



НИФИ

НАУЧНО-ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ
ФИНАНСОВЫЙ ИНСТИТУТ
МИНФИНА РОССИИ

КРАТКОСРОЧНЫЕ ГЛОБАЛЬНЫЕ ТРЕНДЫ

Июль 2023 года

ЦЕНТР ПЕРСПЕКТИВНОГО ФИНАНСОВОГО
ПЛАНИРОВАНИЯ, МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА
СТАТИСТИКИ ФИНАНСОВ



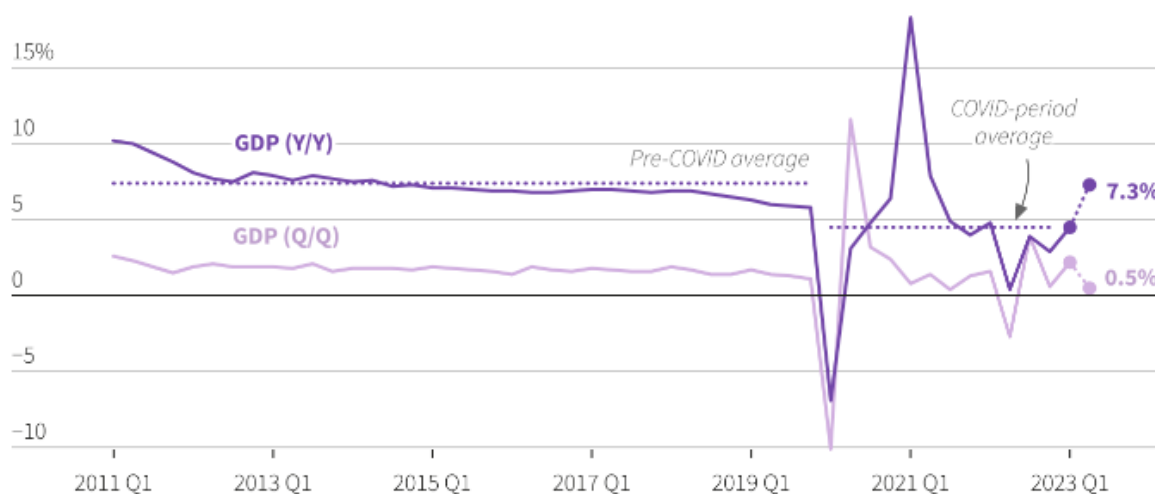
КРАТКОСРОЧНЫЕ ГЛОБАЛЬНЫЕ ТРЕНДЫ

2 августа 2023 года

В выпуске

- Конъюнктурный обзор (с. 2)

Конъюнктурный обзор. Опубликована информация о ВВП Китая за второй квартал, а также предварительные оценки динамики выпуска валового внутреннего продукта в США и Евросоюзе/евроzone. Увеличение ВВП Китая ускорилось до 6,3% у-о-у. Тем самым, можно было бы допустить гипотезу о возвращении на траекторию пусть умеренного, но устойчивого роста китайской экономики, характерную для 2015-2019 годов – интервала между глобальным финансовым кризисом с продолжением в виде европейского кризиса суверенных долгов и пандемией COVID-19. Однако Китай пока еще переживает время намного большей волатильности производства по сравнению с допандемическим периодом (рис. 1).



Note: Pre-COVID average is from Q1 2011 to Q4 2019, COVID-period average is from Q1 2020 to Q4 2022
 Source: Refinitiv Datastream, Reuters Polls | Reuters, July 13, 2023 | By Kripa Jayaram

Рис. 1 Темпы роста ВВП Китая из квартала в квартал (Q/Q) и из года в год (Y/Y), %

Источник: Reuters (<https://www.reuters.com/markets/asia/chinas-q2-gdp-seen-rising-73-yy-low-base-recovery-fades-2023-07-13/>).

Темпы роста ВВП, хотя и увеличились по сравнению с 4,5% у-о-у в первом квартале, оказались меньше ожидавшихся (6,9-7,3% по прогнозам из разных источников), а ускорение было обусловлено исключительно эффектом низкой статистической базы, объясняющейся

локдауном в Шанхае во втором квартале 2022 года. Рост из квартала в квартал замедлился до 0,8% по сравнению с 2,2% q-o-q в январе-марте нынешнего года. В нестабильных условиях домохозяйства и частные предприятия более склонны к накоплению сбережений и делевериджу, чем к потреблению. Ситуация осложняется слабостью спроса на глобальных рынках, что приводит к «провалам» в динамике экспорта.

Аналитики, считают, что, если Китай не выдержит пятипроцентной планки прироста ВВП в целом за год, это будет угрожать дальнейшей потерей рабочих мест и развитием дефляционных процессов, которые просматриваются уже сейчас в динамике цен производителей и стоимости товаров и услуг на потребительском рынке. Ввиду недостаточного динамизма внутреннего и внешнего спроса они ожидают стимулов со стороны государства, таких как наращивание финансирования инфраструктурных проектов, увеличение трансфертов региональным бюджетам и налогового кредита покупателям электромобилей, а также дальнейшее смягчение рестрикций на кредитование строительства. Прогнозируются также сокращение Народным банком Китая норматива обязательных резервов в третьем квартале на 0,25 п.п. вслед за аналогичным шагом, ранее уже предпринятым в марте нынешнего года, и снижением в июне рекомендованных банкам минимальных процентных ставок по кредитам.

Вместе с тем, в экспертной среде бытуют сомнения в способности властей Китая быстро принять универсальный пакет стимулирующих мер и в их результативности ввиду, во-первых, ограниченного выбора инструментов. В области фискальной политики сомнения объясняются значительным увеличением бюджетного дефицита и государственного долга Китая, в том числе из-за потери доходов от выдачи разрешений на землепользование (это – обратная сторона политики ограничения активности застройщиков и сопряженных с ней рисков для финансового сектора). Со стороны денежно-кредитной политики дальнейшее уменьшение рекомендуемых кредитных ставок может привести к нежелательному сокращению банковской маржи. Во-вторых, проводимость сигналов политики по обычным каналам трансмиссии в условиях сегодняшнего дня осложняется накопившимися структурными диспропорциями. Помимо прочего, оперативному принятию решений препятствует бюрократизм¹.

Таким образом, впечатляющий старт китайской экономики в начале года не гарантирует столь же успешного продолжения. США – крупнейший торговый партнер и основной конкурент Китая

¹ <https://www.reuters.com/markets/asia/chinas-q2-gdp-seen-rising-73-yy-low-base-recovery-fades-2023-07-13/>; <https://edition.cnn.com/2023/07/16/economy/china-economy-q2-gdp-intl-hnk/index.html>; <https://www.focus-economics.com/countries/china/news/gdp/annual-gdp-growth-accelerates-in-the-second-quarter-but-underlying-momentum-slows/>; <https://arc-group.com/china-economic-update-report-q2-2023/>

на глобальных рынках – во втором квартале, исходя из предварительных данных статистики, демонстрировали более уверенную динамику выпуска: рост ВВП из квартала в квартал ускорился до 0,6% (2,4% в пересчете к процентам годовых) по сравнению с 0,5% q-o-q (2,0%) в январе-марте, а из года в год – с 1,8% в первом квартале до 2,6% у-о-у. Однако и здесь наблюдаются нюансы, заставляющие сомневаться в устойчивости этих показателей. Главной движущей силой увеличения выпуска было прекращение деакумуляции запасов материальных оборотных средств, повлияло также возобновление роста капиталовложений частного бизнеса в оборудование после сокращения в первом квартале. Однако наряду с этим значительно замедлился рост потребления товаров и услуг (в первую очередь товаров длительного пользования) домохозяйствами, вдвое снизились темпы роста потребления и инвестиций госсектора, уменьшился товарный экспорт, девятый квартал подряд продолжалось почти непрерывное сокращение инвестиций в жилищное строительство.

Тем не менее, итоги квартала оказались существенно лучше гипотез, бытовавших в американских деловых и экспертных кругах; согласно апрельскому консенсус-прогнозу Bloomberg ожидался прирост ВВП лишь на 0,2% q-o-q в пересчете к процентам годовых (то есть, без такового практически нулевой)². Жесткая монетарная политика уравнивается бюджетными и налоговыми стимулами, посредством которых нынешняя администрация США небезуспешно содействует реиндустриализации³. Отметим, что это сопровождается внешними по отношению к США эффектами: снижением конкурентоспособности китайских товаров, релокацией производств из Европы. Односторонние преимущества, извлекаемые США, действуют в ущерб глобальному торгово-экономическому партнерству, объективно побуждая другие страны к поиску новых концепций развития.

Особенность циклического подъема деловой активности в США в период после пандемии заключалась в том, что, несмотря на рост промышленного выпуска, внутренние оптовые и розничные продажи продукции практически не увеличивались. Если рассматривать процессы в среднесрочной динамике, то, вопреки мнению о США как о преимущественно потребляющей экономике, наблюдались отчетливые признаки внешней экспансии: экспорт увеличивался быстрее внутреннего потребления, исключая его часть, покрытую импортом (рис. 2).

² <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-04-27/us-in-worst-of-both-worlds-with-high-inflation-gdp-slowdown>

³ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-06-27/us-leaves-peers-behind-with-factory-building-boom-treasury-says>

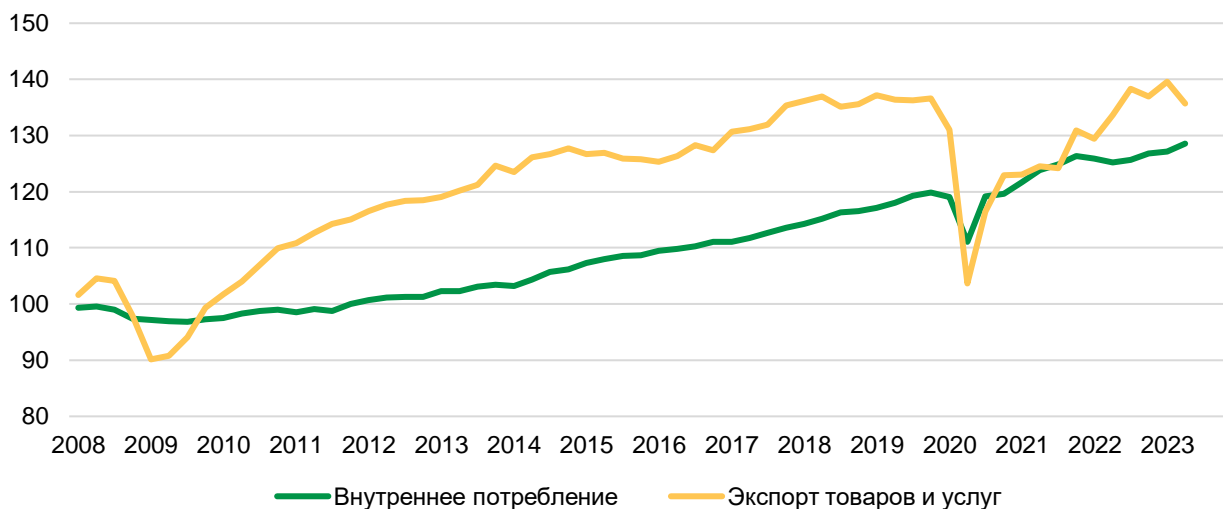


Рис. 2 США: сравнительная динамика внутреннего потребления и экспорта товаров и услуг (IV квартал 2007 года = 100)

Источник: НИФИ по данным Bureau of Economic Analysis (<https://www.bea.gov/>).

По информации из базы данных Объединенных Наций «Comtrade», наибольшие вклады в увеличение экспорта товаров из США за период с 2007 по 2021 годы внесла торговля с партнерами по NAFTA (Мексика и Канада), среди стран Азии – с Китаем, Кореей, Индией и Японией, в Европе – с Нидерландами, Германией и Великобританией, в Южной Америке – с Бразилией. Торговля со всеми остальными странами мира обеспечила около трети прироста американского экспорта за указанный период времени (рис. 3).

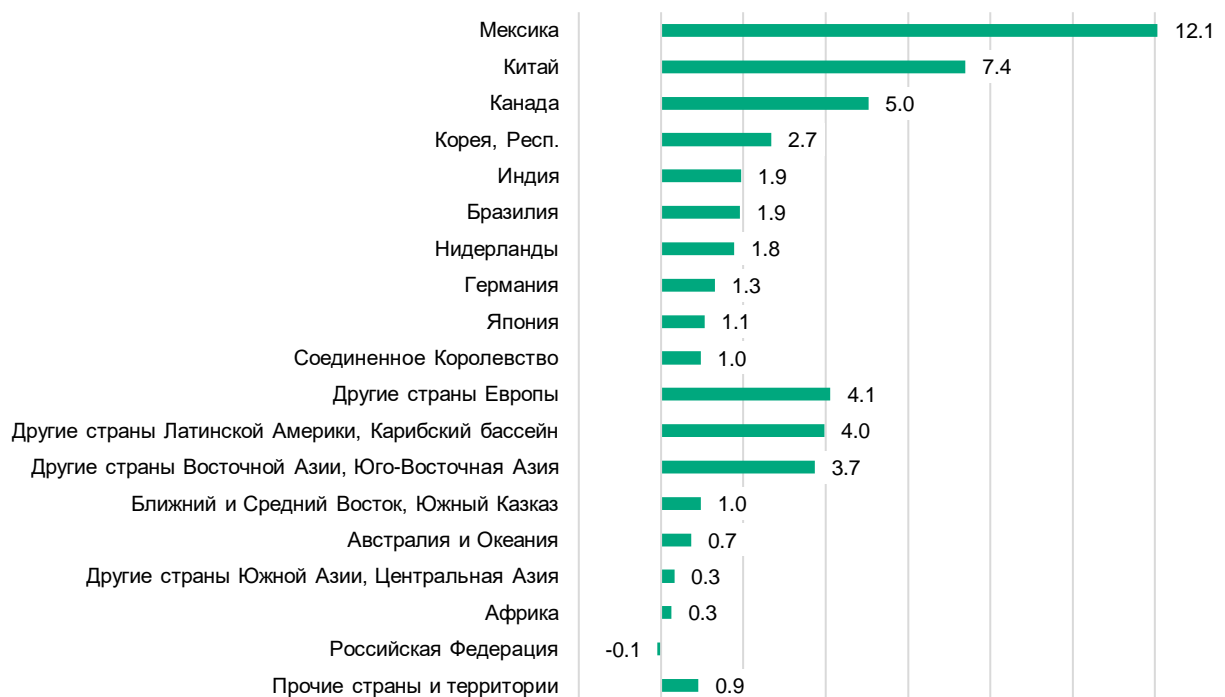


Рис. 3 Вклады торговли с отдельными партнерами и группами партнеров в прирост экспорта товаров из США в 2021 году по сравнению с 2007 годом (процентные пункты)

Источник: НИФИ по данным Comtrade (<https://comtradeplus.un.org/>).

На финансовых рынках еще недавно сохранялись ожидания спада деловой активности в США во втором полугодии с прекращением роста ВВП из квартала-квартал в июле-сентябре и его сокращением в следующие три месяца (консенсус-прогноз Cbonds, 26.07.2023⁴), однако лучшие, чем ожидалось, предварительные итоги второго квартала могут привести к их пересмотру. Аналитики и бизнес-сообщество начинают осознавать противовес фискальных стимулов давлению жесткой монетарной политики. Ни один из основных опережающих индикаторов делового цикла (промышленный выпуск, численность занятых и количество первичных обращений за пособиями по безработице, реальные располагаемые доходы и потребительские расходы домохозяйств) пока не указывает на разворот. Однако составляющие роста ВВП в разрезе направлений использования во втором квартале демонстрировали неоднозначную картину, и порожденные им оптимистичные настроения могут оказаться преждевременными и избыточными.

На пресс-конференции после июльского заседания FOMC, по итогам которого было принято решение повысить границы операционного интервала ставки по федеральным фондам на

⁴ <https://cbonds.com/indexes/97792/>

0,25 п.п. до 5,25-5,50 процентов годовых, Пауэлл заявил, что персонал ФРС в настоящее время исключил сценарий рецессии из условий макроэкономического прогноза для денежно-кредитной политики⁵. На финансовых рынках в этих словах усмотрели намек на то, что регулятор видит пространство для дальнейшего повышения процентной ставки. По нашему мнению, оно есть, но невелико: безработица в США достигла естественного минимума и в дальнейшем, очевидно, может только повышаться; между текущим уровнем инфляции (3% у-о-у в июне) и среднесрочной операционной целью ФРС (2% у-о-у) сохраняется разрыв в 1 п.п., но на фоне предшествовавшего ценового шока это не имеет принципиального значения; повышение ставки еще на 0,25-0,50 п.п. обеспечит ФРС вполне достаточным пространством для маневра на случай разворота к монетарному стимулированию деловой активности.

ЕЦБ 2 августа также в очередной раз повысил ставки по своим инструментам денежно-кредитной политики на 0,25 п.п., аргументировав необходимостью возвращения инфляции в еврозоне к 2-процентному среднесрочному ориентиру (она продолжает снижаться, но по структурным причинам остается крайне высокой по меркам европейских экономик). Предварительная оценка ВВП еврозоны указывает на его увеличение во втором квартале относительно первого, но ценность этой информации невелика ввиду наблюдаемых в нынешних обстоятельствах постоянных существенных пересмотров данных Евростата с каждым очередным обновлением статистики.

⁵ <https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20230726.pdf>

**НИФИ**НАУЧНО-ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ
ФИНАНСОВЫЙ ИНСТИТУТ
МИНФИНА РОССИИ**РОСТ ВВП**

(отчетный квартал относительно соответствующего квартала предыдущего года, %)

	2021				2022				2023				*	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
Россия	0,5	11,2	5,0	5,8	3,0	-4,5	-3,5	-2,7	-1,8				↑	
Армения	-1,7	9,0	2,3	11,5	8,7	13,0	14,8	12,8	12,1				↓	
Беларусь	1,5	6,2	1,2	1,3	-0,4	-8,0	-5,4	-4,5	-2,0	6,1			↑	↑
Казахстан**	-1,4	6,4	6,1	6,3	4,6	2,2	1,6	4,3	4,9				↑	
Кыргызстан**	-8,4	6,5	2,5	16,4	4,5	8,1	9,0	6,4	4,6				↓	
Узбекистан**	3,2	11,7	8,4	6,9	6,1	4,8	7,8	4,1	5,5	5,7			↑	↑
Китай	18,7	8,3	5,2	4,3	4,8	0,4	3,9	2,9	4,5	6,3			↑	↑
Индия	2,5	21,6	9,1	5,2	4,0	13,1	6,2	4,5	6,1				↑	
Бразилия	1,7	12,4	4,4	2,1	2,4	3,7	3,6	1,9	4,0				↑	
ЮАР	-2,4	19,2	2,7	1,4	2,5	0,2	4,1	0,8	0,2				↓	
Турция	7,5	22,2	7,9	9,6	7,6	7,8	4,0	3,5	4,0				↑	
Евросоюз (27)***	-0,6	13,9	4,5	5,2	5,6	4,3	2,5	1,6	1,1	0,5			↓	↓
Еврозона (20)***	-0,7	14,3	4,2	4,9	5,4	4,2	2,4	1,8	1,1	0,6			↓	↓
Германия***	-1,6	10,8	2,4	1,6	4,0	1,6	1,2	0,8	-0,3	-0,1			↓	↑
Франция***	1,4	17,8	3,3	4,6	4,4	3,9	1,2	0,7	0,9	0,9			↑	→
Италия***	0,2	16,8	5,2	6,9	6,5	5,0	2,5	1,5	1,9				↑	
Испания***	-4,4	17,9	4,2	6,6	6,3	7,8	4,9	3,0	4,2	1,8			↑	↓
Нидерланды***	-0,6	11,7	7,0	7,2	6,5	5,1	3,0	3,1	2,2				↓	
Бельгия***	-0,1	14,8	5,1	6,2	5,4	4,1	2,1	1,5	1,3				↓	
Австрия***	-4,3	12,5	5,3	6,3	8,7	6,3	2,1	2,9	1,8	-0,3			↓	↓
Финляндия***	-0,9	7,2	3,1	3,3	3,3	2,4	1,1	-0,3	0,1				↑	
Швеция***	0,5	11,0	5,6	7,0	5,1	4,4	2,6	-0,3	0,5	-2,2			↑	↓
Дания***	1,8	11,5	6,5	7,9	5,3	3,2	2,3	0,3	1,7				↑	
Польша***	-0,4	12,0	7,2	8,9	10,9	5,9	4,7	0,6	0,0				↓	
Венгрия***	-1,8	17,6	6,7	7,6	8,0	6,2	3,7	0,7	-1,1				↓	
Чешская Респ.***	-1,9	9,2	3,8	3,4	4,7	3,4	1,4	0,1	-0,5	-0,6			↓	↓
Словакия***	2,1	12,3	3,0	2,7	3,1	1,5	1,2	1,0	1,0				→	
Норвегия	-1,7	6,8	5,5	5,3	5,5	4,2	2,4	1,2	3,0				↑	
Швейцария	-0,3	9,3	3,5	3,4	4,1	2,4	0,9	0,7	0,6				↓	
Соед. Королевство	-7,7	24,4	8,5	8,9	10,6	3,8	2,0	0,6	0,2				↓	
США	1,2	12,5	5,0	5,7	3,7	1,8	1,9	0,9	1,8	2,6			↑	↑
Мексика	-3,5	19,6	4,3	1,0	1,9	2,4	4,4	3,6	3,7	3,7			↑	→
Аргентина	3,1	18,1	11,8	8,9	6,0	7,1	5,9	1,9	1,3				↓	
Чили	-0,1	18,7	17,1	12,7	7,5	5,2	0,2	-2,3	-0,6				↑	
Япония	-1,1	7,7	1,8	0,9	0,5	1,8	1,6	0,4	1,3				↑	
Корея (Респ.)	1,9	6,0	4,0	4,2	3,0	2,9	3,1	1,3	0,9	0,9			↓	→
Вьетнам	4,7	6,7	-6,0	5,2	5,1	7,8	13,7	5,9	3,3	4,1			↓	↑
Индонезия	-0,7	7,1	3,5	5,0	5,0	5,5	5,7	5,0	5,0				→	
Египет	1,6	7,3	9,8	8,3	5,4	3,2	4,4	3,9						

* Сравнение с динамикой в предыдущем квартале.

** Расчеты НИФИ по данным Бюро национальной статистики Агентства по статистическому планированию и реформам Республики Казахстан, Национального статистического комитета Республики Кыргызстан, Агентства статистики при Президенте Республики Узбекистан об индексах физического объема ВВП, рассчитанного производственным методом, за периоды с начала отчетного года по последний месяц отчетного квартала.

*** 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		2022	8,7	9,2	16,7	17,8	17,1	15,9	15,1	14,3	13,7	12,6	12,0	11,9	
		2023	11,8	11,0	3,5	2,3	2,5	3,3							
ОСНОВНЫЕ ТОРГОВЫЕ ПАРТНЕРЫ РОССИИ (доля в торговом обороте не менее 1%)	Беларусь	2022	10,4	10,0	15,9	16,8	17,0	17,6	18,1	17,9	17,4	15,2	13,3	12,8	
		2023	12,0	11,7	6,0	4,7	3,7	2,9							
	Казахстан	2022	8,5	8,7	12,0	13,2	14,0	14,5	15,0	16,1	17,7	18,8	19,6	20,3	
		2023	20,7	21,3	18,1	16,8	15,9	14,6							
	Узбекистан	2022	9,8	9,7	10,5	10,4	11,0	12,2	12,3	12,3	12,2	12,2	12,3	12,3	
		2023	12,2	12,2	11,7	11,0	10,4	9,0							
	Еврозона (20)*		2022	5,1	5,9	7,4	7,5	8,1	8,7	8,9	9,2	9,9	10,6	10,1	9,2
			2023	8,7	8,5	6,9	7,0	6,1	5,5						
	Отдельные страны, входящие в еврозону	Германия*	2022	5,1	5,5	7,6	7,8	8,7	8,2	8,5	8,8	10,9	11,6	11,3	9,6
			2023	9,2	9,3	7,8	7,6	6,3	6,8						
		Франция*	2022	3,3	4,2	5,1	5,4	5,8	6,5	6,8	6,6	6,2	7,1	7,1	6,7
			2023	7,0	7,3	6,7	6,9	6,0	5,3						
		Италия*	2022	5,1	6,2	6,8	6,3	7,3	8,5	8,4	9,1	9,4	12,6	12,6	12,3
			2023	10,7	9,8	8,1	8,6	8,0	6,7						
		Нидерланды*	2022	7,6	7,3	11,7	11,2	10,2	9,9	11,6	13,7	17,1	16,8	11,3	11,0
			2023	8,4	8,9	4,5	5,8	6,8	6,4						
		Бельгия*	2022	8,5	9,5	9,3	9,3	9,9	10,5	10,4	10,5	12,1	13,1	10,5	10,2
			2023	7,4	5,4	4,9	3,3	2,7	1,6						
		Финляндия*	2022	4,1	4,4	5,8	5,8	7,1	8,1	8,0	7,9	8,4	8,4	9,1	8,8
			2023	7,9	8,0	6,7	6,3	5,0	4,1						
США (РСЕРП**)		2022	6,1	6,4	6,8	6,4	6,5	7,0	6,4	6,3	6,3	6,1	5,7	5,3	
		2023	5,4	5,0	4,2	4,3	3,8	3,0							
Китай		2022	0,9	0,9	1,5	2,1	2,1	2,5	2,7	2,5	2,8	2,1	1,6	1,8	
		2023	2,1	1,0	0,7	0,1	0,2	0,0							
Индия		2022	6,0	6,1	7,0	7,8	7,0	7,0	6,7	7,0	7,4	6,8	5,9	5,7	
		2023	6,5	6,4	5,7	4,7	4,3	4,8							
Вьетнам		2022	1,9	1,4	2,4	2,6	2,9	3,4	3,1	2,9	3,9	4,3	4,4	4,6	
		2023	4,9	4,3	3,4	2,8	2,4	2,0	2,1						
Япония		2022	0,5	0,9	1,2	2,5	2,5	2,4	2,6	3,0	3,0	3,7	3,8	4,0	
		2023	4,3	3,3	3,2	3,5	3,2	3,3							
Корея (Респ.)		2022	3,6	3,7	4,1	4,8	5,4	6,0	6,3	5,7	5,6	5,7	5,0	5,0	
		2023	5,2	4,8	4,2	3,7	3,3	2,7							
Турция		2022	48,7	54,4	61,1	70,0	73,5	78,6	79,6	80,2	83,5	85,5	84,4	64,3	
		2023	57,7	55,2	50,5	43,7	39,6	38,2							
Британия		2022	5,5	6,2	7,0	9,0	9,1	9,4	10,1	9,9	10,1	11,1	10,7	10,5	
		2023	10,1	10,4	10,1	8,7	8,7	7,9							
Польша		2022	9,4	8,6	11,0	12,4	13,9	15,5	15,6	16,1	17,2	17,9	17,5	16,6	
		2023	16,6	18,4	16,1	14,7	13,0	11,5	8,9						
Чехия		2022	9,9	11,1	12,7	14,2	16,0	17,2	17,5	17,2	18,0	15,1	16,2	15,8	
		2023	17,5	16,7	15,0	12,7	11,1	9,7							
Швейцария		2022	1,6	2,2	2,4	2,5	2,9	3,4	3,4	3,5	3,3	3,0	3,0	2,8	
		2023	3,3	3,4	2,9	2,6	2,2	1,7							
Армения		2022	7,1	6,5	7,4	8,4	9,0	10,3	9,3	9,1	9,9	9,5	8,8	8,3	
		2023	8,1	8,1	5,4	3,2	1,3	-0,5							
Кыргызстан		2022	11,2	10,8	13,2	14,5	14,0	13,1	13,8	15,6	15,5	15,4	15,0	14,7	
		2023	15,3	16,2	12,7	10,7	11,3	10,5							
Бразилия		2022	10,4	10,5	11,3	12,1	11,7	11,9	10,1	8,7	7,2	6,5	5,9	5,8	
		2023	5,8	5,6	4,7	4,2	3,9	3,2							
ЮАР		2022	5,7	5,7	5,9	5,9	6,5	7,4	7,8	7,6	7,5	7,6	7,4	7,2	
		2023	6,9	7,0	7,1	6,8	6,3	5,4							
Венгрия		2022	7,9	8,3	8,5	9,5	10,7	11,7	13,7	15,6	20,1	21,1	22,5	24,5	
		2023	25,7	25,4	25,2	24,0	21,5	20,1							
Норвегия		2022	3,2	3,7	4,5	5,4	5,7	6,3	6,8	6,5	6,9	7,5	6,5	5,9	
		2023	7,0	6,3	6,5	6,4	6,7	6,4							
Мексика		2022	7,1	7,3	7,5	7,7	7,7	8,0	8,2	8,7	8,7	8,4	7,8	7,8	
		2023	7,9	7,6	6,8	6,3	5,8	5,1							
Египет		2022	7,3	8,8	10,5	13,1	13,5	13,2	13,6	14,6	15,0	16,2	18,7	21,3	
		2023	25,8	31,9	32,7	30,6	32,7	35,7							
Индонезия		2022	2,2	2,1	2,6	3,5	3,6	4,4	4,9	4,7	6,0	5,7	5,4	5,5	
		2023	5,3	5,5	5,0	4,3	4,0	3,5							

* Harmonized Index of Consumer Price (Eurostat).

** Personal Consumption Expenditure Index.

Коллектив авторов

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

Черкасов Всеволод Юрьевич, сотрудник Центра международных 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.