НИФИ

НАУЧНО-ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ ИНСТИТУТ МИНФИНА РОССИИ

КРАТКОСРОЧНЫЕ ГЛОБАЛЬНЫЕ ТРЕНДЫ

октябрь-ноябрь 2017 года

ЦЕНТР ПЕРСПЕКТИВНОГО ФИНАНСОВОГО ПЛАНИРОВАНИЯ, МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА СТАТИСТИКИ ФИНАНСОВ

КРАТКОСРОЧНЫЕ ГЛОБАЛЬНЫЕ ТРЕНДЫ

21 ноября 2017 года

Иллюзорное ускорение, потенциал налоговой реформы в США. В III квартале и в США, и в еврозоне наблюдалось повышение темпов роста ВВП относительно соответствующего квартала предыдущего года – до 2,3% в США (с 2,2% во II квартале), 2,5% в экономике европейского валютного союза (с 2,3%).

Темпы роста ВВП в трех крупнейших экономиках мира – у-о-у (%)

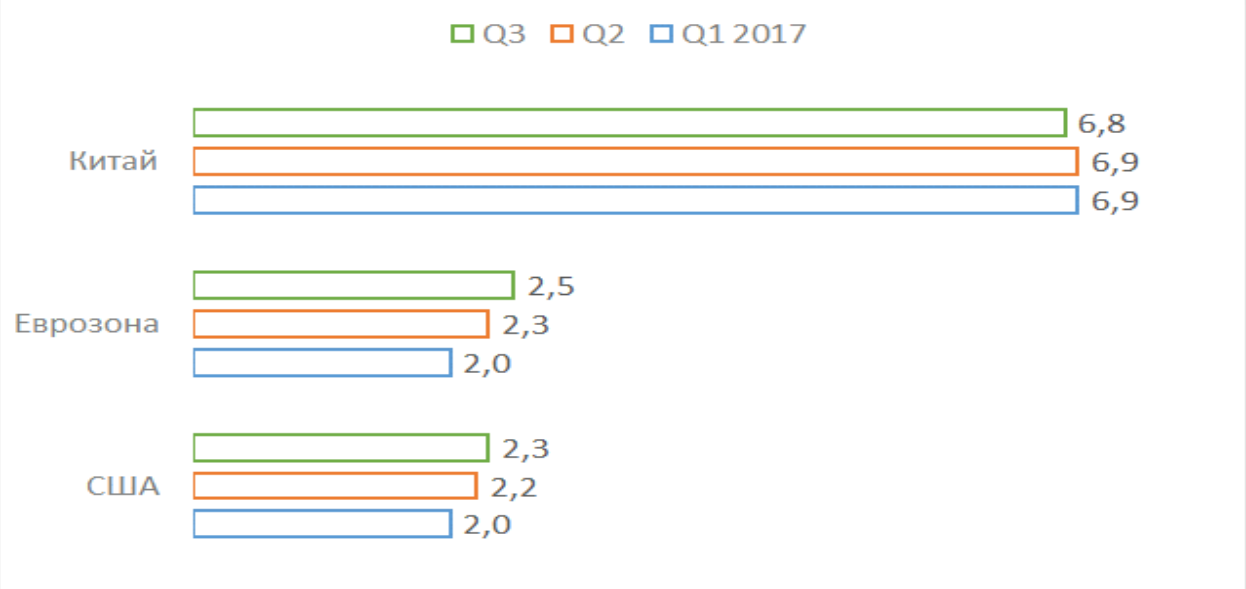


Рис.1 Темпы роста ВВП в трех крупнейших экономиках мира

Это – иллюзия ускорения, созданная целиком эффектом статистической базы. В США – результат всего лишь на ½ процента более высоких темпов прироста ВВП из квартала в квартал (q-o-q) в июле-сентябре нынешнего года чем за тот же квартал прошлого года. В еврозоне – следствие растущей дистанции во времени, отделяющей последний отчетный квартал от периода замедления «цепного» прироста во II-III кварталах 2016 года.

«Цепные» темпы роста (q-o-q) в обеих экономиках в последние два квартала оставались относительно высокими – 0,7-0,8% в США[1], 0,6-0,7% в еврозоне – но в обоих случаях были в III квартале меньше чем в предыдущем.

[1] В американских источниках официальной статистической информации принято выражать темпы квартального прироста ВВП в процентах годовых, т.е. в данном случае – 3,0-3,1%.

Небольшая потеря динамизма «цепного» прироста ВВП в США в III квартале стала следствием уменьшения вклада со стороны конечного потребления в частном секторе. Оно было отчасти компенсировано ускорившимся накоплением запасов материальных оборотных средств (следует отметить, что в уточненных данных за II квартал не наблюдается сокращения инвентарных запасов, о котором сообщалось три месяца назад). При этом не было дальнейшего оживления инвестиционной активности – она лишь сохранялась на уровне II квартала и по-прежнему была сконцентрирована во вложениях в оборудование и нематериальные активы (что, скорее всего, объясняется новым витком актуализации IT-продуктов). Объемы потребления и инвестиций в госсекторе в I-III кварталах текущего года не оказывали существенного влияния на темпы роста ВВП ни из квартала в квартал, ни из года в год.

Что касается отрицательного чистого экспорта товаров и услуг, в течение девяти месяцев (январь-сентябрь) ослабление доллара способствовало его уменьшению (с декабря 2016 года по сентябрь нынешнего доллар потерял 7,5% своей стоимости относительно корзины валют торговых партнеров США в их широком составе). Однако эта тенденция развивалась медленно: в I-III кварталах внешнеторговый дефицит, сокращаясь, вносил положительные вклады в рост ВВП из квартала в квартал, но, оставаясь больше чем в предыдущем году, – отрицательный вклад в годовые темпы. Выглядит вероятным, что позитивный вклад со стороны чистого экспорта проявится в годовых темпах роста ВВП в IV квартале (хотя надо отметить, что с октября номинальный эффективный курс доллара уже «отыграл» назад примерно на 2,5% своего снижения за предшествовавший период с начала года).

Из-за неполноты имеющихся сейчас статистических данных о ВВП еврозоны в III квартале (в том числе из-за отсутствия пока информации о его структуре по направлениям использования) трудно определить причины снижения «цепного» (из квартала в квартал) темпа его прироста. Можно только предположить, что решающий отрицательный вклад пришел со стороны «периферии» валютного союза (замедление роста ВВП в Нидерландах было уравновешено по вкладу его ускорением в Германии; колебания темпов роста ВВП во Франции и Италии не оказали существенного влияния на разницу между показателями для всей еврозоны во II и III кварталах).

Специфика нынешнего момента такова, что высокие и даже повышающиеся годовые темпы роста ВВП в основных постиндустриальных экономиках могут и дальше создавать лишь иллюзию ускорения, если не появятся новые импульсы. Сейчас важно, что может стать их источником.

Индекс номинального эффективного курса доллара США (январь 1997 года = 100)

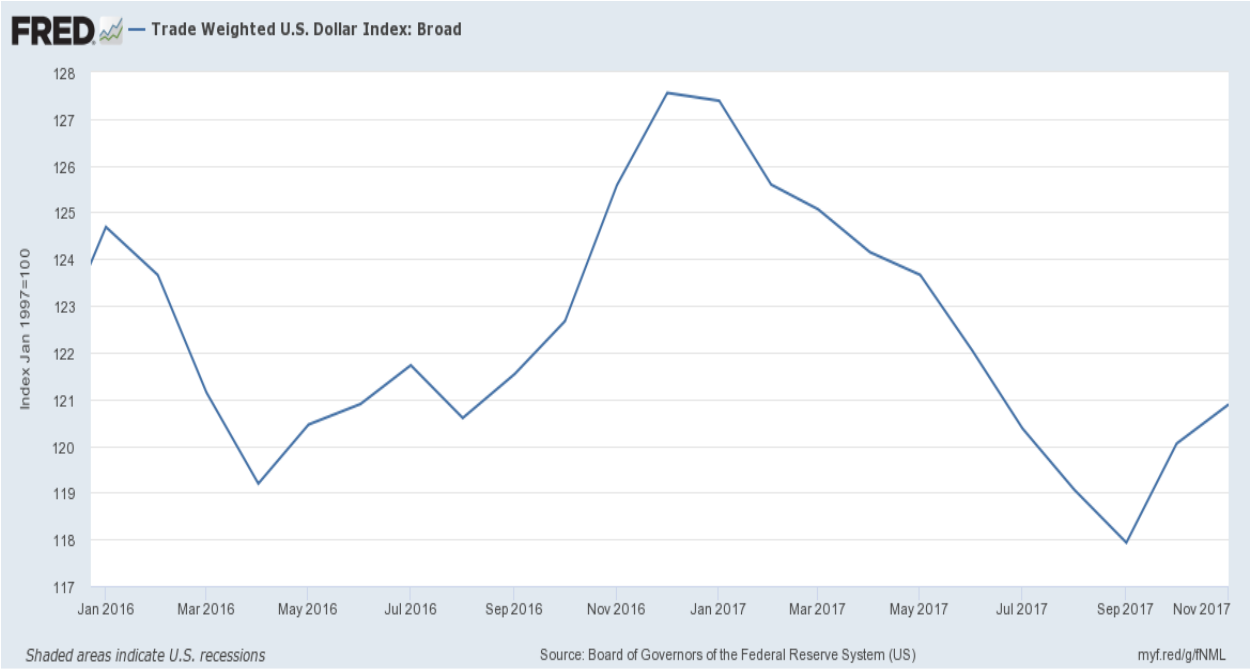


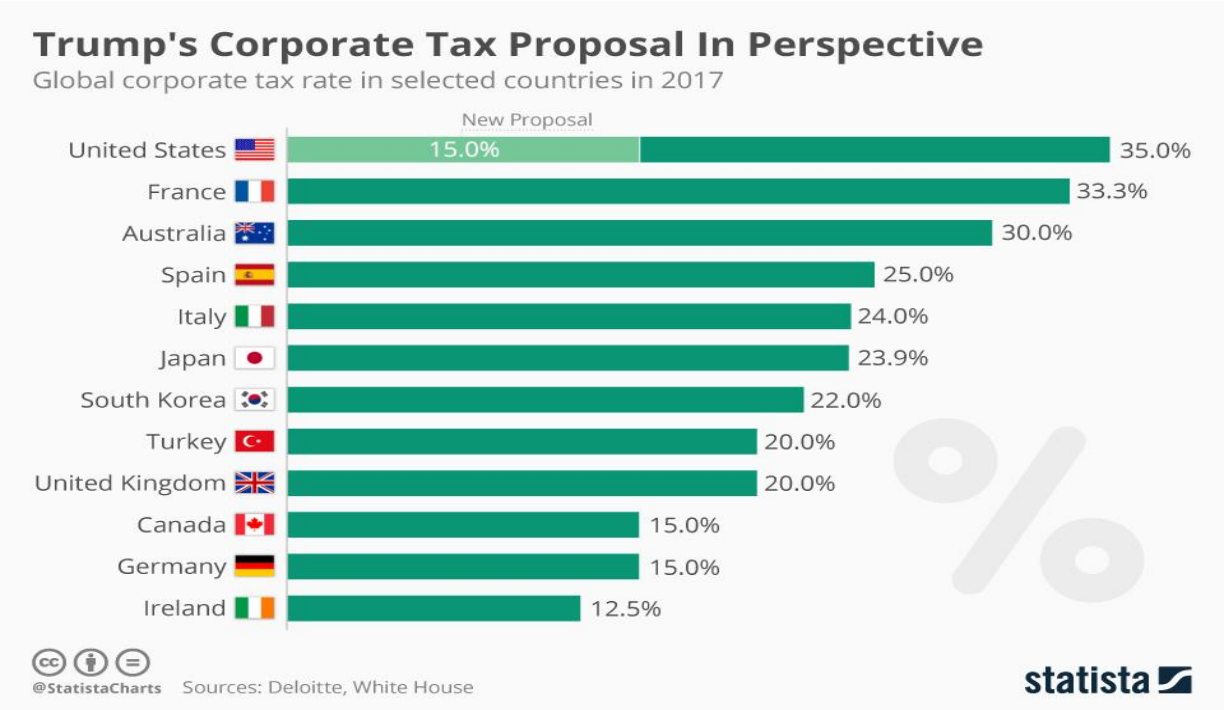
Рис. 2 Индекс номинального эффективного курса доллара США // fred.stlouisfed.org

Рост ВВП США в годовом выражении в следующие два квартала может ускоряться – вплоть до 2,6% у-о-у в IV квартале нынешнего года, 3,1% у-о-у в I квартале следующего – исключительно за счет эффекта статистической базы (а ниже указанных планок – даже с частичной потерей «цепных» темпов). При этом ФРС все интенсивнее свертывает монетарные стимулы – теперь уже не только повышая процентные ставки, но и отзывая ликвидность с финансового рынка. Поэтому особое значение приобретает налоговая реформа. После долгих (с апреля нынешнего года) отлагательств 16 ноября Палатой представителей Конгресса США был утвержден законопроект о внесении соответствующих поправок в налоговое законодательство.

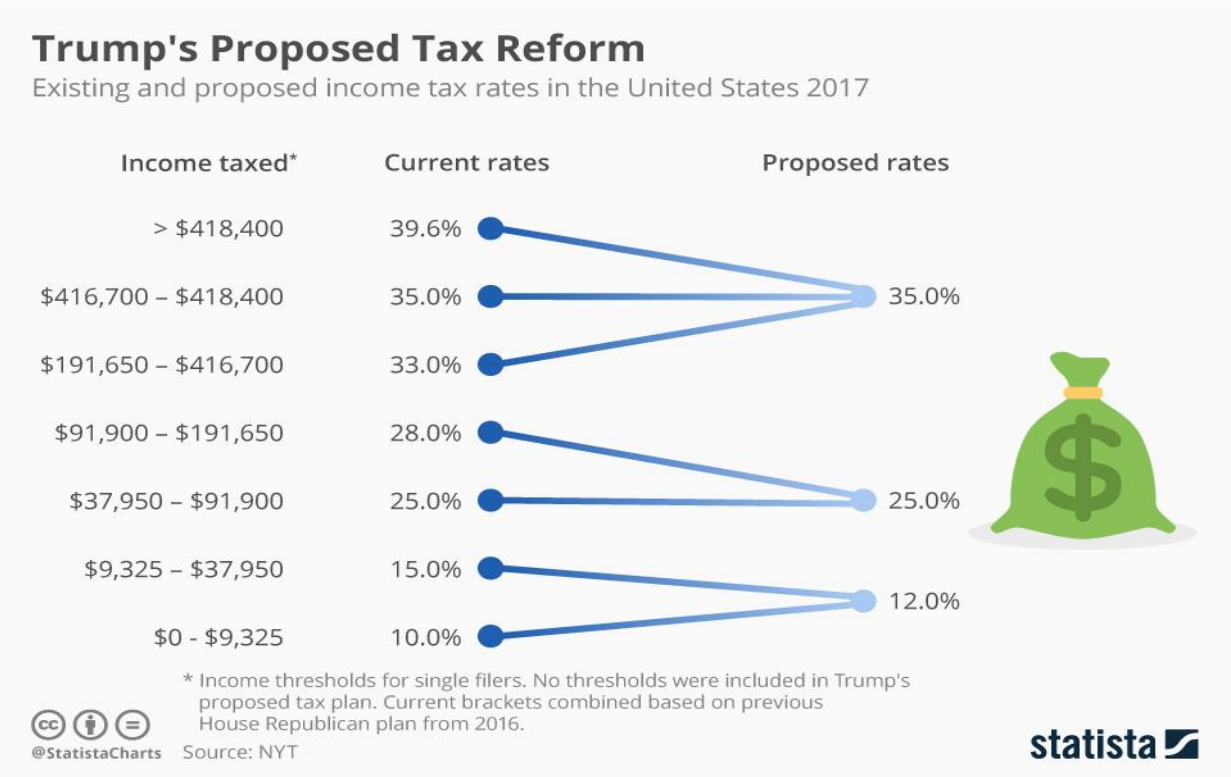
Реформа включает:

- ✓ снижение налога на прибыль корпораций с 35 до 20% при общем режиме налогообложения;
- ✓ налог 25% для компаний, действующих в режиме «сквозного налогообложения» (pass-through taxation), т.е., обществ с ограниченной ответственностью и партнерств, прибыль которых не облагается налогом отдельно от налогообложения дивидендов, выплаченных акционерам;

- ✓ уменьшение числа разрядов в шкале прогрессивного подоходного налога с физических лиц с семи до трех и сокращение разрыва между ставками налога: 12, 25 и 35% вместо нынешних 10, 15, 25, 28, 33, 35 и 39,6% (уменьшается нагрузка на налогоплательщиков с годовым доходом, попадающим в разряд облагаемого по максимальной ставке);
- ✓ для компенсации роста нагрузки на малообеспеченных налогоплательщиков – увеличение примерно в вдвое размеров стандартного вычета из налогооблагаемого годового дохода для разных категорий плательщиков подоходного налога (одинокие лица, главы домохозяйств, супружеские пары при солидарном налогообложении);
- ✓ отмена альтернативного минимального налога (на доходы лиц, избегающих налогообложения в обычном режиме за счет налоговых льгот);
- ✓ вместе с тем – отмена вычета налогов, уплаченных штатам, из налогооблагаемого дохода на федеральном уровне, и большинства целевых вычетов (кроме благотворительности и уплаты процентов по ипотечным кредитам);
- ✓ другие меры, в том числе отмена налога (40%) на наследуемые движимые и недвижимые активы, введение единовременного налога на репатриацию активов из-за рубежа, оптимизация системы налоговых стимулов, увеличение налогового кредита на помощь семьям с несовершеннолетними детьми.



* Снижение налога на прибыль корпораций до 15% – исходный проект Администрации (согласно законопроекту, утвержденному Палатой представителей – 20%).



Ожидается, что налоговая реформа стимулирует деловую активность в ближайшие годы, что помогло бы продлить фазу циклического подъема в американской экономике. Однако решение о налоговой реформе еще не является свершившимся фактом, поскольку законопроект должен быть утвержден Сенатом, в котором продвигается альтернативный вариант (соотношение политических сил в верхней палате Конгресса сейчас не создает безусловного перевеса Республиканской партии). Кроме того, следствием налоговой реформы станет увеличение потребностей в долговом финансировании бюджета, по оценкам, на 2-2,5 трлн долл., что может стать дополнительным фактором роста процентных ставок на американском финансовом рынке.

Что касается еврозоны, в III квартале возможности повышения годовых темпов роста ее ВВП за счет эффекта статистической базы были полностью исчерпаны. Начиная с IV квартала отсутствие новых позитивных импульсов будет с большой вероятностью превращаться в фактор замедления роста. Причем, в еврозоне нет существенного пространства для маневра в денежно-кредитной политике на уровне всего валютного союза или налогово-бюджетной политике в отдельных странах. Расходы на социальную адаптацию беженцев усиливают нагрузку на финансовые системы, но не создают экономически продуктивного эффекта. Дополнительный риск связан с развитием ситуации в Германии, где наблюдаются признаки серьезного политического кризиса.

Прогнозы Еврокомиссии. «Темпы экономического роста, движимые устойчивым состоянием потребления в частном секторе, усиливающейся поддержкой со стороны глобального подъема, раскрепощающими финансовыми условиями и заметными подвижками к лучшему на рынке труда, в первой половине нынешнего года превзошли ожидания. Инвестиции, пусть и отставая от общего прогресса, тоже демонстрируют признаки восстановления в общеевропейских масштабах. Позитивные настроения потребителей и бизнес-сообщества, подкрепляемые снижением рисков, внушают уверенность в сохранении прочных основ экономического роста в ближайшем будущем».

Эти слова предваряют опубликованный в начале ноября очередной выпуск издаваемого Еврокомиссией трижды в год обзора «Экономический прогноз для Европы»[2], но сразу же вливаются в контекст, который свидетельствует о не столь твердой «уверенности в завтрашнем дне».

«Тем не менее, циклический подъем, непрерывная продолжительность которого сейчас насчитывает 18 кварталов, по-прежнему остается неполным. Он также и нетипичен, принимая во внимание его зависимость от поддержки мерами макроэкономической политики, сохраняющиеся – унаследованные со времени кризиса – слабые места в системе государственных и частных финансов, а также подавленное состояние внутреннего спроса, если сравнивать с прежними циклами. Рынок труда все еще слаб, а производительность повышается медленно – эти факторы по-прежнему препятствуют росту заработных плат, тем самым подавляя и развитие инфляционных процессов».

Речь идет о том, что ситуация с занятостью, действительно, улучшается (здесь лидирует Германия), настроения потребителей становятся оптимистичнее, спрос на потребительском рынке растет, но все это происходит медленнее и слабее, чем должно было бы быть по истечении четырех с половиной лет циклического подъема деловой активности, и нет никакой уверенности в том, что, если отозвать хотя бы часть стимулов со стороны денежно-кредитной политики, не рухнет вся нынешняя «конструкция» восходящей фазы цикла. При этом государства-члены еврозоны, ставшие источником проблем, следствием которых был кризис суверенных долгов, не до конца справились с ними, а в частном секторе продолжаются процессы финансового делевериджа, банки все еще находятся под прессом просроченных долгов. В отсутствие новых ожидаемых импульсов к повышению деловой активности Еврокомиссия придерживается сценария на 2018-2019 годы в котором замедление роста занятости и потребительских расходов «приглушает» темпы экономического роста в целом.

[2] European Economic Forecast. Autumn 2017. European Commission Institutional Paper 063, November 2017.

Table 1:

Overview - the autumn 2017 forecast

	Real GDP			Inflation			Unemployment rate			Current account			Budget balance		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Belgium	1.7	1.8	1.7	2.2	1.4	1.6	7.3	7.0	6.8	-1.0	-1.1	-0.9	-1.5	-1.4	-1.5
Germany	2.2	2.1	2.0	1.7	1.5	1.6	3.7	3.5	3.2	7.8	7.5	7.2	0.9	1.0	1.1
Estonia	4.4	3.2	2.8	3.7	3.0	2.7	6.9	7.7	8.5	2.3	2.3	2.4	-0.2	-0.4	-0.5
Ireland	4.8	3.9	3.1	0.3	0.8	1.2	6.1	5.5	5.3	2.9	2.5	2.3	-0.4	-0.2	-0.2
Greece	1.6	2.5	2.5	1.2	0.8	1.3	21.8	20.4	18.7	-0.2	0.4	1.0	-1.2	0.9	0.8
Spain	3.1	2.5	2.1	2.0	1.4	1.5	17.4	15.6	14.3	1.7	1.9	1.9	-3.1	-2.4	-1.7
France	1.6	1.7	1.6	1.1	1.2	1.5	9.5	9.3	8.9	-3.0	-2.8	-2.6	-2.9	-2.9	-3.0
Italy	1.5	1.3	1.0	1.4	1.2	1.5	11.3	10.9	10.5	2.5	2.5	2.3	-2.1	-1.8	-2.0
Cyprus	3.5	2.9	2.7	1.0	1.1	1.4	11.0	10.0	9.3	-5.4	-6.2	-6.8	1.1	1.4	1.9
Latvia	4.2	3.5	3.2	2.9	2.8	2.9	8.4	7.9	7.3	-1.4	-1.6	-1.2	-0.9	-1.0	-1.1
Lithuania	3.8	2.9	2.6	3.8	2.9	2.5	7.3	6.8	6.4	-0.7	-0.3	-0.4	0.1	0.2	0.2
Luxembourg	3.4	3.5	3.3	2.1	1.7	1.9	6.1	5.9	6.0	4.6	4.8	4.7	0.5	0.3	0.4
Malta	5.6	4.9	4.1	1.3	1.5	1.8	4.2	4.0	4.0	9.6	9.4	9.8	0.9	0.5	0.5
Netherlands	3.2	2.7	2.5	1.3	1.5	2.2	4.8	4.0	3.5	9.1	8.7	8.4	0.7	0.5	0.9
Austria	2.6	2.4	2.3	2.0	1.6	1.7	5.6	5.5	5.4	2.2	2.9	3.7	-1.0	-0.9	-0.6
Portugal	2.6	2.1	1.8	1.5	1.4	1.5	9.2	8.3	7.6	0.1	0.2	0.2	-1.4	-1.4	-1.2
Slovenia	4.7	4.0	3.3	1.6	1.5	1.8	6.8	5.9	5.2	5.9	5.4	4.9	-0.8	0.0	0.4
Slovakia	3.3	3.8	4.0	1.3	1.7	2.0	8.3	7.4	6.6	0.8	0.7	1.3	-1.6	-1.0	-0.2
Finland	3.3	2.7	2.4	0.9	1.3	1.7	8.6	8.3	8.0	-1.1	-0.3	0.4	-1.4	-1.2	-0.8
Euro area	**2.2**	**2.1**	**1.9**	**1.5**	**1.4**	**1.6**	**9.1**	**8.5**	**7.9**	**3.0**	**3.0**	**2.9**	**-1.1**	**-0.9**	**-0.8**
Bulgaria	3.9	3.8	3.6	1.0	1.5	1.6	6.4	6.0	5.7	3.0	2.4	2.3	0.0	0.0	0.2
Czech Republic	4.3	3.0	2.9	2.4	2.1	2.0	3.0	2.9	2.9	-0.2	-0.3	-0.6	1.2	0.8	0.6
Denmark	2.3	2.0	1.9	1.0	1.4	1.7	5.9	5.6	5.5	8.4	8.3	8.2	-1.0	-1.0	-0.9
Croatia	3.2	2.8	2.7	1.3	1.5	1.6	11.1	9.2	7.5	3.1	1.9	1.9	-0.9	-0.9	-0.7
Hungary	3.7	3.6	3.1	2.3	2.6	3.0	4.2	4.0	4.0	4.3	3.3	3.2	-2.1	-2.6	-2.3
Poland	4.2	3.8	3.4	1.6	2.1	2.8	5.0	4.2	4.0	1.0	0.3	0.1	-1.7	-1.7	-1.9
Romania	5.7	4.4	4.1	1.0	2.9	3.0	5.3	5.1	5.0	-3.1	-3.2	-3.4	-3.0	-3.9	-4.1
Sweden	3.2	2.7	2.2	1.8	1.6	1.7	6.6	6.4	6.3	4.9	5.0	5.1	0.9	0.7	0.6
EU27	**2.4**	**2.2**	**2.0**	**1.6**	**1.5**	**1.8**	**8.2**	**7.7**	**7.2**	**3.0**	**2.9**	**2.9**	**-1.1**	**-0.9**	**-0.8**
United Kingdom	1.5	1.3	1.1	2.7	2.6	2.1	4.5	4.7	4.8	-5.1	-4.6	-4.4	-2.1	-1.9	-1.5
EU28	**2.3**	**2.1**	**1.9**	**1.7**	**1.7**	**1.8**	**7.8**	**7.3**	**7.0**	**1.7**	**1.8**	**1.8**	**-1.2**	**-1.1**	**-0.9**
USA	2.2	2.3	2.1	2.0	2.1	2.2	4.5	4.3	4.1	-2.7	-2.8	-2.9	-5.0	-4.9	-5.1
Japan	1.6	1.2	1.0	0.4	0.8	1.2	2.9	2.8	2.7	3.9	4.1	4.0	-4.3	-3.8	-3.1
China	6.8	6.5	6.2	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
World	**3.5**	**3.7**	**3.7**	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:

Источник: European Economic Forecast. Autumn 2017. Pg 1 // https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/upd_ip063_en.pdf

Прогноз Еврокомиссии для еврозоны: фактический и потенциальный ВВП, разрыв выпуска – у-о-у (%)

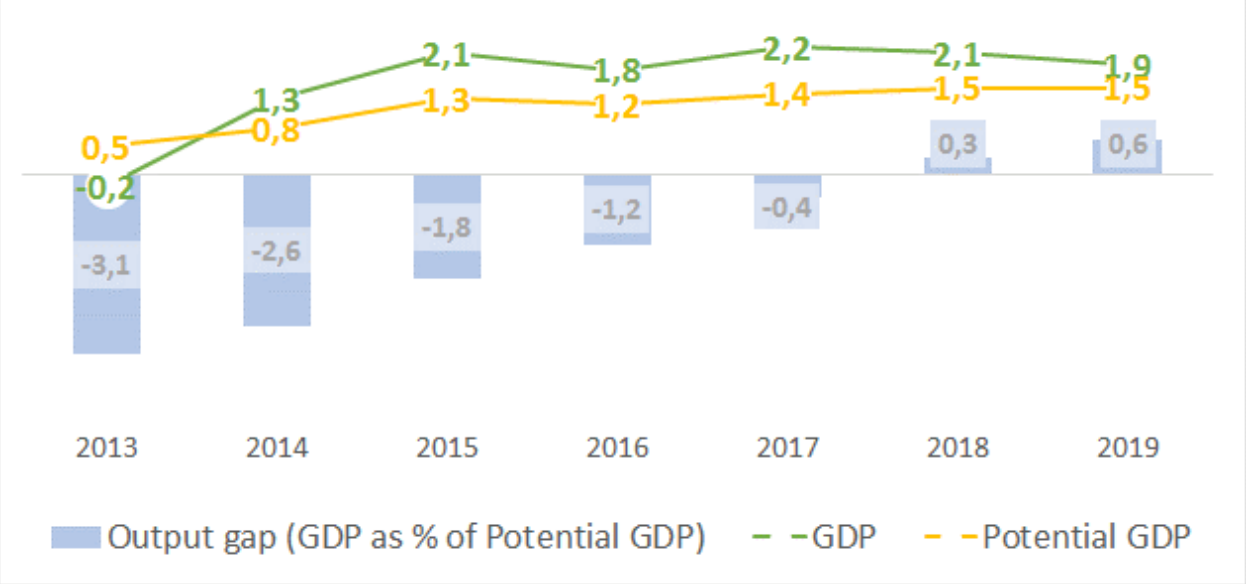


Рис. 3 Прогноз Еврокомиссии для еврозоны: фактический и потенциальный ВВП, разрыв выпуска

В 2017 году усиление инфляции не позволило реализоваться потенциалу роста реальной покупательной способности домохозяйств, созданному повышением номинальных располагаемых доходов благодаря увеличению занятости и благоприятным финансовым итогам деятельности компаний-работодателей (подчеркнем, что везде здесь речь идет о процессах, выражавшихся очень небольшими числовыми значениями). В 2018-2019 годах Еврокомиссия прогнозирует снижение динамизма предложения рабочих мест, что объясняется исчерпанием эффекта временных фискальных стимулов, применявшихся в отдельных экономиках, а в некоторых странах – разрывом между квалификационной структурой спроса на рабочую силу и ее предложения. Причем, по таким показателям, как сокращение количества отработанных часов на одного работника и сравнительно большое число занятых в режиме неполного рабочего дня по сравнению с докризисным периодом, ситуация на рынке труда не столь благополучна, как кажется на поверхности. Недавнее укрепление евро сдержит инфляцию в начале будущего года, тот же эффект окажет стабилизация ее энергетической и продовольственной составляющих, но в дальнейшем сценарий Еврокомиссии исходит из того, что разрыв выпуска становится положительным, и предполагает повышение инфляции. Нет условий для ускорения роста ни номинальных, ни реальных доходов домохозяйств, и частное потребление в прогнозе на 2018-2019 годы теряет темпы, которыми увеличивалось в предыдущие три года.

Прогноз Еврокомиссии для еврозоны: занятость, производительность и реальная оплата труда – у-о-у (%)

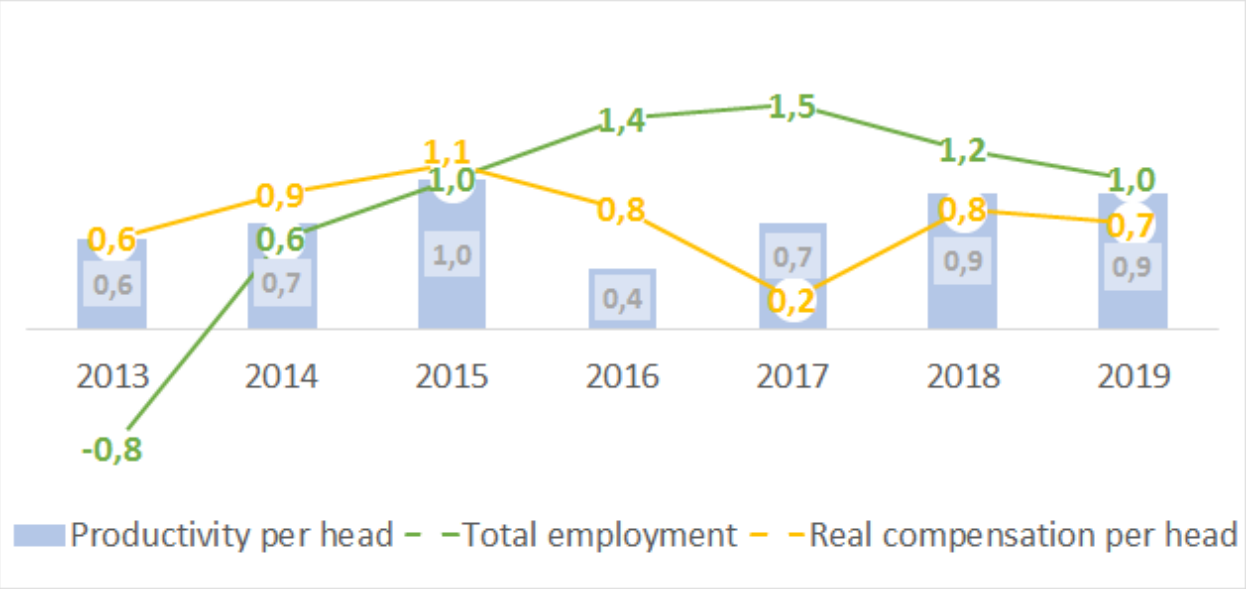


Рис.4 Прогноз Еврокомиссии для еврозоны: занятость, производительность и реальная оплата труда

«Пространство» для роста инвестиций в основной капитал пока сохраняется. Играет роль и доступность кредита (процентные ставки остаются низкими, банки уже не столь консервативны в отборе заемщиков), и увеличение прибыли нефинансовых компаний, которое позволяет им диверсифицировать источники фондирования инвестиций, в том числе за счет собственных средств. Со стороны спроса восходящая фаза инвестиционного цикла поддерживается достигнутым высоким уровнем эксплуатации производственных мощностей и потребностями в модернизации оборудования соответственно актуальным технологическим стандартам.

В числе факторов со стороны предложения Еврокомиссия упоминает и свою совместную с Европейским инвестиционным банком (ЕИБ) стратегическую инициативу «Инвестиционный план для Европы», рассчитанную на достижение кумулятивного эффекта по наращиванию инвестиций за счет государственно-частного партнерства на основе участия ЕИБ в софинансировании проектов и гарантийной поддержки со стороны Евросоюза. От лица Совета Европы и Европарламента 8 ноября было принято решение о продлении срока действия этой инициативы до конца 2020 года (первоначально она рассчитывалась на 2015-2017 годы) и повышении целевой планки кумулятивного эффекта по наращиванию инвестиций с 315 до 500 млрд евро.

Тем не менее, Еврокомиссия заложила в сценарий на 2019 год снижение темпов роста инвестиций в основной капитал, связывая этот прогноз, в частности, с несинхронностью развития в странах-членах еврозоны инвестиционных циклов в строительстве: в некоторых экономиках (Германия, Нидерланды) длительность восходящей фазы уже такова что предполагает замедление или перегрев отрасли.

Рост экспорта товаров и услуг из еврозоны набрал темпы в 2017 году и, по прогнозу, сохранит их в следующем. В сценарии внешний спрос повышается, а экспортеры готовы переносить эффект возможного укрепления евро на прибыль во избежание сокращения доли на рынках. С 2014 года импорт увеличивался с опережением экспорта. В 2017 году сказалось повышение цен на нефть, обернувшееся для еврозоны потерями в условиях торговли. В прогнозный период 2018-2019 ожидается их стабилизация, стабильным останется и разрыв между скоростью роста экспорта и импорта. При активном сальдо внешней торговли товарами и услугами еврозоны с остальным миром вклад чистого экспорта в динамику ВВП останется положительным, но будет по-прежнему убывать.

Прогноз Еврокомиссии для еврозоны: потребление и инвестиции – у-о-у (%)

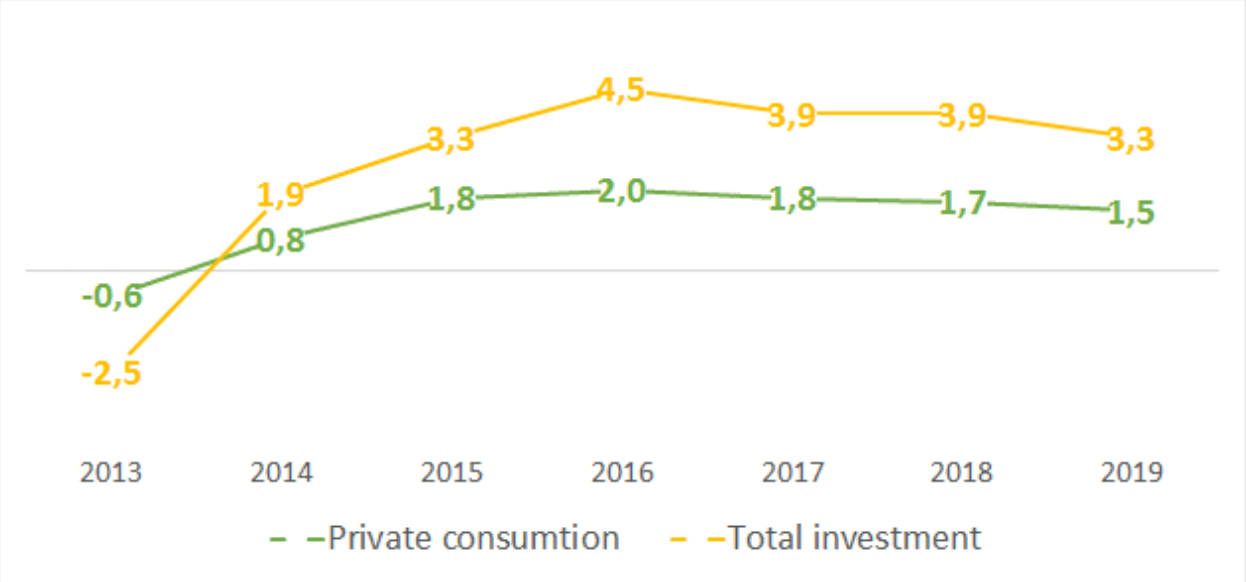


Рис.5 Прогноз Еврокомиссии для еврозоны: потребление и инвестиции

Прогноз Еврокомиссии для еврозоны: экспорт и импорт товаров и услуг – у-о-у (%)

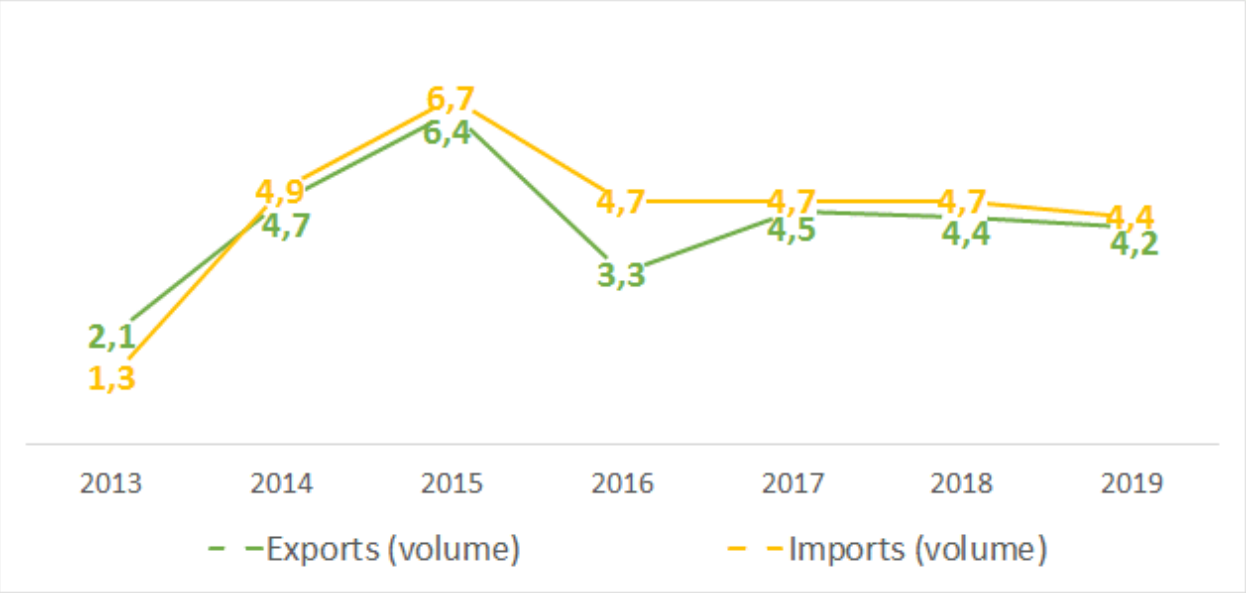


Рис.6 Прогноз Еврокомиссии для еврозоны: экспорт и импорт товаров и услуг

Еврокомиссия не закладывает в сценарий на ближайшие два года возможность того, что Евросистема будет отзывать стимулы, созданные с 2014 года после начала использования инструмента количественного смягчения (Asset Purchase Programme). Напомним, что с марта 2016 года ставка рефинансирования ЕЦБ имеет нулевое значение, а с середины 2014 года действует отрицательная процентная ставка по размещенным банками в Евросистеме депозитам, к которым с тех пор автоматически относятся все избыточные резервы банков. Объем ликвидности, которая предоставлена Евросистемой через покупку активов, составляет порядка 2,3 трлн евро.

Вместе с тем, сценарий не предполагает и новых монетарных стимулов; при этом отмечается, что сигналы, переданные по каналу реальных долгосрочных процентных ставок в прошлые годы, в то время «приглушалась» ослаблением инфляционных ожиданий. В прогнозе номинальные процентные ставки в краткосрочном и долгосрочном сегментах финансового рынка постепенно растут, но реально (с поправкой на наблюдаемую инфляцию или инфляционные ожидания) остаются отрицательными.

Не ожидаются и новые фискальные стимулы. В большинстве государств-членов еврозоны налогово-бюджетная политика будет проводиться в нейтральном ключе.

Говоря о рисках, Еврокомиссия, помимо сегодняшнего стандартного набора (ситуация вокруг КНДР, Brexit, внутриполитические проблемы в отдельных государствах еврозоны),

указывает на опасность большего, чем допускают сценарные условия, повышения процентных ставок, которое может иметь критическое значение для продолжения фазы подъема в текущем европейском цикле деловой активности, учитывая его нынешнюю особую зависимость от сохранения стимулирующей конструкции условий на финансовом рынке. Это может быть следствием непредвиденно высокой скорости ужесточения денежно-кредитной политики в США – высокие процентные ставки в долларах обернутся высокими премиями за риск для альтернативных рынков, включая европейские. Особенно опасной может стать ситуация, в которой кривая доходности по активам в евро будет крениться к вертикали сильнее, чем предполагается в базовом прогнозном сценарии. Также опасным может быть укрепление евро, если оно будет происходить в заметном отрыве от фундаментальных факторов.

В целом прогнозы Еврокомиссии являются еще одним аргументом в пользу того, что еврозона – не та экономика, со стороны которой сейчас можно ожидать новых импульсов, поддерживающих восстановительные процессы на глобальном уровне. Пока налоговая реформа в США – единственный убедительный повод для осторожного оптимизма.

Чжоу Сяочуань о нынешнем моменте в экономике Китая[3]. Годовые темпы роста ВВП Китая за последнее десятилетие снизились и в текущем году могут составить 6,9-7%. Основная движущая сила – потребление домохозяйств, причем сейчас новизна момента в том, что его вектор сместился с потребления товаров на потребление услуг. Как следствие, третичный сектор экономики (услуги) вносит все больший вклад в рост ВВП (объясняет его уже на 55%, а 15 лет назад объяснял только на 40%).

В условиях улучшающейся международной конъюнктуры внешнеэкономический сектор китайской экономики показывал в нынешнем году хорошие результаты, хотя профицит торгового баланса в долларовом эквиваленте все же сократился. Растущий импорт услуг ведет к уменьшению профицита текущего счета платежного баланса; по прогнозу, в нынешнем году он составит 1,2% ВВП. Больших дисбалансов во внешнем секторе нет, если сравнивать с другими странами.

Экономический рост способствует сохранению стабильной ситуации с занятостью. За восемь месяцев с начала текущего года в городах Китая появилось около 10 миллионов новых рабочих мест. Это – примерно тот темп, который необходим Китаю с учетом численности населения страны.

[3] По материалам выступления Председателя Народного банка Китая на 32-м Ежегодном международном банковском семинаре The Group of Thirty (15 октября 2017 года, Вашингтон).

О делевериджe. По показателям кредитной экспансии и роста денежной массы Китай в 2017 году вошел в фазу делевериджа. В целом долговая нагрузка на экономику – довольно высокая. Если посмотреть на секторальную декомпозицию, то долг госсектора – небольшой, долг домохозяйств также все еще мал, хотя и быстро нарастает. Главная проблема – очень высокое отношение корпоративного долга к ВВП. Благодаря низким процентным ставкам коэффициент обслуживания долга пока остается умеренным.

Как корпоративный сектор пришел к столь высокому левериджу и почему финансовые организации, в первую очередь коммерческие банки проявляли готовность кредитовать его в столь значительных объемах? Одна из причин - на нее указывают многие экономисты – заключается в масштабных займах, которые привлекали местные власти и власти провинций, используя различные финансовые схемы. Эти займы оказались включены в состав статистики корпоративного долга[4]; так что, на самом деле он переоценен. Однако, если отнести займы субнациональных властей к госсектору, изменится структура, но не величина совокупного долга и не ее соотношение с ВВП.

Займы властей на местах – следствие финансовой нагрузки, которую возлагает на них происходящий процесс урбанизации. Ключ к решению проблемы – перераспределение фискальных ресурсов и ответственности по финансированию бюджетных расходов между центром и регионами.

Об избытке производственных мощностей и урбанизации. В Китае принимались систематические меры по сокращению избыточных мощностей в производстве стали и цемента. Одна из причин избытка мощностей в этих секторах – масштабные программы инфраструктурного развития. Другая причина – быстрая урбанизация. В обоих случаях возникают потребности в большом количестве стали и цемента. Инфраструктурные проекты уже во многом реализованы, но урбанизация идет своим ходом.

Если основываться на данных регистрации граждан по месту жительства, уровень урбанизации составляет только 40% от численности населения. По данным официальной переписи населения – уже 50%. А, если взять результаты проводимых раз в полгода выборочных обследований, в городах проживает 57% населения. Эта цифра включает сельских жителей, которые пока находятся в процессе переселения – например, уже нашли работу, но пока не имеют жилья в городе или не перевезли семью на новое место. Так что, урбанизация идет, идет быстро и продолжает генерировать большие потребности в стали и цементе.

[4] До 2015 года власти провинций и приравненных к ним административные единиц Китая не имели права размещать займы (но использовали схемы в обход правил, как и муниципальные власти).

Правительство Китая привержено плану структурных реформ и оптимизационной политики, и при этом придает большое внимание защите окружающей среды. Поэтому оно взяло на себя обязательство добиваться десятипроцентного сокращения мощностей по производству стали и цемента. Определенный прогресс уже есть, что позволяет рассчитывать на достижение указанной цели.

О выводе производственных мощностей за пределы Китая. Китайская обрабатывающая промышленность разместила значительную часть трудоемких производств в странах АСЕАН. Все больше китайских инвесторов вкладываются в экономику стран Африки, где также размещена часть производственных мощностей. В результате меняется структура экономики самого Китая: в ней увеличивается доля сферы услуг, и это – правильный вектор. Но сфера услуг в Китае – это область экономической активности, в которой наблюдается слабая конкуренция. Сейчас в ней уже сформировались некоторые сильные отраслевые сегменты, но сохраняется задача развития относительно слабых, таких как образование и медицина.

О финансовой стабильности. В июле нынешнего года Национальным совещанием по финансовым вопросам (National Financial Work Conference; *англ.*) было принято решение учредить Комитет финансовой стабильности и развития. В будущем он сконцентрирует свою деятельность на четырех направлениях. Одно – проблема параллельного («теневого») банкинга. Работа в этом направлении началась два года назад и уже принесла результаты. Многие виды параллельной деятельности были реинтегрированы в традиционный банкинг и теперь отражаются в балансах коммерческих банков.

Второе направление – деятельность управляющих компаний, управление активами на рынке коллективных инвестиций. Разные регуляторы – Комиссия по банковскому регулированию (CBRC), Комиссия по регулированию на рынке ценных бумаг (CSRC) и Комиссия по регулированию на рынке страхования (CIRC) – могут вводить разные правила в отношении одних и тех же видов деятельности по управлению фондами. В основу будущей работы могут быть положены рекомендации Комитета финансовой стабильности по гармонизации регулирования в данной сфере.

Третье – финтех. Множество IT-операторов оказывают банковские, платежные и страховые услуги. Одни имеют лицензии, а другие – нет. Последнее действует в ущерб и конкуренции и финансовой стабильности. Наконец, четвертое направление – финансовые холдинги. Некоторые крупные частные компании в процессе слияний и поглощений приобрели контроль над лицензиями на оказание разнообразных финансовых услуг. Это открывает потенциал их вовлечения в противозаконную деятельность, включая сделки между

аффилированными лицами. В Китае пока нет отвечающих этому риску инструментов регулирования и надзора, их предстоит создать.

Встанет ли Китай во главе реформы международной валютной системы. Благодаря наращиванию веса в мировой экономике Китай получил рычаги влияния на вопросы из международной повестки, в том числе и о резервной валюте, но сейчас сосредоточен на внутренней повестке экономических и структурных реформ. Включение юаня в корзину СДР – позитивный сдвиг, стимулирующий Китай к новым реформам и способствующий становлению ренминби в качестве полноценной свободно используемой валюты. Китай развивает сотрудничество с МВФ, БМР и Комитетом финансовой стабильности, но ему предстоит еще долгий путь, чтобы усилить свою роль в международных финансовых организациях. Возникновение системы соглашений о валютных свопах между Китаем и другими странами – побочное следствие мирового финансового кризиса, ставшее неожиданностью для самого Китая. С его точки зрения глобальная система обеспечения финансовой безопасности предпочтительнее двусторонних механизмов.

РОСТ ВВП

(отчетный квартал относительно соответствующего квартала предыдущего года, %)

	2015				2016				2017				*	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	2017 II	2017 III
Россия	-1,9	-3,4	-2,7	-3,2	-0,4	-0,5	-0,4	0,3	0,5	2,5			↑	
США	3,8	3,3	2,4	2,0	1,4	1,2	1,5	1,8	2,0	2,2	2,3		↑	↑
Канада	1,9	0,7	0,8	0,4	1,3	1,1	1,5	2,0	2,3	3,7			↑	
Япония	-0,1	1,7	2,0	0,9	0,5	0,9	1,0	1,6	1,5	1,4	1,7		↓	↑
Соед. Королевство**	2,7	2,5	2,1	2,1	1,9	1,8	1,8	1,6	1,8	1,5	1,5		↓	→
Евросоюз**	2,2	2,3	2,2	2,2	1,9	1,9	1,9	2,0	2,1	2,4	2,5		↑	↑
Еврозона**	1,8	2,0	2,0	2,0	1,7	1,8	1,7	1,9	2,0	2,3	2,5		↑	↑
Германия**	1,2	1,8	1,8	1,3	1,8	1,9	1,9	1,9	2,1	2,3	2,8		↑	↑
Франция**	1,2	0,9	0,8	1,0	1,2	1,2	0,9	1,2	1,1	1,8	2,2		↑	↑
Италия**	0,4	0,9	1,0	1,2	1,3	1,0	0,9	1,0	1,3	1,5	1,8		↑	↑
Испания**	2,9	3,4	3,6	3,8	3,5	3,4	3,2	3,0	3,0	3,1			↑	
Португалия**	1,9	1,9	1,9	1,6	1,2	1,0	1,8	2,2	2,8	3,0			↑	
Греция**	0,1	0,4	-2,4	0,7	-0,7	-0,5	2,0	-1,0	0,4	0,8			↑	
Бельгия**	1,4	1,6	1,2	1,4	1,3	1,6	1,6	1,4	1,8	1,5			↓	
Нидерланды**	2,8	2,3	2,3	1,6	1,5	1,9	2,4	2,8	2,6	3,8	3,3		↑	↓
Финляндия**	-0,7	0,4	-0,1	0,4	1,9	1,1	2,3	2,4	2,8	3,0			↑	
Швеция**	3,6	3,8	4,9	4,9	4,1	3,6	2,7	1,9	2,2	3,0			↑	
Дания**	1,7	2,7	1,5	0,6	1,0	0,8	2,0	2,9	2,5	2,7			↑	
Норвегия	1,8	2,6	3,0	0,7	0,8	2,7	-0,7	1,6	2,5	0,1	3,2		↓	↑
Швейцария	1,8	1,2	1,2	0,8	1,4	2,0	1,5	0,6	0,6	0,3			↓	
Китай	7,0	7,0	6,9	6,8	6,7	6,7	6,7	6,8	6,9	6,9	6,8		→	↓
Индия	6,8	7,6	8,4	7,4	9,2	7,9	7,5	7,0	6,1	5,7			↓	
Бразилия	-1,8	-3,0	-4,5	-5,8	-5,4	-3,6	-2,9	-2,5	-0,4	0,3			↑	
ЮАР	2,6	1,3	0,9	0,6	-0,6	0,3	0,7	0,7	1,0	1,1			↑	
Турция	3,6	7,2	5,8	7,5	4,8	4,9	-0,8	4,2	5,2	5,1			↓	
Польша**	4,0	3,4	3,8	4,2	2,5	3,0	2,2	3,0	4,2	4,4			↑	
Мексика	2,8	2,5	2,8	2,5	2,2	2,6	2,0	2,3	2,8	1,8			↓	
Корея (Респ.)	2,6	2,4	3,0	3,2	2,9	3,4	2,6	2,4	2,9	2,7	3,6		↓	↑
Тайвань	4,0	0,7	-0,7	-0,8	-0,2	1,1	2,1	2,8	2,7	2,1	3,1		↓	↑
Индонезия	4,7	4,7	4,7	5,0	4,9	5,2	5,0	4,9	5,0	5,0	5,1		→	↑
Малайзия	5,8	4,9	4,7	4,6	4,1	4,0	4,3	4,5	5,6	5,8	6,2		↑	↑
Австралия	2,5	2,1	2,6	2,5	2,6	3,2	1,7	2,5	1,7	1,8			↑	
Аргентина	0,0	3,9	3,8	2,6	0,6	-3,7	-3,7	-1,9	0,3	2,7			↑	
Чили	2,6	2,1	2,4	1,9	2,5	1,7	1,8	0,5	0,1	0,9			↑	
Венгрия**	4,0	3,0	2,9	3,3	1,5	2,5	2,3	2,1	3,9	3,7			↓	
Чешская Респ.**	5,2	5,8	5,7	4,9	3,5	2,8	1,8	1,8	3,0	4,7			↑	
Словакия**	3,2	3,6	3,9	4,6	3,7	3,9	2,7	3,2	3,0	3,7	3,3		↑	↓
Беларусь	-2,0	-4,3	-4,2	-4,5	-3,7	-1,4	-3,5	-1,9	0,4	1,7	2,8		↑	↑
Украина	-16,0	-14,5	-7,0	-2,4	0,1	1,5	2,3	4,8	2,5	2,3			↓	
Казахстан	2,5	1,7	-0,1	0,7	-0,1	0,2	1,3	2,8	3,6	4,7			↑	

* 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		2016	9,8	8,1	7,3	7,3	7,3	7,5	7,2	6,9	6,4	6,1	5,8	5,4
		2017	5,0	4,6	4,3	4,1	4,1	4,4	3,9	3,3	3,0	2,7		
ОСНОВНЫЕ ТОРГОВЫЕ ПАРТНЕРЫ РОССИИ	США (PCEPI*)	2016	1,1	0,9	0,8	1,1	1,0	1,0	1,0	1,1	1,4	1,6	1,5	1,8
		2017	2,0	2,2	1,8	1,7	1,5	1,4	1,4	1,4	1,6			
	Китай	2016	1,8	2,3	2,3	2,3	2,0	1,9	1,8	1,3	1,9	2,1	2,3	2,1
		2017	2,5	0,8	0,9	1,2	1,5	1,5	1,4	1,8	1,6	1,9		
	Япония	2016	-0,1	0,2	0,0	-0,3	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	0,1	0,5	0,3
		2017	0,4	0,3	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,7	0,7			
	Украина	2016	40,3	32,7	20,9	9,8	7,5	6,9	7,9	8,4	7,9	12,4	12,1	12,4
		2017	12,6	14,2	15,1	12,2	13,5	15,6	15,9	16,2	16,4	14,6		
	Беларусь	2016	11,4	12,8	12,8	12,6	12,4	12,0	12,2	11,8	11,1	11,0	11,4	10,6
		2017	9,5	7,0	6,4	6,3	6,1	6,5	6,0	5,3	4,9	5,3		
	Швейцария	2016	-1,3	-0,8	-0,9	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	0,0
		2017	0,3	0,6	0,6	0,4	0,5	0,2	0,3	0,5	0,7	0,7		
	Отдельные страны, входящие в еврозону: *Германия***	2016	0,4	-0,2	0,1	-0,3	0,0	0,2	0,4	0,3	0,5	0,7	0,7	1,7
		2017	1,9	2,2	1,5	2,0	1,4	1,5	1,5	1,8	1,8	1,5		
	*Франция***	2016	0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,7	0,8
		2017	1,6	1,4	1,4	1,4	0,9	0,8	0,8	1,0	1,1	1,2		
	*Италия***	2016	0,4	-0,2	-0,2	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	0,1	-0,1	0,1	0,5
		2017	1,0	1,6	1,4	2,0	1,6	1,2	1,2	1,4	1,3	1,1		
	*Нидерланды***	2016	0,2	0,3	0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,6	0,1	-0,1	0,3	0,4	0,7
		2017	1,6	1,7	0,6	1,4	0,7	1,0	1,5	1,5	1,4	1,3		
	*Испания***	2016	-0,4	-1,0	-1,0	-1,2	-1,1	-0,9	-0,7	-0,3	0,0	0,5	0,5	1,4
		2017	2,9	3,0	2,1	2,6	2,0	1,6	1,7	2,0	1,8	1,7		
	*Словакия***	2016	-0,6	-0,3	-0,5	-0,4	-0,7	-0,7	-0,9	-0,8	-0,5	-0,3	-0,2	0,2
		2017	0,8	1,2	1,0	0,8	1,1	1,0	1,5	1,6	1,8	1,8		
	*Бельгия***	2016	1,8	1,1	1,6	1,5	1,6	1,8	2,0	2,0	1,8	1,9	1,7	2,2
		2017	3,1	3,3	2,5	2,7	1,9	1,5	1,8	2,0	2,0	1,8		
	*Финляндия***	2016	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	1,1
		2017	0,9	1,4	0,9	1,0	0,9	0,9	0,6	0,8	0,8	0,5		
Страны, проводящие денежно-кредитную политику в формате таргетирования инфляции	Соед. Королевство***	2016	0,3	0,3	0,5	0,3	0,3	0,5	0,6	0,6	1,0	0,9	1,2	1,6
		2017	1,8	2,3	2,3	2,7	2,9	2,6	2,6	2,9	3,0	3,0		
	Швеция	2016	0,8	0,4	0,8	0,8	0,6	1,0	1,1	1,1	0,9	1,2	1,4	1,7
		2017	1,4	1,8	1,3	1,9	1,7	1,7	2,2	2,1	2,1	1,7		
	Польша	2016	-0,9	-0,8	-0,9	-1,1	-0,9	-0,8	-0,9	-0,8	-0,5	-0,2	0,0	0,8
		2017	1,7	2,2	2,0	2,0	1,9	1,5	1,7	1,8	2,2	2,1		
	Венгрия	2016	0,9	0,3	-0,2	0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,1	0,6	1,0	1,1	1,8
		2017	2,3	2,9	2,7	2,2	2,1	1,9	2,1	2,6	2,5	2,2		
	Чехия	2016	0,6	0,5	0,3	0,6	0,1	0,1	0,5	0,6	0,5	0,8	1,5	2,0
		2017	2,2	2,5	2,6	2,0	2,4	2,3	2,5	2,5	2,7	2,9		
	Казахстан	2016	14,4	15,2	15,7	16,3	16,7	17,3	17,7	17,6	16,6	11,5	8,7	8,5
		2017	7,9	7,8	7,7	7,5	7,5	7,5	7,1	7,0	7,1	7,7		
	Турция	2016	9,6	8,8	7,5	6,6	6,6	7,6	8,8	8,1	7,3	7,2	7,0	8,5
		2017	9,2	10,1	11,3	11,9	11,7	10,9	9,8	10,7	11,2	11,9		
	Корея (Респ.)	2016	0,6	1,1	0,8	1,0	0,8	0,7	0,4	0,5	1,3	1,5	1,5	1,3
		2017	2,0	1,9	2,2	1,9	2,0	1,9	2,2	2,6	2,1	1,8		
	Индия	2016	5,7	5,3	4,8	5,5	5,8	5,8	6,1	5,0	4,4	4,2	3,6	3,4
		2017	3,2	3,7	3,9	3,0	2,2	1,5	2,4	3,3	3,3	3,6		
	Бразилия	2016	10,7	10,4	9,4	9,3	9,3	8,8	8,7	9,0	8,5	7,9	7,0	6,3
		2017	5,3	4,8	4,6	4,1	3,6	3,0	2,7	2,5	2,5	2,7		
	Норвегия	2016	2,9	3,2	3,3	3,3	3,4	3,7	4,4	4,0	3,6	3,7	3,6	3,5
		2017	2,8	2,5	2,4	2,2	2,1	1,9	1,5	1,3	1,6	1,2		
	Канада	2016	2,0	1,4	1,3	1,7	1,5	1,5	1,3	1,1	1,3	1,5	1,2	1,5
		2017	2,1	2,0	1,6	1,6	1,3	1,0	1,2	1,4	1,6	1,4		
	ЮАР	2016	6,2	7,0	6,3	6,2	6,1	6,3	6,0	5,9	6,1	6,4	6,6	6,8
		2017	6,6	6,3	6,1	5,3	5,4	5,1	4,6	4,8	5,1			
	Чили	2016	4,8	4,7	4,5	4,2	4,2	4,2	4,0	3,4	3,1	2,8	2,9	2,7
		2017	2,8	2,7	2,7	2,7	2,6	1,7	1,7	1,9	1,5	1,9		
	Мексика	2016	2,6	2,9	2,6	2,5	2,6	2,5	2,7	2,7	3,0	3,1	3,3	3,4
		2017	4,7	4,9	5,3	5,8	6,2	6,3	6,4	6,7	6,3	6,4		
	Индонезия	2016	4,1	4,4	4,5	3,6	3,3	3,5	3,2	2,8	3,1	3,3	3,6	3,0
		2017	3,5	3,8	3,6	4,2	4,3	4,4	3,9	3,8	3,7	3,6		

* Personal Consumption Expenditure Price Index.

** Harmonized Index of Consumer Price (Eurostat).

*** Индекс потребительских цен (Consumer Price Index - CPI).