



НИФИ

НАУЧНО-ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ
ФИНАНСОВЫЙ ИНСТИТУТ
МИНФИНА РОССИИ

КРАТКОСРОЧНЫЕ ГЛОБАЛЬНЫЕ ТРЕНДЫ

июнь 2021 года

ЦЕНТР ПЕРСПЕКТИВНОГО ФИНАНСОВОГО
ПЛАНИРОВАНИЯ, МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА
СТАТИСТИКИ ФИНАНСОВ



КРАТКОСРОЧНЫЕ ГЛОБАЛЬНЫЕ ТРЕНДЫ

28 июня 2021 года

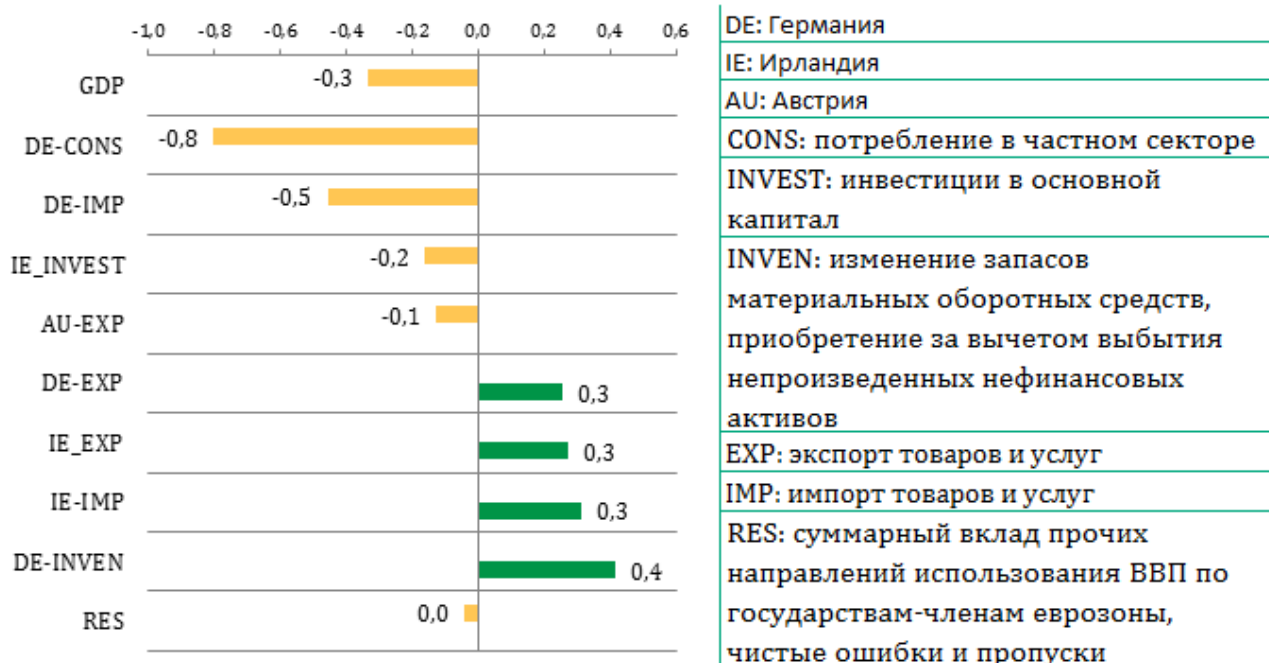
В выпуске

- Оценка циклического момента в экономике еврозоны (с. 2)
- Проект регламента Евросоюза о криптовалютах и распределенном реестре (с.7)

Оценка циклического момента в экономике еврозоны. В фокусе этого выпуска «Трендов» – обстановка в еврозоне.

Суммарный ВВП валютного союза в первом квартале нынешнего года сократился на 0,3% относительно предыдущего квартала. Основной причиной был продолжающийся спад потребления домохозяйств. Оно уменьшилось на 1,2% q-o-q, в том числе в Германии на 5,4%. Сказываются сохраняющиеся ограничения социальных контактов в целях профилактики распространения COVID-19, снижение доходов и потери рабочих мест из-за последствий пандемии.

Вклады по направлениям использования ВВП и отдельным национальным экономикам еврозоны представлены на рисунке 1.



.Рис. 1 Вклады направлений использования (импорт – вычетом из произведенной добавленной стоимости) в изменение ВВП еврозоны в I кв. 2021 г. q-o-q (п.п.)

Источник: по данным Eurostat (<https://ec.europa.eu/eurostat/web/main/home>).

Вместе с тем, ситуация в еврозоне приобретает новые, оптимистичные черты. Инвестиции в основной капитал немного увеличились во многих отдельных государствах еврозоны и на уровне валютного союза в целом. Их сокращение в Ирландии можно рассматривать как исключение, обусловленное причиной частного характера – исчерпанием эффекта роста инвестиций, который ранее оказывало перемещение бизнесов из покинувшего Евросоюз Соединенного Королевства.

Возрос суммарный чистый экспорт товаров и услуг странами еврозоны. В частности, Ирландия пользуется преимуществами, полученными вследствие Брекзита: нарастила внешние поставки, сократила закупки на внешних рынках. Но и в ряде других стран (Бельгии, Нидерландах, Испании, Греции) чистый экспорт также увеличился.

По заключению совместного комитета CEPR-EABCN по датировке деловых циклов в еврозоне, в настоящее время цикл находится в фазе рецессии, начавшейся после достижения в четвертом квартале 2019 года пика предыдущего циклического подъема. В пресс-релизе, выпущенном 29 марта нынешнего года, комитет подтвердил, что, по его заключению, рецессия продолжается¹.

Chronology of Euro Area Business Cycles

The Committee has identified the peak and trough quarters since 1970:

Date	Peak / Trough	Announcement Date
2019 Q4	Peak	29 September 2020
2013 Q1	Trough	1 October 2015
2011 Q3	Peak	15 November 2012
2009 Q2	Trough	4 October 2010
2008 Q1	Peak	31 March 2009
1993 Q3	Trough	22 September 2003
1992 Q1	Peak	22 September 2003
1982 Q3	Trough	22 September 2003
1980 Q1	Peak	22 September 2003
1975 Q1	Trough	22 September 2003
1974 Q3	Peak	22 September 2003

Therefore, the Euro Area expanded until 1974. Since then there have been five complete cyclical episodes (recession followed by expansion).

¹ <https://eabcn.org/dc/news>

Копия из <https://eabcn.org/dc/chronology-euro-area-business-cycles>.

На этом фоне отметим, что индекс экономических настроений в еврозоне, расчет которого осуществляется ежемесячно по утвержденной Еврокомиссией методологии, по последнему зафиксированному на сегодняшний день значению в мае нынешнего года был выше, чем когда-либо после достижения своего предыдущего циклического максимума в конце 2017 – начале 2018 годов. Данный показатель проиллюстрирован на рисунке 2, где затемненные зоны означают периоды рецессий.

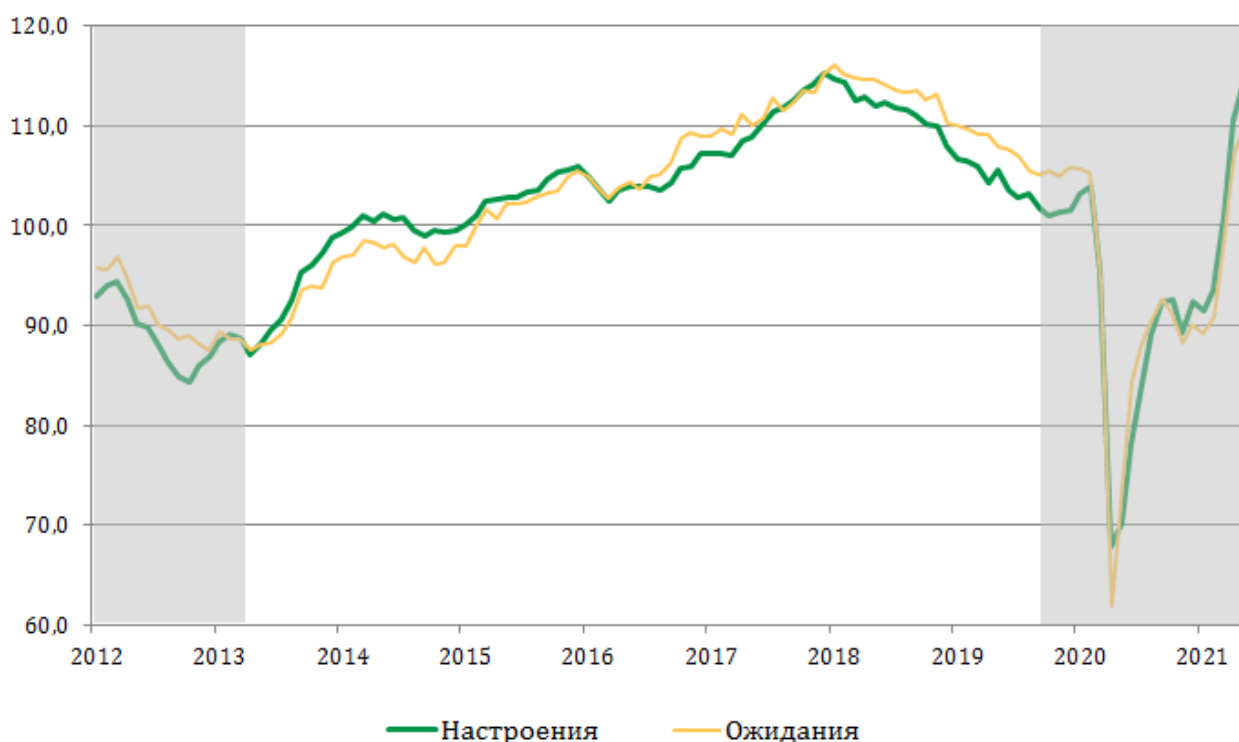


Рис. 2 Еврозона: Economic Sentiment Indicator (среднее значение за 2000-2020 годы = 100)

Источник: European Commission (https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/indicators-statistics/economic-databases/business-and-consumer-surveys_en).

Интегральный индекс складывается из пяти секторальных компонентов: промышленность, сфера услуг, строительство, розничная торговля и потребительский сектор (настроения потребителей). Сравнение с маем 2019 года, используемое нами, чтобы избежать искажающего эффекта последствий пандемии COVID-19, который отчетливо проявлялся бы при сопоставлении с маем 2020 года, позволяет заключить, что главным источником оптимистичных настроений сейчас является промышленность, а также (в намного меньшей степени) сектор розничной торговли (рис. 3).

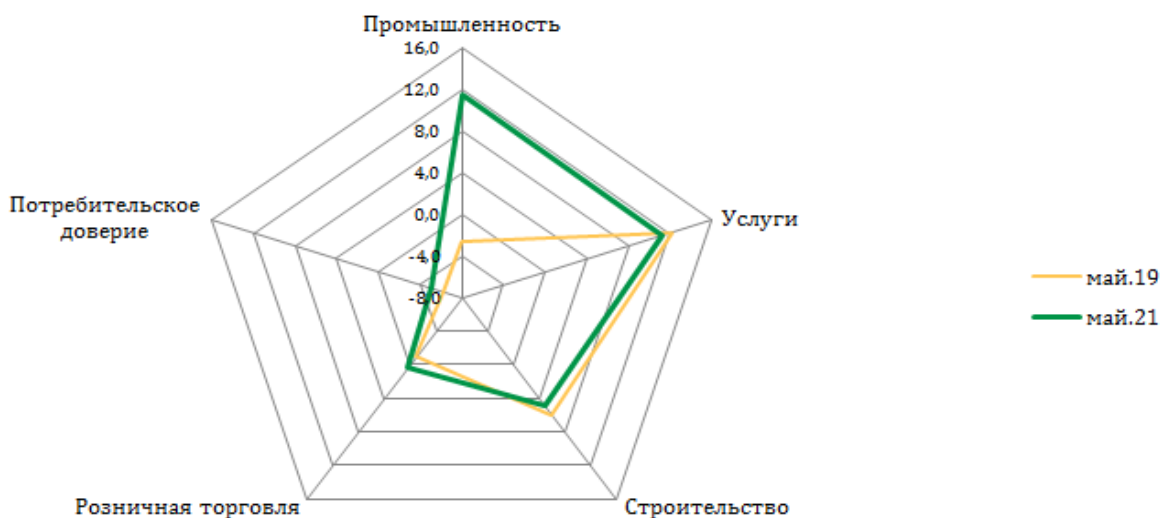


Рис. 3 Результаты секторальных обследований деловых настроений в еврозоне в мае 2021 и 2019 годов (баланс положительных и отрицательных оценок в секторальных опросах)

Источник: см. выше.

Из детализированного сравнения результатов проведенных в мае 2019 и 2021 годов секторальных обследований в промышленности отчетливо видно, что источником нынешнего оптимизма служит наблюдаемый и ожидаемый рост цен (рис. 4).

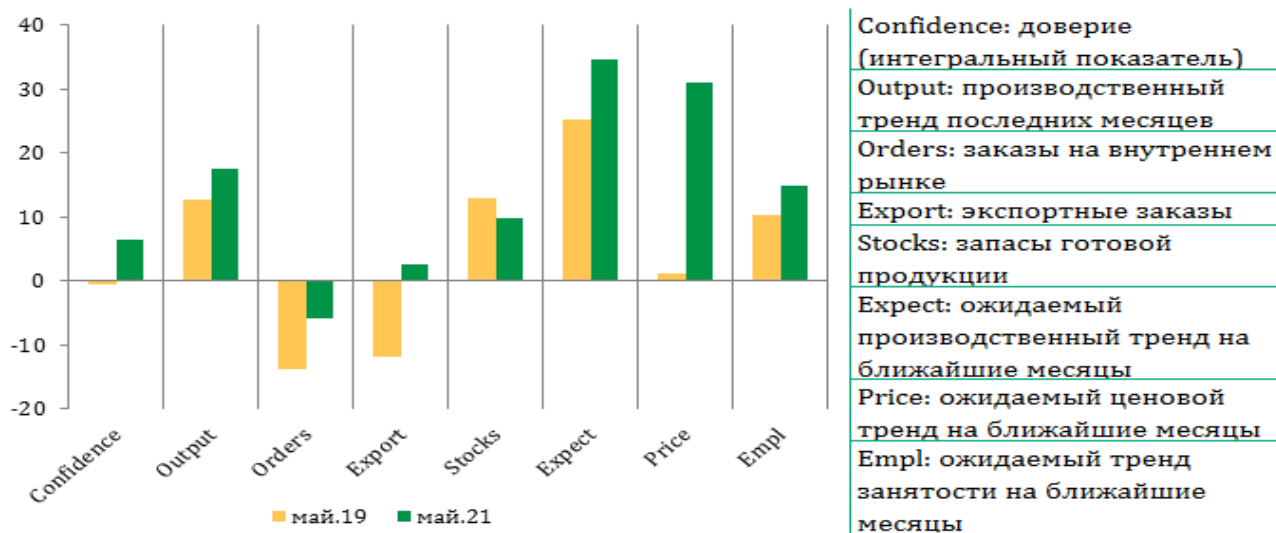


Рис. 4 Результаты обследования деловых настроений в промышленном секторе экономики еврозоны в мае 2021 и 2019 годов (баланс положительных и отрицательных оценок по позициям секторального опроса)

Источник: см. выше.

Иначе говоря, промышленность ориентируется на инфляционный сценарий пост-пандемического восстановления, и наблюдаемая высокая инфляция служит тому наглядным подтверждением (в мае – 2,0% у-о-у).

С позиций потребителей поводами для оптимизма являются наблюдаемое улучшение общей экономической ситуации в связи с отменой части ограничительных мер, введенных в условиях пандемии, и адаптацией к сохраняющимся ограничениям, а также улучшение перспектив в отношении занятости. Инфляционные ожидания остаются статично высокими (рис. 5).

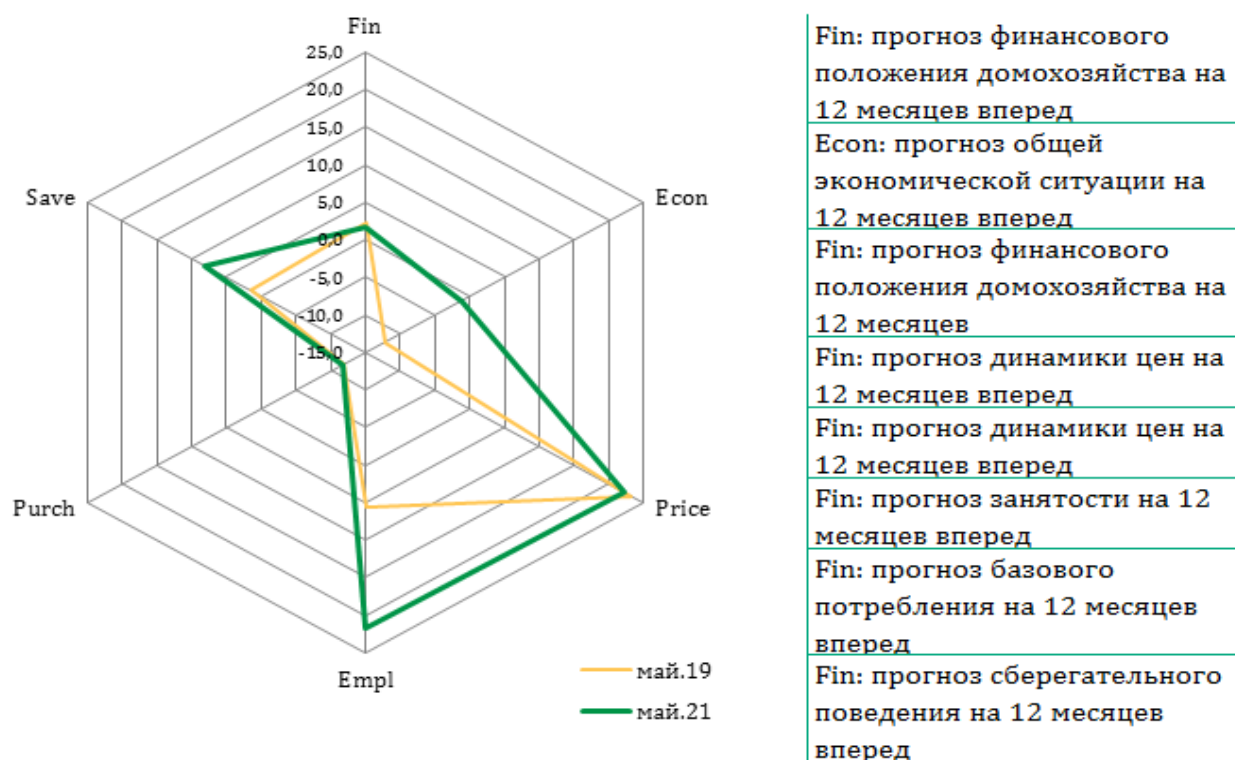


Рис. 5 Результаты обследования потребительских настроений в еврозоне в мае 2021 и 2019 годов (баланс положительных и отрицательных оценок по позициям секторального опроса)

Источник: см. выше.

Следует отметить, что в случае анализа изменений в настроениях замена статистической базы (2019 год вместо 2020-го) не позволяет сколь-либо надежно сгладить влияние искажающих факторов, так как настроения и ожидания, так или иначе, формируются на базе позитивного или негативного опыта, пережитого непосредственно в недавнем прошлом.

В нынешних обстоятельствах мы не усматриваем убедительных признаков возможного разворота делового цикла в еврозоне на горизонте второго-третьего кварталов.

Проект регламента Евросоюза о криптовалютах и распределенном реестре. В 2020 году Еврокомиссией был опубликован пакет инициатив по принятию законодательных актов, регулирующих рынки цифровых активов. Позиция Еврокомиссии в отношении цифровых активов, сформировавшаяся в ходе предварительных консультаций с отраслевыми регуляторами (Евросистемой, Европейской банковской администрацией, Европейской администрацией рынка ценных бумаг), заключается в следующем:

1. Цифровые активы подразделяются на два основных класса: обладающие свойствами инвестиционного инструмента (инвестиционные токены) и не обладающие такими свойствами;
2. Инвестиционные токены (токенизированные ценные бумаги), источником возникновения которых является первичное предложение (securities token offering), рассматриваются как объект регулирования в рамках директивы Евросоюза о рынках финансовых инструментов (MiFID);
3. Токены, не обладающие свойствами инвестиционных инструментов («платежные токены»), механизмом возникновения которых служит вознаграждение нового владельца за расширение базы данных (распределенного реестра), в которой происходит их обращение, как и применение самой технологии распределенного реестра в целях создания платежных систем, становятся объектом регулирования в рамках нового регламента о рынках криптоактивов (MiCA²), проект которого является частью упомянутого выше пакета законодательных инициатив.

В целом Еврокомиссия следует той же концепции дифференцированного регулирования цифровых финансовых активов и частных криптовалют, на которой базируется российское законодательство (Федеральный закон от 31.07.2020 № 259-ФЗ о цифровых финансовых активах и цифровой валюте).

В рамках проекта регламента MiCA цифровые активы, не обладающие свойствами инвестиционных инструментов, в свою очередь подразделяются на три категории:

- токены, предназначенные для использования в качестве платежного средства и не претендующие на сохранение устойчивой стоимости в эквиваленте законного платежного средства (в том числе обычные частные криптовалюты);

² Regulation on Market of Crypto-assets (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52020PC0593>).

- привязанные к активам платежные токены, претендующие на сохранение устойчивой стоимости в фиатной валюте или определенном товаре, либо в их комбинации (стейблкоины);
- прочие токены, в том числе служебные (предоставляющие владельцам право на использование продукта или услуги осуществившего их выпуск лица).

Частные криптовалюты (но не стейблкоины) выводятся под запрет. В этом отражается категоричная позиция властей Германии в отношении частных цифровых инструментов, претендующих на конкуренцию с законным платежным средством. Вместе с тем, остается возможность использования технологии распределенного реестра (в том числе блокчейна) для создания систем электронных денег в их традиционном понимании: предоплаченных инструментов с фиксированным паритетом по отношению к законному платежному средству. В терминологии проекта такого рода предоплаченные инструменты определяются как «токенизированные электронные деньги» (e-money tokens).

Эмитентами токенизированных электронных денег (ТЭД) могут быть кредитные организации и институты электронных денег (в определении директивы 2009/110/ЕС³), то есть, те же лица, которые в рамках действующего европейского законодательства вправе осуществлять выпуск электронных денег в традиционном понимании (в системах, использующих технологии, отличные от распределенного реестра). Эмитент обязан в рамках установленных в его платежной системе правил по требованию владельца ТЭД обменивать их на законное платежное средство по лицевой стоимости. Запрещается уплата процентного вознаграждения за владение ТЭД. Теоретически ТЭД могут рассматриваться и как реалистичный прообраз для будущих цифровых денег центральных банков (токенизированной фиатной денежной единицы государства).

В отношении стейблкоинов проект регламента предусматривает, что они могут размещаться в Евросоюзе и допускаться к торговле на электронных платформах в Евросоюзе только при условии, что их эмитентами являются юридические лица, созданные в Евросоюзе и получившие соответствующее разрешение в Евросоюзе, исходя из соответствия критериям прозрачности, профессиональной компетентности и добросовестности, обеспеченности резервами и иным критериям, предусмотренным проектом регламента.

Зафиксировано право владельцев стейблкоинов требовать обращения эмитентом токенов в действительные ценности во всех случаях, когда денежная стоимость токенов существенно отклоняется от стоимости ценностей, сохранение устойчивой покупательной способности

³ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/ALL/?uri=CELEX%3A32009L0110>

токенов по отношению к которым было обещано эмитентом, независимо от его убытков в результате инвестирования резервных активов. Запрещена выплата процентного вознаграждения в зависимости от срока владения стейблкоинами.

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

(отчетный квартал относительно соответствующего квартала предыдущего года, %)

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

* 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							
ОСНОВНЫЕ ТОРГОВЫЕ ПАРТНЕРЫ РОССИИ (доля в торговом обороте не менее 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							
	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							
	Еврозона*		2020	1,4	1,2	0,7	0,3	0,1	0,3	0,4	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
			2021	0,9	0,9	1,3	1,6	2,0						
	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
		2021	1,6	1,6	2,0	2,1	2,4							
	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							
	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	1,3							
	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							
	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							
	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							
	США (РСЕРП**)		2020	1,9	1,8	1,3	0,5	0,5	0,9	1,0	1,2	1,4	1,2	1,1
			2021	1,4	1,6	2,4	3,6							
	Китай		2020	5,4	5,2	4,3	3,3	2,4	2,5	2,7	2,4	1,7	0,5	-0,5
			2021	-0,3	-0,2	0,4	0,9	1,3						
	Индия		2020	7,6	6,6	5,8	7,2	6,3	6,2	6,7	6,7	7,3	7,6	6,9
			2021	4,1	5,0	5,5	4,2	6,3						
	Япония		2020	0,7	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1	0,3	0,2	0,0	-0,4	-0,9
			2021	-0,6	-0,4	-0,2	-0,4	-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	
		2021	0,6	1,1	1,5	2,3	2,6							
Турция		2020	12,2	12,4	11,9	10,9	11,4	12,6	11,8	11,8	11,8	11,9	14,0	
		2021	15,0	15,6	16,2	17,1	16,6							
Украина		2020	3,2	2,4	2,3	2,1	1,7	2,4	2,4	2,5	2,3	2,6	3,8	
		2021	6,1	7,5	8,5	8,4	9,5							
Британия		2020	1,8	1,7	1,5	0,8	0,5	0,6	1,0	0,2	0,5	0,7	0,3	
		2021	0,7	0,4	0,7	1,5	2,1							
Польша		2020	4,3	4,7	4,6	3,4	2,9	3,3	3,0	2,9	3,2	3,1	3,0	
		2021	2,6	2,4	3,2	4,3	4,8							
Венгрия		2020	4,7	4,4	3,9	2,4	2,2	2,9	3,8	3,9	3,4	3,0	2,7	
		2021	2,7	3,1	3,7	5,1	5,1							
Чехия		2020	3,6	3,7	3,4	3,2	2,9	3,3	3,4	3,3	3,2	2,9	2,7	
		2021	2,2	2,1	2,3	3,1	2,9							
Швейцария		2020	0,2	-0,1	-0,5	-1,1	-1,3	-1,3	-0,9	-0,9	-0,8	-0,6	-0,7	
		2021	-0,5	-0,5	-0,2	0,3	0,6							
Бразилия		2020	4,2	4,0	3,3	2,4	1,9	2,1	2,3	2,4	3,1	3,9	4,3	
		2021	4,6	5,2	6,1	6,8	8,1							
ЮАР		2020	4,5	4,6	4,1	3,0	2,1	2,2	3,2	3,1	3,0	3,3	3,2	
		2021	3,2	2,9	3,2	4,4								
Мексика		2020	3,2	3,7	3,3	2,2	2,8	3,3	3,6	4,1	4,0	4,1	3,3	
		2021	3,5	3,8	4,7	6,1	5,9							
Индонезия		2020	2,7	3,0	3,0	2,7	2,2	2,0	1,5	1,3	1,4	1,4	1,6	
		2021	1,6	1,4	1,4	1,4	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.