НИФИ

НАУЧНО-ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ ИНСТИТУТ МИНФИНА РОССИИ

КРАТКОСРОЧНЫЕ ГЛОБАЛЬНЫЕ ТРЕНДЫ

январь – февраль 2019 года

ЦЕНТР ПЕРСПЕКТИВНОГО ФИНАНСОВОГО ПЛАНИРОВАНИЯ, МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА СТАТИСТИКИ ФИНАНСОВ

НИФИ
МИНФИНА РОССИИ

КРАТКОСРОЧНЫЕ ГЛОБАЛЬНЫЕ ТРЕНДЫ

28 февраля 2019 года

В выпуске

- США – замедление роста ВВП продолжается; близко ли рецессия? (с. 2)
- Евросоюз – актуализация прогнозов (с. 10)

США – замедление роста ВВП продолжается; близко ли рецессия? Рост ВВП США в IV квартале замедлился до 0,6% q-o-q (2,6% с пересчетом в проценты годовых) по сравнению с 0,8% (3,4%) в III и 1,0% (4,2%) во II кварталах 2018 года. В показателях динамики относительно аналогичного периода предыдущего года ускорение до 3,1% y-o-y (3,0% в июле-сентябре) стало следствием заметной лишь в сотых долях разницы между квартальными темпами в последних кварталах 2017 и 2018 годов.

К замедлению роста ВВП из квартала в квартал привело снижение темпов конечного потребления домохозяйств и госсектора. С отрицательным остатком сложились встречные колебания вкладов, обусловленных снижением дефицита торговли товарами и услугами, с одной стороны, и переходом от восстановления к продолжившемуся накоплению запасов материальных оборотных средств, с другой. Положительный вклад пришел со стороны ускорения роста частных инвестиций в оборудование и интеллектуальную собственность.

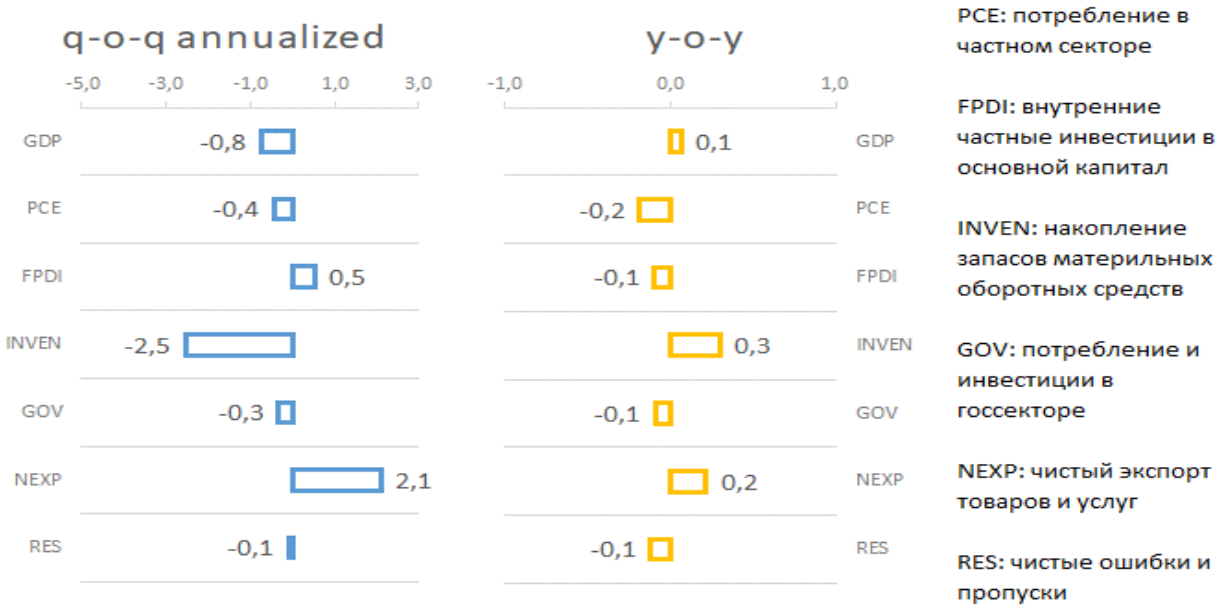

Рис. 1 Изменения темпов роста ВВП США в IV квартале по сравнению с предыдущим кварталом и вклады в них по направлениям использования ВВП – п.п.

В целом вновь подтвердился сделанный в «Трендах» тремя месяцами ранее вывод, что влияние налоговой реформы на экономический рост в США, проявившееся быстрым, но недолговременным эффектом, с середины прошлого года пошло на убыль; к нынешнему году оно уже исчерпано.

В последние месяцы широко обсуждаемой стала тема приближающейся рецессии в США. Полагаем, причина резонанса пока исключительно в том, что нынешний циклический подъем деловой активности, если опираться на датировки NBER[1], к середине года сравняется по продолжительности с самым длительным в истории наблюдений периодом роста в 1991-2001 годах (10 лет).

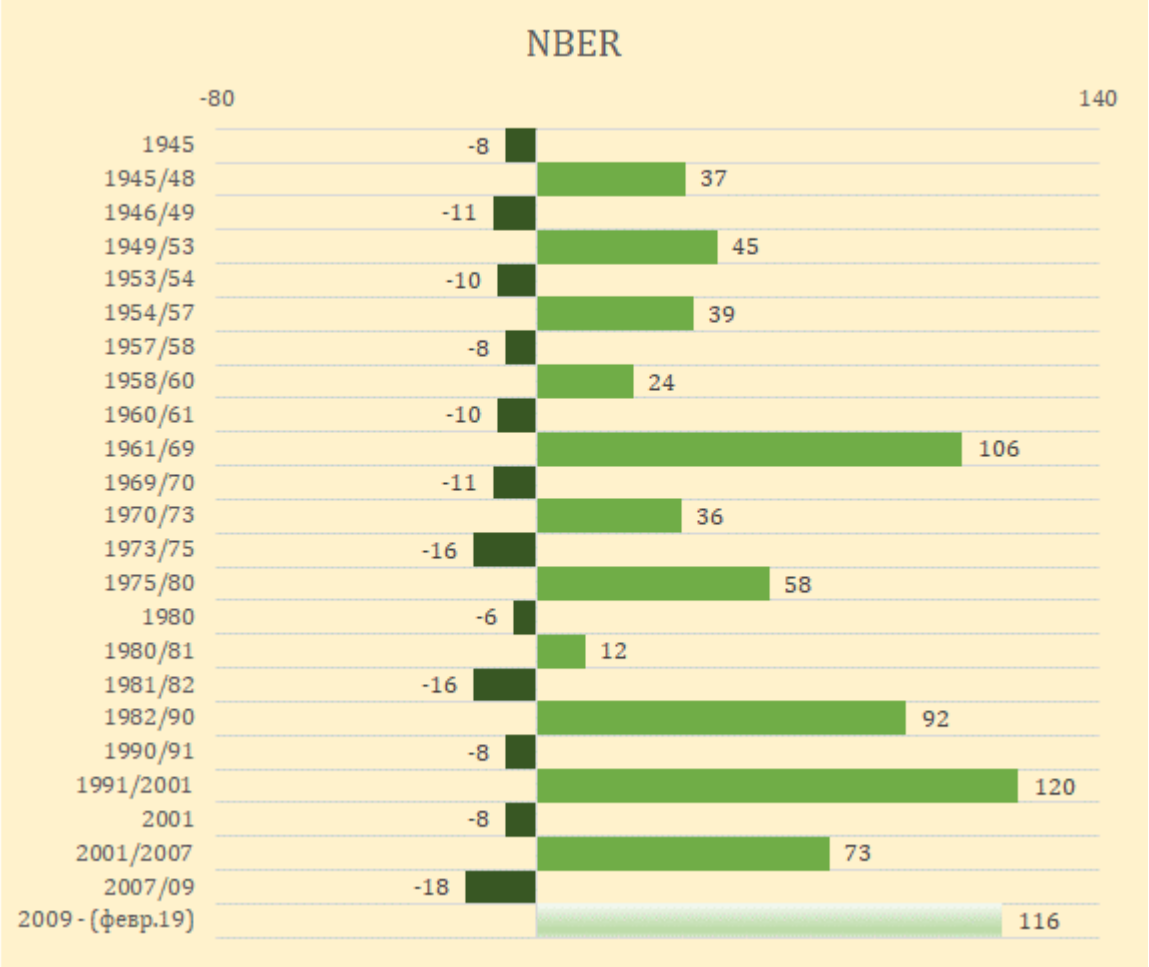

Рис. 2 Длительность деловых циклов в США в датировке NBER: в месяцах, “+” циклический рост деловой активности, “-” – рецессия

[1] National Bureau of Economic Research; в его составе действует экспертный комитет по датировке делового цикла (Business Cycle Dating Committee).

NBER основывает датировку на наблюдении за четырьмя ключевыми макроиндикаторами, статистическая информация о которых публикуется с ежемесячной периодичностью:

- численность занятых в экономике, исключая аграрный сектор (Nonfarm Employees);
- реальные располагаемые доходы населения (Disposable Personal Income);
- индекс объема промышленного производства (Industrial Production);
- реальный товарооборот в промышленности и торговле (Manufacturing and Trade Sales).

Авторы “Трендов”, не ставя перед собой задачу воспроизвести методику NBER, рассчитали циклический индекс, агрегирующий эти индикаторы с равными весами и лагами, соответствующими отношению момента циклического разворота каждого из них (от рецессии к росту) в 2009-2010 годах к моменту общего разворота цикла, зафиксированного NBER в июле 2009 года. Кроме того, был рассчитан опережающий индекс на базе только двух показателей, разворот которых в 2009 году произошел с опережением цикла или совпал с ним: промышленный выпуск и товарооборот.

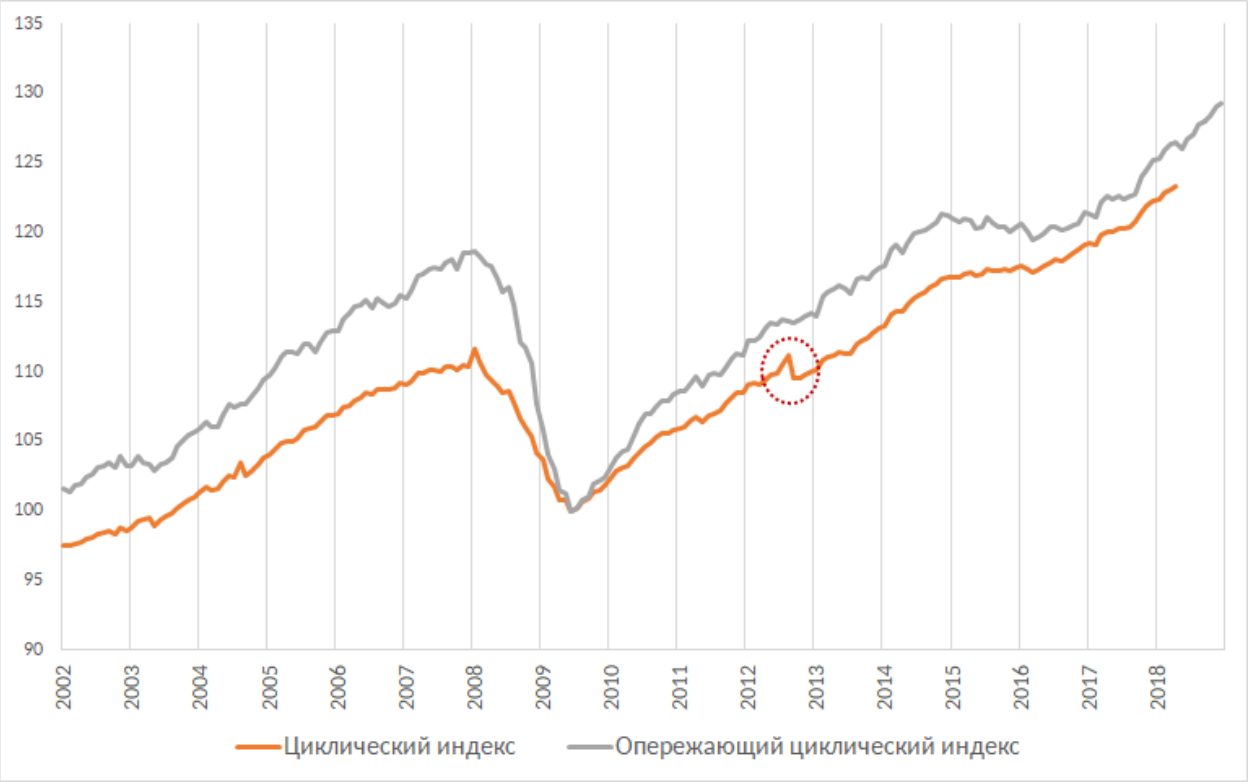

Рис. 3 Циклический индекс и опережающий циклический индекс в США – расчеты НИФИ, в пунктах

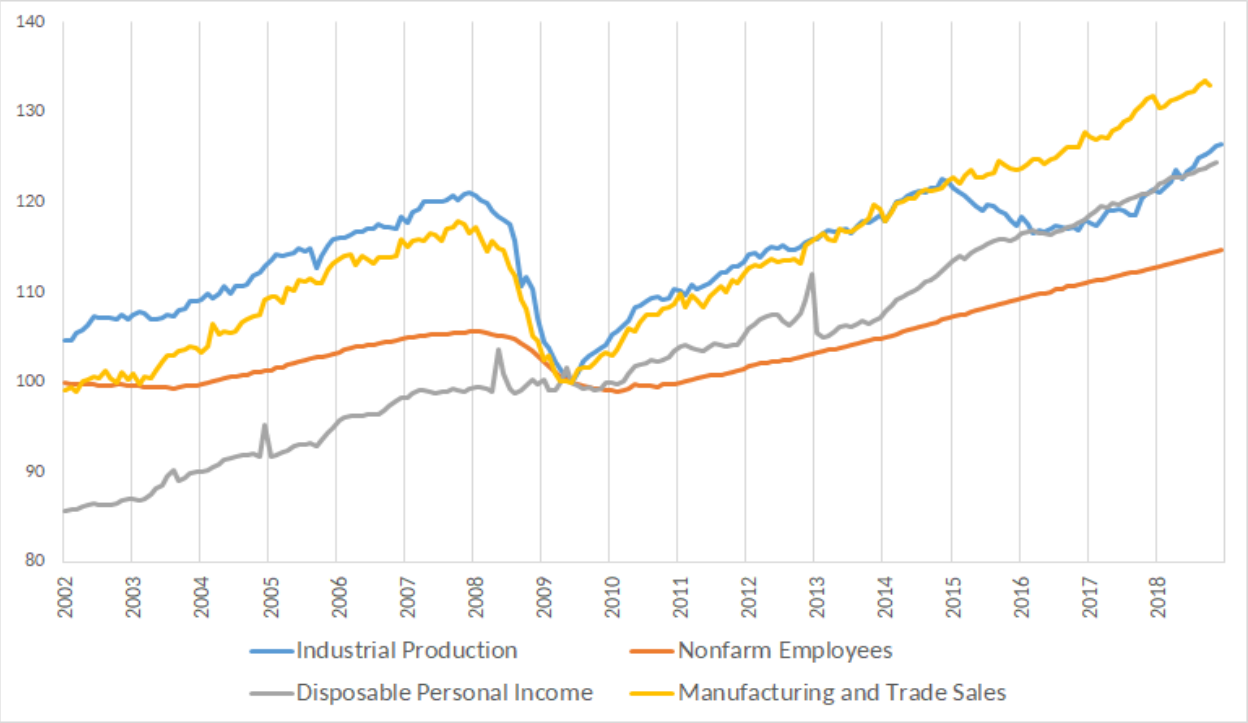

Рис. 4 Динамика отдельных наблюдаемых NBER индикаторов (июль 2009=100)

Ни тот, ни другой индекс не демонстрируют в последних наблюдениях признаков разворота к рецессии; нет их и в динамике отдельных индикаторов.

Вместе с тем, на себя обращает внимание, во-первых, отмеченный на рисунке 3 перепад циклического индекса в 2012 году. Для американской экономики это было сложное время, когда потребовалось очередное (в третий раз после 2008 года) использование инструментов количественного смягчения, а повышение допустимой величины государственного долга перестало быть как прежде по сути формальной процедурой. Перепад циклического индекса всецело объяснялся резкими колебаниями располагаемых доходов в течение двух месяцев на рубеже 2012-2013 годов, но этот эпизод не следует недооценивать: он стал своего рода «прологом» к предстоявшему в 2013 году повышению налогов и секвестру бюджетных расходов (поэтому различные годовые премиальные выплаты были произведены в декабре 2012 года с опережением сроков).

Во-вторых, обращает на себя внимание глубокий спад промышленного производства в 2015 году после завершения третьего раунда QE. Кроме того, с 2012 года несколько раз наблюдалось падение квартальных темпов роста ВВП США почти до нуля или его сокращение (статистика впоследствии уточнялась и в настоящее время демонстрирует не все эпизоды, когда сообщалось о сокращении). Однако, поскольку классическим признаком рецессии является сокращение ВВП два квартала подряд, NBER игнорировал такие эпизоды.

Мы подчеркиваем эти моменты, стремясь показать, что могут быть альтернативные взгляды на развитие делового цикла в США. Любые его датировки условны и зависят от применяемой методологии, а NBER не является «последней инстанцией». Возможно, в действительности за время после 2009 года смена фаз уже происходила и даже неоднократно, но не была отчетливо заметна на фоне глубокого кризиса 2008 года. Тогда нынешний подъем – не столь длительный, каким представляется по версии NBER,

Например, по версии ОЭСР, которая оперирует в датировке системой опережающих индикаторов, в США с 2009 по 2017 год состоялись два полных цикла; текущая (третья) фаза роста началась в 2017 году.

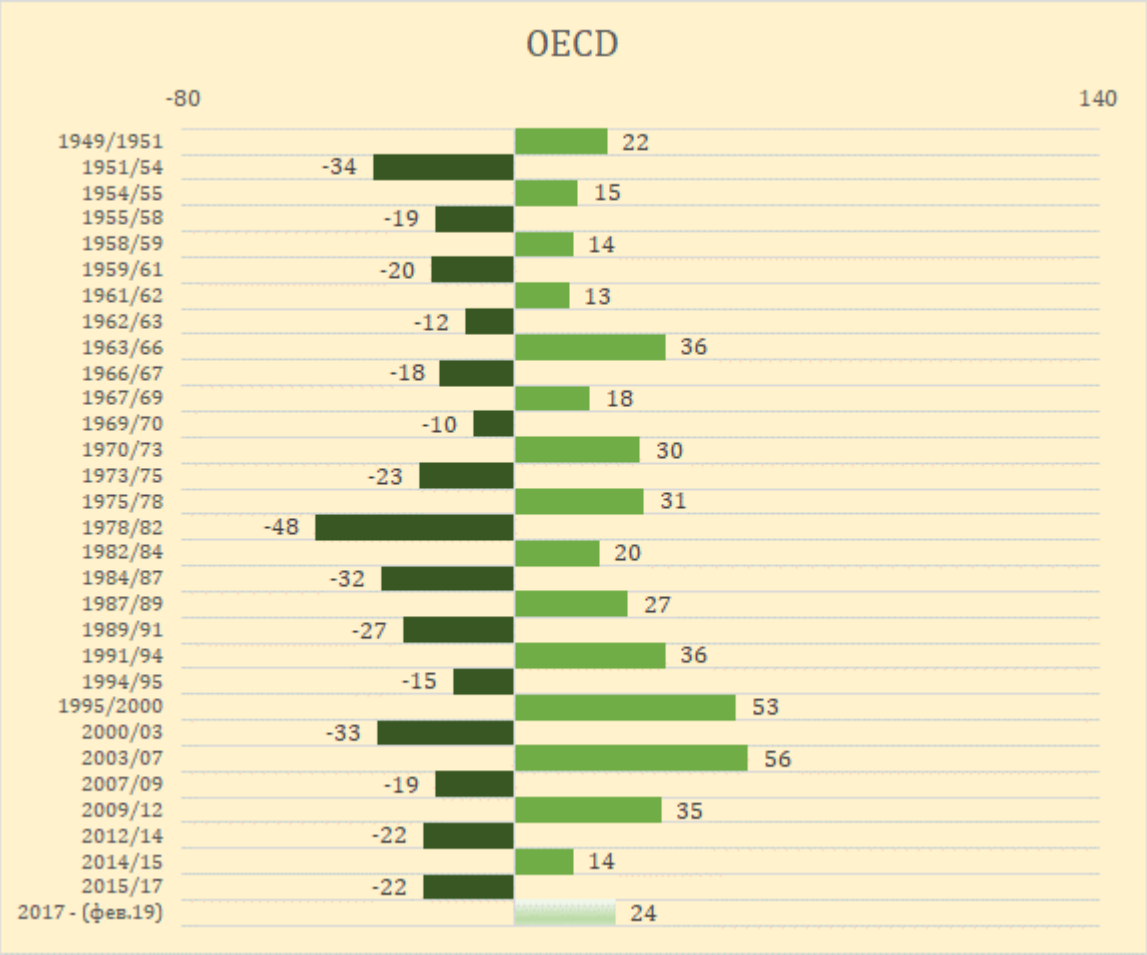

Рис. 5 Длительность деловых циклов в США в датировке ОЭСР: в месяцах, “+” циклический рост деловой активности, “-” – рецессия

Но и по этой версии длительность фазы (24 месяца в феврале 2019) близка к средней исторической продолжительности. Не находя достоверных наглядных подтверждений скорого начала рецессии, мы, тем не менее, считаем ее возможным сценарием на 2019-

2020 годы, принимая во внимание исчерпание импульса от налоговой реформы и другие обстоятельства, которые рассматривались в прошлых выпусках «Трендов».

Для нынешнего информационного фона характерно, что ожидание приближающегося циклического разворота деловой активности в США ассоциируется с опасностью крупных шоков на рынках. На наш взгляд, такая ассоциация основана исключительно на событиях прошлого – азиатский кризис в конце 1990-х годов и последовавший десятилетие спустя кризис на рынке секьюритизаций – вслед за последним из которых прошло еще 10 лет.

В действительности нет доказательных оснований связывать финансовые шоки с деловым циклом в США. Рецессия, начавшаяся в 2007 году, и кризис 2008 года, действительно, имели общие причины, которые назревали в течение около пяти лет и были достаточно заметны (МВФ в своих аналитических публикациях, начиная с 2004 года, отмечал растущие риски на рынках недвижимости, ипотечных долгов и секьюритизаций). Однако азиатский кризис (1997 год) и серия дефолтов в России (1998 год) и Бразилии (1999 год) происходили во время продолжавшегося циклического подъема в США (исходя из датировки NBER). Трудности хедж-фондов (убытки фонда LTCM[2]) вызвали в то время только локальные проблемы на западных финансовых рынках. Рецессия в США началась позднее (в 2001 году) и была связана с другими причинами («кризис доткомов»).

Общим свойством азиатского кризиса и кризиса секьюритизаций была предшествовавшая этим кризисам концентрация рисков на определенных рынках, где назревали внутренние проблемы. В конце 1990-х годов причиной послужило присутствие наиболее склонного к риску контингента международных инвесторов на рынках развивающихся стран, которые опирались на негибкие курсовые режимы без соответствующей дисциплины в макроэкономической (в первую очередь фискальной) политике. Событиям в конце 2000-х годов предшествовал допущенный ФРС длительный отрыв процентной ставки от фундаментально обоснованного уровня. Был запущен механизм роста ипотечных долгов без должного внимания к их качеству. Риски инвесторов были сконцентрированы на рынке секьюритизаций этих и других долгов, развитие которого в то время значительно ускорилось, но отличалось отсутствием убедительного понимания качества этих активов и зависимостью механизма ценообразования от доверия к кредитным рейтингам.

В сценарии «мягкого приземления» с предсказуемыми сигналами денежно-кредитной политики ФРС нет причин усматривать опасность развития событий на финансовых рынках, далеко выходящих за пределы естественной в подобных обстоятельствах волатильности. Ключевым для анализа возможных предпосылок к таким событиям

[2] Long-Term Capital Management.

является вопрос о том, имеет ли место концентрация рисков инвесторов на тех или иных проблемных рынках. Здесь, по нашему мнению, могут рассматриваться две гипотезы.

Источником потенциальной опасности являются долги развивающихся стран, стран с формирующейся рыночной экономикой (EMDEs). По данным Института международных финансов (IIF), суммарный объем задолженности всех секторов экономики в EMDEs, включая внутренние и международные обязательства, за 10 лет с 2008 по 2018 годы увеличился почти втрое до 68,4 трлн долл. США в долларовом эквиваленте, что составляет примерно 89% относительно мирового ВВП[3]. При этом, начиная с 2014 года, наблюдалось ускоренное повышение доли обязательств в иностранной валюте в структуре долгов небанковских частных компаний в EMDEs.

По оценке IIF, в 2019-2020 годах суммарные потребности EMDEs в выплате валютных долгов по облигационным и синдицированным займам составляют порядка 1,3 трлн долл. (наиболее высокая доля валютных обязательств в истекающих по срокам долгах наблюдается в отдельных странах Африки и Латинской Америки). Стоимость замещения долларовых долгов растет. Среди EMDEs есть страны, уязвимые по отношению к такого рода шоку из-за неустойчивого сочетания дефицита текущего счета платежного баланса и возросшего частного внешнего долга. Теоретически долговой кризис в одной стране может вызвать цепную реакцию в экономиках с похожим профилем риска.

Необходимо принимать во внимание, что позиции EMBEs в мире значительно изменились с 1990-х годов; уроки прежних кризисов не остались неучтенными. Сократилось число стран с уязвимыми курсовыми режимами, многие крупные экономики перешли к режимам плавающего валютного курса, который абсорбирует внешние шоки (власти концентрируют усилия на сглаживании внутренних шоков). Достигнуты значительные результаты в макроэкономической стабилизации (в том числе в снижении инфляции). Имплементированы важные для финансового рынка международные стандарты. Пруденциальные стандарты для банковских систем повышены до 2-й или 3-й редакций Базельского соглашения. Все это способствует укреплению финансовой стабильности. Девальвации в Турции и Аргентине в 2018 году не вызвали «эффект домино».

Позиции России по внешнему долгу – устойчивые. Внешний долг России, по оценке Банка России, за 2018 год сократился на 12,6% до 453,7 млрд долл. по состоянию на 1 января текущего года. В валютной структуре долга около четверти составляют обязательства в рублях (по данным на 1.10.2018). Нагрузка по погашению в 2019 году составляет около 13%

[3] Institute of International Finance. Global Debt Monitor: “Devil in the details”. January 15, 2019.

основного долга (примерно 16% с учетов уплаты процентов). При этом показатели внешней долговой устойчивости находятся в комфортных зонах.

	Коэффициент «Внешний долг/ВВП», %	Коэффициент «Внешний долг/Экспорт товаров и услуг», %	Коэффициент «Платежи по внешнему долгу/Экспорт товаров и услуг», %	Коэффициент «Международные резервы/платежи по внешнему долгу», %
По состоянию на 1.10.2018	28	96	25	376
Пороговые значения коэффициентов, предлагаемые МВФ в аналитических целях	30 - 40 - 50	100 - 150 - 200	15 - 20 - 25	≥100*

* Пороговое значение, предлагаемое Счетной палатой РФ в аналитических целях.

Таб. 1 Аналитические показатели внешней долговой устойчивости Российской Федерации (информация Банка России[4])

Другим гипотетическим источником рисков, по нашему мнению, могут быть портфели высокодоходных облигаций, размещенных западными корпоративными эмитентами, не имеющими кредитного рейтинга инвестиционного класса.

В октябрьском выпуске Доклада о глобальной финансовой стабильности за 2017 год МВФ отмечал, что в последнее время глобальный рынок активов с фиксированным доходом, имеющих рейтинги инвестиционного класса, в 2-2,5 раза больше, чем был десятилетие назад, но в то время 80% рынка составляли активы с доходностью больше 4% годовых, а сейчас это – менее 5% всего рынка. У инвесторов есть определенная планка доходности, ниже которой актив превращается в убыточный. К примеру, МВФ оценивал планку для американской страховой компании в 4,6% годовых, для европейской – 3%. Отсюда – повышенный спрос инвесторов на высокорисковые активы. Десять лет назад доля нерезидентов США в облигационном долге американских корпораций составляла немногим более 10%, а теперь – 30%[5].

В 2017-2018 годах в США наблюдалось увеличение доли дефолтеров среди эмитентов корпоративных облигаций без инвестиционного рейтинга.

[4] Статистика внешнего сектора: Внешний долг (по методологии платежного баланса). https://www.cbr.ru/statistics/?PrtId=svs

[5] Global Financial Stability Report: Is Growth at Risk? October 2017. Pp. 23-24.

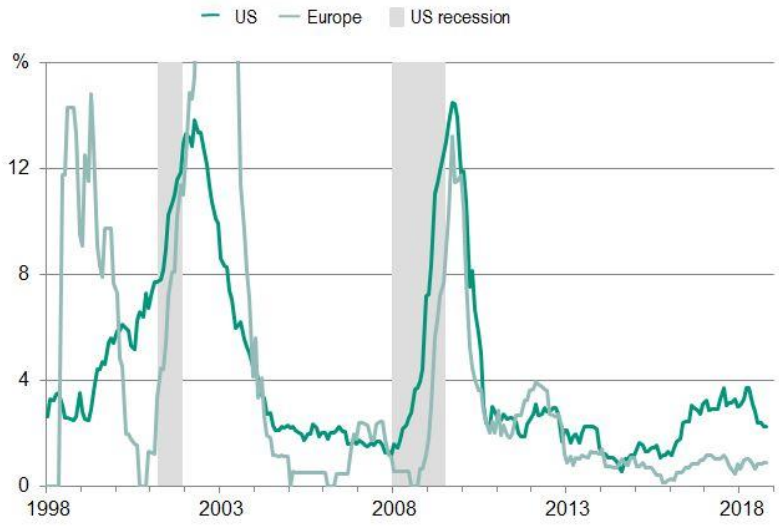

Рис. 6 Доля дефолтеров относительно числа эмитентов корпоративных облигаций, не имеющих кредитного рейтинга инвестиционного класса, в США и Европе

Источник: BNP Paribas Asset Management. Outlook 2019: Markets – adapting to quantitative tightening. https://www.bnpparibas-am.com/en/outlook-2019-markets-adapting-to-quantitative-tightening/

Прежде дефолты по облигациям корпоративных заемщиков без инвестиционного рейтинга нарастали уже на волне кризисов и рецессий. Однако, принимая во внимание новые характеристики распределения рисков, нельзя исключать сценарий зарождения кризиса в этом сегменте рынка, например, вследствие учащения дефолтов из-за роста стоимости замещения долгов новыми займами.

Подобный сценария для России не связан с крупными прямыми рисками, но последствия могут проявиться косвенно через цены на нефть. Опыт показывает, что крупные шоки на финансовых рынках сопровождались резкими падениями цен – не менее чем на 50% от пика до минимума, предшествующего началу восстановления.

Евросоюз – актуализация прогнозов. 7 февраля состоялся выпуск очередного доклада Еврокомиссии «Европейский экономический прогноз» с промежуточной актуализацией.

Сочетание внешних и внутренних факторов – ослабление активности на внутренних рынках, неопределенность в международной торговой политике, общая тенденция к замедлению роста объемов мирового производства – привело к снижению темпов роста ВВП ЕС и зоны евро в последние два квартала 2018 года до 0,2-0,3% q-o-q. Последние статистические данные позволяют с большой уверенностью утверждать, что в начале нынешнего года отсутствовали заметные импульсы к оживлению деловой активности.

Ориентация на внешние рынки объясняет восприимчивость европейской экономики к нисходящему мировому тренду в динамике спроса. На него накладываются эффекты от неблагоприятных внутренних факторов, таких как затруднения на автомобильном рынке, появившиеся в III квартале прошлого года, и слабость фискальных позиций отдельных государств-членов еврозоны. Вместе с тем, в Евросоюзе все еще есть немало условий для дальнейшего роста. Это, прежде всего, хорошее состояние рынка труда, доступная стоимость рыночного финансирования и экспансионистская налогово-бюджетная политика. Частное потребление останется главным драйвером, но в 2019 году прогнозируется так же и больший, чем годом ранее, прирост инвестиций. На это позволяют рассчитывать нынешние высокие показатели загрузки производственных мощностей и существенные разрывы выпуска в некоторых странах Евросоюза. Указанные факторы должны оказать стабилизирующее влияние на экономическую ситуацию в 2019 году.

С учетом всех обстоятельств прогноз роста ВВП еврозоны в 2019 году снижен на 0,6 п.п. до 1,3% (осенний прогноз – 1,9%). Ожидания 2019 года: рост на уровне 1,6% (осенний прогноз – 1,7%). В результате пересмотра гипотезы по ценам на нефть – в противоположность сценарным условиям осеннего прогноза теперь предполагается, что в 2019-2020 года они будут ниже чем в прошлом году – прогнозы инфляции в еврозоне снижены до 1,4% в 2019 и 1,5% в 2020 годах.

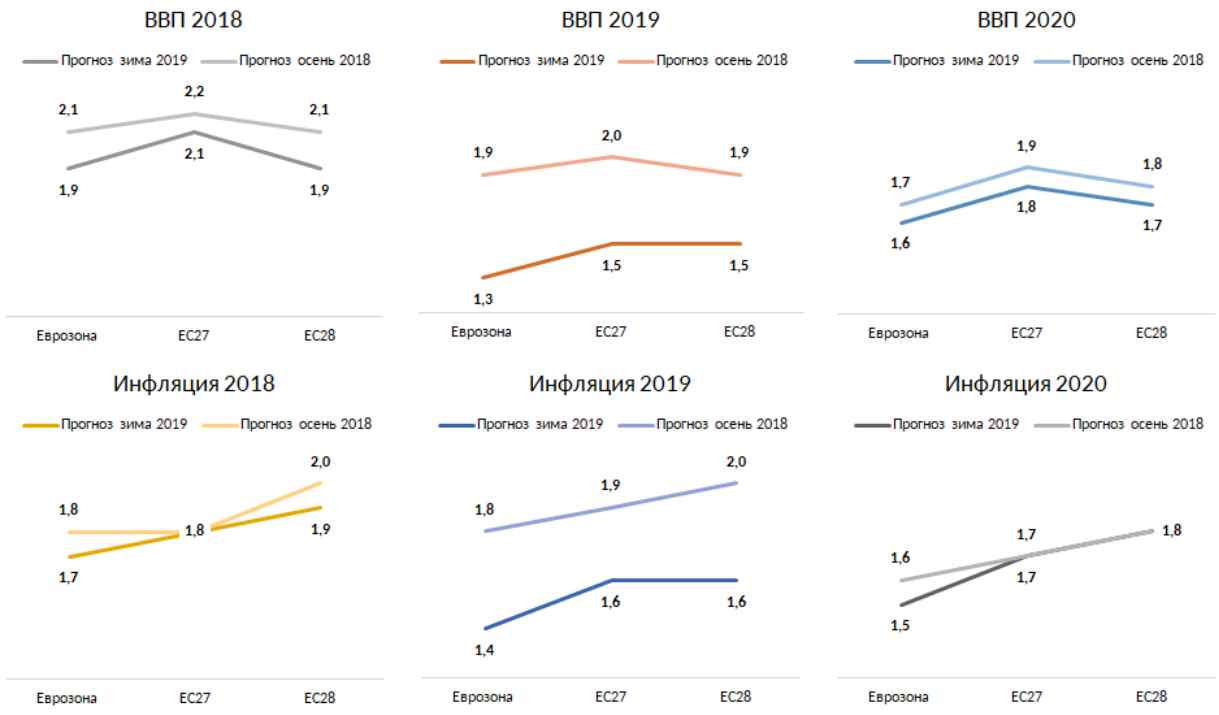

Рис. 7-12 Актуализация прогнозов в последнем выпуске доклада Еврокомиссии по сравнению с прогнозами, опубликованными в осеннем выпуске 2018 года

В новом докладе Еврокомиссия впервые оперирует определением «Евросоюз в составе 27 государств» (EU27) – без Соединенного Королевства, исходя из того, что в нынешнем году Брекзит может стать свершившимся фактом. В 2018 году британский фактор замедлял рост рассматриваемой единым целым экономики союза в его пока еще полном составе. В прогнозный период 2019-2020 годов заметной разницы не наблюдается. Однако, учитывая незавершенное состояние процесса выхода Великобритании из ЕС, прогнозы на 2019 и 2020 годы основаны на техническом допущении статус-кво с точки зрения торговых отношений между ЕС27 и Великобританией.

Актуальными для Европы остаются риски, связанные с процессами в экономиках других мировых лидеров. Один из ключевых рисков – неопределенность из-за конфликтной ситуации в международных торговых отношениях.

Мировой ВВП, не включая ЕС, по оценке Еврокомиссии в 2018 году, как и годом ранее, показал рост на 3,9%, что ниже осеннего прогноза (4%). Прогнозы на 2019-2020 годы не изменились – ожидаются темпы роста 3,8% в нынешнем и следующем годах.

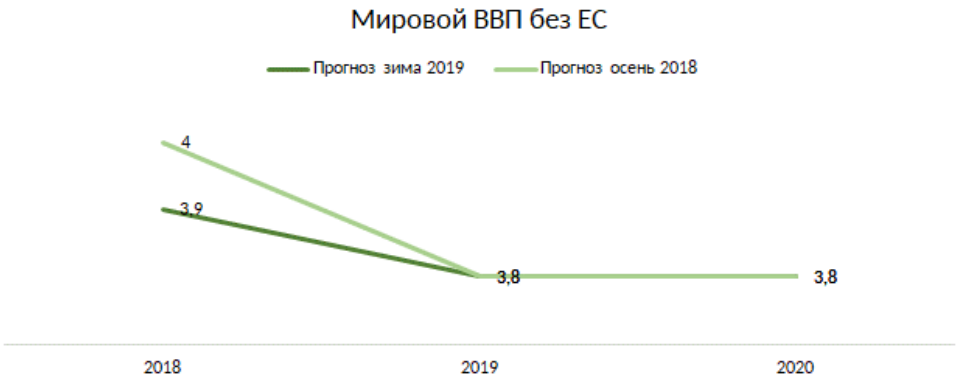

Рис. 13 Актуализация прогноза мирового ВВП в докладе Еврокомиссии

Комментируя риски отклонения от базового прогноза, Еврокомиссия повторяет прозвучавшую еще в осеннем докладе гипотезу о том, что с приближением 2020 года может нарастать вероятность ужесточения налогово-бюджетной политики США. Не исключено, что рост экономики Китая замедлится сильнее, чем допускают нынешние прогнозы. Неопределенность в связи с тем, как произойдет Брекзит, также остается актуальной проблемой; если сделка не состоится, это приведет к еще более разрушительному воздействию на торговые отношения между ЕС и Великобританией. Глобальные финансовые рынки сейчас чрезвычайно восприимчивы к любой информации, меняющей восприятие перспектив глобального роста и настроения инвесторов, их склонность к риску.

Темпы роста мирового импорта (за исключением ЕС) снизились с 5,5% в 2017 году до 4,8% в 2018 году. Несмотря на приостановку обмена тарифными мерами между США и Китаем, последствия принятых протекционистских решений в сочетании с потерей темпов мирового производства, неопределенностью в отношении глобального развития в среднесрочной перспективе предполагают сценарий замедления роста глобального импорта (вне Евросоюза) в 2019 и 2020 годах до 3,9% и 3,6%, соответственно. Вместе с тем, подписанные в прошлом году новые соглашения, такие как CPTPP[6] (альтернативная версия Транс-Тихоокеанского партнерства без участия США) и Соглашение об экономическом партнерстве Евросоюза и Японии[7], должны положительно сказаться на глобальной торговле.

Цены на нефть в последние месяцы показывали нисходящий тренд в результате роста поставок из Ирана перед восстановлением санкций со стороны США. Прогноз на следующий год: цены не будут повышаться, находясь под давлением роста производства в США и Канаде, а также ослабления мирового спроса на нефть.

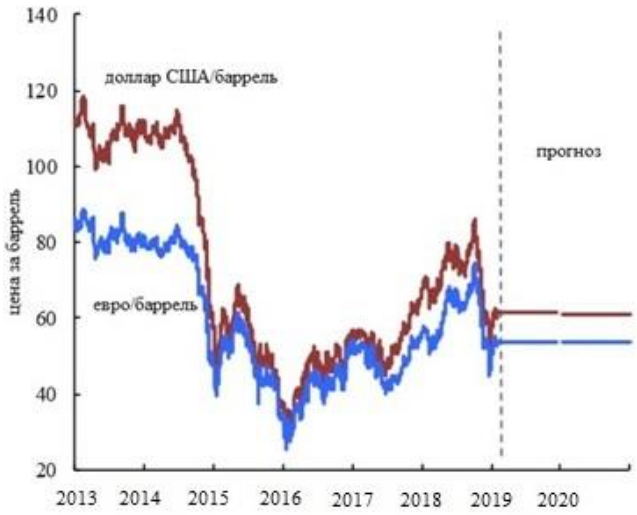

Рис.14 Прогноз цены на нефть Brent в докладе Еврокомиссии

Источник: European Commission. European Economic Forecast. Winter 2019 (Interim). P. 3. https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/ip096_en.pdf

Денежно-кредитная политика ЕЦБ остается чрезвычайно мягкой. Прекращение покупки активов с декабря 2018 года не означает отсутствия необходимости сохранения значительных монетарных стимулов до тех пор, пока инфляция остается ниже своего среднесрочного целевого уровня (2% y-o-y). Евросистема будет путем реинвестирования

[6] Comprehensive and Progressive Agreement for Trans-Pacific Partnership.
[7] EU-Japan Economic Partnership Agreement.

поддерживать накопленный объем активов на балансе, а процентные ставки ЕЦБ останутся на нынешнем уровне как минимум до лета 2019 года. Еврокомиссия рекомендует следить за форвард-гайденсами центрального банка, давая понять, что повышение ставок может состояться скорее позже, чем раньше этого срока.

Цены на финансовых рынках остаются волатильными из-за опасений в отношении глобального роста, высокого уровня долгов в мире, торговой и политической напряженности. Сегодняшние инвесторы все больше предпочитают вкладываться в безопасные активы, избегая повышенных рисков, что не может не сказаться на снижении объемов торговли на рынке акций, а также на доходности облигаций.

	2017	2018 - по факту	Прогноз					
			2018	*изменение**	2019	*изменение**	2020	*изменение**
Бельгия	1,7	1,5**	1,4	-0,1	1,3	-0,2	1,2	-0,2
Германия	2,2	1,4	1,5	-0,2	1,1	-0,7	1,7	0,0
Эстония	4,9	3,8**	3,5	0,0	2,7	-0,1	2,4	-0,2
Ирландия	7,2	7,5**	6,8	-1,0	4,1	-0,4	3,7	-0,1
Греция	1,5	2,0**	2,0	0,0	2,2	0,2	2,3	0,3
Испания	3,0	2,5	2,5	-0,1	2,1	-0,1	1,9	-0,1
Франция	2,2	1,6	1,5	-0,2	1,3	-0,3	1,5	-0,1
Италия	1,6	1,1**	1,0	-0,1	0,2	-1,0	0,8	-0,5
Кипр	4,3	3,8**	3,8	-0,1	3,3	-0,2	2,7	-0,2
Латвия	4,6	4,7**	4,7	0,6	3,1	-0,1	2,6	-0,3
Литва	4,2	3,5	3,6	0,2	2,7	-0,1	2,4	-0,1
Люксембург	1,6	3,3**	3,0	-0,1	2,5	-0,5	2,6	-0,1
Мальта	6,7	6,2**	6,2	0,8	5,2	0,3	4,6	0,2
Нидерланды	2,9	2,6	2,5	-0,3	1,7	-0,7	1,7	-0,1
Австрия	2,6	2,7	2,7	0,0	1,6	-0,4	1,6	-0,2
Португалия	2,8	2,0**	2,1	-0,1	1,7	-0,1	1,7	0,0
Словения	4,9	4,5**	4,4	0,1	3,1	-0,2	2,8	-0,2
Словакия	3,2	4,1	4,2	0,2	4,1	0,0	3,5	0,0
Финляндия	2,8	2,4**	2,5	-0,4	1,9	-0,3	1,7	-0,2
Еврозона	**2,4**	**2,0****	**1,9**	**-0,2**	**1,3**	**-0,6**	**1,6**	**-0,1**
Болгария	3,8	3,1**	3,2	-0,3	3,6	-0,1	3,6	0,0
Чехия	4,4	2,8**	2,9	-0,1	2,9	0,0	2,7	0,1
Дания	2,3	0,8**	0,8	-0,4	1,6	-0,2	1,3	-0,3
Хорватия	2,9	2,7**	2,8	0,0	2,7	-0,1	2,6	0,0
Венгрия	4,2	4,8**	4,8	0,5	3,4	0,0	2,6	0,0
Польша	4,8	5,3**	5,1	0,3	3,5	-0,2	3,2	-0,1
Румыния	6,9	4,1**	4,0	0,4	3,8	0,0	3,6	0,0
Швеция	2,1	2,6**	2,2	-0,2	1,3	-0,5	1,7	-0,1
ЕС-27	**--**	**--**	**2,1**	**-0,1**	**1,5**	**-0,5**	**1,8**	**-0,1**
Соединенное Королевство	1,8	1,4	1,4	0,1	1,3	0,1	1,3	0,1
ЕС-28	**2,4**	**2,1****	**1,9**	**-0,2**	**1,5**	**-0,4**	**1,7**	**-0,1**

* По сравнению с прогнозом, опубликованным 8.11.2018.

** I-III кварталы.

Таб. 2 Прогнозы Еврокомиссии по темпам роста ВВП, % (7.02.2019)

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

* 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											
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	1,8	1,7
		2019												
	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											
	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											
	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											
	Беларусь	2018	4,5	4,9	5,4	5,0	4,4	4,1	4,1	5,0	5,6	4,9	5,0	5,6
		2019	5,8											
	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											
	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											
	*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											
	*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											
	*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											
	*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											
	*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											
	*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											
	*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											
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											
	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											
	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	0,9											
	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											
	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											
	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											
	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											
	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											
	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											
	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											
	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											
	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											
	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											
	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											
	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											
	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											

* 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 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.