НИФИ

НАУЧНО-ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ ИНСТИТУТ МИНФИНА РОССИИ

КРАТКОСРОЧНЫЕ ГЛОБАЛЬНЫЕ ТРЕНДЫ

август 2019 года

ЦЕНТР ПЕРСПЕКТИВНОГО ФИНАНСОВОГО ПЛАНИРОВАНИЯ, МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА СТАТИСТИКИ ФИНАНСОВ

КРАТКОСРОЧНЫЕ ГЛОБАЛЬНЫЕ ТРЕНДЫ

28 августа 2019 года

В выпуске

- Разворот в политике ФРС. Перспектива QE4? (с. 2)
- В ожидании глобальной рецессии. К чему готовиться России? (с. 12)

Разворот в политике ФРС. Перспектива QE4? С 1 августа вступило в силу решение ФРС о снижении операционного ориентира денежно-кредитной политики на 0,25 п.п. – целевой интервал для ставки по федеральным фондам теперь составляет 2-2,25% годовых.

Кроме того, ФРС на два месяца раньше срока, намеченного принятым в марте решением о приостановке мер по нормализации своего баланса, приступила к реинвестированию всех поступлений основного долга по находящимся в ее портфеле ценным бумагам[1] в государственные облигации. Таким образом, нормализация приостановлена уже с августа: до следующих решений объем принадлежащих ФРС ценных бумаг останется относительно постоянным, меняться будет только его структура.

В январском выпуске «Трендов» 2018 года были даны сопоставления IOER – процентной ставки, в размере которой ФРС вознаграждает избыточные резервы банков, и которая на тот момент была по существу ключевым операционным ориентиром – с расчетными значениями, полученными из альтернативных правил, которыми может руководствоваться монетарный регулятор. Рассматривались варианты нейтральной и «агрессивной» установок политики. Для первого из них расчеты проводились в соответствии со стандартной формализацией правила Тейлора:

$$R_t = r^* + \pi_t + \frac{\pi_t - \pi^T}{2} + Ouken\frac{u^{NAIRU} - u_t}{2}$$

r^* – циклически нейтральный уровень реальной процентной ставки, π_t – наблюдаемое значение индекса-дефлятора потребительских расходов (у-о-у), π^T – целевое значение инфляции (ФРС стремится поддерживать ее вблизи 2% у-о-у), u_t – наблюдаемый уровень безработицы, u^{NAIRU} – натуральный уровень безработицы (в настоящее время около 4,6%) и $Ouken$ – коэффициент для оценки разрыва выпуска.

[1] В портфеле ФРС находятся государственные облигации, ипотечнообеспеченные облигации с гарантиями федеральных агентств ипотечного кредита и их собственные долговые ценные бумаги.

Для агрессивной установки применялось модифицированное правило Тейлора, усиливающее акцент на разрыве выпуска (т.н. «правило сбалансированного подхода» – balanced-approach rule):

$$R_t = r^* + \pi_t + \frac{\pi_t - \pi^T}{2} + Ouken(u^{NAIRU} - u_t)$$

Для расчетов были приняты следующие гипотезы (они же используются в дальнейших оценках):

- величина r^* в последнее десятилетие была близкой к нулю, она может принимать отрицательные значения[2];
- ФРС ориентируется на индекс-дефлятор потребительских расходов, из расчета которого исключены волатильные компоненты цен на топливо и продукты питания.

Ниже на рисунке 1 полученные в то время установочные значения процентной ставки сопоставлены с ее фактической динамикой в 2018 году и за прошедшие месяцы 2019 года.

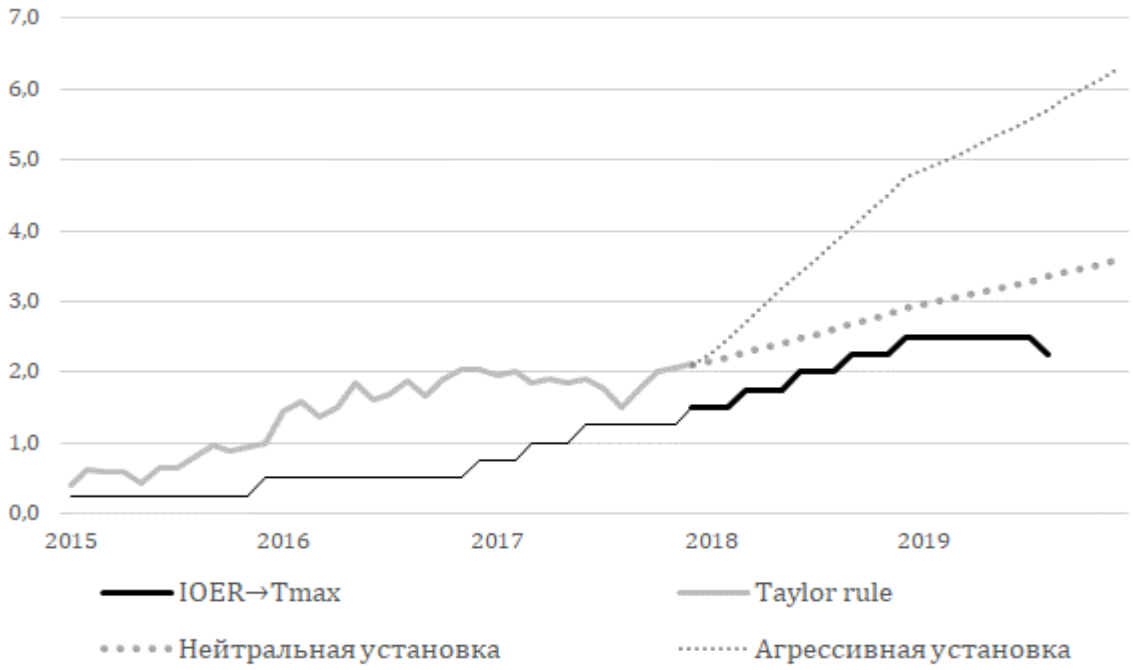


Рис. 1 Расчеты установочных значений ключевой ставки ФРС, выполненные НИФИ перед началом периода 2018-2019 годов, и фактическая динамика ставки (% годовых)

[2] Для оценки r^* использован методологический подход, изложенный в источнике Holston at al. (2016). Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants // Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper No. 1016-11 (http://www.frbsf.org/economic-research/publications/working-papers/wp2016-11.pdf).

Обозначение IOER→Tmax в легенде рисунка учитывает изменившееся за прошедшее время положение IOER в системе инструментов ФРС. С середины 2018 года IOER устанавливалась с небольшим дисконтом (0,05-0,15 п.п.) относительно верхней границы целевого интервала для ставки по федеральным фондам (назовем ее «Tmax»). Это делалось в попытке оживить рыночную торговлю резервами банков.

В то время (начало 2018 года) агрессивная установка рассматривалась в «Трендах» исключительно как гипотетическая альтернатива, которая позволила бы ФРС в будущем после перехода делового цикла в рецессию осуществлять контрциклическую политику исключительно снижением процентной ставки. Для этого было необходимо повысить ее до 5-6% годовых, но столь значительное повышение не рассматривалось как реалистичный сценарий – стартовый момент был слишком отдален от начала восходящей фазы цикла.

На деле ставка в течение всего последующего времени оставалась ниже даже тех значений, которые были рассчитаны в начале 2018 года для нейтральной установки. Отчасти это объяснялось отклонениями фактической динамики инфляции и безработицы от прогнозов, на которых базировались те расчеты – они проиллюстрированы рисунком 2.

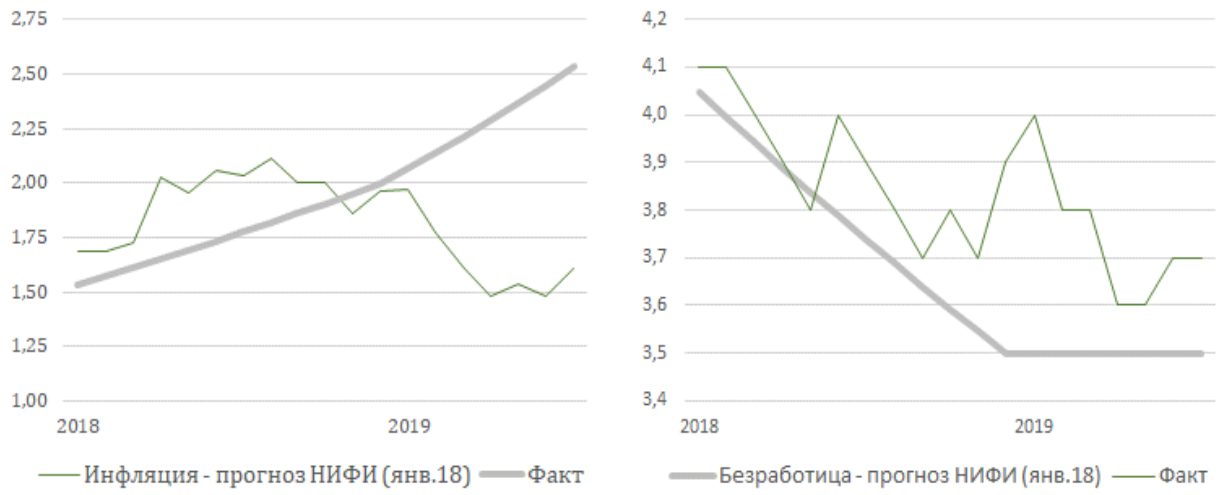


Рис. 2 Динамика инфляции и безработицы в США в 2018-2019 годах и прогнозы НИФИ, использованные в начале 2018 г. для расчета установочных значений IOER→Tmax (%)

Разрыв выпуска оказался меньше, чем ожидалось, а инфляция в текущем году вновь пошла на спад. Налоговая реформа больше не стимулирует потребление американских домохозяйств, как это было в прошлом году. Ниже на рисунке 5 можно увидеть, что в последнее время Tmax была выше нейтральных установочных значений, рассчитанных исходя из уже известных теперь реалий.

На наш взгляд, еще более веская причина заключалась в инерционном стиле политики ФРС – он выработался в сложной обстановке после окончательного завершения количественного смягчения (QE) в 2014 году, которая оставляла много неопределенности в экономических перспективах и значительно осложняла передачу сигнала через процентную ставку из-за огромного избытка ликвидности в американской банковской системе. Для того, чтобы привести ликвидность к норме, было необходимо осуществить нормализацию баланса ФРС, а это требовало длительного времени.

Объясняя свою нынешнюю процентную политику, ФРС ссылается среди возможных руководств на т.н. «инерционное правило» (inertial rule), когда главным детерминирующим фактором следующего значения ставки является ее предыдущее значение (при этом сохраняется акцент на разрыве выпуска):

$$R_t = 0{,}85R_{t-1} + 0{,}15\left[r^* + \pi_t + \frac{\pi_t - \pi^T}{2} + Ouken(u^{NAIRU} - u_t)\right]$$

Применение этого правила дает близкие результаты с теми, которые могут быть получены на основе еще одного альтернативного подхода – т.н. «правила первого дифференциала» (first-difference rule). В математике он используется для решения проблемы смещений вследствие пропущенных и ненаблюдаемых переменных. Для ФРС такой ненаблюдаемой величиной является r^* – ее значение может быть найдено только аналитическим путем, оставляющим сомнения в полученных результатах, особенно в нетипичных условиях. Правило первого дифференциала позволяет исключить r^* из числа детерминант процентной ставки, главным из которых остается инерция:

$$R_t = R_{t-1} + 0{,}1[\pi_t - \pi^T] + 0{,}1[Ouken(u^{NAIRU} - u_t)]$$

После того как в конце 2015 года ФРС начала повышать ставку, она находилась ближе всего именно к траекториям, которые могут быть выведены из двух изложенных выше правил – это видно на рисунке 3.

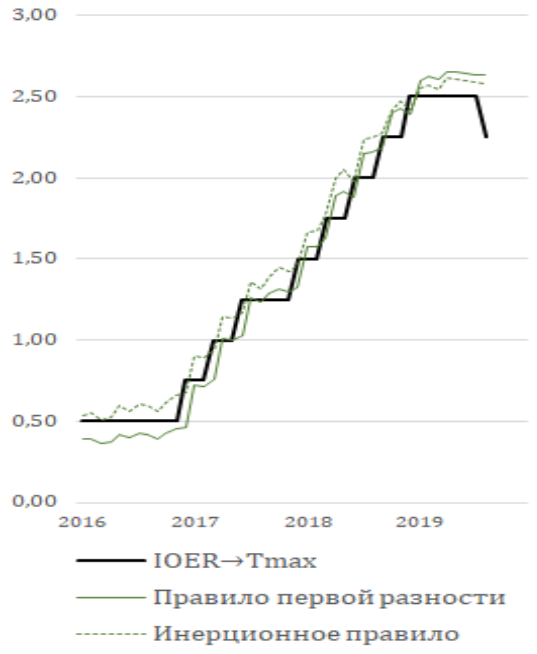


Рис. 3 Процентная ставка и альтернативные правила (% годовых)

В нынешнем году заметен отрыв ставки от инерционной детерминанты. Поскольку сейчас мы наблюдаем разворот в политике ФРС, разумно предположить, что он объясняется заблаговременной подготовкой к развороту делового цикла в американской экономике.

Особенность нынешней ситуации – в отсутствии убедительных оснований для вывода о рецессии в США. ОЭСР, пользуясь своей системой индикаторов для датировок делового цикла, еще сравнительно недавно утверждала о продолжении циклического роста деловой активности в американской экономике в текущем году, но впоследствии переменила эту точку зрения и теперь усматривает спад, начало которого датирует серединой 2018 года. Если же ориентироваться на индикаторы, которыми пользуется NBER, очевидных признаков начала рецессии сейчас не наблюдается.

NBER публикует свои заключения по датировкам с большими отставаниями от поворотных моментов, но можно сделать самостоятельные оценки, основываясь на его методологии. Мы рассчитали циклические индикаторы, агрегирующие динамику четырех ключевых для NBER показателей – индекса промышленного производства, численности занятых в экономике (исключая аграрный сектор), реальных располагаемых доходов населения и реальных объемов промышленных и торговых продаж[3]. На рисунке 4 показаны результаты этих расчетов.

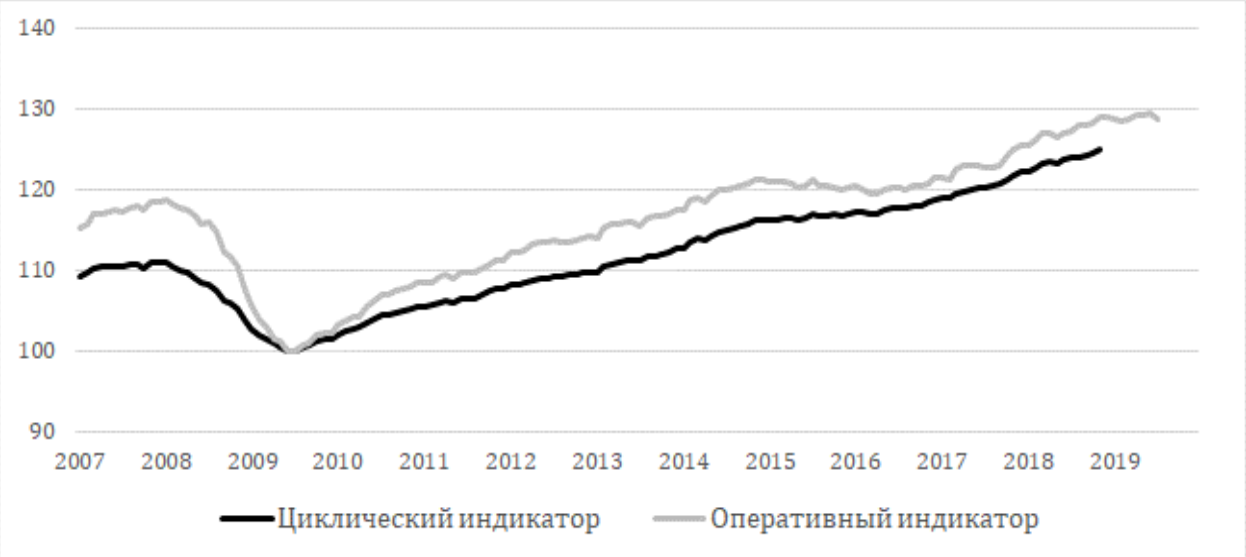


Рис. 4 Циклические индикаторы для США по расчетам НИФИ (июль 2009=100)

[3] Точкой отсчета последнего циклического разворота выбран июль 2009 года. Компоненты индикатора принимаются в расчет с опережающими или отстающими лагами соответственно тому, когда относительно этой точки состоялся их разворот. Оперативный индикатор, предназначенный для того, чтобы приблизить оценку ситуации к реальному времени, агрегирует только два показателя с наименьшими лагами: промышленное производство и объемы продаж.

Пока сигнал о возможности разворота можно усмотреть только в сопротивлении, которое встретил рост опережающего индикатора у отметки 130. Тем не менее, мы и в прежних выпусках «Трендов» отмечали предпосылки к снижению деловой активности в США: промышленные мощности перезагружены, эффект налоговой реформы исчерпан, торговые конфликты негативно отражаются на инвестиционном климате, и даже сама чрезвычайно большая продолжительность циклического подъема подразумевает, что он близок к окончанию. Поэтому мы использовали реалистичный, по нашему мнению, сценарий рецессии в следующем году (снижение инфляции до 0,5%, рост безработицы до 6,5%) для оценки возможных перспектив денежно-кредитной политики ФРС.

Рисунок 5 демонстрирует, что сейчас Tmax находится вблизи значения, вытекающего из правила Тейлора. В сценарии рецессии как нейтральная, так и агрессивная установки диктуют снижение до 0,25% годовых. Восстановятся примерно те же условия, которые предшествовали началу повышения ставки в 2015 году.

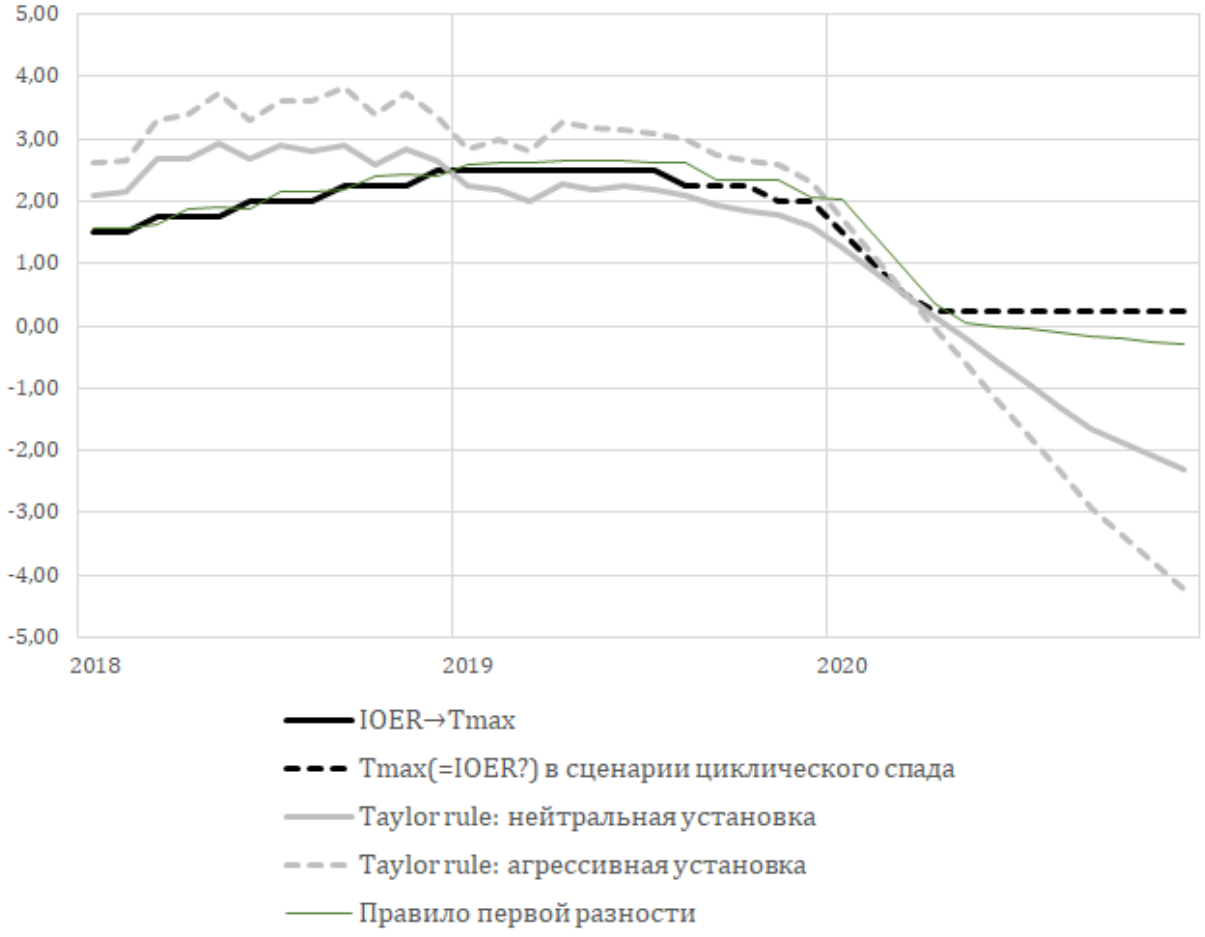
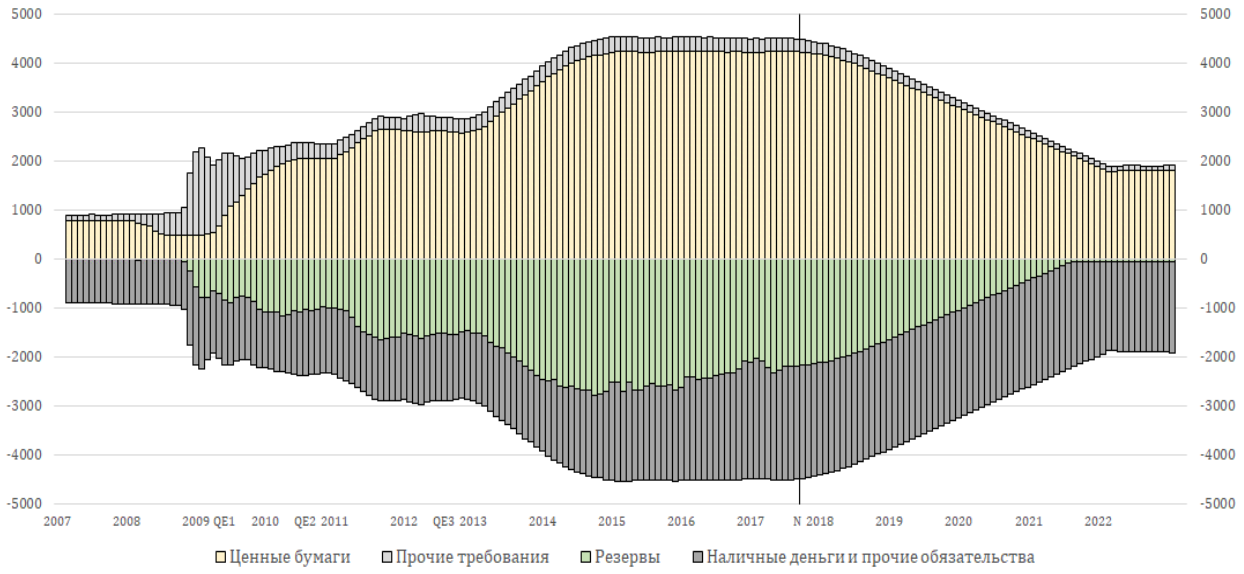


Рис. 5 Перспективы процентной политики ФРС в сценарии циклического спада деловой активности в США

В дальнейшем все правила диктуют переход ставки в область отрицательных значений: в диапазоне между нейтральной и агрессивной установками видна необходимость снижения в общей сложности на 5-6 п.п. Однако ФРС вряд ли станет опускать Tmax – ключевую ставку – ниже 0,25%, тем более ниже нуля, в этом нет практического смысла. IOER может быть вновь приравнена к верхней границе целевого интервала и принять на себя роль ключевой ставки (мы считаем, что скорее всего так и произойдет), либо будет оставлена ниже, выполняя функцию депозитного инструмента постоянного действия, и в этом случае снижена до или ниже нуля (вместе с нижней границей интервала[4]).

Поэтому в сценарии рецессии будет с большой вероятностью воспроизведена ситуация «ловушки ликвидности», в которой ФРС уже побывала на рубеже 2008-2009 годов. Тогда выходом из нее послужило количественное смягчение. Напрашивается вывод, что ФРС может снова прибегнуть к этому способу проведения денежно-кредитной политики. Возможность такого развития событий просматривалась и прежде; например, статья на эту тему была опубликована в «Финансовом журнале» еще в начале 2017 года[5].

В июльском выпуске «Трендов» за 2017 год перед началом нормализации баланса ФРС было изложено видение НИФИ этого процесса при гипотетическом условии, что он не будет ускорен, замедлен или прерван. Продублируем его в настоящем выпуске – рисунок 6.



[4] Нижняя граница определяется ставкой, по которой ФРС проводит абсорбирующие ликвидность операции для того, чтобы компенсировать предложение резервов теми участниками денежного рынка, которые не имеют вознаграждаемых счетов в федеральных резервных банках.

[5] Черкасов, Концевич. (2017). QE4 — неизбежная и неотдаленная перспектива? // Финансовый журнал, № 1 (https://www.finjournal-nifi.ru/ru/o-zhurnale/archive/34-stati-finansovyj-zhurnal/323-finansovyj-zhurnal-1-35-yanvar-fevral-2017).

Рис. 6 Расчеты трансформации баланса ФРС в процессе нормализации, выполненные НИФИ в 2017 году ($ млрд)

В том видении процесс нормализации занимал порядка 4 лет. К его завершению, о котором можно судить по исчезновению избытка банковских резервов, портфель принадлежащих ФРС ценных бумаг остался бы значительно больше, чем был перед началом серии QE в 2009-2014 годах. Это объясняется ростом наличной денежной массы, обеспечением которой на балансе центрального банка служат государственные облигации. Он заметно ускорился в условиях избытка банковской ликвидности и низких процентных ставок – это видно на рисунке 7.

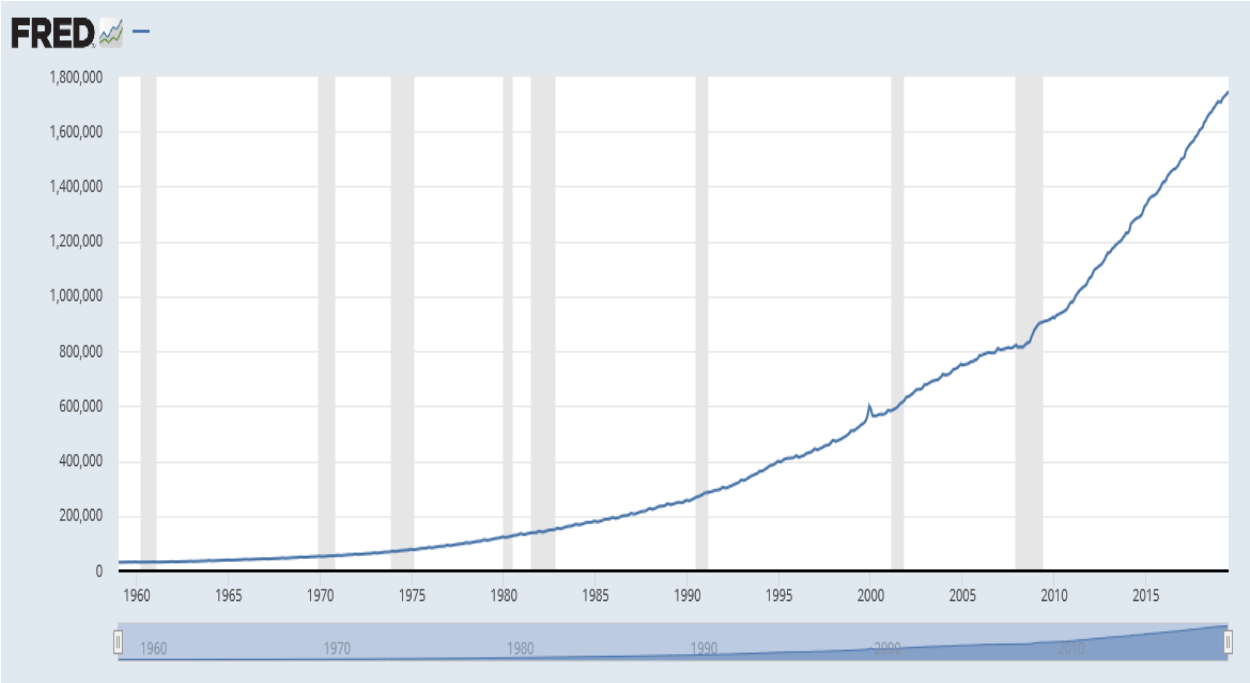


Рис. 7 США: объем наличных денег в обращении ($ млн)

Источник: https://fred.stlouisfed.org/series/MBCURRCIR#0

В действительности процесс нормализации в октябре 2017 – апреле 2019 годов протекал несколько медленнее, чем мы ожидали.

В 2017 году мы определяли в 2 года горизонт, на котором вновь потребуется монетарное смягчение и, исходя из того, что как резкое повышение процентной ставки, так и ускоренное сокращение балансовых позиций ФРС приблизили бы рецессию, делали вывод, что запаса времени на завершение нормализации при объявленных тогда параметрах недостаточно, а также отмечали вероятность повторения QE в будущем.

С мая нынешнего года ФРС замедлила, а с августа остановила процесс сокращения портфеля ценных бумаг. В изложенном выше сценарии развития ее процентной политики мы определяем середину 2020 года как возможный момент начала QE4.

На рисунке 8 представлено наше новое видение того как может меняться баланс ФРС в контексте изложенных выше обстоятельств.

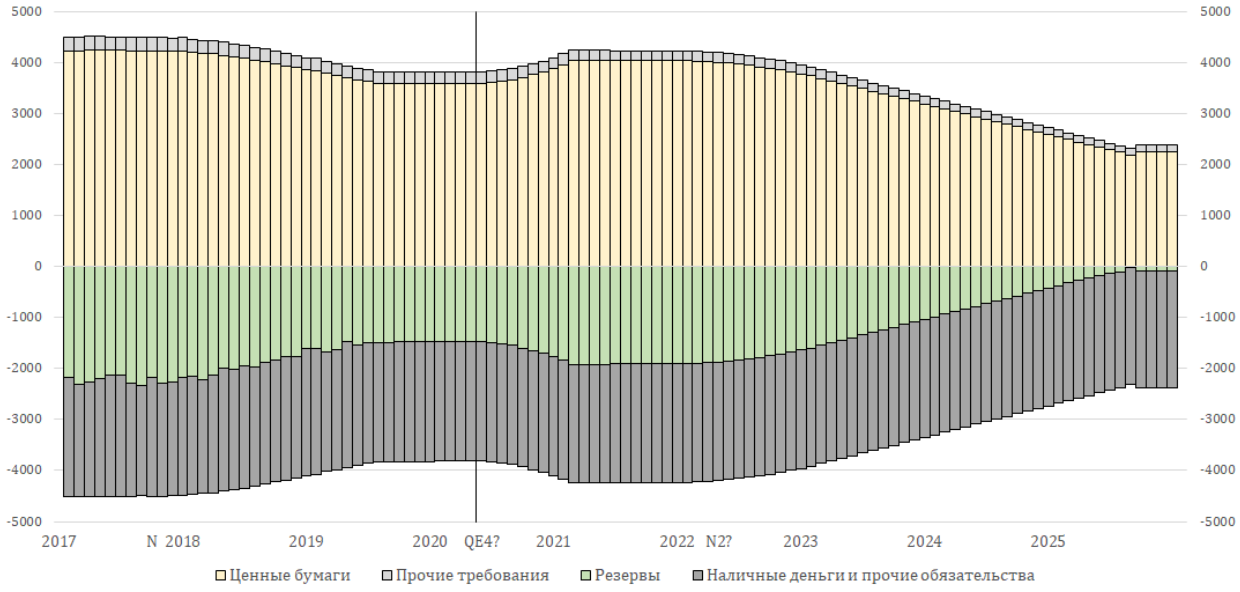


Рис. 8 Расчеты НИФИ по показателям баланса ФРС в сценарии возобновления количественного смягчения ($ млрд)

Мы приняли умеренную гипотезу, согласно которой в 2020 году ФРС дополнительно приобретет государственные облигации на сумму 450 млрд долларов, в течение следующего года будет поддерживать портфель в неизменном объеме (полностью реинвестировать все выплаты по основному долгу) и вернется к нормализации в 2022 году. Она завершится в 2025 году (в новой восходящей фазе делового цикла запас времени будет достаточным). Остаточный объем ценных бумаг в активах ФРС будет на 20-25% больше, чем если бы ФРС успевала к 2022 году завершить нормализацию без их дополнительной покупки. Необходимо отметить, что в эту оценку заложен консервативный прогноз по темпам роста наличной денежной массы.

Ни снижение ФРС процентной ставки, ни возможное в перспективе количественное смягчение не будут нейтральными событиями для других экономик мира, в том числе для России. Нынешние торговые конфликты могут осложниться конфликтами на почве инвазии «горячих денег» на рынки с относительно высокими процентными ставками, как это уже было в связи с прошлыми эпизодами QE.

Могут возникнуть новые предпосылки к росту внешнего долга корпоративного или государственного секторов в экономиках с формирующимися рынками, что в будущем угрожает неустойчивыми ситуациями в его обслуживании. Для России своего рода защитой послужат новые ограничительные меры со стороны США, запрещающие американским банкам предоставлять кредиты и займы в иностранной валюте государственному сектору нашей страны. Однако эти ограничения действуют только в отношении банков, не распространяются на валютные кредиты и займы частному сектору и на все кредиты и займы в рублях. В начале разворота делового цикла в США рубль, как и другие валюты, может отреагировать обесценением на действия инвесторов по минимизации риска, но впоследствии дифференциал между процентными ставками на отечественном и американском финансовых рынках способен приводить к нежелательному давлению на курс в сторону укрепления рубля. Чтобы избежать этой опасности нужны балансирующие изменения в процентной политике Банка России, которые уже происходят – с середины года ключевая ставка дважды уменьшалась на 0,25 п.п.

Избыток ликвидности в банковской системе США, который может возрасти в случае нового количественного смягчения и сохраняться на горизонте 6 лет, приводит к ускорению роста долларовой наличной денежной массы. Согласно экспертным оценкам, до 70% от общего числа банкнот номиналом 100 долларов обращаются за пределами американской территории. Низкие ставки по долларовым депозитам могут привести к предпочтению наличности (особенно, если ставки примут отрицательное значение). Необходимо анализировать и держать под контролем возможные последствия, которые могут проявляться прежде всего в сфере теневой экономики.

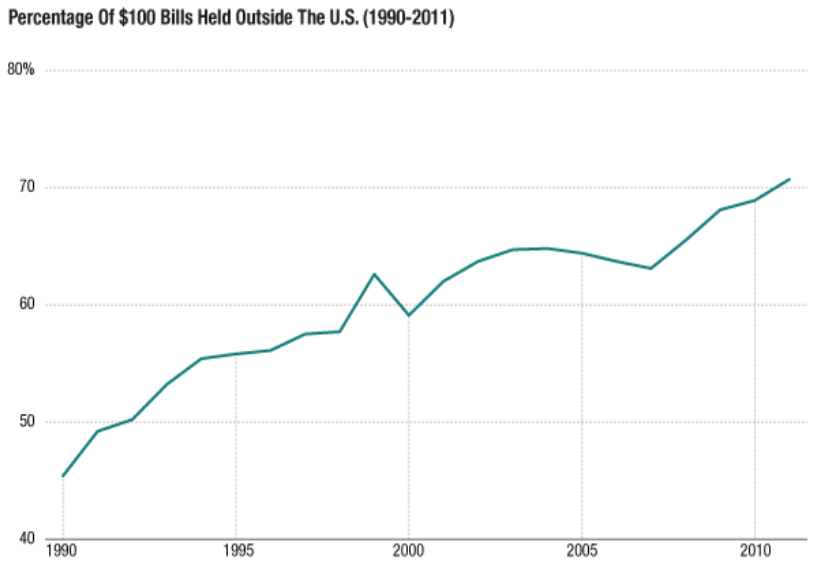


Рис. 9 Доля банкнот номиналом $100, обращающихся за пределами США (в % от общего числа)

Источник:

https://banknxt.com/61372/us-dollar/

В ожидании глобальной рецессии. К чему готовиться России? Последние несколько месяцев информационное пространство наполняется все новыми известиями о падениях цен на нефть и колебаниях фондовых индексов.

В одном из выпусков «Трендов» мы уже рассматривали подобное событие – исторически рекордное падение индекса Dow Jones Industrial Average (DJIA) в октябре 2018 года. Теперь на фоне инверсии кривой доходности государственных облигаций США индекс снова снизился на 3% за один торговый день 5 августа; аналогичное событие повторилось на торгах 14 августа.

Цена октябрьских фьючерсов на нефть Brent упала 7 августа до $56,23 за баррель. Тогда снижение относительно начала месяца составляло почти 14%, к сегодняшнему дню этот разрыв сократился до 7%, но состояние рынка остается значительно хуже по сравнению с прошлым годом. В 2018 году средняя цена на Brent составила $69,8, пик пришелся на октябрь – тогда нефть стоила больше $85 за баррель. Трейдеры прогнозировали, что цена продолжит расти и дойдет до отметки $100, но эти ожидания не оправдались.

Рис. 10 Цена фьючерсных контрактов на нефть марки Brent с поставкой в октябре 2019 года ($ за баррель)

Источник: https://ru.investing.com/commodities/brent-oil

Одна из предполагаемых причин нынешнего падения цен на рынке нефти – оно взаимосвязано с ситуацией на фондовом рынке США.

Цена росла на протяжении почти всего 2018 года по ряду причин, среди которых ожидания сокращения иранского нефтяного экспорта вслед за отказом США от «ядерной сделки», соглашение ОПЕК+ о сокращении добычи, повышение глобального спроса на нефть (порядка 1,3%). Однако вслед за обвалом цены в ноябре на 20% сформировался устойчивый нисходящий тренд.

Несмотря на усилия Минфина и Банка России по сглаживанию влияния нефтегазовой составляющей валютной выручки от отечественного экспорта на курс рубля он по-прежнему коррелирует с ценой на нефть, особенно при ее снижении. Вторую половину августа национальная валюта РФ приближалась к отметке 66-66,5 рублей за доллар. Еще один фактор, влияющий на валютный рынок, который сейчас оставляет много неопределенности – развитие торговых взаимоотношений между США и Китаем. Ужесточение позиции США усилило бы напряженность, а более лояльная позиция относительно пошлин на китайские товары позволила котировкам восстановиться.

Ситуация осложняется вступлением в силу в августе новых ограничительных мер в отношении России со стороны США. Они включают (в части финансовых мер):

- противодействие США предоставлению кредитов, финансовой и технической помощи Российской Федерации международными финансовыми организациями, в том числе Всемирным банком и МВФ;
- запрет на участие американских банков в операциях на первичном рынке облигаций, выпускаемых Российской Федерацией в лице суверенного заемщика, за исключением ценных бумаг с номиналом в рублях, а также на предоставление банками кредитов Правительству РФ, за исключением кредитов в рублях.

Если снижение цены на нефть продолжится, в перспективе может быть приостановлена покупка Минфином России валюты в рамках бюджетного правила. Однако могут возникнуть и причины для разворота курса в сторону роста. Одной из них является переход ФРС к смягчению денежно-кредитной политики. Оно уже началось, но пока уравновешивается встречными изменениями в процентной политике Банка России.

В период высоких цен на нефть Минфин России пополнял Фонд национального благосостояния. После состоявшегося в августе зачисления сверхдоходов бюджета за 2018 год в ФНБ его объем достиг 7,9 трлн рублей (по состоянию на 8.08.2019) – 7,2% ВВП. При превышении уровня 7% ВВП Правительство РФ вправе инвестировать средства ФНБ в предусмотренные Бюджетным кодексом активы, помимо их размещения на счетах в Банке России, в том числе:

- в депозиты и остатки на банковских счетах в банках и кредитных организациях, в том числе в целях финансирования самоокупаемых инфраструктурных проектов;
- в долговые обязательства и акции юридических лиц, в том числе российские ценные бумаги, связанные с реализацией самоокупаемых инфраструктурных проектов;
- в долговые обязательства иностранных государств, иностранных государственных агентств и центральных банков.

Не исключено, что в экспертной среде возникнет идея об использовании средств ФНБ, например, для финансовой поддержки национальных проектов. По нашему мнению, два обстоятельства свидетельствуют против такого направления их использования. Предоставление участникам проектов валютных кредитов и займов привело бы к росту импорта и ослаблению платежного баланса, которое вряд ли допустимо в сегодняшней нестабильной глобальной обстановке. Финансирование же в рублях вызвало бы эффект, обратный той цели, на достижение которой рассчитана сама концепция ФНБ – уменьшить влияние нефтяных цен на рубль и экономику.

Инвестирование средств ФНБ в выгодные России зарубежные проекты представляется более продуктивным решением. Оно поспособствовало бы расширению экспортных рынков для сбыта для отечественных товаров (в том числе для нефтегазового экспорта), услуг и технологий. Можно привести в пример предоставление в 2018 году кредита правительству Египта на строительство АЭС по контракту с российской госкорпорацией «Росатом».

Можно предположить развитие событий по такому сценарию, когда в условиях «мягкого приземления» американской, а вслед за ней и всей глобальной экономики, но без крупных потрясений на финансовом рынке и значительных потерь для российского экспорта, курс рубля плавно снизится под влиянием оттока капитала, что приведет к увеличению рублевого эквивалента поступающих в бюджет доходов от внешнеэкономической деятельности. Это может послужить источником дополнительных ресурсов, в том числе, для поддержки национальных проектов, поддержки национальной экономики за счет спроса на отечественные товары (услуги, работы, объекты интеллектуальной собственности), импортозамещения. Однако реализуемость такого сценария очень сильно зависит от неподконтрольных и неопределенных внешних обстоятельств.

О том, что мировая экономика движется в сторону рецессии, говорят индикаторы, характеризующие уверенность в завтрашнем дне: индексы PMI, индикаторы денежного рынка (инверсия кривой доходности на рынке государственных ценных бумаг в США).

Вопрос, который сейчас интересен всем, – есть ли предпосылки к финансовым кризисам в мире, которые могут отразиться на России? За несколько лет до кризиса в 2008 году авторитетные источники предупреждали, что в США и других странах ипотечное кредитование подвергает банки большому риску, а на рынке секьюритизаций назревает пузырь В то время кризис был предсказуем. Есть ли сейчас кризисные «маркеры»?

Всемирный банк в последнем выпуске «Глобальных экономических перспектив» прогнозировал плавное снижение темпов роста мирового ВВП, но с риском резкого торможения из-за торговых войн и возможных дефолтов. Долги в частном и государственном секторах экономики развивающихся стран выше докризисного уровня 2008 года, и это усугубляется опасностью обесценения валют. Среди угроз, способных вызвать финансовый кризис, Всемирный банк отмечал завышенные цены на активы после долгого нахождения процентных ставок на низком уровне.

Можно ориентироваться на «цикл Жюгляра», который длится от 7 до 12 лет. 1997 – азиатский экономический кризис. 2008 год – глобальный финансово-экономический кризис. Следующей точкой могут стать 2019-2020 годы. Согласно модели десятилетнего цикла, вероятность наступления кризиса в 2019-2020 годах росла на фоне возможности дефолтов по корпоративным долгам, повышения процентной ставки ФРС (оно завершено), перераспределения инвестиций не в пользу экономик с формирующимися рынками, усиления протекционизма, волатильности на фондовых рынках, обесценения валют и наступления ряда других негативных событий.

Вместе с тем, после разворота денежно-кредитной политики ФРС к смягчению угроза дефолтов и девальваций станет меньше. За прошедшее десятилетие все государства проделали большую работу по укреплению финансовой стабильности, многие уже вывели стандарты для банков на уровень третьей редакции Базельского документа. Ведущие страны «постиндустриального мира» прошли через цикл снижения долговой нагрузки секторов экономики. Если говорить о США, показатель невозврата долгов по ипотечным кредитам сейчас снижается, а не растет, как это было в 2006-2007 годах. В сегментах кредитов на потребление и покупку автомобилей аналогичные показатели повышаются, но не теми темпами, как перед кризисом 2008 года. Секьюритизация теперь стала намного более регулируемым видом деятельности, чем в то время.

Иными словами, мы не видим в сегодняшней обстановке предметных поводов к алармизму, но это не основание не задумываться о рисках. Например, заслуживает внимания предупреждение Минэкономразвития России об опасности чрезмерного роста потребительского кредита для отечественной экономики.

РОСТ ВВП

(отчетный квартал относительно соответствующего квартала предыдущего года, %)

	2017				2018				2019				*	
													2019	2019
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
Россия	1,5	2,5	2,3	0,3	1,9	2,2	2,2	2,7	0,5				↓	
США	2,1	2,2	2,4	2,8	2,9	3,2	3,1	2,5	2,7	2,3			↑	↓
Канада	2,2	3,8	3,0	2,9	2,2	1,8	2,0	1,6	1,3				↓	
Япония	1,5	1,7	2,2	2,4	1,3	1,5	0,1	0,3	1,0	1,2			↑	↑
Соед. Королевство**	1,8	1,9	2,0	1,6	1,2	1,4	1,6	1,4	1,8	1,2			↑	↓
Евросоюз**	2,3	2,6	2,8	2,7	2,4	2,2	1,9	1,5	1,6	1,3			↑	↓
Еврозона**	2,1	2,5	2,8	2,8	2,5	2,2	1,7	1,2	1,2	1,1			→	↓
Германия**	2,3	2,3	3,0	3,4	2,3	2,1	1,1	0,6	0,9	0,4			↑	↓
Франция**	1,4	2,4	2,8	3,0	2,4	1,9	1,5	1,1	1,2	1,3			↑	↑
Италия**	1,6	1,8	1,8	1,7	1,4	1,0	0,5	0,0	-0,1	0,0			↓	↑
Испания**	2,9	3,1	2,9	3,1	2,9	2,6	2,5	2,3	2,4	2,3			↑	↓
Португалия**	3,1	3,1	2,5	2,5	2,3	2,5	2,1	1,7	1,8				↑	
Греция**	0,0	1,8	1,9	2,1	2,6	1,6	2,1	1,5	1,3				↓	
Бельгия**	1,9	1,6	1,5	1,9	1,5	1,4	1,5	1,2	1,3				↑	
Нидерланды**	2,8	3,4	3,0	2,9	3,0	2,8	2,3	2,1	1,9	1,8			↓	↓
Финляндия**	3,7	2,7	2,4	3,4	2,0	2,1	1,8	0,8	0,9				↑	
Швеция**	1,4	2,6	2,7	2,7	3,5	2,5	1,6	2,3	2,0	1,4			↓	↓
Дания**	4,9	2,2	1,0	1,0	-0,5	1,3	2,7	2,6	1,9				↓	
Норвегия	4,5	-1,0	2,9	1,6	-0,6	3,5	1,1	1,9	2,5				↑	
Швейцария	1,2	1,0	1,7	2,5	2,9	3,4	2,4	1,5	1,7				↑	
Китай	6,8	6,8	6,7	6,7	6,8	6,7	6,5	6,4	6,4	6,2			→	↓
Индия	6,1	6,0	6,8	7,7	7,7	8,0	7,0	6,6	5,8				↓	
Бразилия	0,1	0,6	1,4	2,2	1,2	0,9	1,3	1,1	0,5				↓	
ЮАР	1,1	1,6	1,6	1,4	0,7	0,1	1,3	1,1	0,0				↓	
Турция	5,3	5,3	11,5	7,3	7,4	5,3	1,8	-3,0	-2,6				↑	
Польша**	4,9	4,5	5,6	4,8	5,1	5,3	5,6	4,6	4,7				↑	
Мексика	3,5	1,9	1,6	1,5	1,2	2,6	2,5	1,7	1,2	-0,7			↓	↓
Корея (Респ.)	3,1	2,8	3,9	2,8	2,8	2,9	2,1	2,9	1,7	2,1			↓	↑
Тайвань	2,9	2,5	3,4	3,5	3,2	3,3	2,4	1,8	1,8	2,4			→	↑
Индонезия	5,0	5,0	5,1	5,2	5,1	5,3	5,2	5,2	5,1	5,1			↓	→
Малайзия	5,5	5,6	6,1	5,7	5,3	4,5	4,4	4,7	4,5	4,9			↓	↑
Австралия	2,2	2,2	2,9	2,4	3,1	3,1	2,8	2,4	1,8				↓	
Аргентина	0,3	2,1	3,8	4,5	4,1	-3,8	-3,7	-6,2	-5,8				↑	
Чили	-0,4	0,4	2,0	3,0	4,7	5,3	2,6	3,6	1,6	1,9			↓	↑
Венгрия**	4,1	3,9	4,3	5,0	4,9	4,8	5,3	5,0	5,2				↑	
Чешская Респ.**	2,9	5,1	5,1	5,1	4,2	2,4	2,5	2,7	2,8				↑	
Словакия**	2,6	3,4	3,0	3,7	3,7	4,5	4,6	3,6	3,7	1,9			↑	↓
Беларусь	0,5	1,9	3,0	4,5	5,3	3,9	2,2	1,3	1,3	0,5			→	↓
Украина	2,8	2,7	2,3	2,2	3,3	3,8	2,8	3,5	2,5				↓	
Казахстан	3,7	4,9	4,2	3,7	4,3	4,0	3,8	4,1	3,8	4,4			↓	↑

* Сравнение с динамикой в предыдущем квартале.

** Источник Евростат; на базе сезонно сглаженных динамических рядов ВВП (Словакия - на базе сезонно не сглаженного динамического ряда).

ИНФЛЯЦИЯ

(отчетный месяц относительно соответствующего месяца предыдущего года, %)

		Год	Месяцы											
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Россия		2018	2,2	2,2	2,4	2,4	2,4	2,3	2,5	3,1	3,4	3,5	3,8	4,3
		2019	5,0	5,2	5,3	5,2	5,1	4,7	4,6					
ОСНОВНЫЕ ТОРГОВЫЕ ПАРТНЕРЫ РОССИИ	США (PCEPI*)	2018	1,8	1,9	2,1	2,0	2,3	2,3	2,3	2,2	2,0	2,0	1,9	1,8
		2019	1,4	1,3	1,4	1,5	1,4	1,4						
	Китай	2018	1,5	2,9	2,1	1,8	1,8	1,9	2,1	2,3	2,5	2,5	2,2	1,9
		2019	1,7	1,5	2,3	2,5	2,7	2,7	2,8					
	Япония	2018	1,4	1,5	1,1	0,6	0,7	0,7	0,9	1,3	1,2	1,4	0,8	0,3
		2019	0,2	0,2	0,5	0,9	0,7	0,7						
	Украина	2018	14,1	14,0	13,2	13,1	11,7	9,9	8,9	9,0	8,9	9,5	10,0	9,8
		2019	9,2	8,8	8,6	8,8	9,6	9,0	9,1					
	Беларусь	2018	4,5	4,8	5,4	5,0	4,4	4,1	4,1	5,0	5,6	4,9	5,0	5,6
		2019	5,8	6,2	5,8	5,5	6,2	5,7	6,0					
	Швейцария	2018	0,7	0,6	0,8	0,8	1,0	1,1	1,2	1,2	1,0	1,1	0,9	0,7
		2019	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	0,3					
	Отдельные страны, входящие в еврозону: *Германия***	2018	1,5	1,2	1,7	1,3	2,5	2,1	2,2	2,1	2,2	2,6	2,2	1,7
		2019	1,7	1,7	1,4	2,1	1,3	1,5	1,1					
	*Франция***	2018	1,5	1,3	1,7	1,8	2,3	2,3	2,6	2,6	2,5	2,5	2,2	1,9
		2019	1,4	1,6	1,3	1,5	1,1	1,4	1,3					
	*Италия***	2018	1,2	0,5	0,9	0,6	1,0	1,4	1,9	1,6	1,5	1,7	1,6	1,2
		2019	0,9	1,1	1,1	1,1	0,9	0,8	0,3					
	*Нидерланды***	2018	1,5	1,3	1,0	1,0	1,9	1,7	1,9	1,9	1,6	1,9	1,8	1,8
		2019	2,0	2,6	2,9	3,0	2,3	2,7	2,6					
	*Испания***	2018	0,7	1,2	1,3	1,1	2,1	2,3	2,3	2,2	2,3	2,3	1,7	1,2
		2019	1,0	1,1	1,3	1,6	0,9	0,6	0,6					
	*Словакия***	2018	2,6	2,2	2,5	3,0	2,7	2,9	2,6	2,9	2,7	2,5	2,0	1,9
		2019	2,2	2,3	2,7	2,4	2,7	2,7	3,0					
	*Бельгия***	2018	1,8	1,5	1,5	1,6	2,3	2,6	2,7	2,6	2,8	3,2	2,9	2,2
		2019	1,8	2,0	2,2	2,0	1,7	1,3	1,2					
	*Финляндия***	2018	0,8	0,6	0,9	0,8	1,0	1,2	1,4	1,4	1,4	1,7	1,4	1,3
		2019	1,2	1,3	1,1	1,5	1,3	1,1	1,0					
Страны, проводящие денежно-кредитную политику в формате таргетирования инфляции	Соед. Королевство	2018	3,0	2,7	2,5	2,4	2,4	2,4	2,5	2,7	2,4	2,4	2,3	2,1
		2019	1,8	1,9	1,9	2,1	2,0	2,0	2,1					
	Швеция	2018	1,6	1,6	1,9	1,7	1,9	2,1	2,1	2,0	2,3	2,3	2,0	2,0
		2019	1,9	1,9	1,9	2,1	2,2	1,8	1,7					
	Польша	2018	1,9	1,4	1,3	1,6	1,7	2,0	2,0	2,0	1,9	1,8	1,3	1,1
		2019	0,7	1,2	1,7	2,2	2,4	2,6	2,9					
	Венгрия	2018	2,1	1,9	2,0	2,3	2,8	3,1	3,4	3,4	3,6	3,8	3,1	2,7
		2019	2,7	3,1	3,7	3,9	3,9	3,4	3,3					
	Чехия	2018	2,2	1,8	1,7	1,9	2,2	2,6	2,3	2,5	2,3	2,2	2,0	2,0
		2019	2,5	2,7	3,0	2,8	2,9	2,7	2,9					
	Казахстан	2018	6,8	6,5	6,6	6,5	6,2	5,9	5,9	6,0	6,1	5,3	5,3	5,3
		2019	5,2	4,8	4,8	4,9	5,3	5,4	5,4					
	Турция	2018	10,4	10,3	10,2	10,9	12,2	15,4	15,9	17,9	24,5	25,2	21,6	20,3
		2019	20,4	19,7	19,7	19,5	18,7	15,7	16,7					
	Корея (Респ.)	2018	1,0	1,4	1,3	1,6	1,5	1,5	1,5	1,4	1,9	2,0	2,0	1,3
		2019	0,8	0,5	0,4	0,6	0,7	0,7	0,6					
	Индия	2018	5,1	4,4	4,3	4,6	4,9	4,9	4,2	3,7	3,7	3,4	2,3	2,1
		2019	2,0	2,6	2,9	3,0	3,0	3,2	3,1					
	Бразилия	2018	2,9	2,8	2,7	2,8	2,9	4,4	4,5	4,2	4,5	4,6	4,1	3,8
		2019	3,8	3,9	4,6	4,9	4,7	3,4	3,2					
	Норвегия	2018	1,6	2,2	2,2	2,4	2,3	2,6	3,0	3,4	3,4	3,1	3,5	3,5
		2019	3,1	3,0	2,9	2,9	2,5	1,9	1,9					
	Канада	2018	1,7	2,2	2,3	2,2	2,2	2,5	3,0	2,8	2,2	2,4	1,7	2,0
		2019	1,4	1,5	1,9	2,0	2,4	2,0	2,0					
	ЮАР	2018	4,4	4,0	3,8	4,5	4,4	4,6	5,1	4,9	4,9	5,1	5,2	4,5
		2019	4,0	4,1	4,5	4,4	4,5	4,5	4,0					
	Чили	2018	2,2	2,0	1,8	1,9	2,0	2,5	2,7	2,6	3,1	2,9	2,8	2,6
		2019	1,8	1,7	2,0	2,0	2,3	2,3	2,2					
	Мексика	2018	5,6	5,3	5,0	4,6	4,5	4,7	4,8	4,9	5,0	4,9	4,7	4,8
		2019	4,4	3,9	4,0	4,4	4,3	4,0	3,8					
	Индонезия	2018	3,3	3,2	3,4	3,4	3,2	3,1	3,2	3,2	2,9	3,2	3,2	3,1
		2019	2,8	2,6	2,5	2,8	3,3	3,3	3,3					

* Personal Consumption Expenditure Price Index.

** Harmonized Index of Consumer Price (Eurostat).

Коллектив авторов

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

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

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

Данный информационно-аналитический обзор представляет собой результат работы сотрудников Научно-исследовательского финансового института. Содержание доклада является личным мнением коллектива авторов и не отражает официальную позицию Научно-исследовательского финансового института и Министерства финансов Российской Федерации.