



НИФИ

НАУЧНО-ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ
ФИНАНСОВЫЙ ИНСТИТУТ
МИНФИНА РОССИИ

КРАТКОСРОЧНЫЕ ГЛОБАЛЬНЫЕ ТРЕНДЫ

март 2020 года

ЦЕНТР ПЕРСПЕКТИВНОГО ФИНАНСОВОГО
ПЛАНИРОВАНИЯ, МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА
СТАТИСТИКИ ФИНАНСОВ



КРАТКОСРОЧНЫЕ ГЛОБАЛЬНЫЕ ТРЕНДЫ

27 марта 2020 года

В выпуске

- Шок: за 100 лет не было ничего похожего. Каким будет восстановление? (с. 2)
- QE4 в США – теперь реальность. Монетарная политика в момент кризиса (с. 7)

Шок: за 100 лет не было ничего похожего. Каким будет восстановление? Сейчас нет смысла анализировать поступающую статистическую информацию и опираться в выводах на прежние тренды – они оборвались. Цикл глобальной экономики резко и синхронно перешел в фазу падения деловой активности. Первые данные официальной статистики, которые позволят предметно оценивать масштаб шока, начнут поступать только в апреле, но и эти сведения будут описывать в основном ситуацию в феврале – до наиболее глубоких на сегодняшний день потрясений. Пока можно пользоваться лишь небольшим объемом информации из достоверных источников. Приведем некоторые данные.

В США количество первичных обращений в службы занятости в связи с потерей работы и выплатой пособий за неделю с 15 до 21 марта составило 3 миллиона 283 тысячи человек. Это в 9,4 раза больше среднего значения показателя за весь период наблюдений с 1967 года и в 4,7 раза выше максимального значения за тот же период (см. тонкую вертикальную линию на графике 1 в конце периода).

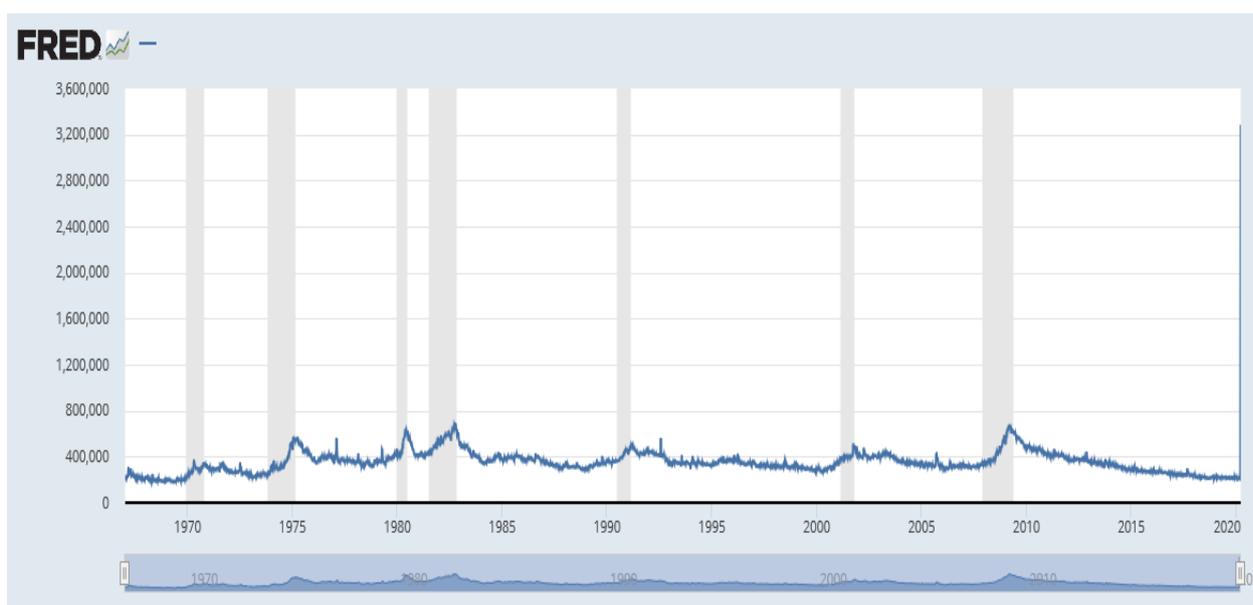


Рис. 1 – США: количество первичных обращений в службы занятости – кол-во человек

Источник: St. Louis FRD's FRED-II <https://fred.stlouisfed.org/series/ICSA>

В Китае в феврале промышленный индекс деловой активности продемонстрировал падение, по глубине сопоставимое с тем, которое наблюдалось на пике кризиса 2008-2009 годов, но оно произошло быстрее.



Рис. 2 – Индекс деловой активности (Manufacturing PMI) в Китае – пункты

Источник: Tradingeconomics <https://tradingeconomics.com/china/business-confidence>

В Германии в марте отмечено самое резкое для одного месяца падение индекса делового климата за все время, в течение которого ведется расчет показателя.

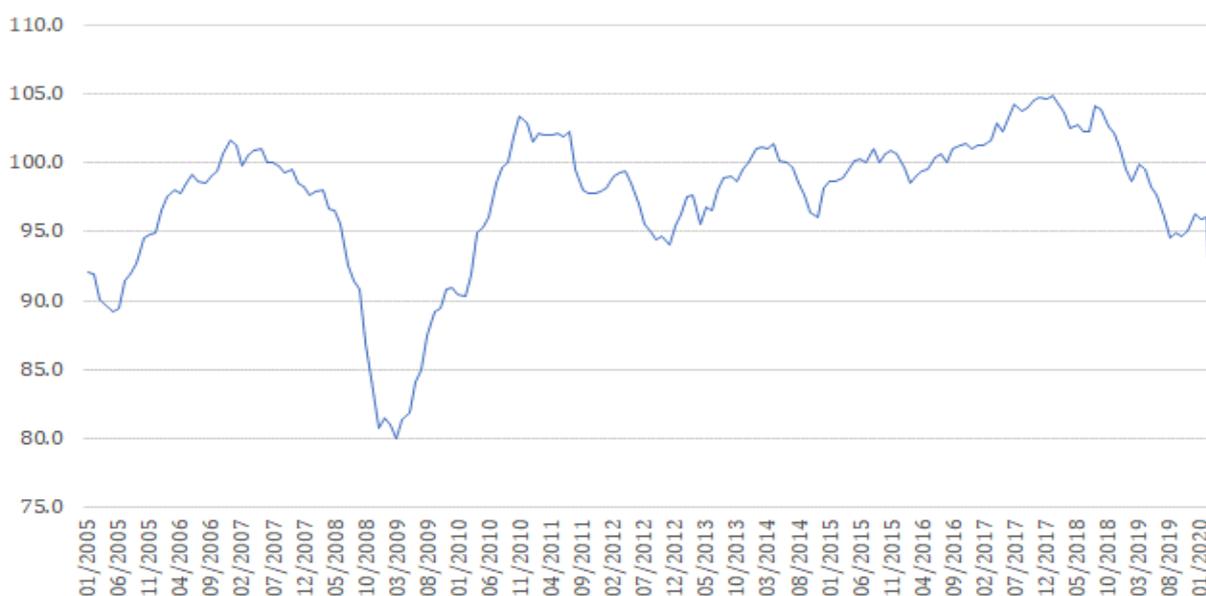


Рис. 3 – Индекс делового климата (CES-Ifo) в Германии – пункты

Источник: CES-Ifo <https://www.ifo.de/en/survey/ifo-business-climate-index>

Следующие два месяца принесут еще много шокирующей информации, и тем важнее воспринимать ее критически. Так, рынок труда в США – независимо от обстоятельств один из самых эластичных в мире. В Китае наблюдаются признаки стабилизации эпидемиологической ситуации. Индекс CES-Ifo складывается из двух компонент – оценки текущего состояния бизнеса и краткосрочных ожиданий, и его снижение в марте – главным образом результат резкого падения второй составляющей (ожиданий), волатильность которой оказалась почти втрое больше среднесрочной нормы.

Главная проблема на сегодняшний день – полная неопределенность относительно ближайшей перспективы. Мир не сталкивался с угрозами, подобными глобальному распространению вируса COVID-19, более 100 лет со времен пандемии «испанского гриппа» в 1918 году. В то время платой за вирусную угрозу были человеческие жизни. С тех пор цивилизация шагнула вперед и расплачивается за нее больше временной потерей материального благосостояния из-за принимаемых мер санитарно-эпидемиологической защиты населения.

Уже очевидно, что простой производства и бизнеса, сокращение объема транспортных услуг и туристических потоков, резкий спад потребления (в особенности товаров длительного пользования) приведут к почти повсеместному в мире падению выпуска (ВВП) в первом квартале нынешнего года и, вероятно, также и во втором. Не соревнуясь в мрачных прогнозах и футуристических сценариях, попытаемся лучше заглянуть в будущее, которого пока не видно за пиком кризиса.

Завершившийся сейчас циклический подъем глобальной экономики, начало которого можно условно отнести к 2009 году, был во многом атипичным: слабым, несинхронным, перемежался локальными кризисами и спадами активности, постоянно требовал дополнительных стимулов (монетарных или фискальных), не привел к заметному росту общего уровня благосостояния, обострил социальные конфликты, усилил конфронтацию общества по отношению к изменениям технологий. В конечном счете все это вылилось в нарастание протекционизма и торговые конфликты.

Нынешняя обстановка напоминает растянутое во времени стихийное бедствие, которое необходимо прежде всего переждать. Вслед за любым кризисом следует восстановление. Пока невозможно предвидеть, когда оно начнется, но, ориентируясь на события столетней давности, можно сказать, что рецессия в США, начавшаяся осенью 1918 года, продлилась 7 месяцев и была второй по минимальной продолжительности за все время предыдущих

наблюдений с 1854 года. От пика эпидемии «испанки» (по уровню смертности) в Нью-Йорке до начала восстановления прошло примерно 5 месяцев.

Рецессия, на время которой пришелся финансовый кризис 2008-2009 гг., была более длительной – 18 месяцев. Однако, если отсчитывать от момента кульминации финансовых проблем в сентябре 2008 года, восстановление началось через 8 месяцев¹.

В отношении будущего восстановления глобальной экономики можно предположить, во-первых, что оно будет синхронным, а это приведет к синергетическому эффекту. Во-вторых, уровень цен на естественные ресурсы и в первую очередь на углеводородное сырье будет оставлять пространство для изменения только в сторону роста. В-третьих, появятся предпосылки к перестройке сложившихся глобальных производственно-сбытовых цепочек, и от этого могут выиграть экономики, которые предложат реалистичные альтернативы.

Непосредственно сейчас важно минимизировать последствия чрезвычайно резкой, но временной волатильности.

1. Избежать дефолтов. Перенести сроки обязательств, исполнение которых невозможно ввиду форс-мажорных ситуаций (это касается, в том числе, обязательств по долгам и налогам). На макроуровне под угрозой государства со слабыми платежными балансами и компании со средней и малой стресс-устойчивостью. Между тем, за десятилетие низких процентных ставок в ведущих валютах (долларах США, евро) портфели институциональных и коллективных инвесторов в мире наполнились облигациями государств с формирующимися рынками и компаний без кредитных рейтингов инвестиционного класса. Это – источник угрозы обширных потерь в финансовых системах. Не менее важна и толерантность к долгам на «бытовом» (микро) уровне.

2. Сохранить рабочие места. Вполне вероятно, что это потребует временного «аскетизма», терпимости к потере на время части трудового дохода, но позволит избежать худших последствий, выражающихся в росте долгосрочной безработицы, особенно в экономиках с негибкими рынками рабочей силы.

Правительством РФ и Банком России уже принят соответствующий задачам первой необходимости пакет мер по обеспечению устойчивости экономики, в том числе:

¹ На ожидаемый вопрос, почему мы уделяем столько внимания деловому циклу в США, отвечаем – только здесь есть систематизированные данные о поворотных точках бизнес-цикла, позволяющие заглядывать в далекую ретроспективу. Их источник: оценки Комитета по датировке бизнес-цикла при NBER (<http://www.nber.org/cycles/cyclesmain.html>).

- отсрочка уплаты страховых взносов и платежей за аренду государственного и муниципального имущества субъектами малого и среднего предпринимательства;
- расширение программ льготного кредитования и гарантийной поддержки субъектов МСП (приоритет – кредиты на выплату заработной платы);
- отсрочка взыскания налогов, пролонгация кредитов в отраслях авиационного транспорта и туризма.

Финансовые системы в мире, и в России в том числе, в отличие от 2008 года подошли к нынешнему кризису значительно более подготовленными по пруденциальным стандартам, качеству регулирования и надзора на финансовом рынке.

В отличие от 1998 года, Россия в настоящее время демонстрирует убедительные показатели внешней стрессоустойчивости:

- международные резервные активы – 551,2 млрд. долл. США (на 20 марта): этого достаточно для финансирования импорта в течение 19 месяцев или совокупности платежей по импорту и внешнему долгу в течение 8-9 месяцев (здесь мы используем оценки Банка России по достаточности резервов, которые последний раз делались в начале четвертого квартала прошлого года);
- средства ФНБ в составе международных резервов – 123,4 млрд. долл. США, или 8,2 трлн рублей – 7,3% ВВП (на 1 марта);
- внешний долг всех секторов экономики по оценке на начало года – 27,3% ВВП (расчет произведен авторами «Трендов»); в его составе краткосрочные обязательства, по данным Банка России на 1.10.2019, составляли только 12%, а весь долг на 28,5% складывался из обязательств в национальной валюте; все показатели долговой устойчивости находятся в комфортной зоне как по международным, так и по российским стандартам.

Специфика экономической жизни в условиях пандемии такова, что формируется как отложенное предложение, так и отложенный спрос – в этом заложен механизм будущего восстановления. Чтобы избежать разрывов и развития ситуации по дефляционному или еще худшему стагфляционному сценарию важно не допустить инфляционного обесценения реальных доходов населения. Исходя из этого, мы считаем взвешенным и верным решение Банка России сохранить ключевую ставку на прежнем уровне 6% годовых сейчас, когда вероятна волатильность темпов инфляции из-за курсовых колебаний и атипичного состояния потребительского рынка. В дальнейшем, по нашему мнению, целесообразно максимально

использовать реалистичное пространство для снижения ключевой ставки, чтобы поддержать восстановление деловой активности и избежать негативных сценариев для рынка труда.

QE4 в США – теперь реальность. Монетарная политика в момент кризиса. В выпусках «Трендов» 2019 года и еще раньше (в 2017-2018 годах) мы не раз отмечали вероятность того, что со сменой фазы делового цикла в американской экономике ФРС вернется к использованию инструментов количественного смягчения денежно-кредитной политики. Прогноз оправдался, хотя и неожиданно рано. Мы предполагали, что событие произойдет позже в течение нынешнего или следующего года, пока ФРС будет подводить экономику к «мягкому приземлению». Пандемия внесла свои коррективы.

Внеплановое заседание FOMC 15 марта завершилось снижением границ официального диапазона значений ставки по федеральным фондам до 0-0,25% годовых (IOER – 0,10%). Диапазон вернулся к тем же границам, которые сохранялись 7 лет с декабря 2008 по декабрь 2015 года прежде, чем ФРС начала осторожно сдвигать их вверх.

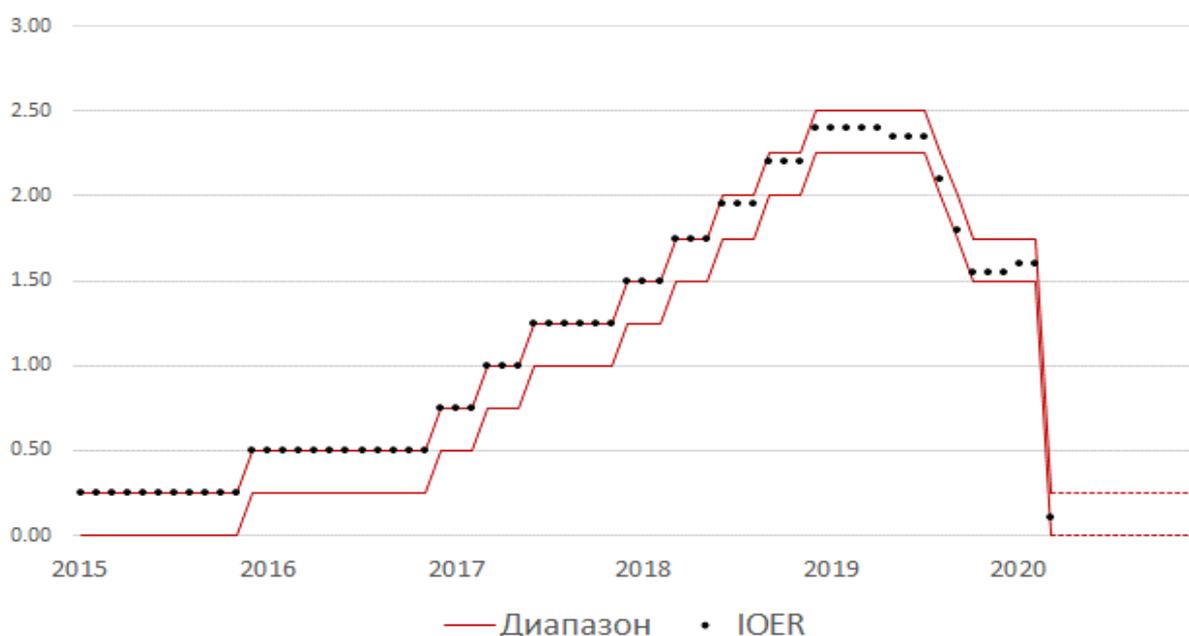


Рисунок 4. ФРС: официальный диапазон и IOER – % годовых

Источник: FED's Board of Governors <https://www.federalreserve.gov/default.htm>

Можно строить разные гипотезы на будущее – смещение IOER к нижней границе, диапазон с отрицательной нижней границей (и, следовательно, отрицательное вознаграждение избыточных резервов банков). Главное на сегодня – инструментом передачи сигнала политики ФРС вновь, как и в 2009-2014 годах, становится покупка на вторичном рынке через систему первичных дилеров государственных облигаций (не краткосрочных) и

ипотекообеспеченных ценных бумаг, размещенных под гарантии федеральных ипотечных агентств: на суммы, соответственно, 500 и 200 млрд долларов.

В отличие от своей прежней практики ФРС не обозначила конкретный интервал времени, в течение которого будет производиться покупка активов. По нашему мнению, возможно повторение сценария 2008-2009 годов, когда в результате использования чрезвычайных временных инструментов предоставления краткосрочной ликвидности (о них ниже) сперва возрастут заемные резервы банковской системы, а затем они будут постепенно замещаться незаемными резервами в ходе проведения ФРС операций QE.

Преимущество нынешней ситуации – центральные банки уже имеют разработанный инструментарий управления кризисными ситуациями такого масштаба (в 2008 году он выстраивался с нуля, а Банк России приобрел его позже благодаря санкциям).

ФРС возобновила использование ряда временных инструментов, применявшихся на пике финансового кризиса в 2008-2009 годах.

1. Commercial Paper Funding Facility (CPFF): механизм, в рамках которого ФРС предоставляет кредиты компании специального назначения (SPV²), а она осуществляет операции по покупке через организации, входящие в список авторизованных первичных дилеров ФРС, краткосрочных долговых инструментов (коммерческих бумаг), выпускаемых на 3-месячный срок с номиналом в долларах, у эмитентов – компаний, являющихся резидентами США, и иностранных компаний, имеющих в США дочерние организации. Обеспечением предоставленных ФРС кредитов служат активы SPV (остаток задолженности SPV не должен превышать сумму ее требований к эмитентам по приобретенным коммерческим бумагам). Стоимость кредитов определяется превалирующим на рынке уровнем процентной ставки по овернайт-транзакциям с премией 2 п.п. Выпуск коммерческих бумаг – распространенный способ фондирования оборотного капитала американскими компаниями.

2. Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (MMLF): инструмент, посредством которого ФРС предоставляет депозитным организациям и другим участникам финансового рынка (американским финансовым холдингам или входящим в их состав брокерам-дилерам, иностранным филиалам и дочерним компаниям) кредиты, предназначенные для фондирования заемщиками покупки активов у американских схем коллективных инвестиций (далее – СКИ). Цель в том, чтобы обеспечить возможность беспрепятственной продажи на рынке активов СКИ для расчетов с инвесторами, покидающими схемы. Участие в СКИ –

² Special Purpose Vehicle.

популярный среди домохозяйств и различных субъектов предпринимательской деятельности в США способ инвестирования сберегаемых доходов.

Обеспечением кредитов ФРС послужат активы определенного класса (перечислены ниже в контексте способов установления процентной ставки), приобретенные заемщиками у СКИ до первого обращения за кредитом по линии MMLF. Кредиты предоставляются на срок, равный сроку активов, внесенных в залог, но не более 12 месяцев, по процентной ставке, равной дисконтной ставке ФРС, если обеспечением служат государственные облигации, облигации государственных агентств, размещенные под полную гарантию правительства, и облигации федеральных ипотечных агентств, либо дисконтной ставке, увеличенной на 1 п.п., если залог внесен обеспеченными или необеспеченными коммерческими бумагами, выпущенными американскими эмитентами (в отношении данного класса активов действует критерий наличия кредитного рейтинга наивысшего уровня).

3. Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF): кредиты ФРС, предоставляемые через SVP американским компаниям под залог ценных бумаг, обеспеченных определенными классами активов: студенческие кредиты, автокредиты, задолженность держателей кредитных карт, ссуды субъектам малого предпринимательства, выданные под гарантии государственной Администрации по делам малого бизнеса.

Казначейством США сделаны начальные взносы по 10 млрд долл. в капиталы CVP по программам CPFF и TALF, а также предоставлена гарантия 10 млрд долл. Федеральному резервному банку Бостона под программу MMLF.

4. Primary Dealer Credit Facility (PDCF): кредиты ФРС на срок до 90 дней, предоставляемые авторизованным первичным дилерам в соответствии с их перечнем, публикуемым Федеральным резервным банком Нью-Йорка³. Первичные дилеры – ключевое звено в используемой ФРС конструкции операций на открытом рынке (они обеспечивают операционную взаимосвязь между ФРС и многочисленными разнообразными контрагентами из частного сектора). В залог принимаются активы различного класса в широком спектре, процентная ставка установлена равной дисконтной ставке ФРС.

5. Соглашения о валютных свопах с центральными банками иностранных государств: ФРС вновь заключила такие соглашения (наподобие действовавших после кризиса 2008 года) с органами денежно-кредитного регулирования Австралии, Бразилии, Мексики, Республики Корея, Сингапура и Швеции на сумму по 60 млрд долл. США каждое, а также Дании, Норвегии и Новой Зеландии – по 30 млрд долларов. Они дополнили систему действующих постоянных

³ <https://www.newyorkfed.org/markets/primarydealers>

соглашений с Европейским центральным банком, Банком Англии, Банком Канады, Швейцарским Национальным банком и Банком Японии.

ФРС и перечисленные центральные банки, в отношении которых действуют постоянные соглашения, с 16 марта приступили к скоординированным действиям по предоставлению долларовой ликвидности участникам финансовых рынков за пределами США. В дополнение к еженедельным операциям постоянного действия, осуществляемым в форме заключаемых центральными банками со своими контрагентами сделок «валютный своп» на срок 7 дней, будут с той же регулярностью проводиться аналогичные операции по предоставлению ликвидности на срок 84 дня. Процентная ставка снижена на 0,25 п.п. и установлена равной расчетному значению преобладающей на рынке процентной ставки по овернайт-транзакциям в долларах США с премией 0,25 п.п.

Объявлено о начале использования ФРС новых временных инструментов, которые предназначены для предоставления ликвидности напрямую субъектам небанковского сектора экономики и рассчитаны на вливание фондов на сумму порядка 300 млрд долл.:

1. Primary Market Corporate Credit Facility (PMCCF): предоставление через компанию специального назначения (SPV) необеспеченных кредитов американским финансовым и нефинансовым корпорациям или покупка долговых ценных бумаг, размещаемых корпорациями на первичном рынке. Операции будут проводиться с компаниями, имеющими, по крайней мере, минимальный кредитный рейтинг инвестиционного класса (BBB-/Baa3 от S&P/Moody's). Кредиты будут предоставляться на срок до 4 лет по процентной ставке, устанавливаемой, исходя из условий на финансовом рынке, с правом на отсрочку уплаты процентов в течение 6 месяцев (период отсрочки может быть увеличен). Размер ликвидности, предоставляемой корпорациям посредством кредитов и покупки облигаций, зависит от кредитного рейтинга корпорации: 110-140% от суммы максимальной задолженности корпорации по кредитам и займам за 12 месяцев, предшествовавших началу программы (22 марта 2019 – 22 марта 2020 годов).

2. Secondary Market Corporate Credit Facility (SMCCF): приобретение ФРС через SVP на вторичном рынке долговых ценных бумаг американских корпораций. Условия похожи на PMCCF, но лимит на одного участника составляет 10% от суммы максимальной задолженности корпорации по кредитам и займам за указанный выше период, и ФРС не будет покупать ценные бумаги у биржевых инвестиционных фондов на сумму, превышающую 20% совокупных активов каждого такого фонда.

Казначейством США внесены начальные взносы в капитал обеих SPV, посредством которых будут осуществляться указанные программы – по 10 млрд долл. в капитал каждой из них.

Симметричные решения приняты ЕЦБ. В системе инструментов QE введена новая программа PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme), рассчитанная на покупку ЕЦБ в течение 2020 года финансовых активов тех же классов, которые предусмотрены по линии возобновленной с ноября прошлого года основной программы QE (APP – Asset Purchase Programme), на сумму дополнительно 750 млрд евро. Будут приобретаться в том числе государственные облигации Греции, для которых делается исключение в рамках APP. В рамках субпрограммы покупки корпоративных ценных бумаг (SCPP – Corporate Sector Purchase Programme) Евросистема будет приобретать наряду с другими предусмотренными программой активами коммерческие бумаги, удовлетворяющие установленным критериям по уровню кредитного рейтинга.

Модифицированы условия предоставления банкам кредитов ЕЦБ в ходе новой (третьей по счету) серии аукционов TLTRO (Targeted Longer-Term Refinancing Operations)⁴. Общий лимит на одного участника увеличен с 30 до 50% от размера требований банка по кредитам, предоставленным нефинансовым компаниям и домохозяйствам по состоянию на контрольную дату (28 февраля 2019 года), за вычетом заложенности по кредитам, полученным банком от ЕЦБ в ходе предыдущей серии аукционов (TLTRO II⁵). Отменено ограничение на размер кредита, который банк может запрашивать на каждом аукционе (новые правила позволяют банкам быстрее исчерпать общий лимит заимствования). Главные изменения коснулись способа определения процентной ставки по кредитам ЕЦБ. По прежним правилам к банкам, выполняющим индикативный план по наращиванию кредитного портфеля, применялась ставка в размере средней ставки рефинансирования ЕЦБ в течение времени пользования кредитом (с марта 2016 года и до настоящего она остается равной нулю). К банкам, перевыполняющим план не менее чем на 2,5%, применялась ставка, равная средней за то же время ставке ЕЦБ по депозитному инструменту постоянного действия – она отрицательная (-0,5% годовых), то есть, ЕЦБ доплачивал банкам за полученные ими кредиты. Согласно новым правилам, независимо от того, перевыполняется индикативный план или нет, ставка будет не только отрицательной, но и на 0,25 п.п. меньше депозитной ставки ЕЦБ.

ЕЦБ возобновил действие своп-соглашения с Национальным банком Дании, объем которого увеличен вдвое с прежних 12 до 24 млрд евро – он послужит основой для проведения датским

⁴ Семь ежеквартальных аукционов в период с сентября 2019 года по июнь 2021 года.

⁵ Четыре ежеквартальных аукциона, состоявшиеся с июня 2016 года по март 2017 года.

монетарным регулятором операций по предоставлению ликвидности в евро финансовым организациям в своей юрисдикции.

Выше мы говорили, что Банк России принял правильное, на наш взгляд, решение не снижать сейчас ключевую ставку. Однако в действиях, адресованных чрезвычайным обстоятельствам на финансовом рынке, отечественный регулятор, по нашему мнению, пока отстает от центральных банков в ведущих экономиках мира.

Обстановка диктует активное использование Банком России специализированных инструментов рефинансирования. На сегодняшний день известно о решении относительно инструмента по предоставлению кредитов по линии МСП-банка и под поручительства Корпорации МСП: снижена до 4% годовых процентная ставка и введен порядок расчета индивидуального лимита, учитывающий объем предоставленных рефинансируемым банком кредитов субъектам МСП на расчеты по заработной плате. Это немаловажно, но общий лимит программы остался прежним (500 млрд рублей). Сравним с изложенной выше информацией о действиях иностранных регуляторов.

В обстоятельствах, угрожающих оттоком вкладов из банковской системы и трудностями фондирования, важно обеспечить банкам надежный доступный канал привлечения ликвидности от кредитора в последней инстанции. Возможные варианты:

- «вербальные интервенции», поощряющие банки к обращению за кредитами посредством применяемого центральным банком инструмента постоянного действия;
- увеличение срока кредитов по линии инструмента постоянного действия (стандартный срок – «овернайт»);
- асимметричное смещение диапазона процентных ставок по инструментам постоянного действия относительно ключевой ставки;
- временные послабления в режиме обязательных резервных требований.

В США с 26 марта (с началом очередного периода отчетности депозитных организаций по обязательным резервам) норматив обязательных резервов снижен с прежних 10% от суммы резервируемых обязательств (3% до достижения пороговой величины обязательств 124,2 млн долл.) до нуля.

С 16 марта процентная ставка по применяемому ФРС стандартному инструменту постоянного действия по предоставлению краткосрочной ликвидности депозитным организациям через «окно первичного кредита» (дисконтная ставка ФРС) снижена на 1,5 п.п. до 0,25% годовых. Таким образом, она установлена на одном уровне с верхней границей ныне действующего официального диапазона значений ставки по федеральным фондам – в обычных

обстоятельствах кредиты ФРС были на 0,5 п.п. дороже для банков по сравнению с рыночным фондированием.

Допустимый срок кредитов, предоставляемых через дисконтное окно (стандартный срок – 1 сутки), увеличен до 90 дней с предоставлением депозитным организациям права в любое время осуществлять их досрочное погашение или увеличивать задолженность.

ЕЦБ принял решение о проведении в период до 24 июня, когда состоится очередной аукцион из серии TLTRO, 13-ти внеплановых аукционов по предоставлению банкам ликвидности на сроки от 98 дней (первый аукцион) до 14 дней (последний аукцион).

На веб-сайте Совета управляющих ФРС публикуются сообщения, призывающие банки проявлять толерантность к должникам, пострадавшим от последствий пандемии, предоставлять кредиты затронутым ей домохозяйствам и бизнесам. Банк России тоже рекомендовал кредитным и микрофинансовым организациям, кредитным кооперативам идти навстречу обращениям о реструктуризации долгов от заемщиков, пострадавших из-за экономических последствий пандемии. Такие кредиты временно не будут признаваться реструктурированными в целях формирования резервов.

ФРС в информации для депозитных организаций обращает внимание на свои традиционные рекомендации на случай стихийных или техногенных катастроф. Однако эти рекомендации в основном сводятся к упрощению выдачи наличных денег и не учитывают риски, связанные с наличным денежным обращением в условиях пандемии. Продуктивным решением для России в сегодняшних реалиях, на наш взгляд, могла бы стать приостановка комиссий за межбанковские денежные переводы и в Системе быстрых платежей.

Ситуация осложняется волатильностью курса рубля. В принципе, плавающий валютный курс и предназначен для того, чтобы своими изменениями абсорбировать внешние шоки, но большие колебания действуют в ущерб финансовой стабильности. Банк России обозначил уровень поддержки курса рубля планкой 25 долларов за баррель нефти, ниже которой будут производиться операции по продаже иностранной валюты из ФНБ для финансирования сделки по покупке пакета акций ПАО Сбербанк Правительством РФ. В платежном балансе России доходы и расходы по статьям услуг уменьшатся из-за кризиса, по-видимому, симметрично, но сокращение валютной выручки от нефтегазового экспорта представляет асимметричную угрозу, если цены не восстановятся быстро. Здесь многое зависит от того, как экспортеры распорядятся запасами, которые образуются за время вынужденного пандемией сокращения ее потребления в мире. По нашему мнению, целесообразно иметь резервные планы на случай неблагоприятных сценариев, вплоть до временного

восстановления требования обязательной продажи части валютной выручки от экспорта и перевода таких операций в режим специальной биржевой торговой сессии.

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

(отчетный квартал относительно соответствующего квартала предыдущего года, %)

| | 2017 | | | | 2018 | | | | 2019 | | | | * 2019 | |
|---------------------|------|------|------|-----|------|------|------|------|------|------|------|------|-----------|----|
| | I | II | III | IV | I | II | III | IV | I | II | III | IV | III | IV |
| Россия | 1.5 | 2.5 | 2.3 | 0.3 | 1.9 | 2.2 | 2.2 | 2.7 | 0.5 | 0.9 | 1.7 | | ↑ | |
| США | 2.1 | 2.2 | 2.4 | 2.8 | 2.9 | 3.2 | 3.1 | 2.5 | 2.7 | 2.3 | 2.1 | 2.3 | ↓ | ↑ |
| Канада | 2.3 | 4.0 | 3.3 | 3.2 | 2.5 | 1.7 | 2.0 | 1.8 | 1.5 | 2.0 | 1.6 | 1.5 | ↓ | ↓ |
| Япония | 1.8 | 2.0 | 2.4 | 2.5 | 0.9 | 1.0 | -0.3 | -0.3 | 0.8 | 0.9 | 1.7 | -0.4 | ↑ | ↓ |
| Соед. Королевство** | 2.2 | 1.9 | 1.8 | 1.6 | 1.1 | 1.3 | 1.6 | 1.4 | 2.0 | 1.3 | 1.2 | 1.1 | ↓ | ↓ |
| Евросоюз** | 2.3 | 2.6 | 2.9 | 2.8 | 2.5 | 2.2 | 1.8 | 1.5 | 1.7 | 1.4 | 1.5 | 1.2 | ↑ | ↓ |
| Еврозона** | 2.2 | 2.6 | 2.9 | 3.0 | 2.6 | 2.2 | 1.6 | 1.2 | 1.4 | 1.2 | 1.3 | 1.0 | ↑ | ↓ |
| Германия** | 2.3 | 2.3 | 3.0 | 3.4 | 2.3 | 2.1 | 1.1 | 0.6 | 1.0 | 0.3 | 0.6 | 0.5 | ↑ | ↓ |
| Франция** | 1.4 | 2.4 | 2.8 | 3.0 | 2.4 | 1.9 | 1.5 | 1.2 | 1.3 | 1.5 | 1.5 | 0.9 | → | ↓ |
| Италия** | 1.6 | 1.8 | 1.6 | 1.9 | 1.3 | 0.9 | 0.4 | 0.0 | 0.2 | 0.4 | 0.5 | 0.1 | ↑ | ↓ |
| Испания** | 2.5 | 3.2 | 2.8 | 3.0 | 2.8 | 2.3 | 2.2 | 2.1 | 2.2 | 2.0 | 1.9 | 1.8 | ↓ | ↓ |
| Португалия** | 3.6 | 3.8 | 3.3 | 3.2 | 2.6 | 2.9 | 2.7 | 2.3 | 2.4 | 2.1 | 1.9 | 2.2 | ↓ | ↑ |
| Греция** | 0.0 | 1.7 | 1.9 | 2.2 | 2.7 | 1.4 | 1.9 | 1.8 | 1.6 | 2.8 | 2.3 | 1.0 | ↓ | ↓ |
| Бельгия** | 2.2 | 1.9 | 1.7 | 2.0 | 1.5 | 1.4 | 1.5 | 1.5 | 1.3 | 1.3 | 1.6 | 1.2 | ↑ | ↓ |
| Нидерланды** | 2.7 | 3.4 | 3.0 | 2.9 | 3.0 | 2.8 | 2.3 | 2.1 | 2.0 | 1.6 | 1.8 | 1.6 | ↑ | ↓ |
| Финляндия** | 3.8 | 2.9 | 2.6 | 3.0 | 2.2 | 2.0 | 1.4 | 0.9 | 0.5 | 1.1 | 1.6 | 0.6 | ↑ | ↓ |
| Швеция** | 1.6 | 2.7 | 3.4 | 3.0 | 3.4 | 2.8 | 1.0 | 2.1 | 1.4 | 1.0 | 1.9 | 0.8 | ↑ | ↓ |
| Дания** | 3.5 | 2.7 | 0.9 | 1.2 | 1.7 | 1.7 | 3.1 | 3.1 | 2.0 | 2.6 | 2.6 | 1.8 | → | ↓ |
| Норвегия | 4.7 | -0.5 | 3.4 | 1.8 | -0.5 | 3.2 | 1.0 | 1.6 | 2.3 | -0.7 | 1.2 | 1.8 | ↑ | ↑ |
| Швейцария | 1.7 | 1.5 | 1.7 | 2.3 | 3.4 | 3.8 | 2.5 | 1.3 | 0.9 | 0.2 | 1.1 | 1.5 | ↑ | ↑ |
| Китай | 7.0 | 7.0 | 6.9 | 6.8 | 6.9 | 6.9 | 6.7 | 6.5 | 6.4 | 6.2 | 6.0 | 6.0 | ↓ | → |
| Индия | 6.1 | 6.0 | 6.8 | 7.7 | 7.7 | 7.1 | 6.2 | 5.6 | 5.8 | 5.6 | 5.1 | 4.7 | ↓ | ↓ |
| Бразилия | 0.4 | 0.9 | 1.6 | 2.4 | 1.5 | 1.1 | 1.5 | 1.2 | 0.6 | 1.1 | 1.2 | 1.7 | ↑ | ↑ |
| ЮАР | 1.1 | 1.6 | 1.6 | 1.4 | 0.7 | 0.1 | 1.3 | 1.1 | 0.0 | 0.9 | 0.1 | -0.5 | ↓ | ↓ |
| Турция | 5.3 | 6.0 | 10.6 | 7.3 | 7.4 | 5.9 | 2.6 | -3.0 | -2.0 | -1.6 | 0.7 | 6.0 | ↑ | ↑ |
| Польша** | 4.9 | 4.5 | 5.5 | 4.9 | 5.1 | 5.4 | 5.6 | 4.6 | 4.7 | 4.1 | 4.0 | 3.7 | ↓ | ↓ |
| Мексика | 3.5 | 1.9 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 3.0 | 2.5 | 1.4 | 1.2 | -0.9 | -0.3 | -0.3 | ↑ | → |
| Корея (Респ.) | 3.1 | 2.8 | 3.9 | 2.8 | 2.8 | 2.9 | 2.1 | 2.9 | 1.7 | 2.0 | 2.0 | 2.2 | → | ↑ |
| Тайвань | 3.2 | 2.6 | 3.6 | 3.7 | 3.2 | 3.4 | 2.5 | 2.0 | 1.8 | 2.6 | 3.0 | 3.3 | ↑ | ↑ |
| Индонезия | 5.0 | 5.0 | 5.1 | 5.2 | 5.1 | 5.3 | 5.2 | 5.2 | 5.1 | 5.1 | 5.0 | 4.8 | ↓ | ↓ |
| Малайзия | 5.5 | 5.6 | 6.1 | 5.7 | 5.3 | 4.5 | 4.4 | 4.7 | 4.5 | 4.9 | 4.4 | 3.6 | ↓ | ↓ |
| Австралия | 2.2 | 2.1 | 3.0 | 2.5 | 3.1 | 3.2 | 2.5 | 2.2 | 1.7 | 1.6 | 1.8 | 2.2 | ↑ | ↑ |
| Аргентина | 0.3 | 2.1 | 3.8 | 4.5 | 4.1 | -3.8 | -3.7 | -6.1 | -5.8 | 0.0 | -1.8 | -1.1 | ↓ | ↑ |
| Чили | -0.4 | 0.5 | 1.9 | 2.6 | 4.5 | 5.3 | 2.8 | 3.3 | 1.4 | 1.8 | 3.4 | -2.1 | ↑ | ↓ |
| Венгрия** | 4.3 | 4.2 | 4.5 | 5.2 | 5.0 | 4.9 | 5.5 | 5.1 | 5.3 | 5.1 | 4.8 | 4.6 | ↓ | ↓ |
| Чешская Респ.** | 2.9 | 5.1 | 5.1 | 5.1 | 4.1 | 2.2 | 2.4 | 2.6 | 2.7 | 2.6 | 2.4 | 1.8 | ↓ | ↓ |
| Словакия** | 2.4 | 3.2 | 2.9 | 3.6 | 3.6 | 4.5 | 4.6 | 3.5 | 3.8 | 2.2 | 1.3 | 2.0 | ↓ | ↑ |
| Беларусь | 0.5 | 1.9 | 3.0 | 4.5 | 5.3 | 3.9 | 2.2 | 1.3 | 1.3 | 0.5 | 1.4 | 1.6 | ↑ | ↑ |
| Украина | 2.6 | 2.7 | 2.4 | 2.2 | 3.5 | 3.9 | 2.7 | 3.7 | 2.9 | 4.7 | 3.9 | 1.5 | ↓ | ↓ |
| Казахстан | 3.7 | 4.9 | 4.2 | 3.8 | 4.4 | 4.1 | 3.8 | 4.1 | 3.8 | 4.4 | 5.0 | 4.8 | ↑ | ↓ |

* Сравнение с динамикой в предыдущем квартале.

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

**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 | | 2019 | 5.0 | 5.2 | 5.3 | 5.2 | 5.1 | 4.7 | 4.6 | 4.3 | 4.0 | 3.8 | 3.5 | 3.0 | |
| | | 2020 | 2.4 | 2.3 | | | | | | | | | | | |
| ОСНОВНЫЕ ТОРГОВЫЕ ПАРТНЕРЫ РОССИИ (доля в торговом обороте не менее 1%) | Беларусь | 2019 | 5.8 | 6.2 | 5.8 | 5.5 | 6.2 | 5.7 | 6.0 | 5.7 | 5.3 | 5.3 | 5.0 | 4.7 | |
| | | 2020 | 4.7 | 4.4 | | | | | | | | | | | |
| | Казахстан | 2019 | 5.2 | 4.8 | 4.8 | 4.9 | 5.3 | 5.4 | 5.4 | 5.5 | 5.3 | 5.5 | 5.4 | 5.4 | |
| | | 2020 | 5.6 | 6.0 | | | | | | | | | | | |
| | Еврозона* | 2019 | 1.4 | 1.5 | 1.4 | 1.7 | 1.2 | 1.3 | 1.0 | 1.0 | 0.8 | 0.7 | 1.0 | 1.3 | |
| | | 2020 | 1.4 | 1.2 | | | | | | | | | | | |
| | Отдельные страны, входящие в еврозону | Германия* | 2019 | 1.7 | 1.7 | 1.4 | 2.1 | 1.3 | 1.5 | 1.1 | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 1.2 | 1.5 |
| | | | 2020 | 1.6 | 1.7 | | | | | | | | | | |
| | | Франция* | 2019 | 1.4 | 1.6 | 1.3 | 1.5 | 1.1 | 1.4 | 1.3 | 1.3 | 1.1 | 0.9 | 1.2 | 1.6 |
| | | | 2020 | 1.7 | 1.6 | | | | | | | | | | |
| | | Италия* | 2019 | 0.9 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 0.9 | 0.8 | 0.3 | 0.5 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.5 |
| | | | 2020 | 0.4 | 0.2 | | | | | | | | | | |
| | | Нидерланды* | 2019 | 2.0 | 2.6 | 2.9 | 3.0 | 2.3 | 2.7 | 2.6 | 3.1 | 2.7 | 2.8 | 2.6 | 2.8 |
| | | | 2020 | 1.7 | 1.3 | | | | | | | | | | |
| Бельгия* | | 2019 | 1.8 | 2.0 | 2.2 | 2.0 | 1.7 | 1.3 | 1.2 | 0.9 | 0.6 | 0.2 | 0.4 | 0.9 | |
| | | 2020 | 1.4 | 1.0 | | | | | | | | | | | |
| Финляндия* | | 2019 | 1.2 | 1.3 | 1.1 | 1.5 | 1.3 | 1.1 | 1.0 | 1.2 | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 1.1 | |
| | | 2020 | 1.2 | 1.1 | | | | | | | | | | | |
| США (РСЕРИ**) | | 2019 | 1.4 | 1.3 | 1.4 | 1.5 | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.5 | |
| | | 2020 | 1.7 | | | | | | | | | | | | |
| Китай | 2019 | 1.7 | 1.5 | 2.3 | 2.5 | 2.7 | 2.7 | 2.8 | 2.8 | 3.0 | 3.8 | 4.5 | 4.5 | | |
| | 2020 | 5.4 | 5.2 | | | | | | | | | | | | |
| Индия | 2019 | 2.0 | 2.6 | 2.9 | 3.0 | 3.0 | 3.2 | 3.1 | 3.3 | 4.0 | 4.6 | 5.5 | 7.4 | | |
| | 2020 | 7.6 | 6.6 | | | | | | | | | | | | |
| Япония | 2019 | 0.2 | 0.2 | 0.5 | 0.9 | 0.7 | 0.7 | 0.5 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.5 | 0.8 | | |
| | 2020 | 0.7 | 0.4 | | | | | | | | | | | | |
| Корея (Респ.) | 2019 | 0.8 | 0.5 | 0.4 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.0 | -0.4 | 0.0 | 0.2 | 0.7 | | |
| | 2020 | 1.5 | 1.1 | | | | | | | | | | | | |
| Турция | 2019 | 20.4 | 19.7 | 19.7 | 19.5 | 18.7 | 15.7 | 16.7 | 15.0 | 9.3 | 8.6 | 10.6 | 11.8 | | |
| | 2020 | 12.2 | 12.4 | | | | | | | | | | | | |
| Украина | 2019 | 9.2 | 8.8 | 8.6 | 8.8 | 9.6 | 9.0 | 9.1 | 8.8 | 7.5 | 6.5 | 5.1 | 4.1 | | |
| | 2020 | 3.2 | 2.4 | | | | | | | | | | | | |
| Британия | 2019 | 1.8 | 1.9 | 1.9 | 2.1 | 2.0 | 2.0 | 2.1 | 1.7 | 1.7 | 1.5 | 1.5 | 1.3 | | |
| | 2020 | 1.8 | 1.7 | | | | | | | | | | | | |
| Польша | 2019 | 0.7 | 1.2 | 1.7 | 2.2 | 2.4 | 2.6 | 2.9 | 2.9 | 2.6 | 2.5 | 2.6 | 3.4 | | |
| | 2020 | 4.3 | 4.7 | | | | | | | | | | | | |
| Венгрия | 2019 | 2.7 | 3.1 | 3.7 | 3.9 | 3.9 | 3.4 | 3.3 | 3.1 | 2.8 | 2.9 | 3.4 | 4.0 | | |
| | 2020 | 4.7 | 4.4 | | | | | | | | | | | | |
| Чехия | 2019 | 2.5 | 2.7 | 3.0 | 2.8 | 2.9 | 2.7 | 2.9 | 2.9 | 2.7 | 2.7 | 3.1 | 3.2 | | |
| | 2020 | 3.6 | 3.7 | | | | | | | | | | | | |
| Швейцария | 2019 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.3 | 0.3 | 0.1 | -0.3 | -0.1 | 0.2 | | |
| | 2020 | 0.2 | -0.1 | | | | | | | | | | | | |
| Бразилия | 2019 | 3.8 | 3.9 | 4.6 | 4.9 | 4.7 | 3.4 | 3.2 | 3.4 | 2.9 | 2.5 | 3.3 | 4.3 | | |
| | 2020 | 4.2 | 4.0 | | | | | | | | | | | | |
| ЮАР | 2019 | 4.0 | 4.1 | 4.5 | 4.4 | 4.5 | 4.5 | 4.0 | 4.3 | 4.1 | 3.7 | 3.6 | 4.0 | | |
| | 2020 | 4.5 | 4.6 | | | | | | | | | | | | |
| Мексика | 2019 | 4.4 | 3.9 | 4.0 | 4.4 | 4.3 | 4.0 | 3.8 | 3.2 | 3.0 | 3.0 | 3.0 | 2.8 | | |
| | 2020 | 3.2 | 3.7 | | | | | | | | | | | | |
| Индонезия | 2019 | 2.8 | 2.6 | 2.5 | 2.8 | 3.3 | 3.3 | 3.3 | 3.5 | 3.4 | 3.1 | 3.0 | 2.7 | | |
| | 2020 | 2.5 | 3.0 | | | | | | | | | | | | |

** 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.