НИФИ

НАУЧНО-ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ ИНСТИТУТ МИНФИНА РОССИИ

КРАТКОСРОЧНЫЕ ГЛОБАЛЬНЫЕ ТРЕНДЫ

ноябрь 2020 года

ЦЕНТР ПЕРСПЕКТИВНОГО ФИНАНСОВОГО ПЛАНИРОВАНИЯ, МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА СТАТИСТИКИ ФИНАНСОВ

НИФИ
НАУЧНО-ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ ИНСТИТУТ МИНФИНА РОССИИ

КРАТКОСРОЧНЫЕ ГЛОБАЛЬНЫЕ ТРЕНДЫ

30 ноября 2020 года

В выпуске

- Итоги девяти месяцев 2020 года: контуры делового цикла в мире становятся четче, сценария выходы из рецессии – понятнее (с. 2)
- «Переосмысление стратегии ЕЦБ в мире низких процентных ставок» – Олли Рен о политике Евросистемы на современном этапе (с. 14)

Итоги девяти месяцев 2020 года: контуры делового цикла в мире становятся четче, сценария выходы из рецессии – понятнее. Текущее состояние актуализации статистических данных позволяет сравнить итоги III квартала 2020 года по темпам роста ВВП трех глобальных экономических лидеров. В США и Евросоюзе наблюдался прирост сезонно сглаженного объема производства из квартала в квартал, сопоставимый с резким падением во II квартале. В Китае глубокий провал экономический активности произошел раньше (в I квартале), и по сравнению с «восстановительным» II кварталом, в июле-сентябре рост ВВП продолжился, хотя его темпы были ниже, но оставались выше тренда предыдущих лет (рис. 1).

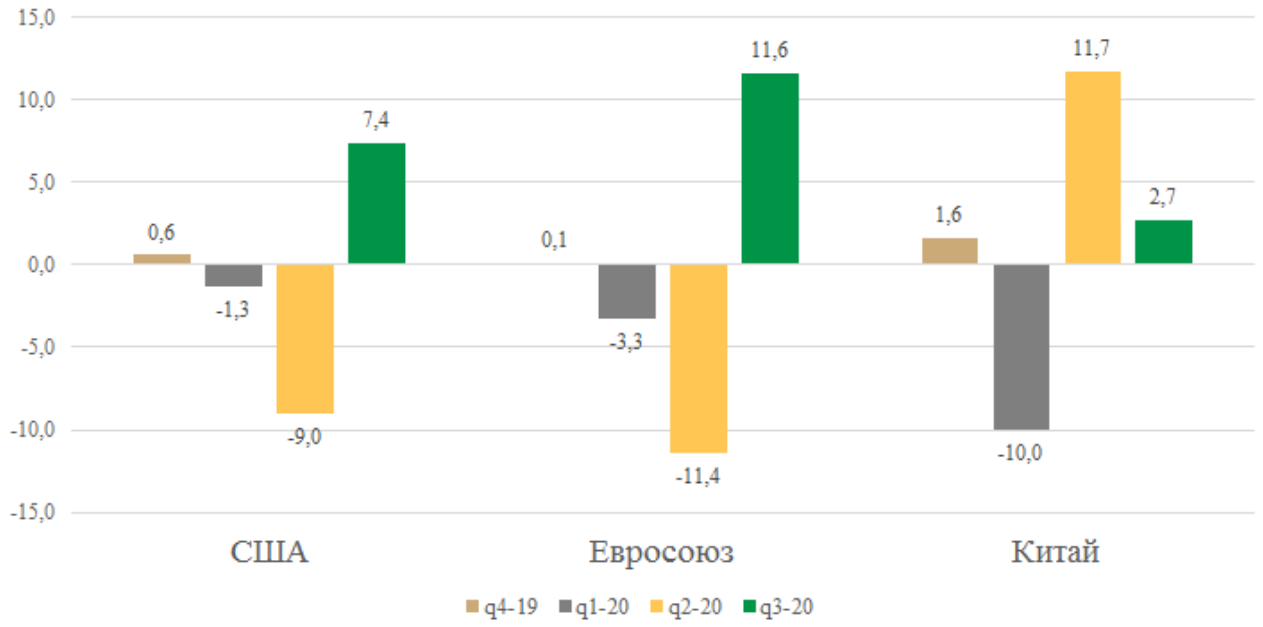


Рис. 1 Темпы роста ВВП крупнейших экономик мира в последние 4 квартала (% q-o-q)

Источники: Bureau of Economic Analysis (https://www.bea.gov), Eurostat (http://ec.europa.eu/Eurostat), National Bureau of Statistics – PRC (http://www.stats.gov.cn/english).

Как не раз отмечалось в предыдущих выпусках «Трендов», особенность нынешней ситуации заключается в том, что главная причина резких колебаний выпуска в странах мира имеет неэкономическую природу. Она заключается в отклонениях от нормального режима, ритма экономической деятельности, потребления, делового планирования в тот или иной период прошедшего времени – неодинаковый в разных странах – с постепенным возвращением к норме в последующий период. Нет сомнений, что в силу тех же обстоятельств ВВП России существенно возрастет в III квартале относительно предыдущих трех месяцев. Это косвенно подтверждается предварительной оценкой Росстата, согласно которой сокращение ВВП в разрезе показателей динамики из года в год замедлилось до 3,6% по сравнению с 8,0% во II квартале[1]. Вместе с тем, спецификой причин, объясняющих колебания деловой активности, осложнен анализ с позиций фундаментальных экономических факторов. На них невозможно уверенно опираться и в краткосрочных прогнозах ввиду возобновившегося усиления мер социального дистанцирования в странах мира в IV квартале.

Экскурс в конъюнктуру, предшествовавшую пандемии, показывает, что ФРС снижала ключевую ставку в течение 2019 года. Есть основания полагать, что возобновление количественного смягчения (QE) в США было запланированным намерением для сценария циклического спада деловой активности, и пандемия лишь приблизила момент принятия решения. Евросистема не предприняла ни одного повышения ставки за недолгий период между завершением своей программы QE к концу 2018 года и ее возобновлением в сентябре 2019 года в ответ на вновь назревшую в еврозоне необходимость стимулирующего сигнала денежно-кредитной политики. Народный банк Китая также использовал инструменты монетарного смягчения в обстановке ускорявшегося снижения темпов экономического роста страны. Все этого говорило о подступавшей глобальной рецессии.

Последствия социального дистанцирования в ответ на пандемию были таковы, что макроэкономические индикаторы в странах мира, имеющие ключевое значение в оценке циклического момента, за короткое время упали значительно ниже тех уровней, к которым они могли бы стремиться в условиях рецессии, не осложненной шоком неэкономической природы. Насколько тренды позволяют судить о циклических траекториях, в настоящее время ситуация возвращается к норме в фазе снижения деловой активности. Этот эффект обнаруживается, в частности, на актуальных данных о краткосрочных индикаторах в США. Ниже на рисунках 2-3 они сопоставлены с трендами, выведенными на разных интервалах исторических наблюдений и демонстрирующими условные циклы.

[1] «Росстат представил предварительную оценку ВВП за III квартал 2020 года» (сообщение от 12.11.2020). Режим доступа: https://rosstat.gov.ru/folder/313/document/105055.

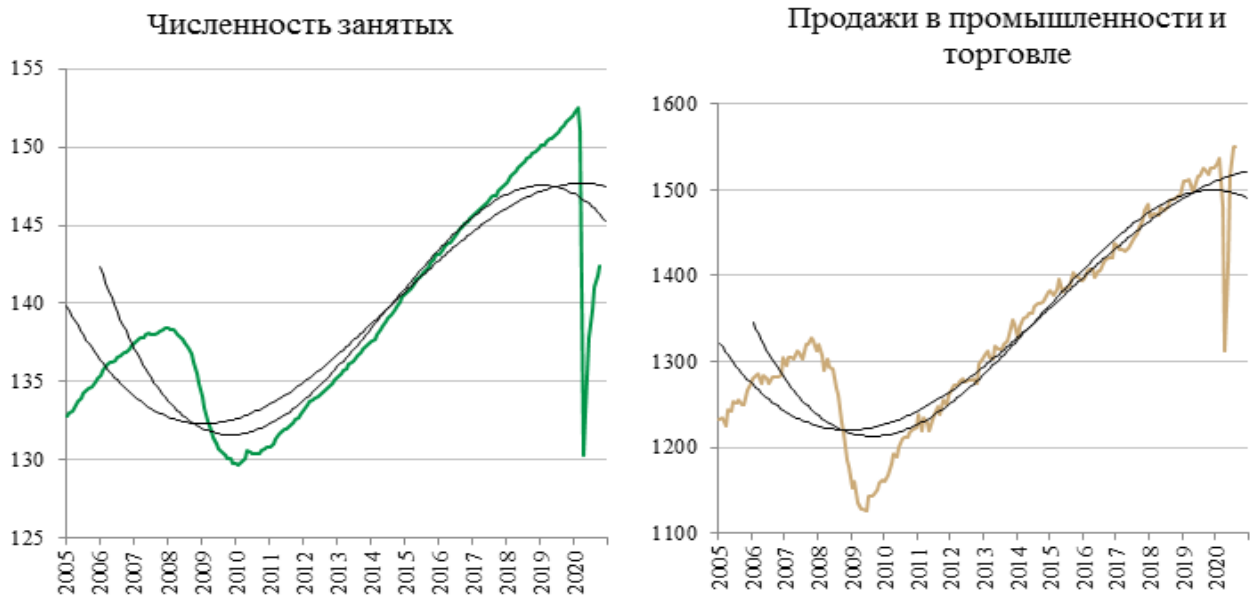


Рис. 2-3 США: численность занятых в неаграрных отраслях экономики (млн. человек) и реальный объем продаж в промышленности и торговле (млрд. долл. в ценах 2012 года)

Источник: St. Louis Fed Economic Data (https://fred.stlouisfed.org).

Большое число потерянных после начала пандемии рабочих мест в США по-прежнему приходится на индустрию развлечений и отдыха (третья часть от разницы между количеством занятых в неаграрной экономике в октябре и феврале 2020 года) и некоторые другие отрасли услуг. Однако в сфере культуры и досуга, равно как и в торговле, на транспорте и в коммунальном хозяйстве, аккумулирующих в совокупности почти пятую часть всей занятой рабочей силы, и в обрабатывающем сегменте промышленности занятость восстанавливается опережающими темпами по сравнению с другими видами экономической деятельности. Наиболее отстающие отрасли вносят, за исключением государственной службы, сравнительно небольшие вклады в совокупную занятость (сырьевая промышленность, информация и связь). К октябрю в неаграрной экономике было восстановлено более половины рабочих мест, потерянных в первые месяцы пандемии. Развитие этого процесса ведет к сокращению разрыва с численностью занятых, которая могла бы складываться под влиянием исключительно фундаментальных факторов в нисходящей фазе делового цикла.

Реальный объем продаж товаров в промышленности и торговле США в сентябре-октябре был уже больше того уровня, который предшествовал резкому сокращению в период локдауна (апрель-май). Это можно объяснить эффектами отложенного спроса и укреплением потребительской уверенности по мере стабилизации рынка труда.

Показатели промышленного производства и загрузки мощностей в промышленности вернулись к значениям, которые могли бы соответствовать не искаженным посторонними факторами траекториям циклического спада (рис. 4-5).

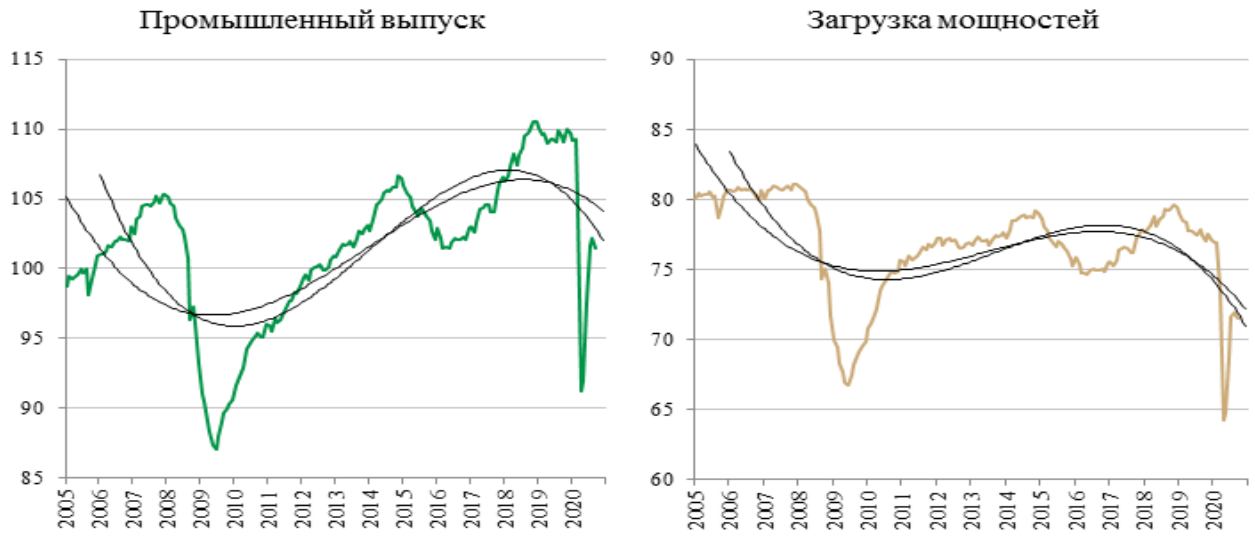


Рис. 4-5 США: индекс промышленного выпуска (2012 г.=100) и загрузка промышленных мощностей (в % от совокупности)

Источник: St. Louis Fed Economic Data (https://fred.stlouisfed.org).

Аналогичный паттерн демонстрирует динамика промышленного выпуска в еврозоне. Уровень безработицы в еврозоне в период, осложненный пандемией, не испытывал колебаний, сопоставимых с наблюдавшимися на американском рынке труда (рис. 6-7).

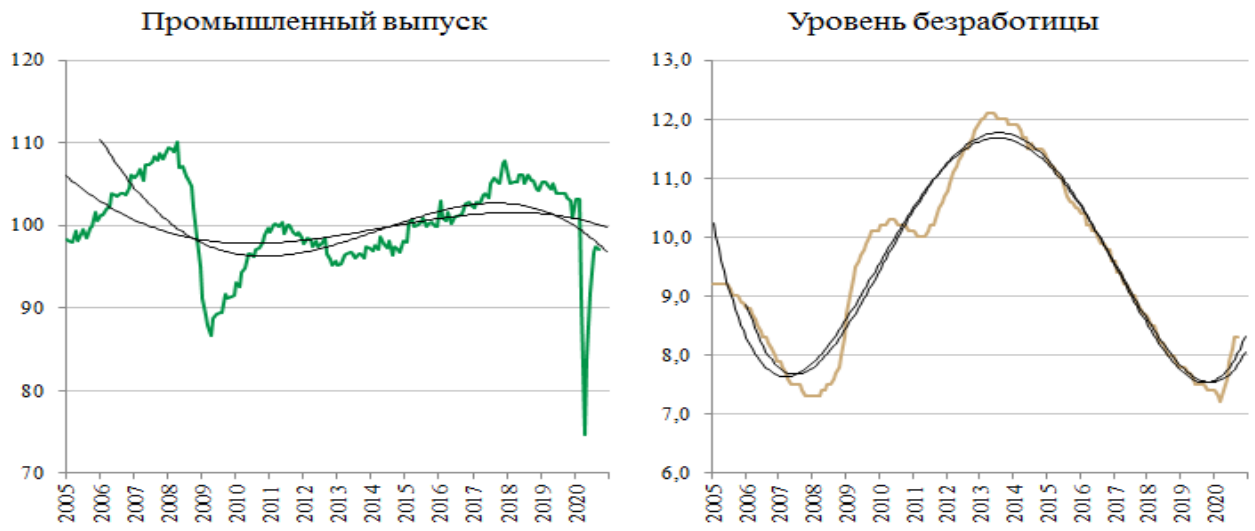
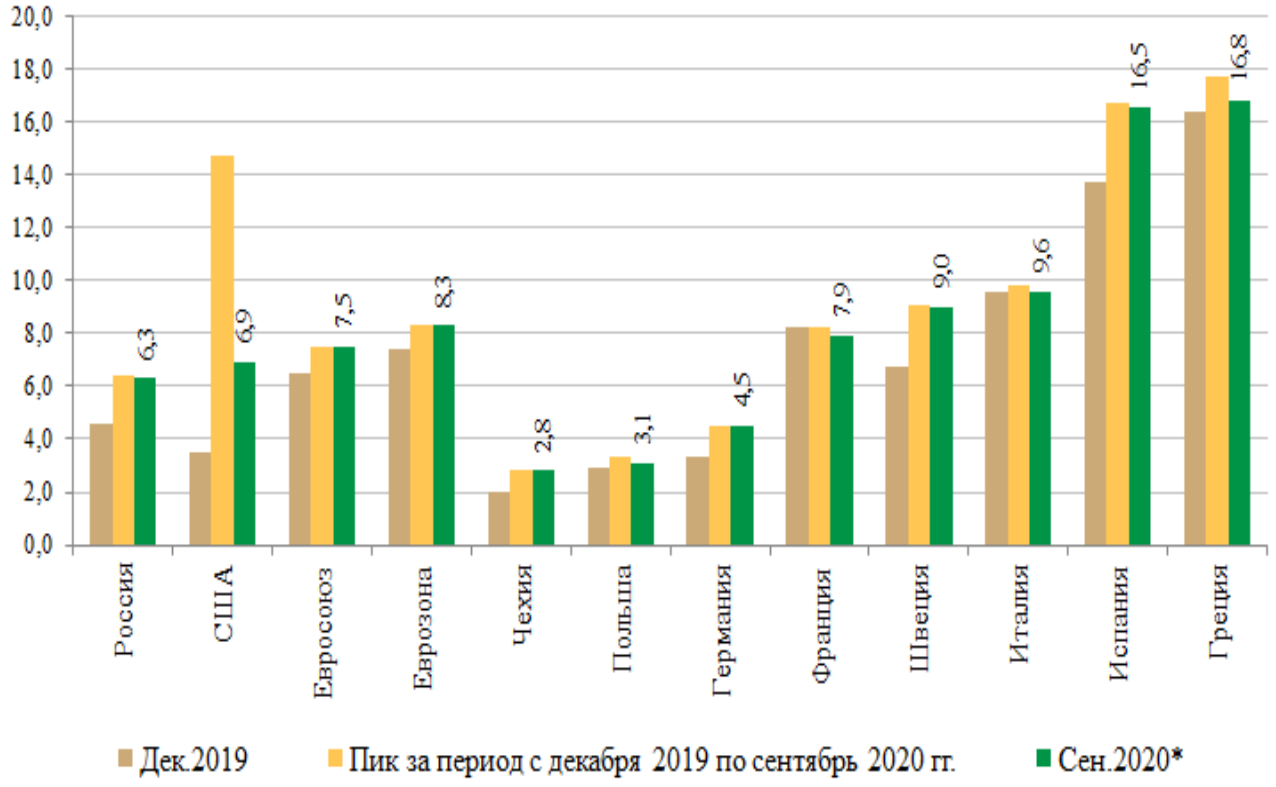


Рис. 6-7 Еврозона: индекс промышленного выпуска (2015 г.=100) и уровень безработицы (%)

Источник: Eurostat (http://ec.europa.eu/Eurostat).

На сравнительно устойчивом состоянии европейского рынка труда сказалось влияние ряда факторов. Первое – уровень правовых гарантий, которыми пользуются трудоустроенные граждане в отношениях с работодателями: в странах Европы он выше по сравнению с США. Второе – принятые правительствами меры поддержки населения в условиях вынужденной частичной занятости, сдерживавшие рост обращений за пособиями по безработице. Третье – бизнес-модели, ориентированные на квалифицированный персонал, повышающие ценность испытанных кадров и мотивирующие работодателей к сохранению связей с работниками в неблагоприятных временных обстоятельствах

В России безработица возросла до 6,3-6,4% в III квартале (пессимистичные прогнозы в начале пандемии допускали повышение до 10% и более). Это – ниже медианы значений аналогичного показателя в странах Евросоюза. Разница между безработицей в России и США стала сравнительно небольшой после снижения количества безработных в американской экономике в октябре 2020 года до 6,9% рабочей силы (рис. 8).



* Греция – август, США – октябрь 2020 года.

Рис. 8: Уровни безработицы в отдельных странах, региональных экономиках (%)

Источники: St. Louis Fed Economic Data (https://fred.stlouisfed.org), Eurostat (http://ec.europa.eu/Eurostat), ЕМИСС – государственная статистика (https://fedstat.ru/indicator/57341).

Наиболее впечатляющая картина восстановления деловой активности после провала, вызванного пандемией, рисуется на основе официальной статистики Китая. Период максимального социального дистанцирования в Китае начался и завершился раньше, чем в других странах. Согласно публикуемым данным, промышленный выпуск с апреля 2020 года вернулся на уровень, превышающий значения аналогичного месяца предыдущего года; с августа возобновилось увеличение (год к в году) объема розничных продаж на внутреннем потребительском рынке. Загрузка мощностей в промышленности восстановилась до уровня показателей 2019 года (рис. 9-10).

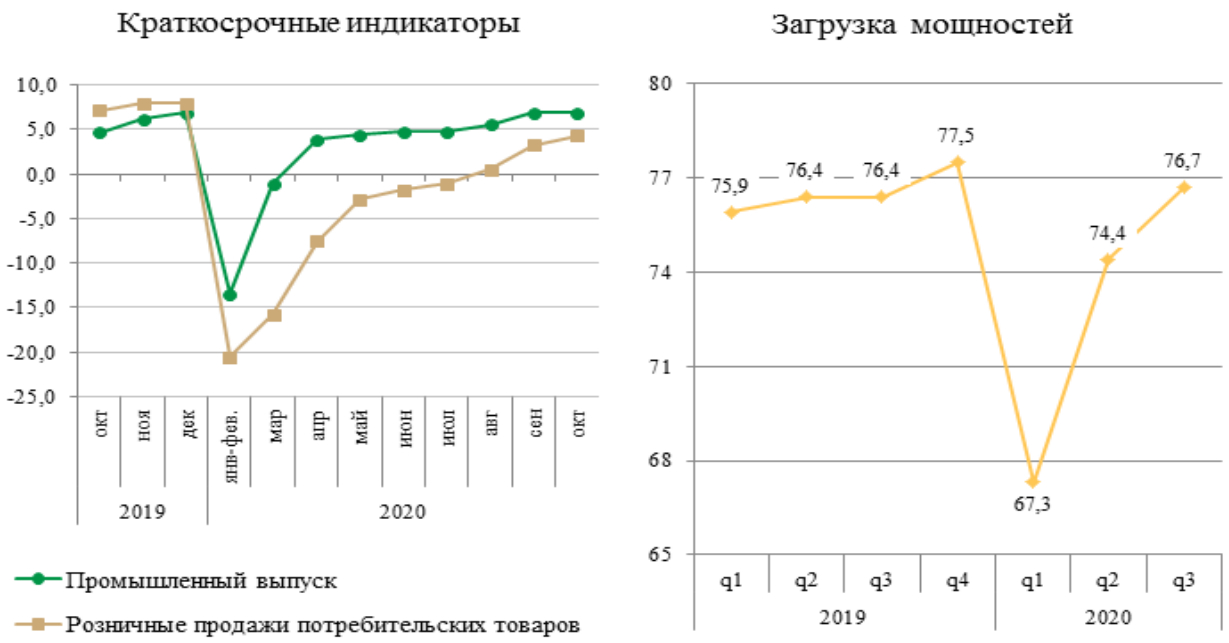


Рис. 9-10 Китай: краткосрочные индикаторы деловой активности (прирост в % у-о-у) и загрузка промышленных мощностей (в % от совокупности)

Источник: National Bureau of Statistics – PRC (http://www.stats.gov.cn/english).

В товарообмене Китая с США последствия пандемии усилили развивавшуюся с 2018 году тенденцию к сокращению поставок вследствие торгового конфликта. Однако в сентябре 2020 года вновь, впервые за 21 месяц в США было ввезено по стоимости больше товаров, чем в аналогичном месяце 2019 года. Поставки китайских товаров на рынки Евросоюза после кратковременного снижения в феврале-марте, начиная с апреля, устойчиво росли относительно уровня 2019 года. Доля китайских поставок в стоимостных объемах совокупного импорта США вернулась к показателям 2018 – начала 2019 гг., в Евросоюзе – превысила все прежние наблюдения, а в середине текущего года достигала 25-30% (рис. 11-12).

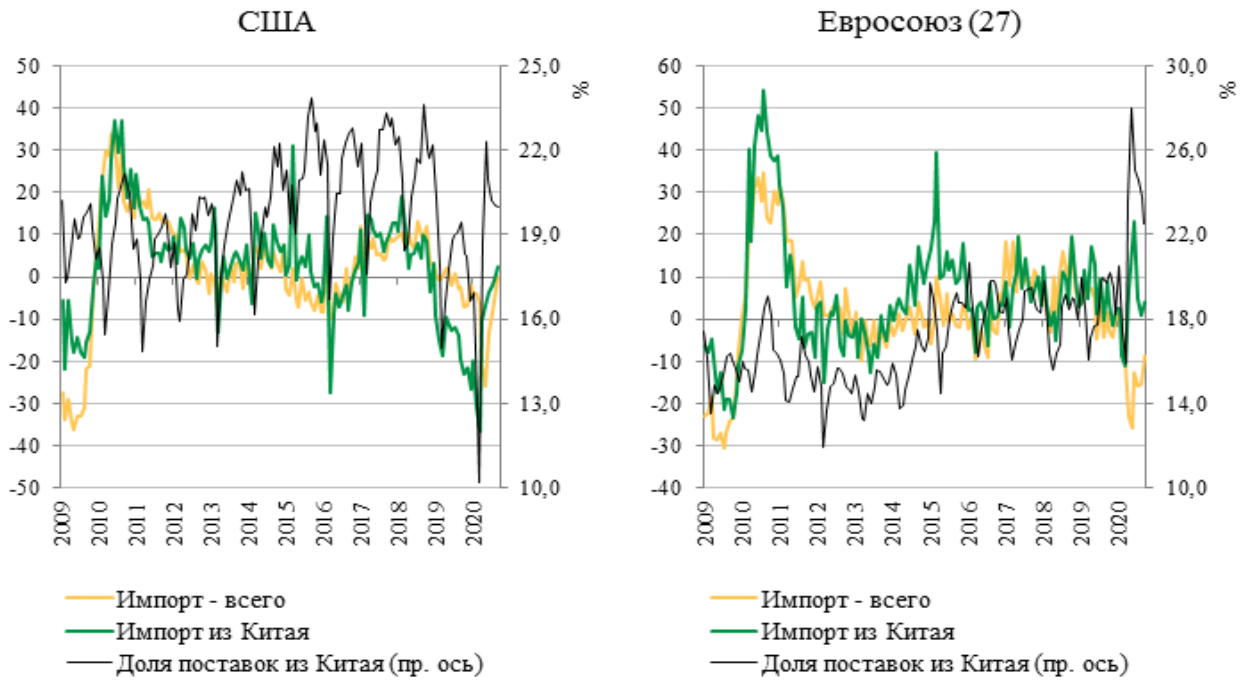


Рис. 11-12 США и Евросоюз: импорт товаров (прирост в % у-о-у)

Источники: St. Louis Fed Economic Data (https://fred.stlouisfed.org), Eurostat (http://ec.europa.eu/Eurostat).

Резкое повышение, начиная с апреля 2020 года, доли продукции из Китая в потреблении импортных товаров США и Евросоюзом было обусловлено спецификой конъюнктуры: возвращение к нормальному деловому ритму в Китае состоялось раньше, чем в большинстве стран, участвующих в международной торговле. Соответственно, раньше возобновились поставки. Другие факторы:

- отсутствие реалистичных альтернатив существующим глобальным цепочкам производства и сбыта;
- интересы транснациональных компаний;
- сравнительно низкая эластичность спроса на товары, определяющие структурный профиль китайского экспорта.

Итак, вывод, который можно сделать на основе актуальных данных о макроиндикаторах в ведущих зарубежных экономиках следующий: происходит постепенное возвращение к нормальным тенденциям в развитии делового цикла, которые прежде были значительно искажены последствиями принятых мер по сокращению социальных контактов в ответ на пандемию. Это происходит вследствие ослабления ограничительных мер, изменения их содержания в сторону меньшего ущерба для экономики и приспособления общества к новым формам дистанционного делового взаимодействия.

Глобальный деловой цикл находится в фазе рецессии. Преимущество по сравнению с предыдущей глобальной рецессией (условно: период 2008-2012 гг.) заключается в устойчивом состоянии финансового сектора. Банки в ключевых экономиках не столкнулись со значительным увеличением доли своевременно не обслуженной (не реструктурированной) кредитной задолженности клиентов. Резкое падение котировок ценных бумаг на рынках капитала в начале пандемии сопровождалось быстрым восстановлением, контрастирующим с затяжным снижением в 2008-2009 годах.

Стабилизирующий эффект оказала быстрая реакция со стороны монетарных регуляторов (ФРС, ЕЦБ), которые, в отличие от событий в конце 2000-х годов, располагают опробованным инструментарием продолжения денежно-кредитной политики посредством количественного смягчения (QE) при выходе на «естественную» нулевую границу процентной ставки (рис.13-14).

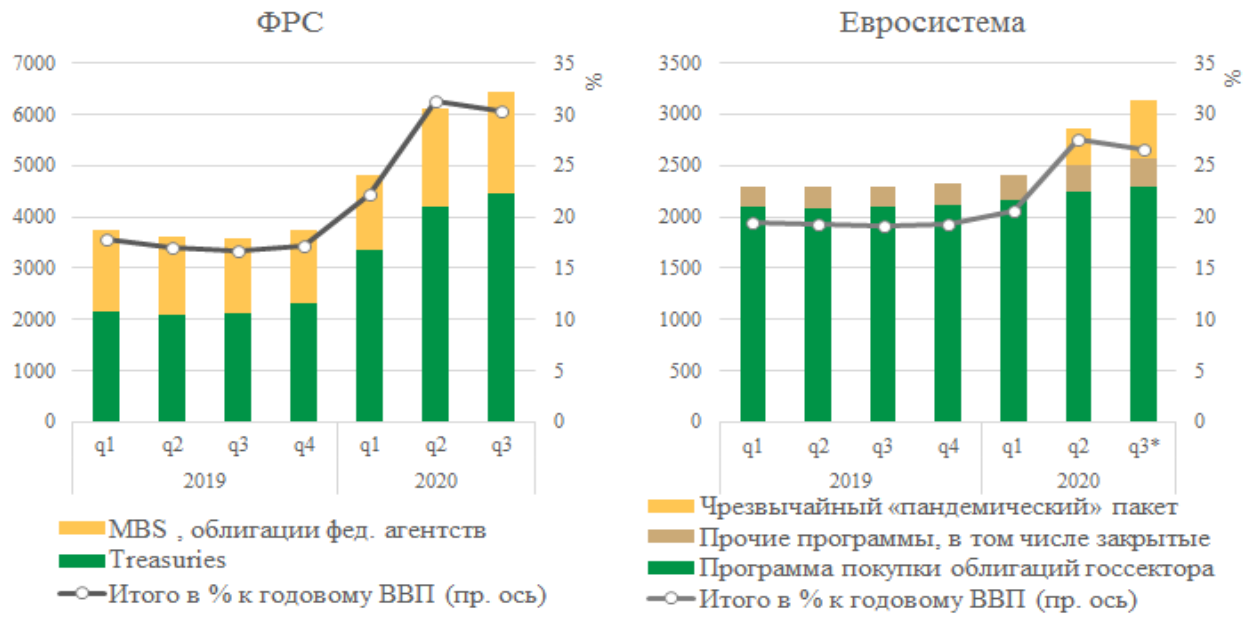


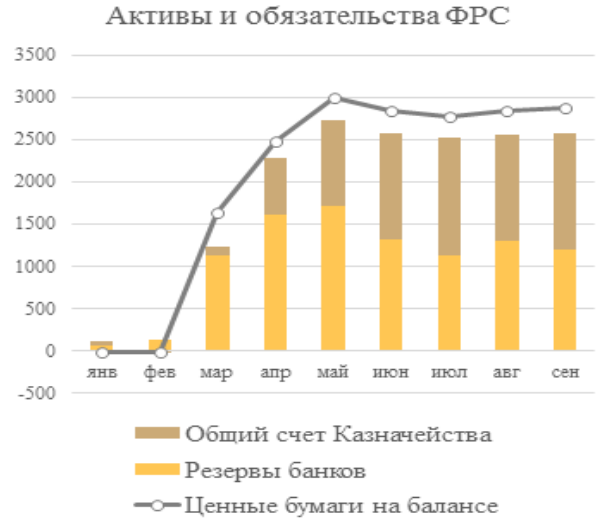
Рис. 13-14 Ценные бумаги на балансах ФРС (млрд долл.) и Евросистемы (млрд евро)

Источники: FED Board of Governors (https://www.federalreserve.gov),
ECB (https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html).

В США особенность нового раунда QE по сравнению с тремя предыдущими (состоявшимися в 2009-2014 гг.) заключалась в том, что крупные вливания ликвидности посредством покупки активов были не растянуты во времени, а произведены в сжатый срок: ценные бумаги на сумму 2 трлн долл. были приобретены ФРС со второй декады марта по вторую декаду мая. В последующий период рост активов регулятора продолжался намного меньшими темпами.

Как неоднократно отмечалось в предыдущих выпусках «Трендов», немаловажная особенность заключалась также в намного более выраженной по сравнению с предыдущими раундами QE в США квазифискальной направленности нынешнего раунда.

Со стороны балансов QE вызывает следующий эффект: увеличиваются балансы банковских счетов конечных продавцов ценных бумаг (индивидуальных инвесторов, участников схем коллективных инвестиций, инвестиционных посредников, институциональных инвесторов), что сопровождается ростом балансов резервных счетов банков в ФРС (соответствующих обязательств последней). Половина дополнительной ликвидности, образовавшейся в результате QE, переместилась с резервных счетов на общий счет Казначейства. Это объяснялось покупкой инвесторами новых выпусков государственных облигаций, объем эмиссии которых значительно возрос в связи с необходимостью покрытия разрыва между доходами и расходами бюджета в период пандемии (рис. 15-16).



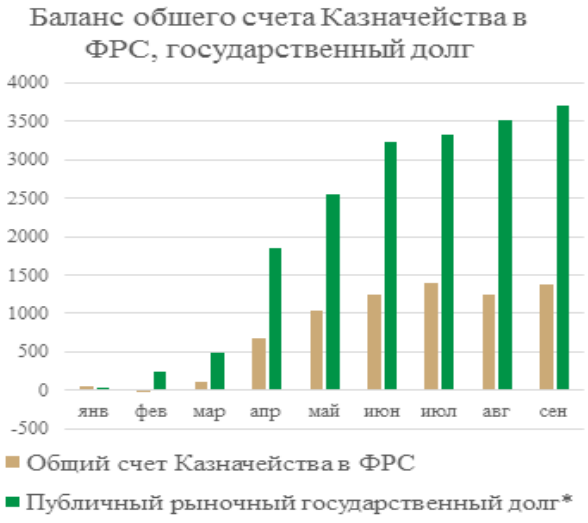


Рис. 15-16 США: динамика отдельных составляющих активов и обязательств ФРС, характеризующая процесс QE, и динамика государственного долга в сопоставлении с балансом общего счета Казначейства в ФРС (прирост в отчетном месяце относительно начала 2020 года в млрд долл.)

Источники: FED Board of Governors (https://www.federalreserve.gov).

Судя по цифрам, косвенным источником финансирования более третьей части всего прироста государственного облигационного долга США с начала 2020 года были операции ФРС по покупке ценных бумаг. Объяснением спроса инвесторов на новые выпуски государственных облигаций служит предпочтение в кризисный момент инструментов, сочетающих наилучшие свойства надежности и вторичной ликвидности.

В августе ФРС опубликовала актуализированный текст заявления о долгосрочных целях и стратегии денежно-кредитной политики. Подробный комментарий был опубликован в сентябрьском выпуске «Трендов», здесь вкратце повторим ключевые тезисы документа в нашей интерпретации:

- признается фактом не первый год обсуждаемая экспертным сообществом гипотеза об уменьшении нейтральной процентной ставки в правиле Тейлора под влиянием долгосрочных изменений фундаментальных факторов;
- по этой логике «эффективной нижней границей» процентной ставки в США признается ее значение около нуля, а отсюда следует: в условиях низкой инфляции и высокой безработицы ключевая ставка регулятора также должна быть близкой к нулю (объяснение фактически сложившейся ситуации);
- переход от QE к повышению процентной ставки – процесс, требующий предусмотрительности, и технически сложный, поэтому в перспективе ключевая ставка может некоторое время оставаться низкой в условиях растущей инфляции;
- замена формулировки «отклонение от максимальной занятости» на «отрицательный разрыв между фактической и максимальной занятостью»: признание вероятности роста структурной безработицы после шока, вызванного последствиями пандемии; иными словами, повышение ключевой ставки в перспективе может начаться, несмотря на то, что правило Тейлора будет демонстрировать отрицательный разрыв выпуска (если не состоится корректировка NAIRU).

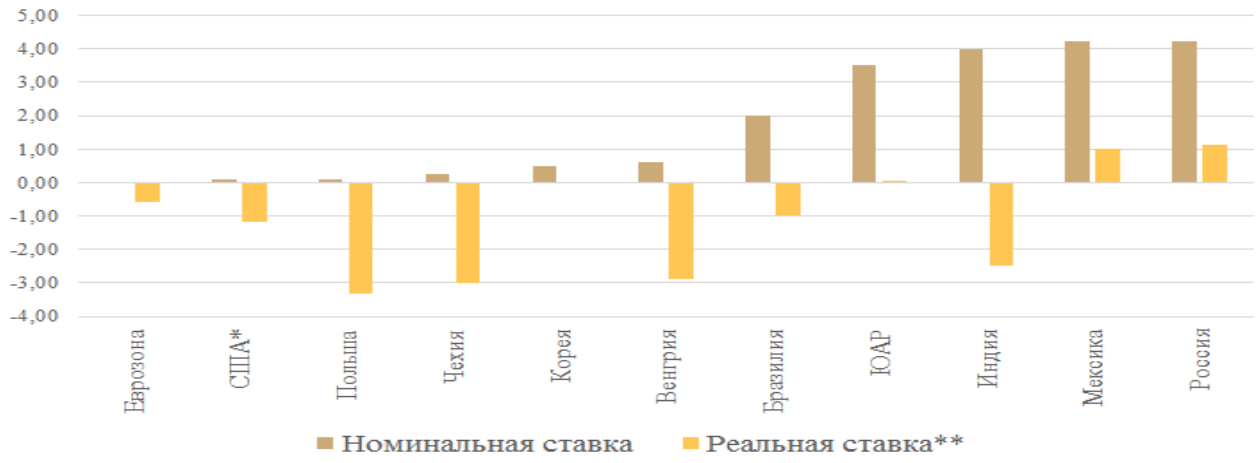
Ниже в продолжение настоящего выпуска «Трендов» представлен взгляд на трансформацию стратегии Евросистемы, прозвучавший в недавнем выступлении руководителя Банка Финляндии О. Рена. Из сравнения с документом ФРС видно, что видение двумя ведущими монетарными регуляторами текущего состояния и перспектив развития детерминант, определяющих денежно-кредитную политику, практически совпадает.

Последствия пандемии не только ускорили переход к QE в США, но и послужили причиной намного более быстрого и масштабного вливания ликвидности для стабилизации финансового рынка и косвенной монетизации государственного долга, чем если бы цикл развивался только под влиянием фундаментальных факторов – как в США, так и в еврозоне. Поэтому вероятно, и это подтверждается наблюдаемым резким замедлением роста объема ценных бумаг на балансе ФРС, что в оставшийся период до разворота цикла новые покупки активов будут сравнительно небольшими. То же справедливо в отношении ЕЦБ: заявленный в марте 2020 года план по объему «антипандемического» пакета QE – 750 млрд евро – в настоящее время выполнен на 90%.

Реалистичным сценарием представляется завершение как ФРС, так и ЕЦБ покупок ценных бумаг к началу следующего года. Однако отзыва монетарных стимулов не последует до тех пор, пока не закончится рецессия. Если ориентироваться на среднюю и максимальную длительность рецессии в экономике США в послевоенной истории циклов – 12-18 месяцев – переход в фазу подъема может начаться в период с февраля по август 2021 года. Но и с наступлением такого момента пройдет время, прежде чем начнется процесс постепенного дезинвестирования портфелей ценных бумаг и повышение процентных ставок.

В таком сценарии повышение процентных ставок в США и еврозоне начнется не раньше 2021 года. Однако пространство, позволявшее центральным банкам в других экономиках снижать процентные ставки в совпадении со смягчением денежно-кредитной политики регуляторов ключевых международных валют, будет сокращаться уже после того, как ФРС и ЕЦБ остановят покупку ценных бумаг. В дальнейшем снижение процентной ставки будет сопровождаться риском ослабления национальной валюты.

Центральные банки по-разному использовали это имевшееся пространство. Пример стран Центральной Европы, которые приблизили ставки к нулевому уровню, совпадающему со ставкой ведущего регионального партнера (еврозоны), не показателен. Банк России с февраля снизил ключевую ставку на 2 п.п. (с середины 2019 года – в общей сложности на 3,5 п.п.). Тем не менее, она остается выше в номинальном и реальном выражении по сравнению с другими крупными экономиками, не вовлеченными в качестве младших партнеров в проекты региональной интеграции (рис. 17).



* IOER. ** Исходя из средних темпов инфляции за предыдущие 12 месяцев.

Рис.17 Ключевые ставки центральных банков – 30.11.2020 (проценты годовых)

Источник: составлено НИФИ по данным центральных банков и источников официальной статистики.

Возможности Банка России снижать ключевую ставку ограничены волатильностью курса рубля, которое объясняется не только экономическими причинами. Однако на будущее необходимо учитывать, что возможность снижения реальной процентной ставки без увеличения разрыва со ставками в долларах или евро останется в течение некоторого времени уже после того, как будет исчерпана аналогичная возможность в отношении номинальной ставки. На это указывают как неизбежный лаг во времени между окончанием QE и переходом ФРС, Евросистемы к повышению номинальных ставок, так и их собственные заявления о том, что может и, вероятно, будет допущено временное усиление инфляции без ответных мер со стороны денежно-кредитной политики.

В отличие от 2008-2009 гг. в настоящее время цены на нефтегазовые ресурсы находятся на сравнительно невысоком уровне. Это ослабляет позиции стран-экспортеров, но благоприятствует выходу из рецессии в экономиках нетто-импортеров. С переходом в фазу повышения деловой активности в мире рост цен возобновится. EIA прогнозирует увеличение глобального спроса на нефть в 2021 году на 6,3% (Short-Term Energy Outlook, Nov. 2020), однако разрыв относительно предложения ожидается небольшим, поскольку прогноз строится на увеличении добычи в странах «OPEC+» (рис. 18).

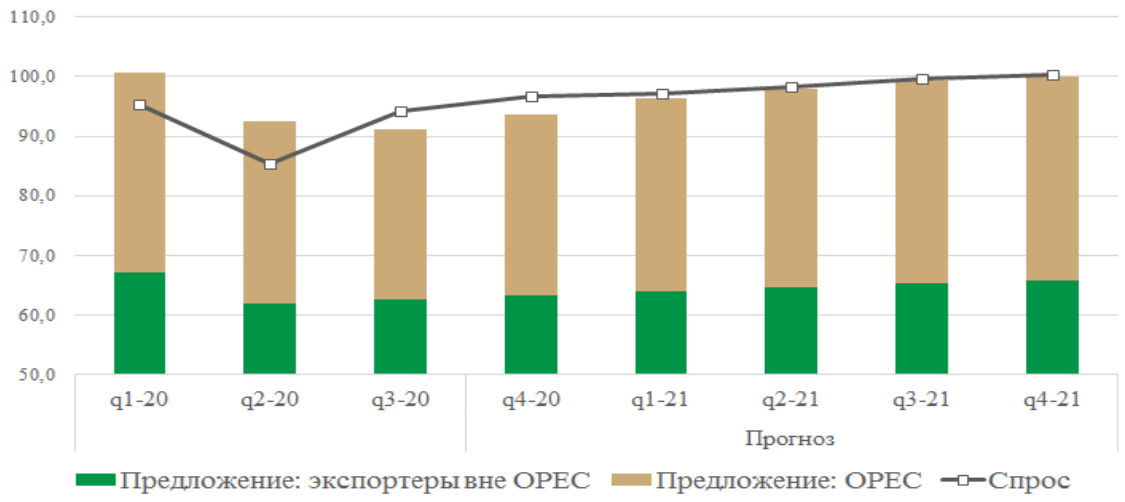


Рис. 18 Спрос и предложение на мировом рынке нефти – оценки и прогнозы EIA (млн баррелей в сутки)

Источник: EIA (https://www.eia.gov/outlooks/steo).

Главный риск отклонения от представленного сценария заключается в непредсказуемом развитии эпидемиологической ситуации в мире.

«Переосмысление стратегии ЕЦБ в мире низких процентных ставок» – Олли Рен о политике Евросистемы на современном этапе. Мы продолжаем цикл наблюдений за публичными выступлениями представителей мирового сообщества монетарных регуляторов по ключевым вопросам современной финансово-экономической повестки. Тон выступлениям и дискуссиям сейчас задают разрушительные для экономики последствия пандемии, но, если смотреть за горизонт событий, две темы представляются имеющими ключевое значение в будущем: цифровые деньги и исторически низкие процентные ставки. Первая из них задавала тематику мониторинга выступлений в двух предыдущих выпусках «Трендов». В этом выпуске вернемся к вопросу о низких процентных ставках, который поднимался в августовских «Трендах» в контексте посвященного ему выступления Изабель Шнейбель (ЕЦБ). На сей раз предметом краткого изложения станет выступление главы Банка Финляндии Олли Рена в ходе состоявшегося в конце ноября вэбинара «Новые вызовы для стратегии денежно-кредитной политики».

Евросоюз – сообщество, основанное на общности права. Среди прочего, правовая основа подведена под денежно-кредитную политику в зоне обращения единой валюты. Основная цель Евросистемы установлена Маастрихтским договором: обеспечение стабильности цен. В договоре нет интерпретации самого понятия «стабильность цен», определенность была внесена уже на исполнительном уровне: в 1998 году в преддверии создания еврозоны Совет управляющих ЕЦБ сделал заявление, согласно которому под состоянием стабильности подразумевается прирост не более чем на 2% из года в год уровня цен на товары и услуги, определяемого для совокупности потребительских рынков государств-членов валютного союза в соответствии с методологией Гармонизированного индекса.

В 2003 году последовало существенное уточнение: цель заключается в том, чтобы поддерживать инфляцию ниже, но вблизи 2%. Предполагалось тем самым обозначить намерение Евросистемы избегать дефляционного риска, содействовать занятости и обеспечивать достаточное пространство для корректировок относительных цен. Однако данная постановка цели подвергалась критике за асимметричность и двусмысленность.

Есть еще два ключевых параметра, которые, наряду с формулировкой основной цели, определяют рамки стратегии Евросистемы как проводника денежно-кредитной политики. Во-первых, концепция стабильности цен подразумевает не сиюминутное состояние, а ориентир, к достижению которого регулятор стремится на среднесрочных интервалах времени. Во-вторых, Маастрихтским договором предусмотрена обязанность Евросистемы без ущерба для стабильности цен содействовать устойчивому экономическому развитию валютного союза, в том числе созданию условий для максимальной занятости.

В начале нынешнего года ЕЦБ анонсировал разработку новой стратегии, однако из-за пандемии возможность приступить к ней появилась лишь в сентябре. Если исходить из того, что работа такого масштаба займет примерно год, можно ожидать, что обновленная стратегия будет сформулирована где-то в сентябре следующего года. Почему возникла необходимость переосмысления стратегии? Объяснение можно дать одним словом – «перемены», и в первую очередь – изменения операционной среды, в которой осуществляется денежно-кредитная политика.

С 2003 года, когда последний раз уточнялась формулировка стратегической цели, экономика еврозоны, как и вся мировая экономика, подверглась глубоким структурным трансформациям, результатом которых стало снижение уровня равновесной («естественной») процентной ставки. Фундаментальные причины: снижение производительности, старение населения, равно как и сохраняющиеся отголоски финансового кризиса на рубеже двух предыдущих десятилетий. Под влиянием структурных факторов кривая Филлипса теперь расположена под таким углом, что необходимость монетарных стимулов сохранятся и после того, как процентная ставка упирается в «естественную» нулевую границу. Нетрадиционные способы продолжения политики в подобной ситуации (количественное смягчение) дают определенные результаты, но, тем не менее, инфляция в еврозоне на протяжении многих лет остается низкой и, что самое опасное, вниз смещаются инфляционные ожидания.

Прежде, в годы становления валютного союза, перед Евросистемой стояла задача добиться доверия в обстановке высокой инфляции. В нынешних обстоятельствах низких процентных ставок и преобладания таких шоков со стороны спроса, которые связаны с его сокращением, куда актуальнее проблема низкой инфляции. Ключевой вопрос сегодня: что надо сделать, чтобы инфляционные ожидания не закрепились на слишком низком уровне? Для этого необходимо выполнить два главных условия: во-первых, сформулировать четкое симметричное определение стабильности цен и, во-вторых, укрепить способность регулятора применять действенные инструменты, позволяющие возвращать инфляцию к целевому значению, независимо от того, в какую сторону происходят отклонения.

Б. Бернанке в выступлении на одном из статусных мероприятий, прошедших в начале 2020 года, отметил, что количественное смягчение не может полностью восполнить недостаток монетарных стимулов, который возникает при достижении нулевого предела процентной ставки. Платой за это, по-видимому, будут более длительные, чем прежде, периоды рецессий и систематические отклонения инфляции вниз от заданной цели. Это подчеркивает, насколько важно центральному банку избегать ситуации, в которой цель утратит реалистичность в глазах экономических агентов. По словам Бернанке, в обстановке

снижения равновесной ставки годятся любые средства, в том числе такие как повышение заявленной цели по уровню инфляции, активизация роли налогово-бюджетной политики в системе противоциклических мер в фазе рецессии. Так, ФРС в своей обновленной стратегии заявила намерение допускать отклонения инфляции вверх от целевого значения 2%, если это необходимо для увеличения занятости. Тем самым, по существу, акцент политики перенесен со стабильности цен на максимизацию занятости. Так же и Евросистема, допуская временную асимметрию в постановке задач в сторону более высоких допускаемых значений инфляции, на долговременном горизонте событий могла бы тем самым укрепить доверие общества к своей способности симметрично отвечать на шоки, приводящие к отклонению от целевого значения.

Нынешняя политика Евросистемы – чрезвычайно мягкая, и одновременно правительствами государств-членов еврозоны созданы значительные фискальные стимулы. Этот уровень координации необходимо сохранить в нынешних трудных обстоятельствах. Совет управляющих ЕЦБ дал прозрачный форвард-гайденс, указывающий на обязательство делать все, от него зависящее, для поддержи деловой активности. Нечто подобное представляется необходимым и со стороны фискальных властей: выражение общей готовности продлить период действия временных стимулирующих мер на следующий год, до того момента, когда появятся признаки уверенного восстановления экономики.

Беспрецедентные фискальные стимулы обернулись увеличением государственного долга: в масштабе экономики еврозоны он к концу нынешнего года превысит 100% ВВП. При этом размер активов на балансе Евросистемы сейчас приближается к 7 трлн евро, и из них 3,2 трлн евро инвестированы в государственные ценные бумаги стран еврозоны. В подобных обстоятельствах приобретает отчетливые контуры угроза «фискальной доминанты», игнорирующей стабильность цен в угоду монетизации долга. Сложно делать выводы, не имея отчетливого представления о предельном значении долга, до которого не возникают серьезные угрозы дефолта или потери контроля над инфляцией. Увеличение государственного долга – процесс, который лежит вне регуляторных полномочий и возможностей центрального банка. Однако вопрос об опасности «фискальной доминанты» возвращает к правовым основам Евросоюза: Маастрихтский договор утверждает независимый статус Евросистемы, однозначно определяет ее мандат в качестве инстанции, ответственной за стабильность цен, и запрещает эмиссионное финансирование государственного долга.

РОСТ ВВП

(отчетный квартал относительно соответствующего квартала предыдущего года, %)

	2018				2019				2020				*	
													2020	2020
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	II	III
Россия	2,2	2,6	2,5	2,8	0,4	1,1	1,5	2,1	1,6	-8,0			↓	
США	3,5	3,1	3,0	2,4	2,1	2,1	2,0	2,5	0,6	-9,0	-2,7		↓	↑
Канада	2,5	1,7	2,0	1,8	1,5	2,0	1,6	1,5	-0,9	-13,0			↓	
Япония	0,9	1,0	-0,3	-0,4	0,8	0,9	1,7	-0,7	-1,8	-10,2	-5,8		↓	↑
Соед. Королевство**	1,1	1,2	1,4	1,2	1,7	1,3	1,0	1,0	-2,1	-21,5	-9,6		↓	↑
Евросоюз**	2,7	2,4	1,8	1,5	1,8	1,5	1,7	1,2	-2,7	-13,9	-4,3		↓	↑
Еврозона**	2,5	2,2	1,6	1,2	1,5	1,3	1,4	1,0	-3,3	-14,8	-4,4		↓	↑
Германия**	2,2	2,0	0,8	0,3	1,1	0,1	0,8	0,4	-2,1	-11,2	-4,0		↓	↑
Франция**	2,4	1,9	1,6	1,4	1,8	1,8	1,6	0,8	-5,7	-18,9	-3,9		↓	↑
Италия**	1,4	1,1	0,6	0,2	0,4	0,4	0,5	0,1	-5,6	-17,9	-4,7		↓	↑
Испания**	2,9	2,3	2,3	2,3	2,2	2,1	1,8	1,7	-4,2	-21,5	-8,7		↓	↑
Португалия**	2,8	3,1	2,9	2,5	2,5	2,2	2,0	2,3	-2,3	-16,3			↓	
Греция**	2,8	1,4	1,8	1,7	1,7	2,8	2,2	0,8	-0,5	-15,2			↓	
Бельгия**	1,4	1,7	2,1	2,1	1,8	1,7	1,8	1,6	-2,0	-13,9			↓	
Нидерланды**	2,9	2,6	2,1	1,7	1,7	1,5	1,6	1,7	-0,4	-9,2	-2,5		↓	↑
Финляндия**	2,3	1,7	1,5	0,6	0,8	1,9	1,4	0,4	-1,4	-6,1	-2,8		↓	↑
Швеция**	2,9	2,6	0,8	1,9	1,9	1,0	1,8	0,8	0,7	-7,4	-2,7		↓	↑
Дания**	2,2	1,4	2,5	2,6	2,7	3,3	2,9	2,4	-0,1	-7,7			↓	
Норвегия	-0,4	2,8	0,7	1,4	1,8	-1,0	0,8	1,7	1,2	-4,0	-0,2		↓	↑
Швейцария	3,4	3,8	2,5	1,3	0,9	0,4	1,3	2,4	-0,7	-9,3			↓	
Китай	6,9	6,9	6,7	6,5	6,4	6,2	6,0	6,0	-6,8	3,2	4,9		↑	↑
Индия	8,2	7,1	6,2	5,6	5,7	5,2	4,4	4,1	3,1	-23,9	-7,5		↓	↑
Бразилия	1,5	1,1	1,5	1,2	0,6	1,1	1,2	1,7	-0,3	-11,4			↓	
ЮАР	0,7	0,1	1,3	1,1	0,0	0,9	0,1	-0,5	0,1	-17,1			↓	
Турция	7,5	5,8	2,5	-2,7	-2,6	-1,7	1,0	6,4	4,4	-9,9	6,7		↓	↑
Польша**	5,1	5,6	5,9	4,9	5,3	4,7	4,4	3,9	1,9	-8,0			↓	
Мексика	1,5	3,2	2,8	1,3	1,4	-0,9	0,0	-0,6	-1,4	-18,7	-8,6		↓	↑
Корея (Респ.)	3,0	3,1	2,4	3,1	1,8	2,1	2,0	2,3	1,4	-2,7	-1,3		↓	↑
Тайвань	3,4	3,4	2,3	2,1	1,9	2,9	3,3	3,7	2,5	0,4	3,9		↓	↑
Индонезия	5,1	5,3	5,2	5,2	5,1	5,1	5,0	5,0	3,0	-5,3	-3,5		↓	↑
Малайзия	5,2	4,7	4,4	4,8	4,5	4,8	4,4	3,6	0,7	-17,1	-2,7		↓	↑
Австралия	3,1	3,3	2,6	2,2	1,7	1,6	1,8	2,3	1,6	-6,3			↓	
Аргентина	3,8	-4,0	-3,4	-6,2	-5,9	0,4	-1,8	-1,1	-5,2	-19,1			↓	
Чили	4,5	5,3	2,8	3,3	1,4	1,8	3,4	-2,1	0,3	-14,5	-9,1		↓	↑
Венгрия**	5,4	5,3	5,7	5,3	5,1	4,7	4,4	4,0	2,0	-13,5			↓	
Чешская Респ.**	4,8	2,6	2,7	2,6	2,4	2,4	2,3	2,0	-1,9	-10,9			↓	
Словакия**	3,5	4,1	4,3	3,2	3,6	2,4	1,4	2,0	-3,6	-12,1	-2,4		↓	↑
Беларусь	5,3	3,9	2,2	1,3	1,3	0,5	1,4	1,6	-0,2	-3,3	-0,5		↓	↑
Украина	3,5	3,9	2,7	3,7	2,9	4,7	3,9	1,5	-1,3	-11,4			↓	
Казахстан	4,3	4,1	3,8	4,1	3,7	4,4	4,9	4,9	2,7	-6,0	-4,8		↓	↑

* Сравнение с динамикой в предыдущем квартале.

** Источник: Евростат; на базе сезонно сглаженных динамических рядов ВВП (Словакия - на базе сезонно не сглаженного динамического ряда). Евросоюз в составе 27 государств (без Соединенного Королевства).

ИНФЛЯЦИЯ

(отчетный месяц относительно соответствующего месяца предыдущего года, %)

		Год	Месяцы											
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Россия		2019	5,0	5,2	5,3	5,2	5,1	4,7	4,6	4,3	4,0	3,8	3,5	3,0
		2020	2,4	2,3	2,5	3,1	3,0	3,2	3,4	3,6	3,7	4,0		
ОСНОВНЫЕ ТОРГОВЫЕ ПАРТНЕРЫ РОССИИ (доля в торговом обороте не менее 1%)	Беларусь	2019	5,8	6,2	5,8	5,5	6,2	5,7	6,0	5,7	5,3	5,3	5,0	4,7
		2020	4,7	4,4	4,9	5,4	4,9	5,2	5,2	5,6	6,1	6,2		
	Казахстан	2019	5,2	4,8	4,8	4,9	5,3	5,4	5,4	5,5	5,3	5,5	5,4	5,4
		2020	5,6	6,0	6,4	6,8	6,7	7,0	7,1	7,0	7,0	7,1		
	Еврозона*	2019	1,4	1,5	1,4	1,7	1,2	1,3	1,0	1,0	0,8	0,7	1,0	1,3
		2020	1,4	1,2	0,7	0,3	0,1	0,3	0,4	-0,2	-0,3	-0,3		
	Отдельные страны, входящие в еврозону													
	*Германия**	2019	1,7	1,7	1,4	2,1	1,3	1,5	1,1	1,0	0,9	0,9	1,2	1,5
		2020	1,6	1,7	1,3	0,8	0,5	0,8	0,0	-0,1	-0,4	-0,5		
	*Франция**	2019	1,4	1,6	1,3	1,5	1,1	1,4	1,3	1,3	1,1	0,9	1,2	1,6
		2020	1,7	1,6	0,8	0,4	0,4	0,2	0,9	0,2	0,0	0,1		
	*Италия**	2019	0,9	1,1	1,1	1,1	0,9	0,8	0,3	0,5	0,2	0,2	0,2	0,5
		2020	0,4	0,2	0,1	0,1	-0,3	-0,4	0,8	-0,5	-1,0	-0,6		
	*Нидерланды**	2019	2,0	2,6	2,9	3,0	2,3	2,7	2,6	3,1	2,7	2,8	2,6	2,8
		2020	1,7	1,3	1,1	1,0	1,1	1,7	1,6	0,3	1,0	1,2		
	*Бельгия**	2019	1,8	2,0	2,2	2,0	1,7	1,3	1,2	0,9	0,6	0,2	0,4	0,9
		2020	1,4	1,0	0,4	0,0	-0,2	0,2	1,7	-0,9	0,5	0,4		
	*Финляндия**	2019	1,2	1,3	1,1	1,5	1,3	1,1	1,0	1,2	1,0	0,9	0,8	1,1
		2020	1,2	1,1	0,9	-0,3	-0,1	0,1	0,7	0,3	0,3	0,2		
	США (PCEPI**)	2019	1,5	1,4	1,5	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,4	1,4	1,4	1,6
		2020	1,9	1,8	1,3	0,5	0,5	0,9	1,0	1,3	1,4	1,2		
	Китай	2019	1,7	1,5	2,3	2,5	2,7	2,7	2,8	2,8	3,0	3,8	4,5	4,5
		2020	5,4	5,2	4,3	3,3	2,4	2,5	2,7	2,4	1,7	0,5		
	Индия	2019	2,0	2,6	2,9	3,0	3,0	3,2	3,1	3,3	4,0	4,6	5,5	7,4
		2020	7,6	6,6	5,8	7,2	6,3	6,2	6,7	6,7	7,3	7,6		
	Япония	2019	0,2	0,2	0,5	0,9	0,7	0,7	0,5	0,3	0,2	0,2	0,5	0,8
		2020	0,7	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1	0,3	0,2	0,0	-0,4		
	Корея (Респ.)	2019	0,8	0,5	0,4	0,6	0,7	0,7	0,6	0,0	-0,4	0,0	0,2	0,7
		2020	1,5	1,1	1,0	0,1	-0,3	0,0	0,3	0,7	1,0	0,1		
	Турция	2019	20,4	19,7	19,7	19,5	18,7	15,7	16,7	15,0	9,3	8,6	10,6	11,8
		2020	12,2	12,4	11,9	10,9	11,4	12,6	11,8	11,8	11,8	11,9		
	Украина	2019	9,2	8,8	8,6	8,8	9,6	9,0	9,1	8,8	7,5	6,5	5,1	4,1
		2020	3,2	2,4	2,3	2,1	1,7	2,4	2,4	2,5	2,3	2,6		
	Британия	2019	1,8	1,9	1,9	2,1	2,0	2,0	2,1	1,7	1,7	1,5	1,5	1,3
		2020	1,8	1,7	1,5	0,8	0,5	0,6	1,0	0,2	0,5	0,7		
	Польша	2019	0,7	1,2	1,7	2,2	2,4	2,6	2,9	2,9	2,6	2,5	2,6	3,4
		2020	4,3	4,7	4,6	3,4	2,9	3,3	3,0	2,9	3,2	3,1		
	Венгрия	2019	2,7	3,1	3,7	3,9	3,9	3,4	3,3	3,1	2,8	2,9	3,4	4,0
		2020	4,7	4,4	3,9	2,4	2,2	2,9	3,8	3,9	3,4	3,0		
	Чехия	2019	2,5	2,7	3,0	2,8	2,9	2,7	2,9	2,9	2,7	2,7	3,1	3,2
		2020	3,6	3,7	3,4	3,2	2,9	3,3	3,4	3,3	3,2	2,9		
	Швейцария	2019	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	0,3	0,3	0,1	-0,3	-0,1	0,2
		2020	0,2	-0,1	-0,5	-1,1	-1,3	-1,3	-0,9	-0,9	-0,8	-0,6		
	Бразилия	2019	3,8	3,9	4,6	4,9	4,7	3,4	3,2	3,4	2,9	2,5	3,3	4,3
		2020	4,2	4,0	3,3	2,4	1,9	2,1	2,3	2,4	3,1	3,9		
	ЮАР	2019	4,0	4,1	4,5	4,4	4,5	4,5	4,0	4,3	4,1	3,7	3,6	4,0
		2020	4,5	4,6	4,1	3,0	2,1	2,2	3,2	3,1	3,0	3,3		
	Мексика	2019	4,4	3,9	4,0	4,4	4,3	4,0	3,8	3,2	3,0	3,0	3,0	2,8
		2020	3,2	3,7	3,3	2,2	2,8	3,3	3,6	4,1	4,0	4,1		
	Индонезия	2019	2,8	2,6	2,5	2,8	3,3	3,3	3,3	3,5	3,4	3,1	3,0	2,7
		2020	2,7	3,0	3,0	2,7	2,2	2,0	1,5	1,3	1,4	1,4		

* Harmonized Index of Consumer Price (Eurostat).

** Personal Consumption Expenditure Price Index.

НИФИ
НАУЧНО-ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ ИНСТИТУТ МИНФИНА РОССИИ

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.