми посредством опросов измеряются настроения бизнеса (рост запасов готовой продукции может быть интерпретирован как показатель трудностей со сбытом).



i Тенденция динамики выпуска за последний месяц
ii Тенденция заказов на внутреннем рынке
iii Тенденция заказов на экспортные поставки
iv Тенденция запасов готовой продукции
v Ожидания по динамике выпуска на месяц вперед
vi Ожидания по динамике цен реализации продукции на месяц вперед
vii Ожидания по динамике численности персонала на месяц вперед

Рис. 15 Изменения настроений по параметрам опроса в промышленности (по данным Еврокомиссии)

Наблюдаемый разворот экономических настроений в еврозоне говорит о ее сползании в рецессию как о возможном сценарии. Бундесбанк в опубликованном в августе ежемесячном бюллетене выражал опасения, что: «Экономическая активность может вновь снизиться в текущем квартале. Пока нет признаков прекращения спада в промышленности. Он может постепенно начать оказывать давление на некоторые сегменты сферы услуг»[1]. По существу, речь идет о возможности, как минимум, технической рецессии в Германии в II-III кварталах нынешнего года. Для экспортоориентированных экономик еврозоны, в первую очередь для Германии, наибольшую угрозу представляет дальнейшее ослабление спроса на внешних рынках назначения промышленной продукции. В самом ближайшем будущем – в перспективе четырех месяцев – оно возможно по двум причинам.

Во-первых, если до 11 декабря между ЕС и США не будет согласована взаимоприемлемая позиция по вопросу о тарифах в торговле автомобилями и автозапчастями, то в дальнейшем в случае реализации администрацией США намерения по введению 25-процентного импортного тарифа у Евросоюза может не оказаться возможности оспорить данное решение в апелляционном органе ВТО. В этот день истекают полномочия двоих из трех действующих заседателей апелляционного органа, что оставляет его без

[1] Deutsche Bundesbank. – Monthly Report. – August 2019. – P. 49.

минимального необходимого кворума. США на протяжении ряда лет последовательно блокировали назначение новых заседателей (согласно уставу ВТО, их может быть семь).

Во-вторых, новый предельный срок выхода Великобритании из Евросоюза в случае, если не будет заключено соглашение об условиях расторжения союзных отношений, назначен на 31 января следующего года. «No-deal Brexit» означает, что руководством в тарифной политике для Британии станут нормы ВТО, а не более благоприятствующие торговле правила Евросоюза; появится возможность применения нетарифных мер в торговле услугами. Выход Лондона из таможенного союза повлечет за собой восстановление административных процедур таможенного контроля. По оценке ОЭСР, последствия для торговых партнеров Соединенного Королевства выразятся в сокращении поставок на британский рынок в общей сложности на 16 процентов. Эффект распределится неравномерно (значительная часть всего ущерба будет причинена одной стране – Ирландии), но и Германия – среди стран, для которых потери будут наиболее ощутимыми (для Германии Соединенное Королевство – пятый по значению торговый партнер). ОЭСР оценивает экономические последствия для Евросоюза примерно в 0.5% прогнозируемого ВВП в течение следующих трех лет[2].

Для России процессы, развивающиеся в настоящее время в еврозоне, означают, прежде всего, перспективу серьезного ухудшения внешних экономических условий. Еврозона – крупнейший консолидированный торговый партнер, главный рынок назначения отечественной экспортной продукции. Доля государств-членов еврозоны в стоимостном объеме экспортных поставок из России составляет (по данным Comtrade за 2018 год) 34%, а Евросоюза в целом – 45% (в том числе доля этих рынков в нефтегазовых поставках – 41 и 54%, соответственно).

В условиях глобальной рецессии можно ожидать нарастания дисбаланса между предложением нефти и спросом на нее на мировом рынке и, как следствие, снижения цен на по-прежнему основной для российского экспорта товар. Согласно оценкам Международного энергетического агентства (IEA) и Управления энергетической информации Министерства энергетики США (EIA) в прошлом году предложение нефти на мировом рынке превысило спрос. По прогнозу EIA, та же ситуация сохранится в 2019-2020 годах, но разрыв уменьшится[3]. Однако, если эрозия спроса окажется сильнее, чем предполагается в сценарных условиях данного прогноза, действия стран-экспортеров

[2] OECD. – Interim Economic Outlook. – September 2019. – P. 9-11.
[3] EIA. – Short-Term Energy Outlook. – September 2019. – P. 30.

нефти по ограничению добычи могут не предотвратить увеличения разрыва между спросом и предложением.

Шок может быть смягчен, если окажется возможным найти альтернативные рынки для сбыта альтернативных российских товаров. В прошлом выпуске «Трендов» обсуждалась целесообразность поддержки государственными кредитами инвестиционных проектов за рубежом, осуществляемых с использованием российских ненефтегазовых товаров, услуг и технологий. Финансирование таких проектов может осуществляться в рублях, что поспособствовало бы развитию тенденции к увеличению доли расчетов в национальной валюте в международной торговле России.

Евросистема возобновляет QE. В предыдущем разделе «Трендов» мы рассмотрели некоторые частные причины для дальнейшего ухудшения обстановки на рынках, где находит сбыт продукция европейских товаропроизводителей, отметив, что в экономике еврозоны могут усилиться депрессивные тенденции, вызванные ослаблением внешнего спроса. Образно выражаясь, «глобальной угрозой» для европейских стран является рецессия в США. В нынешних обстоятельствах спад в экономике крупнейшего торгового партнера неизбежно повлечет за собой синхронный разворот делового цикла в еврозоне.

ЕЦБ, принимая во внимание все нынешние риски, уже приступил к ответным действиям.

Евросистема позже, чем монетарные регуляторы в США, Великобритании и Японии, прибегла к инструментам количественного смягчения. Покупка ценных бумаг в рамках QE началась в 2014 году и была остановлена лишь к концу прошлого года. При иных перспективах делового цикла разумная гипотеза заключалась бы в том, что Евросистема приступит к нормализации баланса и повышению процентной ставки (эта гипотеза до сих пор принималась во все базовые сценарии прогнозов, публиковавшихся в международных и российских источниках). Однако момент для отзыва стимулов оказался явно неподходящим после того, как ФРС развернула свою политику к смягчению, а Бундесбанк в официальной публикации признал возможность технической рецессии в Германии.

К сентябрю нынешнего года Евросистема подошла со следующей «конструкцией» баланса и системы инструментов. Портфель ценных бумаг, приобретенных по программам QE, составлял 2.5 трлн. евро (около 21.5% ВВП – примерно так же, как у ФРС перед началом нормализации). С начала года новые покупки не производились, но доходы от погашения основного долга полностью реинвестировались. Ставка рефинансирования с 2016 года оставалась равной нулю, а ставка по депозитному инструменту постоянного действия – отрицательной со значением -0.4 процента годовых. При этом действовало введенное в

2014 году правило, согласно которому депозитная ставка автоматически применяется к остаткам на корреспондентских счетах банков в Евросистеме, превышающим величину обязательных резервов.

В таких обстоятельствах ЕЦБ мог бы ограничить передачу стимулирующего сигнала снижением депозитной ставки. Такое решение можно было бы назвать формальным и даже имитационным. Избыточные резервы в банковской системе – косвенное следствие QE, банки не могут за короткое время преобразовать их в приносящие доход активы. Отрицательный процент по избыточным резервам не может повлиять на эту ситуацию, но приводит к тому, что складываются близкие к нулю и даже в отдельных случаях отрицательные ставки на депозитном рынке – в ущерб вкладчикам, для которых наличные деньги становятся более привлекательным активом чем банковские депозиты.

Комплекс мер, о которых ЕЦБ известил серией опубликованных 12 сентября пресс-релизов, включает:

- с 1 ноября возобновляются операции по покупке Евросистемой ценных бумаг в рамках программ количественного смягчения – на сумму 20 млрд евро в месяц (доходы от погашения основного долга будут по-прежнему полностью реинвестироваться);
- процентная ставка по депозитному инструменту снижена до 0.5 процента годовых;
- вводится система дифференциации процентных ставок, применяемых к избыточным резервам банков;
- изменены параметры ранее запланированной новой (третьей по счету) программы долгосрочных операций рефинансирования (TLTRO), к выполнению которой Евросистема приступает с сентября.

Основного внимания заслуживает решение возобновить QE. Это единственный реалистичный и действенный способ продолжения денежно-кредитной политики, когда ключевая ставка (в системе инструментов ЕЦБ – ставки рефинансирования) снижена до нуля. В прошлом выпуске «Трендов» мы говорили о том, что возобновление QE становится реалистичной перспективой и для ФРС, хотя она в отличие от Евросистемы успела пройти по пути нормализации и повышения ставки.

Рамочный механизм количественного смягчения Евросистемы – APP (Asset Purchase Programm) – включает программы покупки государственных ценных бумаг, корпоративных облигаций, банковских обеспеченных облигаций и секьюритизированных активов.

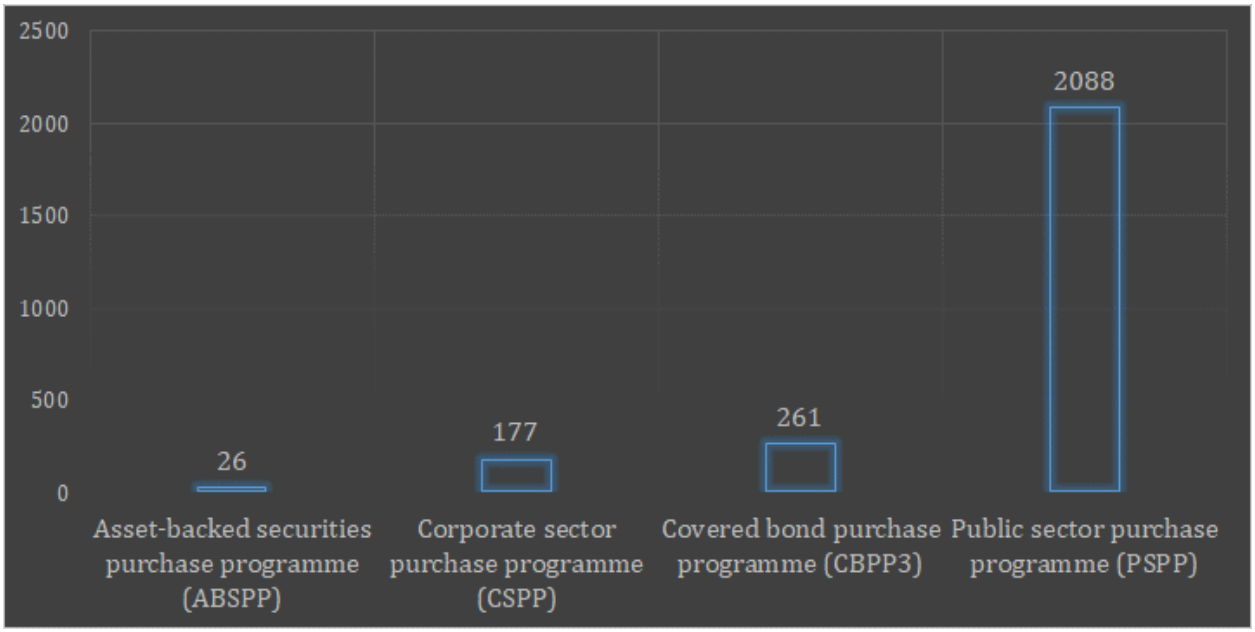


Рис. 16 Портфели ценных бумаг, приобретенных Евросистемой в рамках механизма APP – млрд евро (по данным ЕЦБ, 20.09.2019)

Новым стало принятое в сентябре решение, допускающее покупку негосударственных ценных бумаг из указанных категорий, если их доходность не только отрицательна, но и ниже ставки по депозитному инструменту Евросистемы (прежде на таких условиях приобретались только государственные облигации).

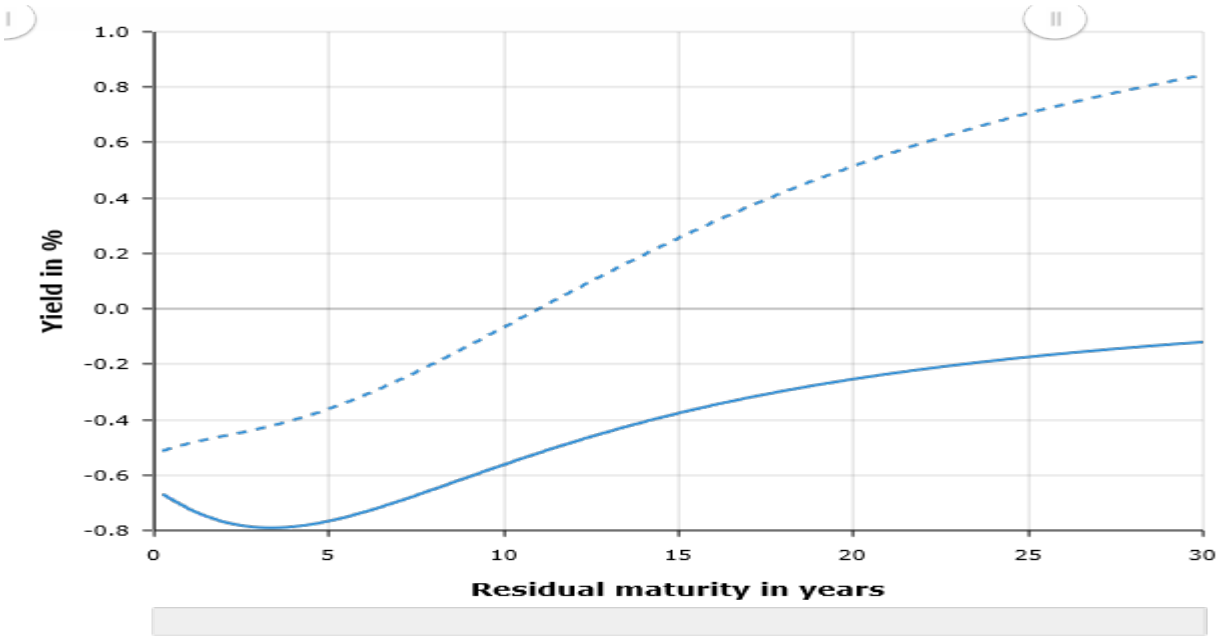


Рис. 17 Кривая доходности государственных ценных бумаг в еврозоне – проценты годовых; сплошная линия означает среднюю доходность облигаций с кредитным рейтингом AAA, пунктирная линия – среднюю доходность всех облигаций (по данным ЕЦБ, 25.09.2019)

Источник: https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/euro_area_yield_curves/html/index.en.html

Существенным нововведением станет применение дифференцированных ставок к избыточным резервам. С 30 октября ЕЦБ начнет определять часть избыточных резервов в размере, кратном величине обязательных резервов (при первом применении нового механизма – в шестикратном размере), которые будут выводиться из-под действия отрицательной депозитной ставки и наряду с обязательными резервами вознаграждаться в размере ставки рефинансирования. Сейчас она равна нулю, но вырисовываются контуры диапазона процентных ставок, подобного тому, которым оперировала ФРС для передачи сигналов в условиях избытка ликвидности (это сослужит пользу в будущем, когда появится возможность начать возвращение к традиционной политике).

TLTRO – специализированный инструмент, в рамках которого Евросистеме предоставляет банкам ликвидность на длительные сроки с целевым назначением: для кредитования нефинансовых компаний или домохозяйств. Объем ликвидности, на которую может рассчитывать банк, зависит от прироста его требований по кредитам (новые кредиты за вычетом погашения старых).

В рамках третьей программы TLTRO назначены семь ежеквартальных аукционов. Программа была анонсирована в июле; в сентябре ЕЦБ увеличил срок своих кредитов с двух до трех лет и изменил условия по процентным ставкам: они будут устанавливаться на 10 п.п. ниже, чем предполагалось объявленными ранее параметрами операций. Банки, выполняющие индикативный план по наращиванию кредитного портфеля, будут уплачивать процент в среднем размере ставки рефинансирования ЕЦБ в течение времени пользования кредитом (повторим, что в настоящее время она равна нулю). К банкам, перевыполняющим план, будет применяться процентная ставка, равная средней за то же время ставке по депозитному инструменту ЕЦБ – сейчас она отрицательная, то есть, Евросистема будет доплачивать банкам за предоставленные им кредиты.

Все, что сказано выше о последних решениях ЕЦБ, может показаться «новостями из зазеркалья». Но в действительности финансовый рынок в еврозоне и существует уже

долгое время в перевернутом мире с отрицательными процентными ставками и наличными деньгами в роли «доходного» актива.

С 1 ноября Кристин Лагард сменит Марио Драги на посту президента ЕЦБ в связи с истечением срока его полномочий. Судя по заявлениям Лагард после того, как в июле было принято решение о ее назначении, в политике Евросистемы сохранится преемственность. В начале сентября на слушаниях в Европарламенте она говорила о необходимости продолжения чрезвычайно мягкой денежно-кредитной политики в течение длительного времени – «highly accommodative policy for a prolonged period of time»; в точности та же формулировка повторяется в недавнем выступлении Драги перед той же аудиторией.

Новые решения ЕЦБ подтверждают, что Банк России проводит обоснованный курс на снижение ключевой ставки. С июня она снижалась уже трижды и в настоящее время составляет 7 процентов годовых. Поскольку изменение происходит в одинаковом направлении со ставками в двух основных мировых валютах, оно не приведет к росту арбитражной активности на валютном рынке.

Сбербанк России и еще ряд российских банков не осуществляют прием вкладов в евро, но их принимают другие банки; в банковской системе хранятся ранее размещенные вклады. Новые тренды в политике ЕЦБ и ФРС делают вклады в иностранной валюте все более непривлекательными. Перевод в национальную валюту может осложняться тем, что сумма вклада (в том числе при досрочном расторжении договора) выплачивается наличными деньгами в валюте вклада. Дедолларизация была бы проще и сопряжена с меньшими рисками для вкладчиков, если бы обеспечивалась возможность изменения валюты баланса вклада, минуя физический обмен валют.

ОЭСР: актуализация прогнозов. Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) 19 сентября опубликовала промежуточный экономический прогноз между основными выпусками в серии докладов «OECD Economic Outlook». Можно сказать, основная идея нынешнего доклада заключается в том, что замедление глобального экономического роста еще не достигло своего «дна» и будет продолжаться дальше. Ниже мы резюмируем выводы ОЭСР о факторах, влияющих на замедление, результаты актуализации майских прогнозов по темпам роста ВВП и рекомендации ОЭСР для развитых и развивающихся экономик.

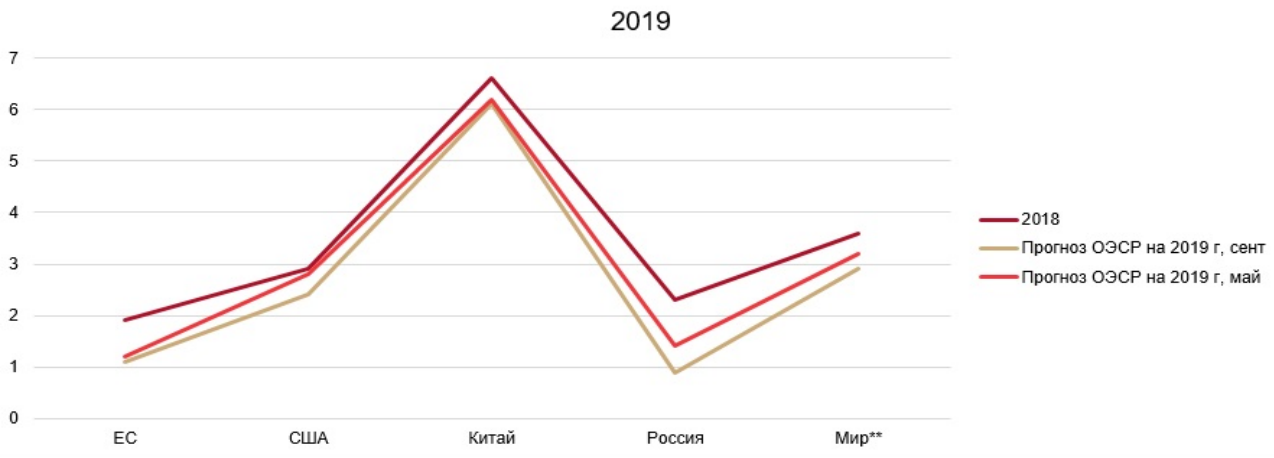
ОЭСР прогнозирует замедление глобального роста до 2,9-3,0% в 2019-2020 годах по сравнению с 3,6% в 2018 году. Новые прогнозы на 0,3-0,4 п.п. ниже тех, которые были опубликованы в мае, но вряд ли это окончательные цифры. Напряженность в мировой

торговле сопровождается сохраняющейся неопределенностью в отношении развития торговой политики, что, в свою очередь, оказывает давление на инвестиции: ослабляет доверие инвесторов и влияет на отношение к риску на финансовых рынках. Например, в странах «двадцатки» рост инвестиций показал резкое замедление: если в 2018 году он достигал 5%, то в первой половине 2019 года составил лишь 1 процента. Резкий скачок цен на нефть, вызванный повышением геополитических рисков и перебоями в поставках из Саудовской Аравии, добавил неопределенности и оказал дестабилизирующее влияние на финансовые рынки в мире.

	2018 год	Прогнозы			
		2019		2020	
		Сентябрь 2019	Изменение по сравнению с прогнозами, опублико-ванными в мае (п.п.)	Сентябрь 2019	Изменение по сравнению с прогнозами, опублико-ванными в мае (п.п.)
США	2.9	2.4	-0.4	2.0	-0.3
Еврозона	1.9	1.1	-0.1	1.0	-0.4
Великобритания	1.4	1.0	-0.2	0.9	-0.1
Япония	0.8	1.0	0.3	0.6	0.0
Китай	6.6	6.1	-0.1	5.7	-0.3
Индия*	6.8	5.9	-1.3	6.3	-1.1
Бразилия	1.1	0.8	-0.6	1.7	-0.6
Россия	2.3	0.9	-0.5	1.6	-0.5
Мир**	3.6	2.9	-0.3	3.0	-0.4

* Финансовый год (апрель-март).
** Агрегирование по паритетам покупательной способности.

Таблица 1. Прогнозы ОЭСР по темпам роста ВВП – %



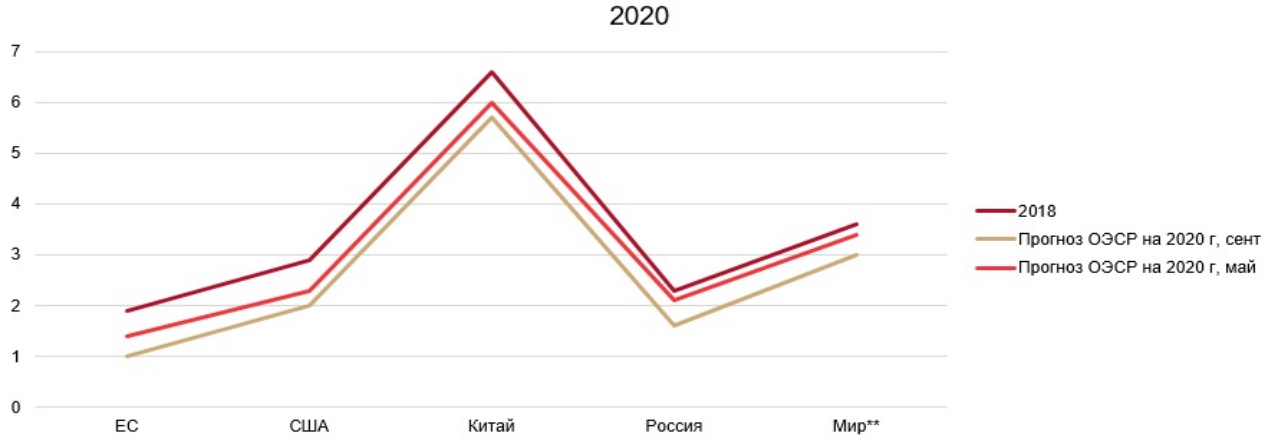


Рис. 18 Прогнозы ОЭСР по темпам роста ВВП – %

По мнению ОЭСР, рост мировой экономики на 3% в первой половине 2019 года был достигнут в основном за счет потребительских расходов в США и Японии. Однако во многих странах с развитой экономикой темпы оказались значительно ниже ожидаемых. Особенно это заметно в Европе. Экономический рост в отдельных странах с формирующимися рынками тоже происходил медленнее чем ожидалось, особенно в Индии, Мексике и странах-экспортерах сырьевых ресурсов, но по всей совокупности Emerging markets падение темпов нельзя назвать критичным.

Прогнозы по темпам экономического роста на 2019 и 2020 годы пересмотрены ОЭСР в сторону понижения почти для всех стран G20, особенно для тех, которые наиболее подвержены последствиям сокращения мировой торговли и спада инвестиционной активности, начавшихся в 2019 году.

Среди факторов, оказывающих негативное влияние на экономический рост, ОЭСР выделяет следующие:

- слабость мировой торговли – неизвестно, какие еще повороты примет международная торговая политика, и сейчас две трети экономик, охваченных обследованиями, демонстрируют сокращение новых заказов на экспортные поставки;
- последствиями протекционистских мер и контрмер становятся сбои в глобальных производственно-сбытовых цепочках, трансграничные инвестиции идут на спад;
- промышленные сектора, в основном, обрабатывающие отрасли в развитых странах, особенно страдают из-за торговых конфликтов – мировые показатели промышленного выпуска и заказов снизились до рекордно низких уровней за последние семь лет;
- производство инвестиционных товаров в крупнейших экономиках (G20) резко замедлилось в течение первого полугодия 2019;

– наблюдается ослабление потребительского спроса на товары длительного пользования – особенно это касается автомобильного рынка (здесь ощутимые негативные последствия испытывает Германия).

Среди рисков, которые в ближайшем будущем могут усилить развитие негативных тенденций, ОЭСР перечисляет:

– снижение деловой активности в сфере услуг – до сих пор она демонстрировала достойный уровень благодаря благоприятствующим условиям на рынках труда и поддержке со стороны фискальной политики, однако длительная слабость промышленного сектора не может не оказать давление на доходы домохозяйств, их расходы и будущий спрос, а, как следствие, на потребление услуг;
– дальнейшее использование инструментов торговой и инвестиционной политики, которые препятствуют нормальному функционированию бизнеса;
– «травмоопасный» сценарий выхода Великобритании из Евросоюза и сохраняющаяся политическая неопределенность в Европе;
– отсутствие достаточных стимулов для поддержки экономического роста в Китае;
– финансовые риски, потенциальным источником которых служат крупные долги нефинансовых корпораций – их качество может пострадать от замедления экономического роста.

Сегодняшняя ситуация в мире такова, что прогнозы относительно будущих темпов роста неизбежно должны строится с учетом развития торговых, политических и экономических отношений между США и Китаем. Уже состоявшийся обмен тарифными мерами будет оказывать существенное влияние на мировую экономическую активность и торговлю в течение следующих двух лет и может стоить потери темпов роста мирового ВВП на 0,3-0,4 п.п. в 2020 и 0,2-0,3 п.п. в 2021 годах.

Высокие тарифы продолжают увеличивать издержки бизнеса в США. Рост инвестиций и экспорта замедлился. Вклад смягчения налогово-бюджетной политики в оживление деловой активности идет на убыль. По прогнозу ОЭСР, скорость увеличения ВВП США в 2020 году снизится до 2 процентов.

В своих прогнозах для Китая ОЭСР ориентируется на замедление экономического роста в следующем году до 5,75 процента. Напряженность в международной торговле сказывается на инвестициях в китайскую экономику, но можно рассчитывать на поддержку внутреннего спроса новыми фискальными, квазифискальными и монетарными стимулами. Вместе с тем, ОЭСР не связывает поддержу внутренней деловой активности властями Китая с

большими надеждами на позитивный импульс для глобальной экономики. Экспорт в Китай из США и еврозоны резко пошел на спад за последний год; это негативно отразилось на торговле и темпах экономического роста третьих стран. При этом объем фискальных стимулов, реализованных в Китае в нынешнем году, составляет не менее 1% ВВП, включая снижение налогов и увеличение квоты по облигационным займам региональных властей с целью финансирования расходов на инфраструктуру. Возможно, отмечается в докладе, сейчас прошло еще недостаточно времени для того, чтобы снижение налогов принесло отдачу в виде прибавки к расходам на частное потребление, но рост инфраструктурных инвестиций ускорился лишь ненамного на фоне резкого замедления в 2018 году.

Моделируя возможные варианты развития событий, ОЭСР рассматривает сценарий, в котором рост внутреннего спроса в Китае будет устойчиво замедляться на 2 п.п. в год. Это приведет к значительному снижению темпов глобального экономического роста, особенно, если будет сопровождаться неблагоприятной конъюнктурой на мировых финансовых рынках и нагнетанием рисков, как уже было 2015-2016 годах. В подобном сценарии рост глобального ВВП потеряет по 0,7 п.п. в первые два года после начала шока, а рост мировой торговли – почти по 1,5 п.п. в год; наиболее глубокие негативные последствия будут ощущаться в соседних с Китаем странах Азии.

ОЭСР отмечает опасность дальнейшего развития тарифного конфликта между США и Китаем и его распространения на новые сферы их взаимной торговли с вытекающими последствиями – дальнейшим разрушением глобальных каналов поставок, сокращением торговли, утратой делового оптимизма, потерей рабочих мест и падением темпов экономического роста. Негативные эффекты могут воспроизводиться «по спирали» – ОЭСР усматривает следующие вероятные последствия торгового конфликта:

- продолжится обесценение юаня;
- пострадает торговля услугами между двумя странами, особенно в области туризма и обучения китайских студентов в американских университетах;
- под ударом окажутся как действующие в Китае филиалы американских компаний (а их продажи на китайском рынке больше всего объема экспортных поставок на него из США), так и действующие на американском рынке китайские компании.

Сведения об изменениях прогнозов ОЭСР по темпам роста ВВП в других экономиках «двадцатки» излагаются ниже.

Япония:

- прирост в 2019 году будет на 0,3 п.п. больше, чем предполагалось четыре месяца назад;
- нехватка рабочей силы и большая загрузка промышленных мощностей стимулируют инвестиции, однако оптимизм слабеет, а рост экспорта замедляется;
- увеличение социальных расходов окажет поддержку спросу после того, как в октябре будет повышен налог с продаж, но в будущем году ожидаются новые меры по сокращению бюджетного дефицита;
- рост в 2020 году замедлится до 0,6% (в этом отношении прогноз не изменился).

Еврозона:

- рост останется медленным и составит около 1% в 2019 и 2020 годах; наихудшие результаты ожидаются в Германии и Италии, так как они особенно сильно вовлечены в мировую торговлю и остро ощущают внешние шоки;
- повышение заработной платы и стимулирующая макроэкономическая политика, включая умеренное смягчение налогово-бюджетной политики, оказывают положительное влияние на расходы домохозяйств;
- политическая неопределенность, слабый внешний спрос и низкая уверенность продолжают давить на инвестиции и экспорт.

Великобритания:

- рост в 2019 и 2020 годах составит около 1%;
- поддержке спроса может поспособствовать смягчение налогово-бюджетной политики.

Индия:

- рост замедлится до 5,9 % в 2019 году по сравнению с 6,8% годом ранее;
- в нынешнем году потребление увеличилось меньше, чем в прошлом, а финансовые условия сдерживали рост инвестиции;
- снижение процентных ставок в сочетании с растущей отдачей от структурных реформ должны поддержать спрос со стороны частного сектора;
- в 2020 году ожидается прирост ВВП на 6,3 процента.

Слабые экономические перспективы и риски требуют ответных политических мер, которые будут способствовать укреплению доверия, стимулированию инвестиций и потенциальному росту. В докладе говорится о том, что совокупный эффект был бы больше, если стимулирующая денежно-кредитная политика будет подкреплена вкладами со стороны налогово-бюджетной и структурной политики. Например, низкие процентные

ставки благоприятствуют инвестициям, но вклад в поддержку темпов экономического роста на краткосрочных горизонтах был бы еще больше, если одновременно и фискальная политика будет ориентирована на поддержку инфраструктурных инвестиций. Это поспособствует повышению спроса в ближайшей перспективе и вместе с тем послужит заделом для будущего развития на базе имеющихся капитальных фондов.

Для развитых экономик важно позволить автоматическим бюджетным стабилизаторам работать на полную мощность и применять дискреционные стимулы там, где это необходимо. Ряд стран «двадцатки» (Корея, Великобританию) уже объявили о значительном увеличении бюджетов на 2020 год. Для стран с формирующимися рынками, таких как Индия, Мексика, Бразилия, Россия и Индонезия, где действуют гибкие режимы валютных курсов, а риски, связанные с долгом в иностранной валюте, находятся на управляемом уровне, снижение инфляции создает пространство для дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики.

ОЭСР усматривает необходимость более амбициозной структурной политики. Усилия по структурным реформам в странах мира в последние годы можно назвать более или менее стабильными, но сейчас они меньше, чем были непосредственно вслед за шоками в 2008 и 2012 годах, которые подтолкнули к активным действиям сперва развитые рыночные экономики, а затем и страны с формирующимися рынками. Приоритетами структурной политики ОЭСР считает образование и профессиональное обучение, регулирование на товарных рынках, а также пакетные реформы для поддержки спроса в краткосрочной перспективе в комплексе мер стимулирующей макроэкономической политики. К последним ОЭСР относит необходимость быстрого принятия решений, направленных на устранение ограничений и искажений в сфере трансграничных операций, и возврат к коллективному решению вопросов на повестке международной торговой политики.

РОСТ ВВП

(отчетный квартал относительно соответствующего квартала предыдущего года, %)

	2017				2018				2019				*	
													2019	2019
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
Россия	1.5	2.5	2.3	0.3	1.9	2.2	2.2	2.7	0.5	0.9			↓	↑
США	2.1	2.2	2.4	2.8	2.9	3.2	3.1	2.5	2.7	2.3			↑	↓
Канада	2.2	3.8	3.0	2.9	2.2	1.8	2.0	1.6	1.4	1.6			↓	↑
Япония	1.5	1.7	2.2	2.4	1.3	1.5	0.1	0.3	1.0	1.2			↑	↑
Соед. Королевство**	1.8	1.9	2.0	1.6	1.2	1.4	1.6	1.4	1.8	1.2			↑	↓
Евросоюз**	2.3	2.6	2.9	2.8	2.5	2.3	1.9	1.5	1.6	1.4			↑	↓
Еврозона**	2.2	2.6	2.9	3.0	2.6	2.3	1.7	1.2	1.3	1.2			↑	↓
Германия**	2.3	2.3	3.0	3.4	2.3	2.1	1.1	0.6	0.9	0.4			↑	↓
Франция**	1.4	2.4	2.8	3.0	2.4	1.9	1.5	1.2	1.3	1.4			↑	↑
Италия**	1.6	1.8	1.8	1.7	1.4	1.0	0.5	0.0	-0.1	-0.1			↓	→
Испания**	2.6	3.2	2.8	3.0	2.8	2.3	2.2	2.1	2.1	2.1			→	→
Португалия**	3.1	3.1	2.5	2.5	2.3	2.5	2.1	1.7	1.8	1.8			↑	→
Греция**	0.0	1.7	1.9	2.1	2.7	1.5	2.0	1.5	1.1	1.9			↓	↑
Бельгия**	1.9	1.6	1.5	1.9	1.5	1.4	1.5	1.2	1.3	1.2			↑	↓
Нидерланды**	2.8	3.5	3.0	2.9	3.0	2.8	2.3	2.1	1.9	1.6			↓	↓
Финляндия**	3.7	2.7	2.4	3.4	2.0	2.1	1.8	0.8	0.9	1.2			↑	↑
Швеция**	1.5	2.7	3.5	3.0	3.5	2.8	1.1	2.3	1.5	1.0			↓	↓
Дания**	5.0	2.2	1.0	1.0	-0.5	1.3	2.7	2.6	1.9	2.3			↓	↑
Норвегия	4.7	-0.5	3.4	1.8	-0.5	3.2	1.0	1.6	2.3	-0.7			↑	↓
Швейцария	1.7	1.5	1.7	2.3	3.4	3.8	2.5	1.3	1.0	0.2			↓	↓
Китай	6.8	6.8	6.7	6.7	6.8	6.7	6.5	6.4	6.4	6.2			→	↓
Индия	6.1	6.0	6.8	7.7	7.7	8.0	7.0	6.6	5.8	5.0			↓	↓
Бразилия	0.1	0.6	1.4	2.2	1.2	0.9	1.3	1.1	0.5	1.0			↓	↑
ЮАР	1.1	1.6	1.6	1.4	0.7	0.1	1.3	1.1	0.0	0.9			↓	↑
Турция	5.3	5.3	11.6	7.3	7.4	5.6	2.3	-2.8	-2.4	-1.5			↑	↑
Польша**	4.9	4.5	5.6	4.8	5.1	5.4	5.6	4.6	4.6	4.2			→	↓
Мексика	3.5	1.9	1.6	1.5	1.2	2.6	2.5	1.7	1.2	-0.7			↓	↓
Корея (Респ.)	3.1	2.8	3.9	2.8	2.8	2.9	2.1	2.9	1.7	2.1			↓	↑
Тайвань	2.9	2.5	3.4	3.5	3.2	3.3	2.4	1.8	1.8	2.4			→	↑
Индонезия	5.0	5.0	5.1	5.2	5.1	5.3	5.2	5.2	5.1	5.1			↓	→
Малайзия	5.5	5.6	6.1	5.7	5.3	4.5	4.4	4.7	4.5	4.9			↓	↑
Австралия	2.2	2.1	2.9	2.5	3.1	3.1	2.6	2.2	1.7	1.4			↓	↓
Аргентина	0.3	2.1	3.8	4.5	4.1	-3.8	-3.7	-6.2	-5.8	0.6			↑	↑
Чили	-0.4	0.4	2.0	3.0	4.7	5.3	2.6	3.6	1.6	1.9			↓	↑
Венгрия**	4.1	3.9	4.3	5.0	4.8	4.8	5.3	5.0	5.2	5.2			↑	→
Чешская Респ.**	2.9	5.1	5.1	5.1	4.2	2.4	2.5	2.7	2.7	2.7			→	→
Словакия**	2.6	3.4	3.0	3.7	3.7	4.5	4.6	3.6	3.7	1.9			↑	↓
Беларусь	0.5	1.9	3.0	4.5	5.3	3.9	2.2	1.3	1.3	0.5			→	↓
Украина	2.8	2.7	2.3	2.2	3.3	3.8	2.8	3.5	2.5	4.6			↓	↑
Казахстан	3.7	4.9	4.2	3.7	4.3	4.0	3.8	4.1	3.8	4.4			↓	↑

* 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		2018	2.2	2.2	2.4	2.4	2.4	2.3	2.5	3.1	3.4	3.5	3.8	4.3
		2019	5.0	5.2	5.3	5.2	5.1	4.7	4.6	4.3				
ОСНОВНЫЕ ТОРГОВЫЕ ПАРТНЕРЫ РОССИИ	США (PCEPI*)	2018	1.8	1.9	2.1	2.0	2.3	2.3	2.3	2.2	2.0	2.0	1.9	1.8
		2019	1.4	1.3	1.4	1.5	1.4	1.3	1.4					
	Китай	2018	1.5	2.9	2.1	1.8	1.8	1.9	2.1	2.3	2.5	2.5	2.2	1.9
		2019	1.7	1.5	2.3	2.5	2.7	2.7	2.8	2.8				
	Япония	2018	1.4	1.5	1.1	0.6	0.7	0.7	0.9	1.3	1.2	1.4	0.8	0.3
		2019	0.2	0.2	0.5	0.9	0.7	0.7	0.5	0.3				
	Украина	2018	14.1	14.0	13.2	13.1	11.7	9.9	8.9	9.0	8.9	9.5	10.0	9.8
		2019	9.2	8.8	8.6	8.8	9.6	9.0	9.1	8.8				
	Беларусь	2018	4.5	4.8	5.4	5.0	4.4	4.1	4.1	5.0	5.6	4.9	5.0	5.6
		2019	5.8	6.2	5.8	5.5	6.2	5.7	6.0	5.7				
	Швейцария	2018	0.7	0.6	0.8	0.8	1.0	1.1	1.2	1.2	1.0	1.1	0.9	0.7
		2019	0.6	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6	0.3	0.3				
Отдельные страны, входящие в еврозону	*Германия***	2018	1.5	1.2	1.7	1.3	2.5	2.1	2.2	2.1	2.2	2.6	2.2	1.7
		2019	1.7	1.7	1.4	2.1	1.3	1.5	1.1	1.0				
	*Франция***	2018	1.5	1.3	1.7	1.8	2.3	2.3	2.6	2.6	2.5	2.5	2.2	1.9
		2019	1.4	1.6	1.3	1.5	1.1	1.4	1.3	1.3				
	*Италия***	2018	1.2	0.5	0.9	0.6	1.0	1.4	1.9	1.6	1.5	1.7	1.6	1.2
		2019	0.9	1.1	1.1	1.1	0.9	0.8	0.3	0.5				
	*Нидерланды***	2018	1.5	1.3	1.0	1.0	1.9	1.7	1.9	1.9	1.6	1.9	1.8	1.8
		2019	2.0	2.6	2.9	3.0	2.3	2.7	2.6	3.1				
	*Испания***	2018	0.7	1.2	1.3	1.1	2.1	2.3	2.3	2.2	2.3	2.3	1.7	1.2
		2019	1.0	1.1	1.3	1.6	0.9	0.6	0.6	0.4				
	*Словакия***	2018	2.6	2.2	2.5	3.0	2.7	2.9	2.6	2.9	2.7	2.5	2.0	1.9
		2019	2.2	2.3	2.7	2.4	2.7	2.7	3.0	3.0				
	*Бельгия***	2018	1.8	1.5	1.5	1.6	2.3	2.6	2.7	2.6	2.8	3.2	2.9	2.2
		2019	1.8	2.0	2.2	2.0	1.7	1.3	1.2	0.9				
	*Финляндия***	2018	0.8	0.6	0.9	0.8	1.0	1.2	1.4	1.4	1.4	1.7	1.4	1.3
		2019	1.2	1.3	1.1	1.5	1.3	1.1	1.0	1.2				
Страны, проводящие денежно-кредитную политику в формате таргетирования инфляции	Соед. Королевство	2018	3.0	2.7	2.5	2.4	2.4	2.4	2.5	2.7	2.4	2.4	2.3	2.1
		2019	1.8	1.9	1.9	2.1	2.0	2.0	2.1	1.7				
	Швеция	2018	1.6	1.6	1.9	1.7	1.9	2.1	2.1	2.0	2.3	2.3	2.0	2.0
		2019	1.9	1.9	1.9	2.1	2.2	1.8	1.7	1.4				
	Польша	2018	1.9	1.4	1.3	1.6	1.7	2.0	2.0	2.0	1.9	1.8	1.3	1.1
		2019	0.7	1.2	1.7	2.2	2.4	2.6	2.9	2.8				
	Венгрия	2018	2.1	1.9	2.0	2.3	2.8	3.1	3.4	3.4	3.6	3.8	3.1	2.7
		2019	2.7	3.1	3.7	3.9	3.9	3.4	3.3	3.1				
	Чехия	2018	2.2	1.8	1.7	1.9	2.2	2.6	2.3	2.5	2.3	2.2	2.0	2.0
		2019	2.5	2.7	3.0	2.8	2.9	2.7	2.9	2.9				
	Казахстан	2018	6.8	6.5	6.6	6.5	6.2	5.9	5.9	6.0	6.1	5.3	5.3	5.3
		2019	5.2	4.8	4.8	4.9	5.3	5.4	5.4	5.5				
	Турция	2018	10.4	10.3	10.2	10.9	12.2	15.4	15.9	17.9	24.5	25.2	21.6	20.3
		2019	20.4	19.7	19.7	19.5	18.7	15.7	16.7	15.0				
	Корея (Респ.)	2018	1.0	1.4	1.3	1.6	1.5	1.5	1.5	1.4	1.9	2.0	2.0	1.3
		2019	0.8	0.5	0.4	0.6	0.7	0.7	0.6	0.0				
	Индия	2018	5.1	4.4	4.3	4.6	4.9	4.9	4.2	3.7	3.7	3.4	2.3	2.1
		2019	2.0	2.6	2.9	3.0	3.0	3.2	3.1	3.2				
	Бразилия	2018	2.9	2.8	2.7	2.8	2.9	4.4	4.5	4.2	4.5	4.6	4.1	3.8
		2019	3.8	3.9	4.6	4.9	4.7	3.4	3.2	3.4				
	Норвегия	2018	1.6	2.2	2.2	2.4	2.3	2.6	3.0	3.4	3.4	3.1	3.5	3.5
		2019	3.1	3.0	2.9	2.9	2.5	1.9	1.9	1.6				
	Канада	2018	1.7	2.2	2.3	2.2	2.2	2.5	3.0	2.8	2.2	2.4	1.7	2.0
		2019	1.4	1.5	1.9	2.0	2.4	2.0	2.0	1.9				
	ЮАР	2018	4.4	4.0	3.8	4.5	4.4	4.6	5.1	4.9	4.9	5.1	5.2	4.5
		2019	4.0	4.1	4.5	4.4	4.5	4.5	4.0	4.3				
	Чили	2018	2.2	2.0	1.8	1.9	2.0	2.5	2.7	2.6	3.1	2.9	2.8	2.6
		2019	1.8	1.7	2.0	2.0	2.3	2.3	2.2	2.3				
	Мексика	2018	5.6	5.3	5.0	4.6	4.5	4.7	4.8	4.9	5.0	4.9	4.7	4.8
		2019	4.4	3.9	4.0	4.4	4.3	4.0	3.8	3.2				
	Индонезия	2018	3.3	3.2	3.4	3.4	3.2	3.1	3.2	3.2	2.9	3.2	3.2	3.1
		2019	2.8	2.6	2.5	2.8	3.3	3.3	3.3	3.5				

* Personal Consumption Expenditure Price Index.

** Harmonized Index of Consumer Price (Eurostat).

Коллектив авторов

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

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

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

Данный информационно-аналитический обзор представляет собой результат работы сотрудников Научно-исследовательского финансового института. Содержание доклада отражает мнения коллектива авторов, которые могут не совпадать с официальной позицией Научно-исследовательского финансового института и Министерства финансов Российской Федерации.