



# НИФИ

НАУЧНО-ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ  
ФИНАНСОВЫЙ ИНСТИТУТ  
МИНФИНА РОССИИ

# КРАТКОСРОЧНЫЕ ГЛОБАЛЬНЫЕ ТРЕНДЫ

ноябрь 2021 года

---

ЦЕНТР ПЕРСПЕКТИВНОГО ФИНАНСОВОГО  
ПЛАНИРОВАНИЯ, МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА  
СТАТИСТИКИ ФИНАНСОВ



## КРАТКОСРОЧНЫЕ ГЛОБАЛЬНЫЕ ТРЕНДЫ

30 ноября 2021 года

### В выпуске

- «Тейперинг» сегодня и восемь лет назад (с. 2)
- «Песчаный доллар» (с. 8)

**«Тейперинг» сегодня и восемь лет назад.** Резонансным событием для мировой экономики стало решение FOMC приступить к сокращению объема ежемесячно приобретаемых ФРС на открытом рынке в рамках политики количественного смягчения государственных ценных бумаг и ипотечнообеспеченных облигаций: уменьшить его на 15 млрд долл., начиная с ноября, и еще на 15 млрд долл. в декабре. Последовавший как часто бывает в подобных случаях эмоциональный всплеск в СМИ, на наш взгляд, выставляет в преувеличенном свете это, достаточно рутинное событие, как и его причины и следствия.

На самом деле есть причина вполне «технического» характера, объясняющая действия ФРС. С приходом новой государственной администрации США средства, ранее аккумулированные на счете Казначейства в ФРС в результате увеличения государственных займов, – а ключевым, хотя и косвенным источником их финансирования в 2020 году, как отмечалось в прежних выпусках «Трендов», были вливания ликвидности по каналу QE, – начали поступать в экономику в рамках антикризисных расходных программ федерального бюджета («план Байдена»). Соответственно, произошло перераспределение баланса казначейского счета в пользу банков (деPOSITНЫХ организаций), в то время как банковская система и без того находится в состоянии колоссального избытка резервов<sup>1</sup>. Во избежание давления дополнительной массы резервов на ставку по федеральным фондам ФРС проводила операции по ее абсорбированию посредством заключения с банками сделок «обратное репо»: объем ликвидности, связанной в этих операциях, к настоящему времени по сравнению с началом года возрос в 8,5 раза, приближаясь к 1,8 трлн долл. (рис. 1).

Продолжение вливания ликвидности посредством покупки активов и одновременное ее связывание в сделках «обратное репо» выглядит операционным нонсенсом, что с «технической» стороны объясняет решение ФРС сократить покупку.

---

<sup>1</sup> После снижения в апреле 2020 году до нуля норматива обязательных резервов в США трудно дать количественную оценку избытка резервов в американской банковской системе. В марте 2020 года фактические резервы (вся совокупность остатков на счетах депозитных организаций в федеральных резервных банках) в 12,5 превышали сумму, которую банки были обязаны поддерживать для выполнения норматива; в настоящее время можно условно говорить о примерно 20-кратном избытке.

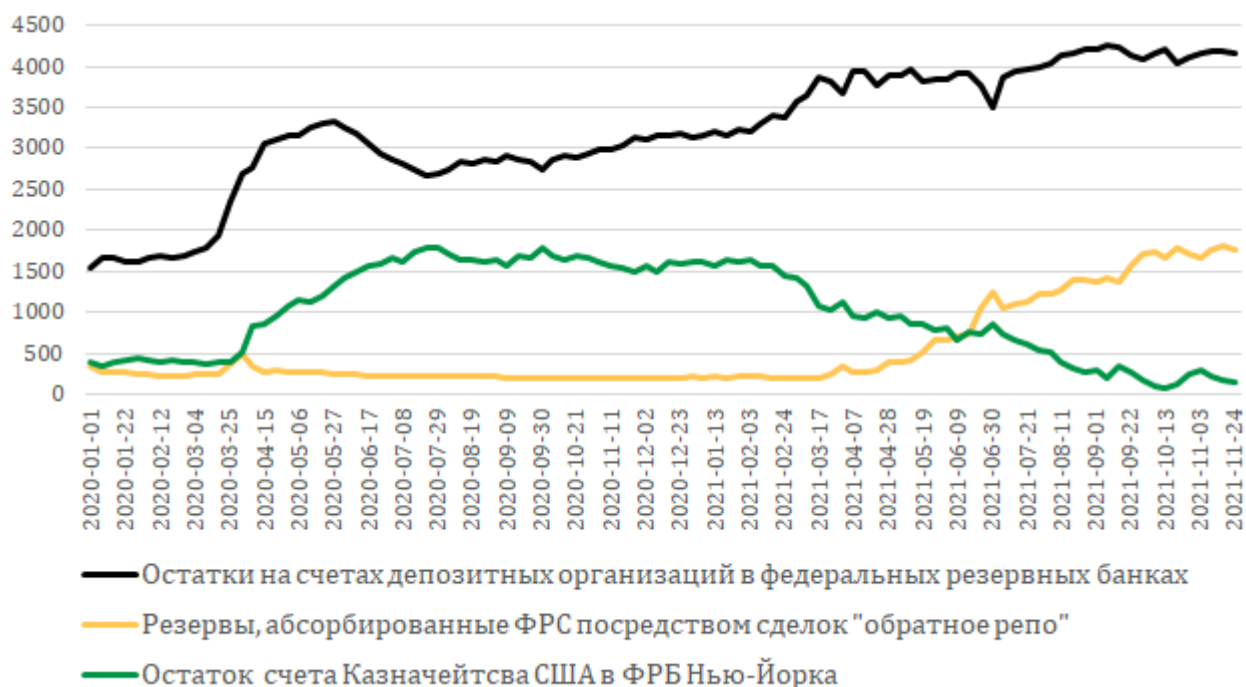


Рис. 1: Динамика отдельных показателей пассивной части баланса ФРС в 2020-2021 годах (трлн долл.)

Источник: FED – H.4.1 statistical release series «Factors Affecting Reserve Balances» (<https://www.federalreserve.gov/releases/h41/>).

Тем не менее, поскольку необычность самого формата передачи сигнала денежно-кредитной политики средствами QE вполне допускает сопутствующие явления на грани нонсенса, мы не считаем это объяснение исчерпывающим. Нынешние обстоятельства отсылают к событиям восьмилетней давности, когда заканчивался третий в серии раундов QE, последовавших в США за кризисом 2008-2009 годов, и заставляют вернуться к вошедшему тогда в употребление термину «tapering», который широко использовался в публичных выступлениях официальных лиц ФРС для описания процесса плавного сокращения со сведением к нулю покупки активов центральным банком.

Тейперинг – это еще не завершение QE и тем более не отзыв ранее предоставленной центральным банком ликвидности, а пока только снижение скорости, с которой она продолжает поступать из эмиссионного источника в экономику, точнее, на финансовый рынок. На примере из прошлого такой же процесс, начавшийся в декабре 2013 года, занял почти весь следующий год, и лишь спустя еще почти три года ФРС приступила к постепенному дезинвестированию портфеля ценных бумаг (он был прерван в 2020 году новым кризисом, к которому подтолкнули последствия пандемии, потребовавшие возвращения ФРС к использованию механизма QE).

В 2014 году доходность 10-летних Treasuries не возросла сколь-либо существенно. Среднегодовое значение индекса VIX<sup>2</sup> абсолютно не изменилось, то есть, фондовый рынок совершенно не отреагировал на тейперинг усилением волатильности. Индексы Dow Industrials, S&P 500 продолжали повышаться. Номинальный эффективный курс доллара США укрепился ненамного (3% в среднем за год). Эти факты – в предостережение от скоропалительных выводов и доверия «апокалиптическим» сценариям в СМИ.

В прошлом десятилетии ФРС растянула на годы процесс перехода от QE к сокращению своего баланса и возврату к передаче сигнала денежно-кредитной политики через процентную ставку (процесс «нормализации»). Прежде всего – во избежание негативных последствий для финансового рынка. Эта мотивация остается актуальной и на современном этапе. Кроме того, в то время ФРС осознавала, что не успеет завершить нормализацию до истечения времени циклического подъема деловой активности (а поспешными действиями может нарушить развитие цикла). Выход из QE начался в середине цикла 2009-2019 годов, причем, сам цикл мог бы быть короче, если бы не налоговая реформа Трампа, состоявшаяся в 2018 году. Оценивая текущее положение вещей, можно прийти к выводу, что и сейчас, несмотря на перспективу начала нового цикла, ФРС (как и другие центральные банки, ранее действовавшие методами QE) имеет основания не стремиться форсировать нормализацию.

Главный тезис недавнего выступления Э. Хаусера, исполнительного директора по финансовому рынку Банка Англии, на ежегодной Оксфордской международной конференции финансового и банковского сообщества (сентябрь 2021 года) заключался в том, что если и до вызванного пандемией кризиса многократное расширение балансов ФРС, ЕЦБ, самого Банка Англии и ряда других центральных банков уже было новой реальностью структурного порядка, то теперь, после вливаний ликвидности, состоявшихся в 2020 году, это уже реальность не на один деловой цикл вперед<sup>3</sup>. В пользу этой гипотезы существуют два веских аргумента (оба уже рассматривались в выпусках «Трендов» за прошлые годы).

Первый аргумент. Под влиянием фундаментальных экономических факторов реальная равновесная процентная ставка – «r-star» для правила Тейлора – от которой зависит значение ключевой ставки центрального банка при разных установках денежно-кредитной политики, значительно снизилась – в США до нуля (если не до отрицательных значений).

<sup>2</sup> Вмененная волатильность цен на акции на основе котировок Чикагской биржи опционов (CBOE).

<sup>3</sup> Speech given by Andrew Hauser, BoE Executive Director, Markets, at the International Finance and Banking Society (IFABS) 2021 Oxford Conference on «The Financial System(s) of Tomorrow» Saïd Business School, University of Oxford, 13 September 2021 (<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2021/september/bigger-broader-faster-stronger-speech-by-andrew-hauser.pdf?la=en&hash=4474416D7BCF5354440D0CC3978CFFC72DBE7287>).

Рассмотрим имеющиеся исходные условия для нормализации США. Решение действующего при NBER комитета по датировке делового цикла о признании апреля 2020 года моментом выхода делового цикла американской экономики из фазы рецессии спорно и представляется уступкой обстоятельствам, однако, дает формальный ориентир. Средняя продолжительность фазы роста деловой активности с период с 1990-х годов – порядка восьми с половиной лет (по оценкам NBER) – позволяет допустить, что подъем продлится не менее чем до 2028 года. Исходя из собственных гипотез в отношении «r-star», инфляции и безработицы, введенных нами в алгоритм правила Тейлора, мы предполагаем, что нейтральной установке политики ФРС соответствовало бы повышение ставки по федеральным фондам (верхней границы нынешнего диапазона) до 6 процентов годовых к 2028 году. Но и это предполагало бы последовательную настойчивость в повышении ключевой ставки.

Рисунок 2 (ниже) моделирует эту гипотезу на уровне иллюстрации, не являясь прогнозом и ни в коем случае не претендуя на прогностическую ценность.

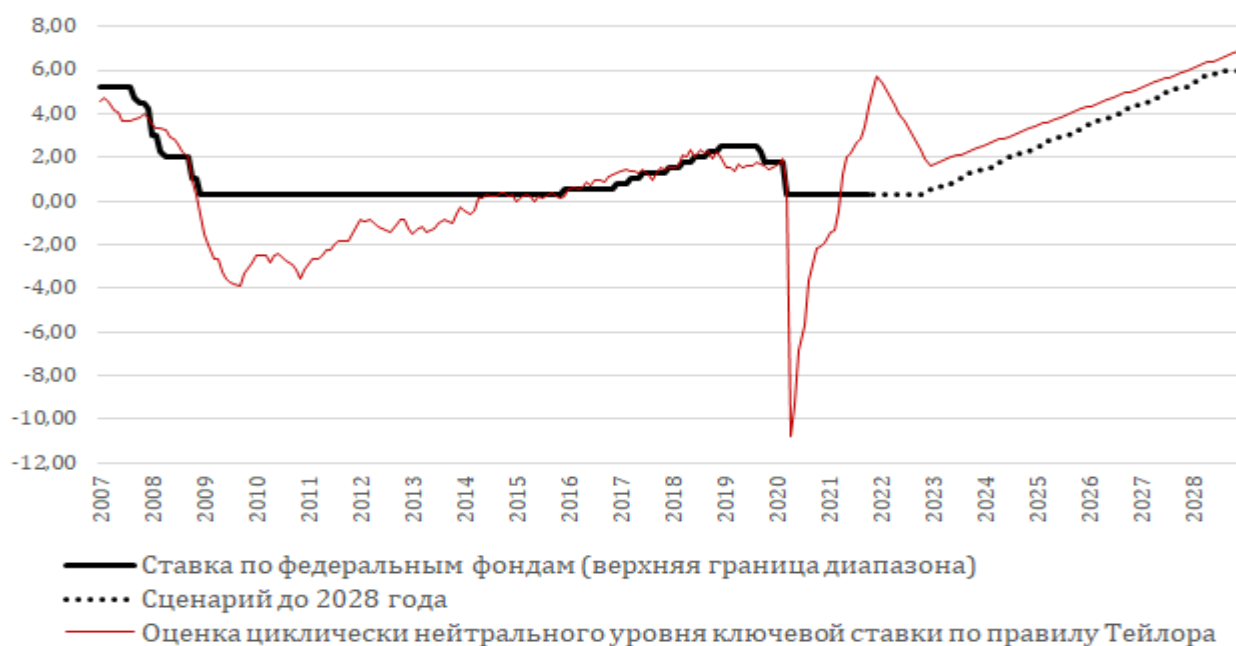


Рис. 2 Иллюстративный сценарий в отношении ключевой ставки ФРС в новом деловом цикле (% годовых)

Источник: расчеты авторов.

Сценарием подразумевается, что повышение ключевой ставки более чем до 6 процентов годовых возможно только при проведении асимметрично жесткой политики. Повышение до 6 процентов или менее не исключает полностью вероятность возврата ФРС в будущем к использованию механизма QE в целях передачи стимулирующего сигнала.

Второй аргумент. После начала расширения балансов ФРС и других центральных банков прошло уже более десяти лет (в Японии QE имело еще более давнюю историю). Для банков избыточные резервы стали главной и привычной составляющей ликвидных активов высокого качества. Полное отсутствие избытка резервов уже не будет воспринято ими в порядке нормы. На примере событий 2019 года (их описание и анализ можно найти в «Трендах» за декабрь 2019 года) мы наблюдали, как в условиях неравномерного распределения резервов между банками в США сокращение их совокупной «массы» до менее 2 трлн долл. вылилось в потерю ФРС контроля над эффективной (рыночной) ставкой по федеральным фондам.

Э. Хаусер в упомянутом выше выступлении предупреждал, что подобные ситуации с большой вероятностью будут возникать и в будущем, когда на новом этапе нормализации избыточная ликвидность банковской системы вновь начнет сокращаться. Этим не подразумевается невозможность продолжать дезинвестирование центральным банком портфеля ценных бумаг, образовавшегося после QE, но на той или иной стадии возникнет необходимость стабилизировать избыточные резервы посредством других инструментов открытого рынка по предоставлению ликвидности, таких как сделки «репо». Речь идет об инструментах краткосрочного профиля, которые, однако, могут применяться сколь угодно долгое время, необходимое для адаптации банковской системы к прежней норме – отсутствию избытка резервов. В течение этого времени структура активов центрального изменится, но размер баланса не будет далее сокращаться или продолжит уменьшаться, но медленнее по сравнению со скоростью дезинвестирования активов, приобретенных в целях QE.

Ниже на рисунке 3 мы стараемся проиллюстрировать этот эффект для США, снова настоятельно предупреждая, что иллюстрация не является прогнозом. Так, исключительно в целях наглядности принято сценарное условие о дезинвестировании портфеля активов ФРС со средней скоростью около 60 млрд долл. в месяц (постепенно ускоряющемся), что представляется на деле радикальной гипотезой, опасной осложнениями на финансовом рынке. Также, мы намеренно завысили предполагаемые темпы роста наличной денежной массы (от них зависит скорость сокращения избыточных резервов банков) – это помогло приблизить в иллюстрации момент, когда совокупность резервов сократится до 2,5 трлн долларов. Данную величину совокупности резервов мы приняли за маркер того момента, когда возникнет необходимость компенсирующих операций ФРС по предоставлению ликвидности во избежание волатильности процентной ставки – опять же, приняли условно (в 2019 году последствия наступили при сокращении резервов до менее 2 трлн долл.). Без этих условностей момент, который мы стремимся проиллюстрировать (возможное начало проведения ФРС компенсирующих операций), остался бы за горизонтом 2028 года.

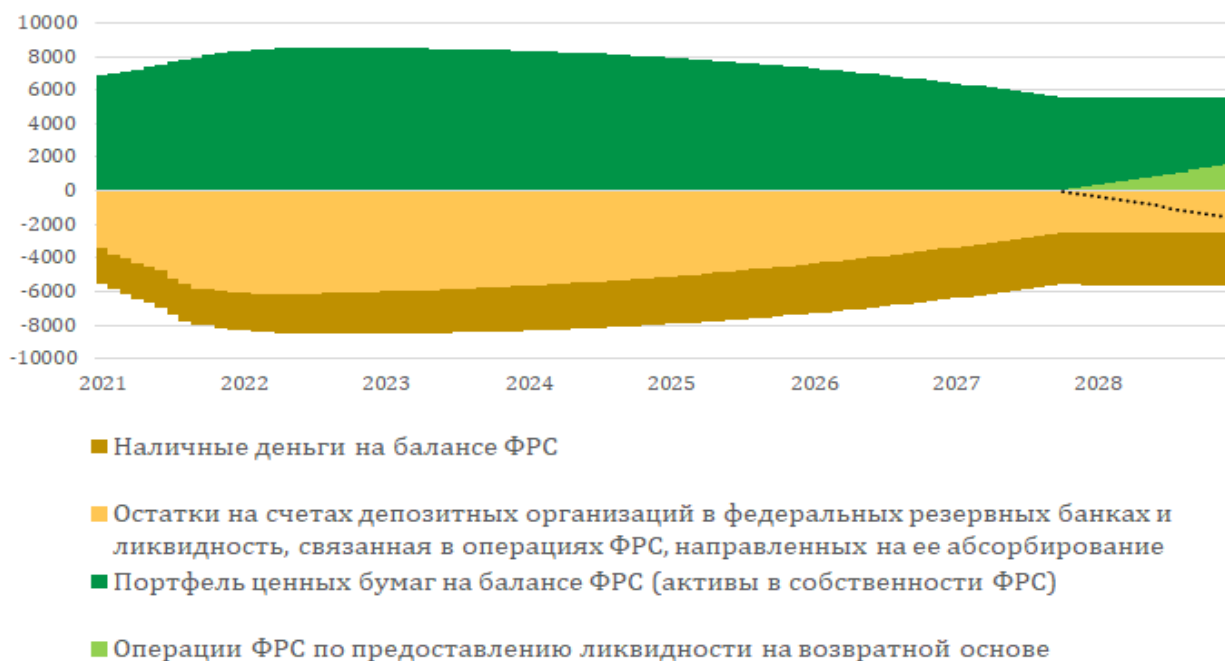


Рис. 3 Иллюстративный сценарий динамики отдельных компонентов баланса ФРС на период до 2028 года (трлн долл.; «+» – активы, «-» – обязательства)

Источник: расчеты авторов.

Решение, принятое ФРС в ноябре и, несомненно, продиктованное в том числе высокой наблюдаемой инфляцией – пролог к началу, вероятно, очень длительного, сложного, предсказуемого в общих чертах, но не в деталях процесса нормализации денежно-кредитной политики центральных банков. Начавшийся тейперинг – не то событие, которое разумно оценивать в первую очередь с точки зрения краткосрочных конъюнктурных последствий. Есть основания считать, что и в среднесрочной перспективе, когда актуальной темой станет уже не замедление QE, а возвращение ФРС и других центральных банков к введению политики в нормальное русло, риски для финансового рынка будут не столь велики. У регуляторов нет мотивации форсировать сокращение своих балансов: логика подсказывает, что процесс нормализации вряд ли уложится в один деловой цикл. Процентные ставки возрастут, и консервативные инвесторы получат возможность приобретать активы высокого класса надежности с большей доходностью, чем было возможно в условиях QE. Это приведет к перегруппировке части портфелей, однако рост деловой активности с улучшением видов на прибыль поддержит спрос на рискованные активы. Курсы валют на больших интервалах времени зависят от совокупности фундаментальных и множества случайных факторов, одно лишь ожидаемое повышение процентных ставок не является основанием для прогнозов.

**«Песчаный доллар».** В прошлом и нынешнем годах мы неоднократно обращались в «Трендах» к теме цифровых денег центрального банка (ЦДЦБ), принимая во внимание растущую актуальность проектов такого рода. Внутри мирового сообщества центральных банков дискуссия о ЦДЦБ ведется не первый год, но до недавних пор ее предмет воспринимался как расплывчатый контур неблизкого будущего. Импульсом к переходу этой темы из дискуссий в плоскость общественных обсуждений и прикладного проектирования послужили последствия пандемии. Необходимость социального дистанцирования резко увеличила востребованность всех форм удаленного социально-экономического взаимодействия, в том числе способов бесконтактного, дистанционного обмена платежами, в то время как общество и ранее предъявляло запрос на виртуальный аналог наличных денег (хотя и без ясного представления в массовом сознании его экономической природы). Тем не менее, в экономиках, находящихся «на виду», процесс пока не продвинулся дальше тестирования систем и пилотных проектов в отдельных странах (Китае, Швеции).

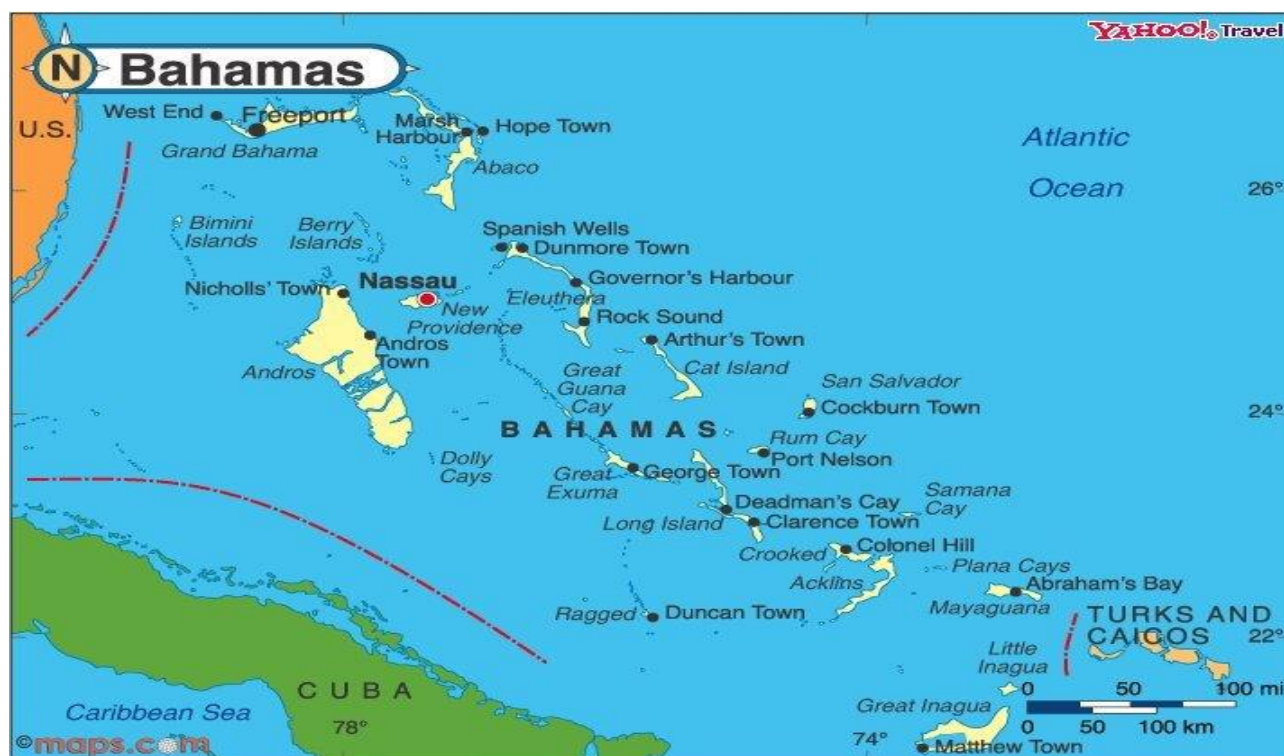
Как часто бывает в обстоятельствах крупных технологических сдвигов, развитие событий опережает подготовку к ним и передовые идеи воплощаются в неожиданных местах. В 2020 году была введена в эксплуатацию первая в мире действующая система ЦДЦБ на Багамских островах. Почти одновременно похожий проект был реализован на практике в Камбодже, хотя, в последнем случае речь идет скорее не о полноценной системе ЦДЦБ, а о применении технологии распределенного реестра для денежных переводов как в национальной валюте, так и в долларах США. По сообщениям СМИ, с 1 октября 2021 года в Венесуэле одновременно с денежной реформой состоялся запуск системы цифрового боливара. В 2020 году запущен официальный проект цифровой денежной единицы в Литве, однако он предназначен исключительно для коллекционных целей и не может рассматриваться в качестве системы ЦДЦБ.

Обращаясь багамской системе «песчаного доллара» («Sand dollar»), прежде рассмотрим мотивы, которыми центральные банки могут руководствоваться в решениях о выпуске ЦДЦБ:

- обеспечение финансовой стабильности и эффективной передачи сигналов денежно-кредитной политики (ключевой момент – избежание рисков, возникающих в гипотетическом сценарии массового использования частных криптовалют);
- совершенствование системы международных расчетов (ожидается, что новые технологии помогут преодолеть свойственные традиционным платежным системам ограничения, препятствующие завершению расчетов в реальном времени);
- модернизация внутреннего денежного обращения в целях повышения эффективности, финансовая инклюзивность.



Соображения инклюзивности особенно весомы для стран, где географические особенности, неравномерная плотность населения приводят к существенным разрывам между внутренними территориями по охвату платежными и в целом финансовыми услугами. Фактор инклюзивности имел решающее значение для запуска ЦДЦБ Багамским Содружеством, где население рассредоточено по множеству островов, в том числе, находящихся на больших расстояниях от национального финансового центра в Нассау.



Источник: изображение заимствовано из Всемирной сети.

Проект ЦДЦБ был инициирован Багамским центральным банком в 2018 году; в 2019 году приобрел базирующуюся на технологии распределенного реестра платформу «Cortex DLT», созданную местной финтех-компанией NZIA Limited совместно с сингапурским партнером Zynesis Pte. Ltd., и прошел тестирование в пилотном режиме в регионах Эксума и Абако; в 2020 году реализован в масштабе всего государства.

По своей экономической сущности и в правовой интерпретации «песчаный доллар» является прямым обязательством Багамского центрального банка перед предъявителем и в качестве такового – виртуальным эквивалентом наличной денежной единицы государства – багамского доллара, хотя специальные дополнения в национальное законодательство в целях придания ему этого статуса не вносились. «Песчаный доллар» служит наряду с материальной наличностью законным платежным средством на территории Содружества Багамских островов и не предназначен для использования за ее пределами.

Образное наименование ЦДЦБ на Багамах выведено из сложной аллегии: древнейшие деньги – морская ракушка – «ракушка аютины глазки», одно из бытовых названий вида морских ежей *Echinarachnius parma*, называемых иначе «песчаными долларами».

В системе «песчаного доллара» индивидуальный пользователь открывает виртуальный кошелек в одной из уполномоченных финансовых организаций, которая осуществляет процедуру идентификации клиента. Кошелек может использоваться для пополнения средств в ЦДЦБ от собственного лица, отправления платежей в пользу других лиц и их получения от других лиц. Уполномоченные финансовые организации, в свою очередь, имеют виртуальные кошельки в центральном банке, которые используются для выполнения поручений клиентов и взаимных расчетов. При пополнении виртуального кошелька от собственного лица клиент поручает финансовой организации произвести обмен принадлежащих ему денежных средств на цифровой эквивалент. Организация обращает запрос к центральному банку, который осуществляет эмиссию ЦДЦБ: пополняет виртуальный кошелек организации в обмен на эквивалентную сумму из ее резервов (увеличившихся за счет денежных средств, обмениваемых клиентом). Затем организация пополняет виртуальный кошелек клиента. Клиент вправе осуществить через финансовую организацию обмен ЦДЦБ на традиционные денежные средства.

Для распоряжения средствами, помещенными в виртуальный кошелек, в режиме онлайн индивидуальные владельцы ЦДЦБ используют приложение, встроенное в функционал персональных мобильных устройств. Система обеспечивает возможность создания онлайн-инструкций на отправление платежей независимо от перебоев связи (поручения исполняются после восстановления связи). Местной финтех-компанией Island Pay совместно с системой Mastercard создан альтернативный продукт (предоплаченная карта), позволяющий пользоваться ЦДЦБ в режиме оффлайн. В целях расширения использования ЦДЦД в розничных расчетах система «песчаного доллара» стремится к обеспечению интероперабельности с устройствами эквайринга банковских платежных карт.

Багамский центральный банк является держателем реестра всех пользователей системы «песчаного доллара». Транзакции в системе лишены анонимности, присущей расчетам традиционным наличными деньгами на материальных носителях. Уполномоченные организации располагают сведениями о приходе средств в виртуальные кошельки клиентов, центральный банк обладает всей полнотой этой информации<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> Использованы материалы Багамского центрального банка («Project Sand Dollar: A Bahamas Payments System Modernisation Initiative» – 2019; <https://cdn.centralbankbahamas.com/download/022598600.pdf>) и компании Inca Digital («Nakamoto Terminal CBDC Factbook: The Bahamas»; <https://inca.digital/intelligence/bahamas-cbdc/>).

**НИФИ**НАУЧНО-ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ  
ФИНАНСОВЫЙ ИНСТИТУТ  
МИНФИНА РОССИИ**РОСТ ВВП****(отчетный квартал относительно соответствующего квартала предыдущего года, %)**

	2019				2020				2021				* 2021 2021	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	II	III
Россия	1,3	1,2	2,6	2,9	1,4	-7,8	-3,5	-1,8	-0,7	10,5			↑	
США	2,2	2,1	2,3	2,6	0,6	-9,1	-2,9	-2,3	0,5	12,2	4,9		↑	↓
Канада	1,7	2,1	1,9	1,7	-0,4	-12,6	-5,1	-3,1	0,3	12,7			↑	
Япония	0,0	0,4	1,1	-1,4	-2,1	-10,1	-5,5	-0,9	-1,3	7,6	1,4		↑	↓
Соед. Королевство	2,2	1,8	1,6	1,2	-2,2	-21,4	-8,1	-7,1	-5,8	23,6	6,6		↑	↓
Евросоюз (27)**	2,2	1,8	2,0	1,4	-2,5	-13,7	-3,9	-4,1	-1,2	13,7	3,9		↑	↓
Еврозона (19)**	1,9	1,5	1,8	1,2	-3,0	-14,5	-4,0	-4,4	-1,2	14,2	3,7		↑	↓
Германия**	1,6	0,5	1,4	0,9	-1,9	-11,3	-3,7	-2,9	-3,0	10,0	2,6		↑	↓
Франция**	2,1	2,3	2,0	0,9	-5,4	-18,6	-3,6	-4,3	1,5	18,8	3,3		↑	↓
Италия**	0,4	0,6	0,7	-0,1	-5,8	-18,1	-5,4	-6,6	-0,7	17,0	3,8		↑	↓
Испания**	2,4	2,2	2,0	1,7	-4,3	-21,5	-8,7	-8,8	-4,2	17,5	2,7		↑	↓
Португалия**	2,8	2,6	2,5	2,8	-2,6	-17,9	-6,3	-6,8	-5,7	16,2			↑	
Греция**	1,8	2,3	1,6	1,0	-0,4	-13,9	-10,0	-6,8	-2,3	16,2			↑	
Бельгия**	2,1	2,1	2,4	2,1	-1,4	-13,3	-3,6	-4,4	0,0	15,1			↑	
Нидерланды**	2,0	1,8	1,9	1,9	-0,4	-9,1	-2,6	-3,1	-2,3	10,7	5,0		↑	↓
Финляндия**	0,8	1,7	1,7	1,2	0,1	-7,1	-2,7	-1,7	-1,2	7,8	3,9		↑	↓
Швеция**	2,4	1,6	2,7	1,4	0,1	-8,2	-1,9	-1,8	-0,2	9,5			↑	
Дания**	2,3	2,3	2,1	1,7	0,2	-6,7	-1,3	-0,5	-0,1	9,8			↑	
Норвегия	1,8	-1,0	0,8	1,7	1,4	-3,8	-0,3	-0,4	-1,2	6,2	5,1		↑	↓
Швейцария	1,0	0,6	1,5	1,7	0,0	-6,7	-1,4	-1,5	0,3	8,6	4,1		↑	↓
Китай	6,3	6,0	5,9	5,8	-6,8	3,2	4,9	6,5	18,3	7,9	4,9		↓	↓
Индия	5,7	5,4	4,6	3,3	3,0	-24,4	-7,4	0,5	1,6	20,1			↑	
Бразилия	1,2	1,5	1,3	1,6	-0,3	-10,9	-3,9	-1,1	1,0	12,4			↑	
ЮАР	0,4	0,8	-0,1	-0,6	0,5	-16,8	-5,8	-3,5	-2,6	19,3			↑	
Турция	-2,5	-1,6	1,0	6,0	4,4	-10,4	6,3	6,2	7,2	21,7			↑	
Польша**	5,5	4,9	4,6	4,0	2,2	-7,9	-1,8	-2,5	-1,1	10,8			↑	
Мексика	1,3	-1,1	-0,2	-0,7	-1,0	-18,7	-8,5	-4,4	-3,8	19,9	4,5		↑	↓
Корея (Респ.)	1,8	2,1	2,0	2,3	1,5	-2,6	-1,0	-1,1	1,9	6,0	4,0		↑	↓
Тайвань	1,9	2,9	3,3	3,7	2,5	0,4	4,3	5,1	9,2	7,8	3,7		↓	↓
Индонезия	5,1	5,1	5,0	5,0	3,0	-5,3	-3,5	-2,2	-0,7	7,1	3,5		↑	↓
Малайзия	4,5	4,8	4,4	3,6	0,7	-17,2	-2,7	-3,4	-0,5	16,1	-4,5		↑	↓
Австралия	1,9	1,6	1,9	2,1	1,4	-6,2	-3,6	-0,9	1,3	9,6			↑	
Аргентина	-5,9	0,4	-1,8	-1,1	-5,2	-19,0	-10,2	-4,3	2,9	17,9			↑	
Чили	1,1	1,5	3,4	-2,0	0,2	-14,2	-9,0	0,0	0,6	18,1	17,2		↑	↓
Венгрия**	5,2	4,8	4,3	3,9	1,9	-13,0	-4,6	-3,6	-1,7	17,6			↑	
Чешская Респ.**	3,0	3,0	3,0	2,9	-1,5	-10,9	-5,4	-5,3	-2,5	8,1			↑	
Словакия**	3,6	2,8	2,0	2,0	-2,8	-10,1	-2,2	-2,3	0,3	10,1	1,3		↑	↓
Беларусь	1,4	0,6	1,6	2,2	-0,2	-3,3	-0,2	-0,2	1,1	5,8	1,3		↑	↓
Украина	3,1	4,8	3,8	1,4	-1,2	-11,2	-3,5	-0,5	-2,2	5,7			↑	
Казахстан	3,8	4,4	4,7	5,1	2,7	-6,1	-4,8	-1,6	-1,4	6,4	5,8		↑	↓

\* Сравнение с динамикой в предыдущем квартале.

\*\* Источник Евростат; на базе сезонно сглаженных динамических рядов ВВП.

**НИФИ**НАУЧНО-ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ  
ФИНАНСОВЫЙ ИНСТИТУТ  
МИНФИНА РОССИИ**ИНФЛЯЦИЯ****(отчетный месяц относительно соответствующего месяца предыдущего года, %)**

		Год	Месяцы											
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Россия		2020	2,4	2,3	2,5	3,1	3,0	3,2	3,4	3,6	3,7	4,0	4,4	4,9
		2021	5,2	5,7	5,8	5,5	6,0	6,5	6,5	6,7	7,4	8,1		
Беларусь		2020	4,7	4,4	4,8	5,4	4,9	5,2	5,2	5,6	6,1	6,2	6,6	7,4
		2021	7,7	8,7	8,5	8,6	9,4	9,9	9,8	9,8	10,2	10,5		
Казахстан		2020	5,6	6,0	6,4	6,8	6,7	7,0	7,1	7,0	7,0	7,1	7,3	7,5
		2021	7,4	7,4	7,0	7,0	7,2	7,9	8,4	8,7	8,9	8,9		
Еврозона*		2020	1,4	1,2	0,7	0,3	0,1	0,3	0,4	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
		2021	0,9	0,9	1,3	1,6	2,0	1,9	2,2	3,0	3,4	4,1		
Отдельные страны, входящие в еврозону	Германия*	2020	1,6	1,7	1,3	0,8	0,5	0,8	0,0	-0,1	-0,4	-0,5	-0,7	-0,7
		2021	1,6	1,6	2,0	2,1	2,4	2,1	3,1	3,4	4,1	4,6		
	Франция*	2020	1,7	1,6	0,8	0,4	0,4	0,2	0,9	0,2	0,0	0,1	0,2	0,0
		2021	0,8	0,8	1,4	1,6	1,8	1,9	1,5	2,4	2,7	3,2		
	Италия*	2020	0,4	0,2	0,1	0,1	-0,3	-0,4	0,8	-0,5	-1,0	-0,6	-0,3	-0,3
		2021	0,7	1,0	0,6	1,0	1,2	1,3	1,0	2,5	2,9	3,2		
	Нидерланды*	2020	1,7	1,3	1,1	1,0	1,1	1,7	1,6	0,3	1,0	1,2	0,7	0,9
		2021	1,6	1,9	1,9	1,7	2,0	1,7	1,4	2,7	3,0	3,7		
	Бельгия*	2020	1,4	1,0	0,4	0,0	-0,2	0,2	1,7	-0,9	0,5	0,4	0,2	0,4
		2021	0,6	0,3	1,6	2,1	2,5	2,6	1,4	4,7	3,8	5,4		
	Финляндия*	2020	1,2	1,1	0,9	-0,3	-0,1	0,1	0,7	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
		2021	1,0	0,9	1,4	2,2	2,3	1,9	1,8	1,8	2,1	2,8		
США (РСЕРИ**)		2020	1,9	1,9	1,3	0,4	0,5	0,9	1,0	1,3	1,4	1,2	1,1	1,3
		2021	1,4	1,6	2,5	3,6	4,0	4,0	4,1	4,2	4,4	5,0		
Китай		2020	5,4	5,2	4,3	3,3	2,4	2,5	2,7	2,4	1,7	0,5	-0,5	0,2
		2021	-0,3	-0,2	0,4	0,9	1,3	1,1	1,0	0,8	0,7	1,5		
Индия		2020	7,6	6,6	5,8	7,2	6,3	6,2	6,7	6,7	7,3	7,6	6,9	4,6
		2021	4,1	5,0	5,5	4,2	6,3	6,3	5,6	5,3	4,3	4,5		
Япония		2020	0,7	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1	0,3	0,2	0,0	-0,4	-0,9	-1,2
		2021	-0,7	-0,5	-0,4	-1,1	-0,8	-0,5	-0,3	-0,4	0,2	0,1		
Корея (Респ.)		2020	1,5	1,1	1,0	0,1	-0,3	0,0	0,3	0,7	1,0	0,1	0,6	0,5
		2021	0,6	1,1	1,5	2,3	2,6	2,4	2,6	2,6	2,5	3,2		
Турция		2020	12,2	12,4	11,9	10,9	11,4	12,6	11,8	11,8	11,8	11,9	14,0	14,6
		2021	15,0	15,6	16,2	17,1	16,6	17,5	19,0	19,3	19,6	19,9		
Украина		2020	3,2	2,4	2,3	2,1	1,7	2,4	2,4	2,5	2,3	2,6	3,8	5,0
		2021	6,1	7,5	8,5	8,4	9,5	9,5	10,2	10,2	11,0	10,9		
Британия		2020	1,8	1,7	1,5	0,8	0,5	0,6	1,0	0,2	0,5	0,7	0,3	0,6
		2021	0,7	0,4	0,7	1,5	2,1	2,5	2,0	3,2	3,1	4,2		
Польша		2020	4,3	4,7	4,6	3,4	2,9	3,3	3,0	2,9	3,2	3,1	3,0	2,4
		2021	2,6	2,4	3,2	4,3	4,7	4,4	5,0	5,5	5,9	6,8		
Венгрия		2020	4,7	4,4	3,9	2,4	2,2	2,9	3,8	3,9	3,4	3,0	2,7	2,7
		2021	2,7	3,1	3,7	5,1	5,1	5,3	4,6	4,9	5,5	6,5		
Чехия		2020	3,6	3,7	3,4	3,2	2,9	3,3	3,4	3,3	3,2	2,9	2,7	2,3
		2021	2,2	2,1	2,3	3,1	2,9	2,8	3,4	4,1	4,9	5,8		
Швейцария		2020	0,2	-0,1	-0,5	-1,1	-1,3	-1,3	-0,9	-0,9	-0,8	-0,6	-0,7	-0,8
		2021	-0,5	-0,5	-0,2	0,3	0,6	0,6	0,7	0,9	0,9	1,2		
Бразилия		2020	4,2	4,0	3,3	2,4	1,9	2,1	2,3	2,4	3,1	3,9	4,3	4,5
		2021	4,6	5,2	6,1	6,8	8,1	8,3	9,0	9,7	10,3	10,7		
ЮАР		2020	4,5	4,6	4,1	3,0	2,1	2,2	3,2	3,1	3,0	3,3	3,2	3,1
		2021	3,2	2,9	3,2	4,4	5,2	4,9	4,6	4,9	5,0	5,0		
Мексика		2020	3,2	3,7	3,3	2,2	2,8	3,3	3,6	4,1	4,0	4,1	3,3	3,2
		2021	3,5	3,8	4,7	6,1	5,9	5,9	5,8	5,6	6,0	6,2		
Индонезия		2020	2,7	3,0	3,0	2,7	2,2	2,0	1,5	1,3	1,4	1,4	1,6	1,7
		2021	1,6	1,4	1,4	1,4	1,7	1,3	1,5	1,6	1,6	1,7		

\* Harmonized Index of Consumer Price (Eurostat).

\*\* Personal Consumption Expenditure Price Index.

## 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.