НИФИ

НАУЧНО-ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ ИНСТИТУТ МИНФИНА РОССИИ

КРАТКОСРОЧНЫЕ ГЛОБАЛЬНЫЕ ТРЕНДЫ

декабрь 2017 года - январь 2018 года

ЦЕНТР ПЕРСПЕКТИВНОГО ФИНАНСОВОГО ПЛАНИРОВАНИЯ, МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА СТАТИСТИКИ ФИНАНСОВ

КРАТКОСРОЧНЫЕ ГЛОБАЛЬНЫЕ ТРЕНДЫ

24 января 2018 года

Первые итоги прошедшего года. Возможность оценки роста глобальной экономики за 2017 год на основе статистических данных появится не раньше марта, но уже сейчас предварительно известно, что ВВП Китая увеличился на 6,9%, больше по сравнению с 2016 годом (6,7%)[1]. Прирост в IV квартале составил 6,8% у-о-у. Среди значимых для России торговых партнеров кроме Китая пока только Беларусь предварительно сообщила об увеличении ВВП по итогам 2017 года на 2,4% (в 2016 году он сократился на 2,5%).

Рост ВВП Китая заметно превзошел установленную правительством страны индикативную цель (6,5%), в то время как темпы роста денежной массы М2 (8,2% у-о-у в декабре) были намного ниже целевого значения 12% (как и инфляция – 1,8% у-о-у в декабре при заявленной цели 3%). Очевидно, объяснения неожиданно высокого показателя динамики ВВП последуют позже. Сейчас известно, что рост инвестиций в основной капитал и розничных продаж на потребительском рынке в прошедшем году замедлился, профицит торгового баланса сократился в результате опережающего увеличения импорта. Впрочем, публикуемая Национальным бюро статистики КНР информация в этой части позволяет оперировать только номинальными значениями показателей.

Среди секторов экономики Китая (в трехсекторальной модели) наиболее динамичный рост наблюдался в сфере услуг. Данная «конструкция» экономического роста сохраняется с 2013 года, она обусловлена тем, что его основной движущей силой в нынешних условиях является внутренний спрос, а не внешнее потребление китайских товаров. Этого, как мы видим, недостаточно, чтобы существенно увеличить выпуск относительно потенциала.

В 2017 году при замедлившемся росте валовой добавленной стоимости в строительстве и сегменте финансовых и риэлтерских услуг вклад в ускорение ВВП внесли нефинансовые услуги. Еще одно объяснение, которое можно почерпнуть из опубликованной к настоящему моменту информации, заключается в том, что динамика валовой добавленной стоимости в ресурсодобывающем секторе вернулась к долгосрочной норме. Возможно, это связано с добычей сланцевого газа, объемы которой в последние два года быстро увеличивались в результате отдачи от инвестиций, вложенных в разработку разведанных месторождений[2].

[1] Всемирный банк, ОЭСР, Еврокомиссия и МВФ в последних выпусках прогнозов ожидали прирост ВВП Китая в 2017 году на 6,8%.

[2] Извлекаемые запасы оцениваются в 31,57 трлн м3 – 15% мировых ресурсов сланцевого газа

Рост ВВП и ВДС по секторам экономики в Китае в 2017 году – % у-о-у

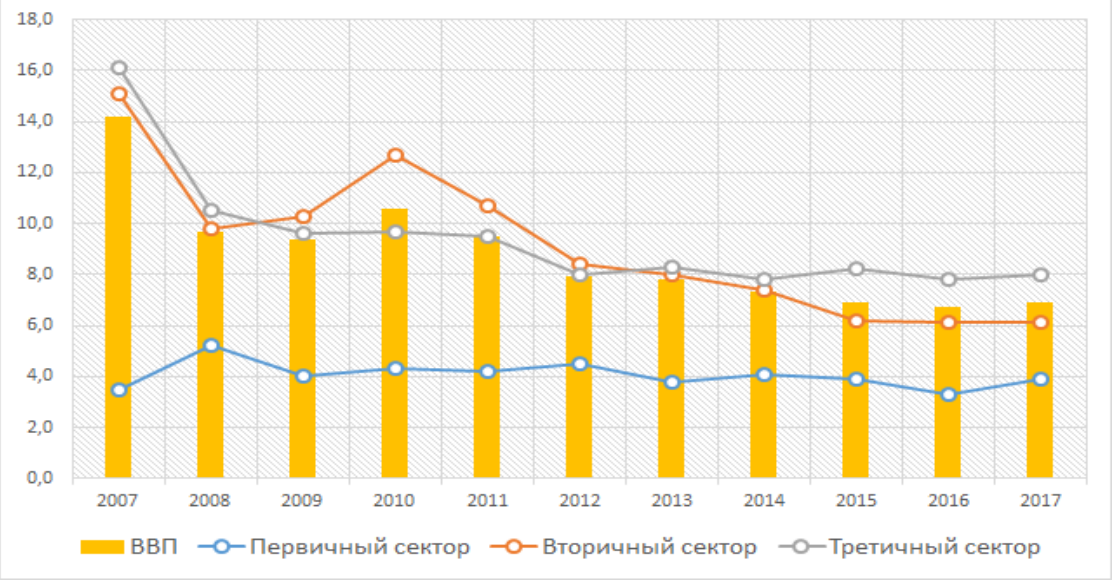


Рис.1 Рост ВВП и ВДС по секторам экономики в Китае в 2017 году

Новизна ситуации заключается в том, что за время роста с опорой на внутренний спрос экономика Китая стала приобретать черты постиндустриального типа, при котором третичный сектор преобладает над прочими.

Секторальный профиль экономики Китая – доли секторов в % от совокупной ВДС

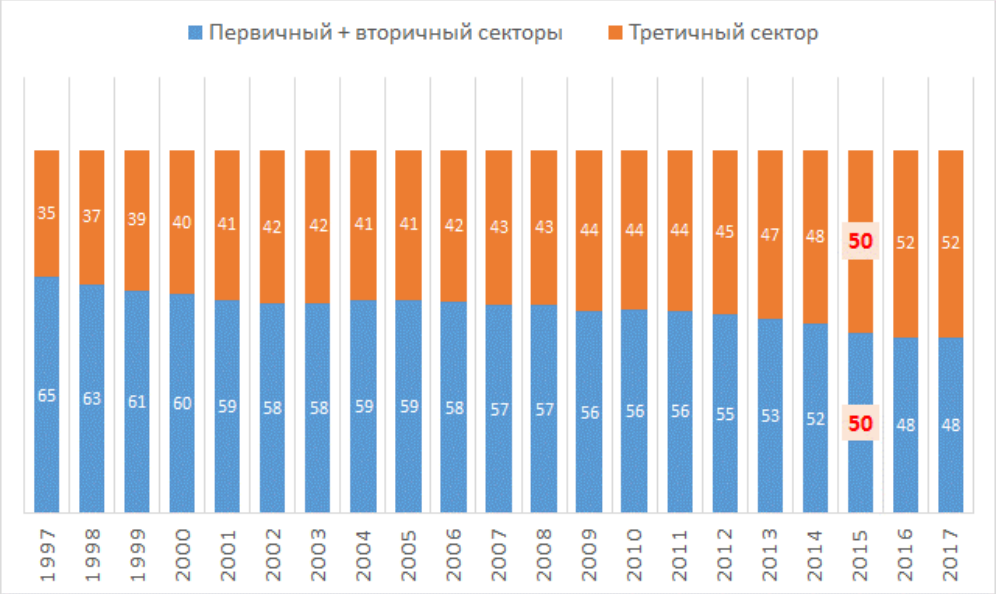


Рис.2 Секторальный профиль экономики Китая

Среди рисков, с которыми сталкивается Китай, выделяется высокая долговая нагрузка местных властей. Долг составляет более 16 трлн юаней (20% ВВП) и приближается к условному лимиту, обозначавшемуся правительством страны – 18,8 трлн юаней. Ситуация может показаться не столь напряженной: объем размещенных местными властями облигационных займов в 2017 году снизился до 4,4 трлн юаней с 6,1 трлн в предыдущем году и сложился на две трети из переоформления в облигации других обязательств, образовавшихся прежде. Тем не менее, рост долгов местных властей продолжается из-за структурных проблем налогово-бюджетной системы Китая; ее реформирование уже отчасти состоялось и с большой вероятностью продолжится. Новые решения могут быть приурочены к Первой сессии ВСНП 13-го созыва, она пройдет в марте[3].

Новые прогнозы. Зная, что ВВП Китая в 2017 году увеличился на 6,9%, его вклад в прирост мирового объема производства товаров и услуг с учетом веса китайской экономики составил 1,2 п.п. Исходя из средних значений опубликованных за последние два месяца оценок международных организаций по темпам роста ВВП двух других крупнейших экономик – 2,3 в США и 2,4% в еврозоне (в 2016 году – 1,5 и 1,8%) – их суммарный вклад мог составить 0,7 п.п. Принимая 3,7% за оценку увеличения мирового ВВП в 2017 году, экономический рост всего остального мира ускорился с 2,9 до 3,3%.

Веса экономик (2016 год) и вклады в прирост мирового ВВП

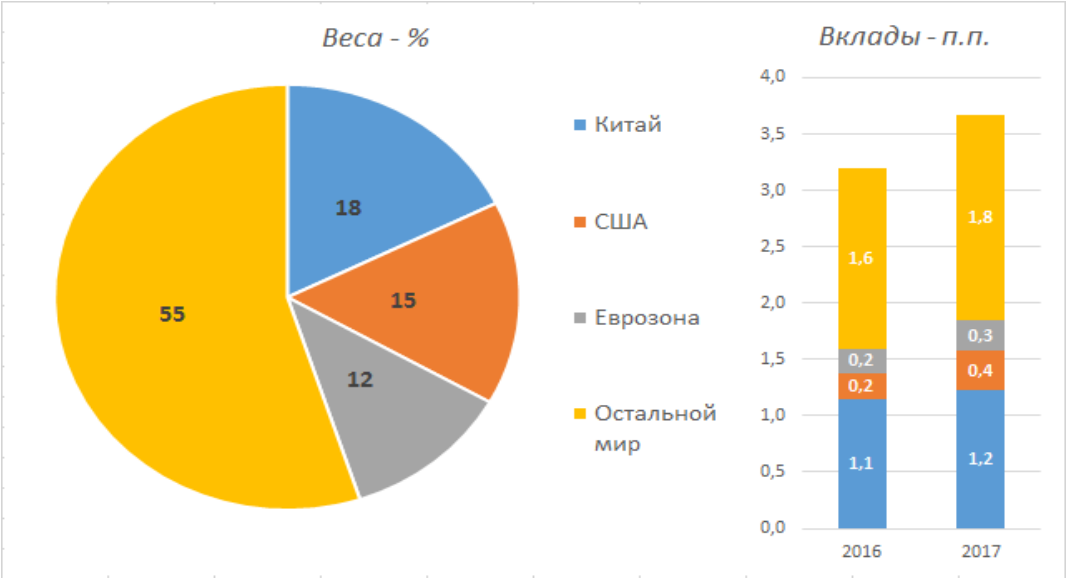


Рис.3 Веса экономик (2016 год) и вклады в прирост мирового ВВП

[3] Отметим, что в 2018 году в КНР отмечается 40-летие начала политики реформ и открытости.

Именно на остальной мир делалась ставка ОЭСР и Всемирным банком в опубликованных ими за последнее время прогнозах сохранения устойчивых темпов роста мирового производства товаров и услуг в 2018-2019 годах – 3,6-3,7%. Главным образом это – благоприятные ожидания в отношении четвертой по размерам экономики мира – Индии, преемствующей Китаю в роли главного мирового промышленного центра. В самом Китае, а также в еврозоне прогнозируется «затухающая» динамика экономической активности.

Январский прогноз МВФ – первый, в котором учтен фактор налоговой реформы в США. Это главная причина повышения Фондом прогноза темпов роста мировой экономики в 2018-2019 годах на 0,2 п.п. до 3,9% – максимального уровня после 2012 года.

Темпы роста ВВП в оценках и прогнозах международных организаций (%)

	OECD Economic Outlook (28.11.2017)			World Bank Global Economic Prospects (9.01.2018)			IMF World Economic Outlook Update (23.01.2018)		
	2017	**2018**	**2019**	**2017**	**2018**	**2019**	**2017**	**2018**	**2019**
Мир	3,6	3,7	3,6	3,7	3,7	3,7	3,7	3,9	3,9
США	2,2	2,5	2,1	2,3	2,5	2,2	2,3	2,7	2,5
Еврозона	2,4	2,1	1,9	2,4	2,1	1,7	2,4	2,2	2,0
Китай	6,8	6,6	6,4	6,8	6,4	6,3	6,8	6,6	6,4
Индия	6,7	7,0	7,4	6,7	7,3	7,5	6,7	7,4	7,8
Бразилия	0,7	1,9	2,3	1,0	2,0	2,3	1,1	1,9	2,1
ЮАР	0,7	1,0	1,5	0,8	1,1	1,7	0,9	0,9	0,9
Россия	1,9	1,9	1,5	1,7	1,7	1,8	1,8	1,7	1,5

Среди рисков для базовых прогнозных сценариев по-прежнему на первый план выносится завершение периода низких процентных ставок в долларах США и изобилия долларовой ликвидности. Источником риска являются возросшие в течение этого периода корпоративные долги; отмечается, что в зону риска могу быть вовлечены и долги домохозяйств в тех странах, где они достигли значительных размеров. Опасные альтернативные сценарии просматриваются в том случае, если скорость повышения процентной ставки в США и сокращения баланса ФРС окажется непредвиденно высокой.

В докладе Всемирного банка впервые подробно анализируется риск снижения потенциала глобальной экономики из-за наблюдаемой тенденции к уменьшению производительности и замедлению роста инвестиций. В странах, где в перспективе десятилетия просматривается демографический тренд к сокращению доли экономически активного населения, производится 84% от всего объема мирового ВВП, вследствие чего потенциал его роста, по оценке Всемирного банка, в течение 2018-2027 годов уменьшится на 0,2 п.п. Теряя этот потенциал еще быстрее, мировая экономика окажется более уязвимой к возможным негативным шокам в будущем.

Прогнозы, особенно долгосрочные, всегда воспринимаются со скепсисом. Январь обычно не приносит большого объема новой макроэкономической информации. Поэтому в продолжение обзора мы рассмотрим главные на наш взгляд новые события, которыми сопровождается начало 2018 года. Все они происходят в США.

Налоговая реформа Трампа. Федеральный закон США № 115-97 о внесении изменений в налоговый кодекс (Internal Revenue Code of 1986) принят в окончательной редакции обеими палатами Конгресса 20 декабря 2017 года, подписан главой государства 22 декабря и вступил в силу с 1 января 2018 года. Таким образом, впервые реализован один из пунктов президентской программы Трампа – налоговая реформа – но со значительными отличиями от первоначального проекта.

Пересмотрены разряды и снижены налоговые ставки в прогрессивной шкале налога на доходы физических лиц.

Реформа подоходного налога в США*

До реформы		После реформы		Проект реформы	
Разряд прогрессивной шкалы**	Ставка налога, %	Разряд прогрессивной шкалы**	Ставка налога	Разряд прогрессивной шкалы**	Ставка налога, %
до 9 325	10	до 9 525	10	до 37 950	12
9 326 - 37 950	15	9 526 - 38 700	12	37 950 - 191 650	25
37 951 - 91 900	25	38 701 - 82 500	22	от 191 651	35
91 901 - 191 650	28	82 501 - 157 500	24		
191 651 - 416 700	33	157 501 - 200 000	32		
416 701 - 418 400	35	200 001 - 500 000	35		
от 418 401	39,6	от 500 001	37		

* Параметры реформы указаны для способа уплаты налога "уплата одиноким налогоплательщиком". Для способов "раздельная уплата супружеской парой", "уплата главой домохозяйства" и "совместная уплата супружеской парой" действуют другие разряды (они также пересмотрены в рамках реформы сообразно ее общей логике); ставки налога одинаковы при всех способах уплаты.

** Налогооблагаемый годовой доход в долларах .

В отличие от проекта реформы, изначально предложенного администрацией Трампа, в ее состоявшейся версии сохранена семиразрядная шкала прогрессивного налогообложения, что позволило более гибко перераспределить налоговую нагрузку в зависимости от размеров дохода налогоплательщиков.

При снижении налоговой нагрузки на население в целом преимущества нарастают до достижения планки налогооблагаемого дохода 200 тыс. долларов в год. Только 7% совокупных доходов домохозяйств в США складываются из индивидуальных доходов, превышающих эту планку. Между планками 200 и 400 тыс. долларов выгоды уменьшаются. К этой группе населения по уровню дохода могут относиться, например, высококлассные специалисты востребованных интеллектуальных профессий и топ-менеджеры корпораций. От планки 500 тыс. долларов в год экономия на уплачиваемых налогах вновь нарастает. Доход свыше 500 тыс. долларов подразумевает, что налогоплательщик, скорее всего, является мажоритарным владельцем достаточно крупного бизнеса или принадлежит к наиболее высокооплачиваемой части управленческого персонала.

Перераспределение налоговой нагрузки в результате реформы

Планка годового дохода (в долларах)	Уменьшение налоговой наргузки по планке, долларов в год*		Доля доходов в значениях между планками в общем объеме доходов домохозяйств в США**, %
	итог реформы	*в проекте*	
15 000	-160	-100	11,2 (до $15 000)
25 000	-354	-164	9,6
35 000	-654	-464	9,4
50 000	-1 269	-1 072	12,9
75 000	-2 089	-1 072	17,0
100 000	-2 729	-1 072	12,3
150 000	-4 660	-2 503	14,1
200 000	-4 220	-4 003	6,6
300 000	-2 905	-2 693	
400 000	-1 814	-1 602	7,0 (свыше $200 000)
500 000	-4 815	-4 603	
1 000 000	-18 055	-27 603	

*Расчеты авторов обзора для способа уплаты налога "уплата одиноким налогоплательщиком" (от налогоблагаемого дохода со стандартным вычетом и персональным вычетом). ** Источник: Bureau of Census (2016 год).

Размер стандартного вычета при уплате налога на доходы физических лиц, в долларах

Способ уплаты налога	После реформы	До реформы
Уплата одиноким налогоплательщиком	12 000	6 350
Раздельная уплата супружеской парой	12 000	6 350
Уплата главой домохозяйства	18 000	9 350
Совместная уплата супружеской парой	24 000	12 700

Эффект снижения налоговых ставок и пересмотра разрядов усилен повышением в 1,9 раза размеров стандартного налогового вычета при всех способах уплаты налога. Одновременно упразднен персональный вычет (в 2017 году он составлял 4,05 тыс. долларов). В этой части преимущества получили все налогоплательщики, особенно те, которые в результате перешли в разряды с меньшими налоговыми ставками, а также налогоплательщики с доходами выше порогового значения, от которого прежде персональный вычет производился в порядке постепенного убывания до нуля (порог зависел от способа уплаты налога).

Детализация параметров реформы по способам уплаты налога на доходы физических лиц

ПОСЛЕ РЕФОРМЫ				
Ставка налога, %	Разряды годового дохода (*доход от ...*), в долларах			
	Уплата одиноким налого-плательщиком	Раздельная уплата супружеской парой	Уплата главой домохозяйства	Совместная уплата супружеской парой
10	0	0	0	0
12	9 525	9 525	13 600	19 050
22	38 700	38 700	51 800	77 400
24	82 500	82 500	82 500	165 000
32	157 500	157 500	157 500	315 000
35	200 000	200 000	200 000	400 000
37	500 000	300 000	500 000	600 000
ДО РЕФОРМЫ				
Ставка налога, %	Разряды годового дохода (*доход от ...*), в долларах			
	Уплата одиноким налого-плательщиком	Раздельная уплата супружеской парой	Уплата главой домохозяйства	Совместная уплата супружеской парой
10	0	0	0	0
15	9 325	9 325	13 350	18 650
25	37 950	37 950	50 800	75 900
28	91 900	76 550	131 200	153 100
33	191 650	116 675	212 500	233 350
35	416 700	208 350	416 700	416 700
39,6	418 400	235 350	444 500	470 700

К снижению налоговой нагрузки ведут также изменения параметров уплаты альтернативного минимального налога (Alternative Minimum Tax). Он взимается по двухразрядной ставке (26 или 28%) с дохода, превышающего налоговый вычет, размер которого постепенно сокращается после достижения установленного порогового значения дохода налогоплательщика. Налогоплательщики обязаны уплачивать максимальную сумму из рассчитанных в порядке начисления обычного подоходного налога и альтернативного минимального налога. Проект реформы предполагал отмену AMT.

Изменения параметров уплаты альтернативного минимального налога

Способ уплаты налога	После реформы		До реформы	
	Стандартный вычет, в долларах	Порог постепенного сокращения вычета (*доход от ...*), в долларах	Стандартный вычет, в долларах	Порог постепенного сокращения вычета (*доход от ...*), в долларах
Уплата одиноким налогоплательщиком	70 300	500 000	54 300	120 700
Раздельная уплата супружеской парой	54 700	500 000	42 240	80 450
Совместная уплата супружеской парой	109 400	1 000 000	84 500	160 900

Размер налогового кредита на содержание несовершеннолетнего увеличен вдвое до 1000 долларов; введен налоговый кредит в размере 500 долларов на содержание иных лиц, находящихся на иждивении.

Введено ограничение суммой 10 тыс. долларов целевого вычета налогов, уплаченных штатам и муниципалитетам, из налогооблагаемого дохода на федеральном уровне. Сокращены целевые вычеты из налогооблагаемого дохода расходов на медицинскую помощь (с 2019 года), обслуживание ипотечных долгов и формирование индивидуальных пенсионных планов. Отменены вычеты расходов на внутреннюю трудовую миграцию и подготовку к уплате налогов. Возможность вычета сумм ущерба, нанесенного непреодолимыми обстоятельствами, ограничена ущербом от официально признанных стихийных бедствий. Проект реформы предусматривал полную отмену вычета налогов, уплаченных штатам и муниципалитетам, и большинства целевых вычетов кроме благотворительности и уплаты процентов по ипотечным кредитам.

Налог на наследуемые движимые и недвижимые активы (40%), вопреки проекту реформы, не отменен, но пороговая стоимость налогооблагаемого имущества увеличена вдвое до 11,2 млн долларов для одинокого наследника (22,4 млн для семейной пары), что по сути равнозначно отмене налога.

Отдельную часть налоговой реформы составляет изменение порядка налогообложения доходов корпораций. В этой части приняты следующие решения:

1) Налог на прибыль корпораций (при общем режиме налогообложения) снижен с 35 до 21%. Проект реформы предусматривал снижение до 20%. Отменены некоторые виды вычетов и налоговых кредитов при уплате налога.

2) Отменен альтернативный минимальный налог на прибыль корпораций.

3) Введен вычет в размере 20% налогооблагаемой суммы при уплате налога 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. Ставки налога не изменились (29,6-39,6% в зависимости от разряда прогрессивной шкалы). Проектом было предложено снижение ставки налога до 25% (вычет не предлагался).

США переходят с «глобальной» на «территориальную» систему уплаты налога на прибыль корпораций. Прежде транснациональная корпорация уплачивала налог в размере действовавшей в США ставки (35% до реформы) с прибыли, полученной от операций в любой стране. При «территориальной системе» с каждого дочернего предприятия корпорации будет взиматься налог по ставке, действующей в том государстве, в соответствии с законодательством которого оно учреждено. Это позволит корпорациям получить экономию на уплате налога на прибыль, обусловленную превалирующим в мире менее высоким уровнем налогообложения по сравнению с США.

Ожидается, что переход на «территориальную» систему ослабит мотивацию компаний к уклонению от уплаты налога на прибыль. В связи с этим в рамках налоговой реформы (как и было намечено ее проектом) предусмотрено введение налога в размере 8% при однократной репатриации прибыли, скрытой в офшорах (15,5%, если средства были размещены в денежной наличности или ее эквивалентах).

Налоговая реформа выносит на повестку вопрос о ее последствиях для экономики и государственных финансов США. По идее, снижение налогов, играющих ключевую роль в перераспределении финансовых ресурсов между частным и государственным секторами, должно стимулировать экономический рост. Причем, налоговый стимул для экономики намного мощнее по сравнению с денежно-кредитными стимулами (они пока в прошлом). Вместе с тем, изменение налога (в отличие, например, от изменения процентной ставки) – структурный фактор с долгосрочными неоднородными эффектами.

Первые оценки влияния налоговой реформы на экономический рост очень оптимистичны, причем ожидается, что воздействие будет быстрым. МВФ в ежеквартальном обновлении прогнозов World Economic Outlook (January 2018 Update) повысил оценку прироста ВВП США в 2018 году на 0,4 п.п. до 2,7%, в 2019 году – на 0,6 п.п. до 2,5%.

Со стороны частного экспертного сообщества одну из первых оценок эффекта налоговой реформы дал в декабре прошлого года исследовательский центр Urban-Brookings Tax Policy Center: согласно этому источнику, реформа поспособствует увеличению номинального ВВП США дополнительно на 4,5% в течение 10 лет.

Влияние налоговой реформы на рост номинального ВВП США – оценка

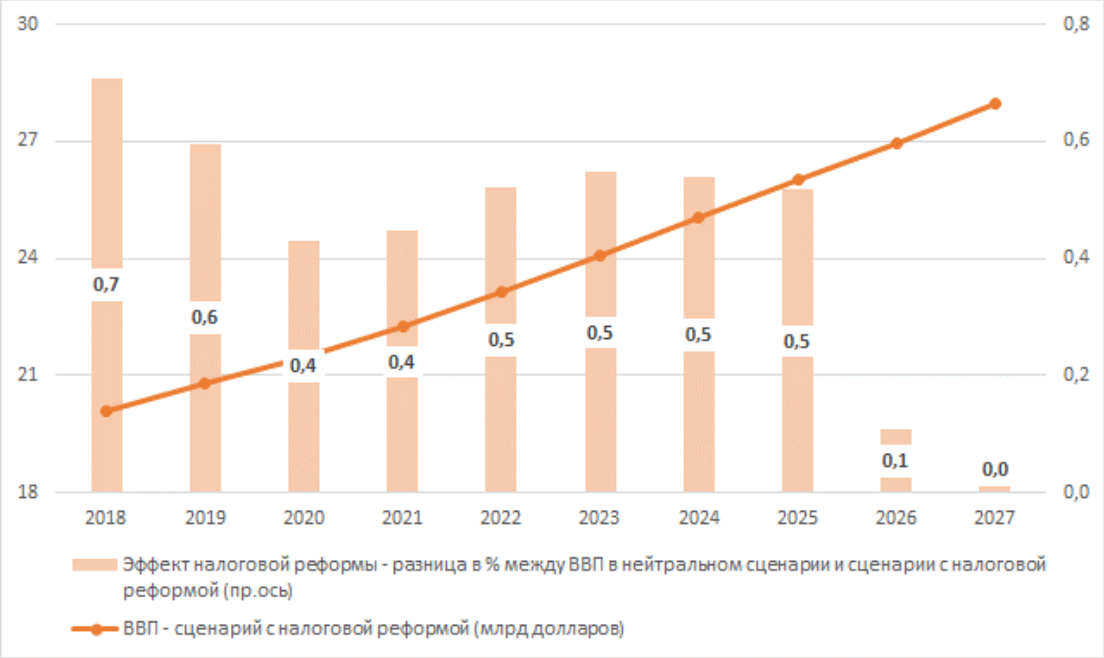
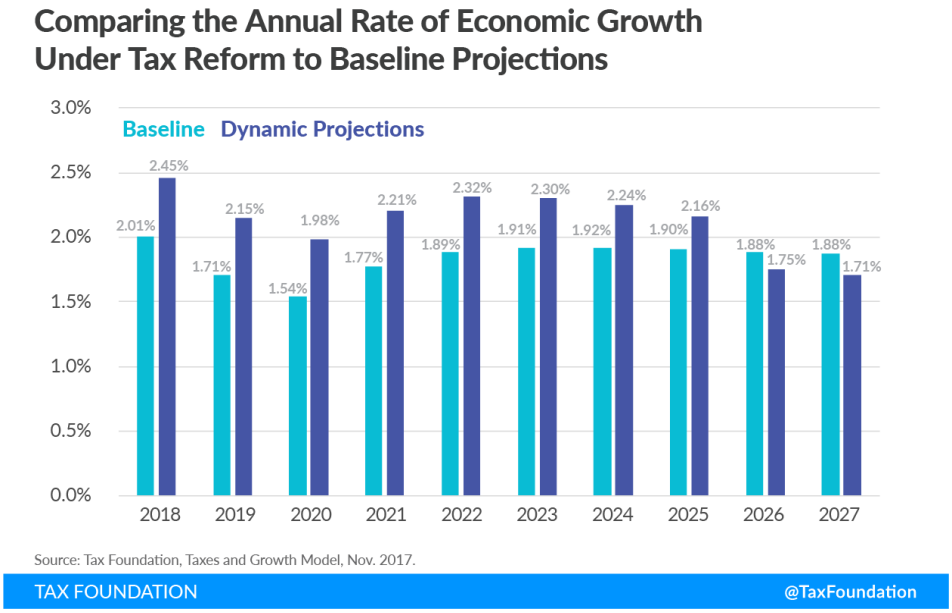


Рис.4. Влияние налоговой реформы на рост номинального ВВП США – оценка Tax Policy Center.

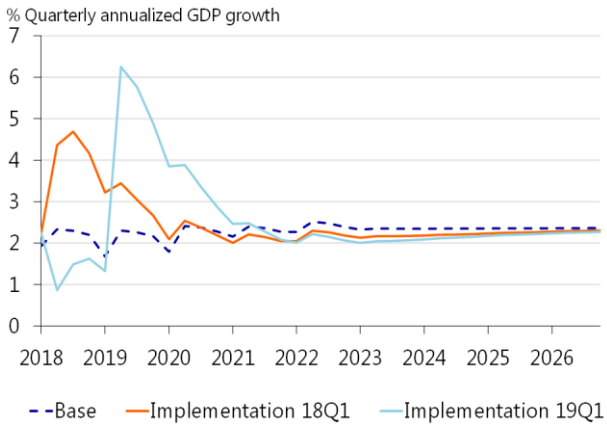
Источник: Benjamin R. Page at al. Macroeconomic Analysis of the Tax Cat and Jobs Act as Passed by the Senate Finance Committee. Tax Policy Center, Urban Institute & Brooking Institution. December 1, 2017 // http://www.taxpolicycenter.org/sites/default/files/publication/149651/macroeconomic_analysis_of_the_tax_cuts_and_jobs_act_sfc_0.pdf

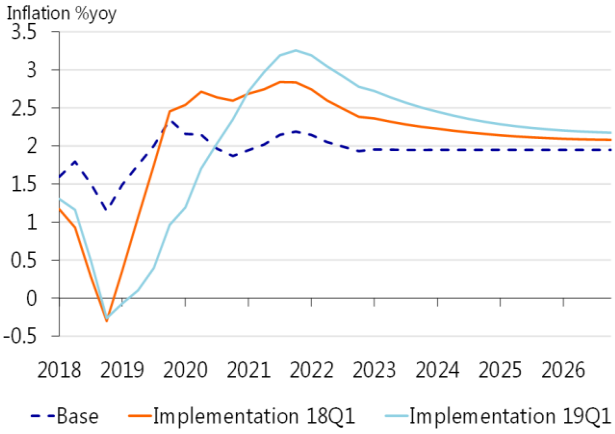
Похожую оценку эффекта реформы дает одна из старейших американских независимых исследовательских организаций – Tax Foundation – в отношении влияния снижения налогов на рост реального ВВП.



Источник: Preliminary Details and Analysis of the Tax Cuts and Jobs Act. Tax Foundation, December 18, 2017 // https://taxfoundation.org/final-tax-cuts-and-jobs-act-details-analysis/

Влияние налоговых стимулов на экономический рост будет затухающим – в этом сходятся оценки из всех источников, включая МВФ. В некоторых источниках ожидаемый эффект концентрируется полностью на краткосрочном горизонте. Например, по прогнозу экспертов Радобанка, он будет проявляться в темпах роста реального ВВП лишь в течение первых двух лет. В дальнейшем усиление инфляции может создавать эффект продолжающегося ускоренного роста ВВП в номинальном выражении.





Источник: Philip Marey and Maartje Wijffelaars. The impact of the proposed corporate tax cut in the US. Economic Report, November 24, 2017. Radobank // https://economics.rabobank.com/publications/2017/november/impact-of-proposed-corporate-tax-cut-united-states

Примечание: на момент подготовки прогнозов из указанного источника не было определенности со сроками налоговой реформы, поэтому рассматривались два сценария: ее реализация с 2018 года или с 2019 года.

Снижение инфляции в 2018 году в прогнозе Радобанка объясняется свойствами примененной модели, которая указывала на вероятность укрепления доллара, причиной которому – настроения на финансовом рынке: после снижения налогов они станут ориентированы на перспективу увеличения скорости, с которой ФРС будет повышать свою ключевую ставку, что быстро отразится в росте долгосрочных рыночных ставок.

Если эффекта налоговой реформы хватит для оживления деловой активности в течение двух лет, ее нынешний циклический рост – один из самых слабых в экономической истории США – окажется вместе с тем и самым длительным. Но можно отметить, что момент для проведения реформы сейчас не очень благоприятный. Население может использовать высвобождающиеся располагаемые доходы для потребления или сбережения. Первый вариант представляется более вероятным, так как процентные ставки в США остаются низкими, кривая доходности – сильно наклоненной к горизонтали, а риски владения финансовыми активами растут. Разрыв выпуска – положительный и, чтобы ситуация не развивалась по инфляционному сценарию, повышению спроса должен сопутствовать рост предложения. Однако экономика США находится в условиях высокого показателя загрузки промышленных мощностей (почти 78%) и низкой безработицы (чуть больше 4%). Без издержек увеличить выпуск в такой ситуации трудно; по той же причине корпорации могут не иметь сильной мотивации к использованию высвобождающейся прибыли для инвестиций. Есть основания предполагать, что немалая часть дополнительного спроса на потребительском рынке может быть поглощена импортом и повышением цен.

Судя по проводившимся за рубежом опросам, в экспертной среде имеются сомнения в том, что налоговая реформа окажет большое влияние на рост ВВП США. При этом не ставится под сомнение перспектива дальнейшего увеличения бюджетного дефицита. Различия во взглядах на нее зависят от оценок макроэкономического эффекта реформы. В сценариях, допускающих значительное позитивное влияние на формирование рабочих мест, доходов и корпоративной прибыли, прирост дефицита в течение следующих десяти лет меньше, чем был бы при неизменной налоговой политике. Такого сценария придерживается вышеупомянутый Центр налоговой политики.

Бюджетная служба Конгресса США (Congressional Budget Office – CBO) более консервативна в оценках, считая, что снижение налогов, из которых складываются более чем на 55% доходы федерального бюджета, приведет к увеличению дефицита на 1,1 трлн долларов в течение первых пяти лет и на 1,5 трлн долларов в течение 10 лет. Данный прогноз разделяет действующий параллельно с Бюджетной службой Объединенный комитет Конгресса по налогообложению (Joint Committee on Taxation).

Структура доходов федерального бюджета в США – 2017 год

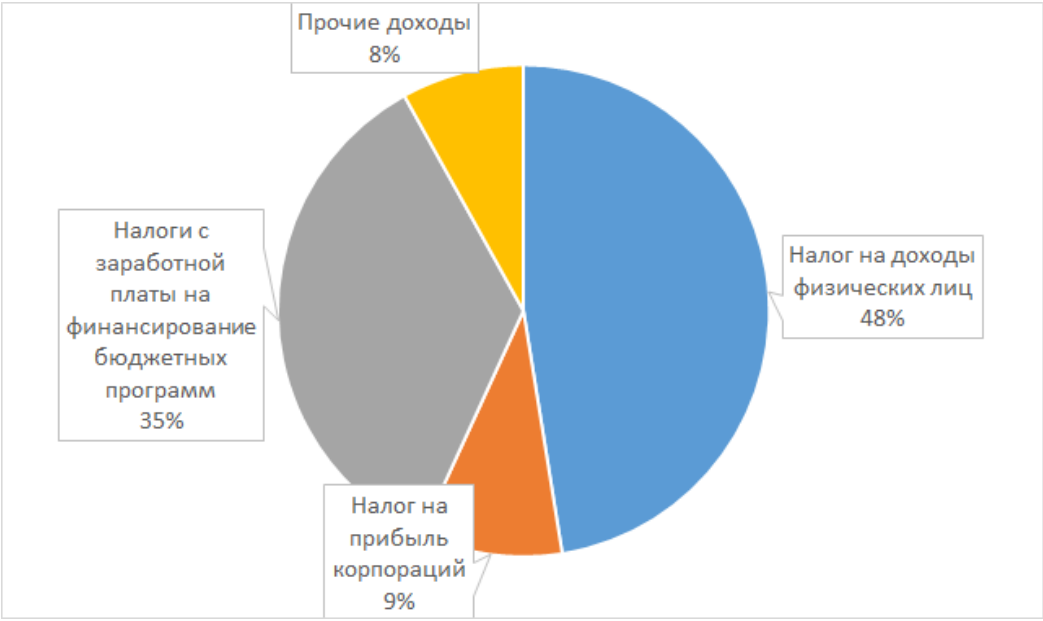


Рис.5 Структура доходов федерального бюджета в США – 2017 год (по данным CBO)

Congressional Budget Office – оценка воздействия налоговой реформы на дефицит федерального бюджета (в млрд долларов)

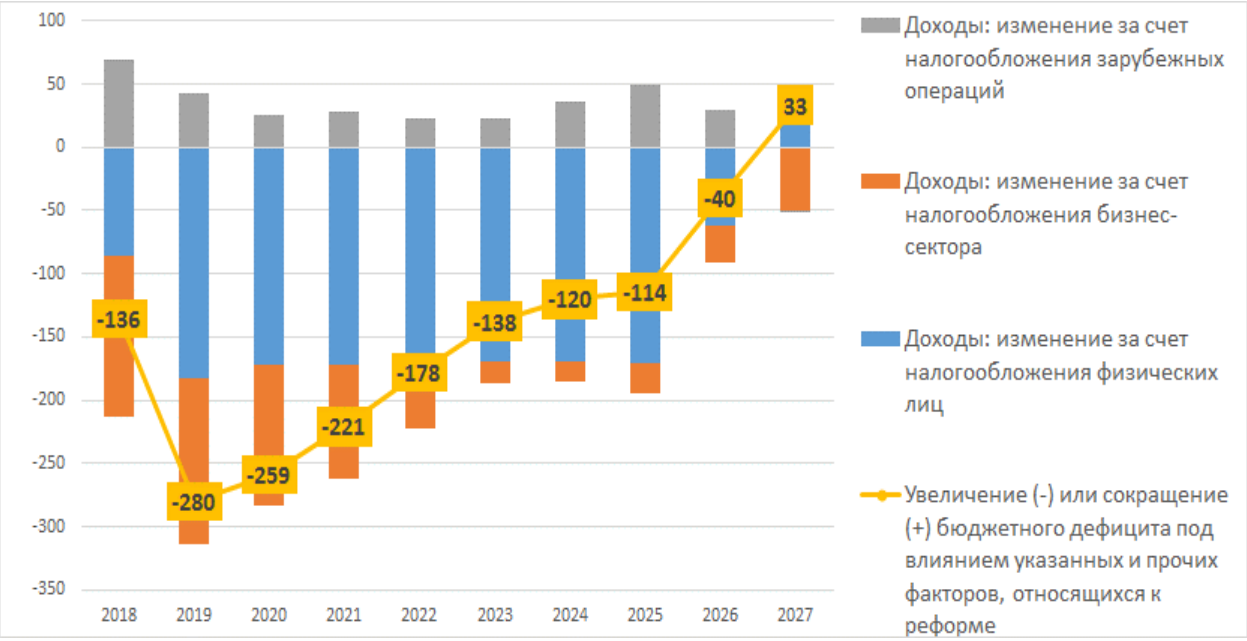
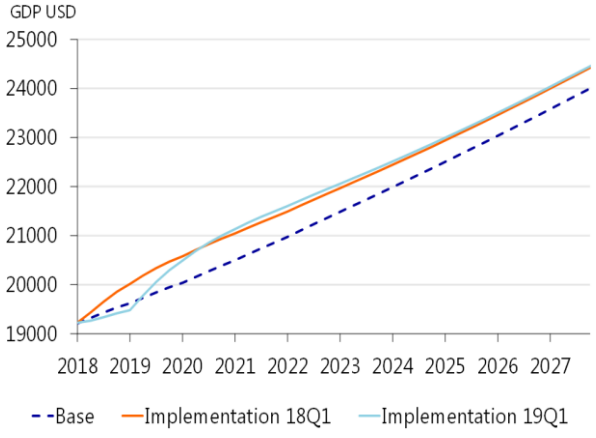
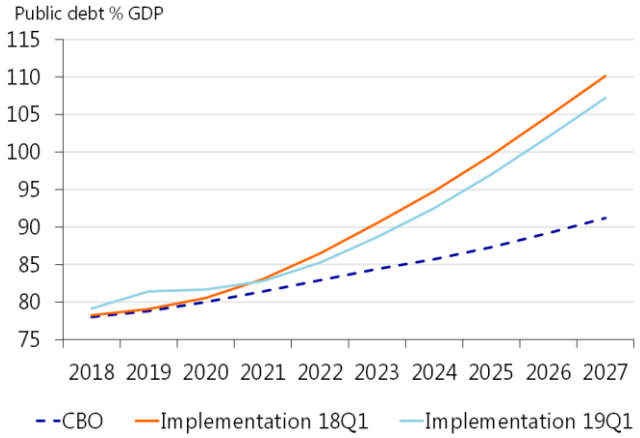


Рис.6 Congressional Budget Office – оценка воздействия налоговой реформы на дефицит федерального бюджета.

Источник: https://www.cbo.gov/system/files/115th-congress-2017-2018/costestimate/ 53415-hr1 conferenceagreement.pdf

Не оставляет сомнений и увеличение государственного долга после снижения налогов; эффект «рычага» создается расширением по мере роста долгов правительства его потребностей в средствах для уплаты процентов. В упомянутом выше источнике – обзоре Радобанка – прогнозируется рост федерального долга за 10 лет до 110% ВВП – в 2017 году он составлял 77% ВПП[4]. Причем, увеличение долга относительно ВВП ожидается, несмотря на прогноз позитивного вклада налоговой реформы в размер ВВП.





Источник: Radobank (см. выше).

Проблема исчерпания лимита государственного долга в США. С середины декабря 2017 года обслуживание долга федерального правительства в США осуществляется в режиме экстраординарных мер вследствие достижения в очередной раз суммой долга законодательно установленного лимита, определяющего его допустимую величину.

Это – постоянно воспроизводящаяся ситуация. С 1940 года, когда лимит был установлен впервые, по 2012 год включительно она возникала более 80 раз, в среднем чаще одного раза в год (за это время долг увеличился в 335 раз, рост приобрел ускорение с 1990-х годов). Каждый раз лимит переустанавливался с повышением (соответствующие решения принимаются Конгрессом и оформляются законодательными актами). Это необходимо для обеспечения штатных условий обслуживания долга (альтернативой является радикальный пересмотр фискальной политики с целью сокращения бюджетного дефицита). Однако затягивание решения вопроса о повышении лимита периодически становилось инструментом политического торга между оппозицией и правящей администрацией. В 2011 году оно было затянуто до последнего дня, когда предположительно мог произойти технический дефолт, что привело к снижению S&P суверенного рейтинга США.

[4] Debt held by the public: исключаются долговые позиции внутри государственного аппарата, с их учетом долг уже сейчас близок к 100% ВВП.

Кризис 2011 года разрешился принятием Закона о бюджетном контроле (Budget Control Act of 2011), которым был создан временный механизм, позволивший главе государства фактически единоличными решениями повысить лимит на 2,1 трлн долларов к январю 2012 года. Установленный тогда новый лимит – 16,4 трлн долларов – был исчерпан через год в январе 2013 года. С этого времени можно констатировать утрату систематизма в процессе контроля за величиной государственного долга посредством переустановки лимита. Конгресс перешел к практике временных приостановок действия лимита; по истечении периодов приостановки новый лимит устанавливался в соответствии с фактически достигнутой величиной долга.

Последний раз решение о приостановке действия лимита было принято в сентябре прошлого года на трехмесячный срок. С 11 декабря 2017 года лимит вновь действует в размере долга, фактически сложившегося по состоянию на 8 декабря – 20,456 трлн долларов (это на 25% больше по сравнению с его величиной в январе 2013 года). Казначейство вновь утратило возможность управлять долгом в штатном режиме, размещая новые займы в объеме, приводящем к его увеличению сверх указанной величины. Эта возможность вновь появится только после принятия Конгрессом нового решения об увеличении лимита или приостановке его действия.

Казначейство располагает набором отработанных приемов («экстраординарных мер»), позволяющих в течение неопределенного (но не очень длительного) времени управлять подобной нештатной ситуаций, продолжая обслуживать долг в соответствии с графиком уплаты процентов и основных сумм:

1) Частичная приостановка размещения новых специальных выпусков государственных облигаций, предназначенных для инвестирования средств фонда пенсионного обеспечения государственных служащих Civil Service Retirement and Disability Fund (CSRDF) и фонда медицинского страхования пенсионеров национальной почтовой службы (Postal Service Retiree Health Benefits Fund), взамен аналогичных выпусков, истекающих по срокам.

2) Досрочное погашение части государственных облигаций в портфелях указанных фондов в размере ожидаемых в ближайшее время выплат их бенефициарам.

3) Обмен облигаций государственной корпорации «Федеральный банк финансирования», которые размещаются от его лица Казначейством, но не подпадают под действие лимита, на государственные облигации из портфеля CSRDF (с их досрочным погашением).

4) Полная или частичная приостановка реинвестирования в специальные выпуски государственных облигаций средств программы пенсионного обеспечения госслужащих Government Securities Investment Fund и Фонда стабилизации валютного курса (Exchange Stabilization Fund), а также размещения новых специальных выпусков, предназначенных для инвестирования временно свободных средств из бюджетов штатов и муниципалитетов (State and Local Government Series).

Одна из стратегий заключается в заблаговременном – до достижения лимита – увеличении краткосрочной части федерального долга путем размещения ценных бумаг со сроками до погашения до 1 года и векселей для управления ликвидностью (cash management bills)[5]. В дальнейшем это повышает гибкость управления долгом.

Экстраординарные меры позволяют высвобождать в пределах лимита пространство для размещения Казначейством облигаций с целью обслуживания долга. Оно высвобождается также и по мере истечения сроков ранее размещенных облигационных выпусков на сумму их основного долга. Однако, учитывая постоянно растущие потребности в средствах для выплаты процентов, ресурса, обеспечиваемого экстраординарными мерами, вряд ли может хватить более чем примерно на 3-4 месяца. В тот или иной момент, если лимит не будет увеличен, Казначейство окажется вынуждено допустить технический дефолт (неуплату процентов) по долгу[6]. Этот гипотетический момент имеет полуофициальное условное название «день икс». По оценке Бюджетной службы Конгресса, он может наступить в марте или начале апреля текущего года.

В реальности возможность непринятия в необходимый срок тех или иных решений касательно лимита, открывающих возможность увеличения займов и выполнения обязательств по обслуживанию долга, исключена. Однако затягивание решения может в перспективе двух-трех месяцев усилить напряженность на финансовом рынке, приведя его в состояние повышенной волатильности. Сейчас напряженная ситуация отражается в снижении курса доллара к евро и другим валютам. В долгосрочной перспективе очевидна неизбежность дальнейшего роста долговой нагрузки федерального правительства США в абсолютных значениях и относительно ВВП. При прочих равных условиях это будет отрицательно сказываться на доверии к США как к суверенному заемщику.

[5] Эту цель преследовал план заимствований Казначейства на IV квартал 2017 года, который в российских СМИ был воспринят из-за незнания вопроса как намерение произвести масштабную абсорбцию долларовой ликвидности (сообщения про «долларовый пылесос»).
[6] Операционный кассовый баланс Казначейства по состоянию на 19.01.2018 составлял 262 млрд долларов, но эти средства не предназначены для обслуживания долга.

Новое руководство в ФРС. Срок полномочий Джанет Йеллен на посту председателя Совета управляющих Федеральной резервной системы истекает 4 февраля 2018 года. По представлению главы государства на замещение должности Сенатом США 23 января утвержден Джером Пауэлл, имеющий большой послужной список в Казначействе США и финансовой системе. В качестве научного консультанта он принимал участие в работе по разрешению сложившейся в 2011 году (упомянутой выше) кризисной ситуации в вопросе повышения лимита государственного долга.

Пауэлл с 25 мая 2012 года состоял членом Совета директоров ФРС. За прошедшее время он участвовал в 45 заседаниях FOMC и каждый раз голосовал в поддержку принимавшихся решений. Это позволяет рассчитывать, что со сменой руководства ФРС сохранится преемственность курса денежно-кредитной политики, который заключается в повышении процентной ставки в сочетании с постепенным сокращением ранее приобретенного ФРС портфеля ценных бумаг с целью нормализации баланса центрального банка и возвращения в перспективе к применению стандартного инструментария. В данном контексте можно отметить, что полномочия президента ЕЦБ Марио Драги действуют до октября 2019 года и, следовательно, в течение ближайших почти двух лет нет причин ожидать перемен со стороны личности руководителя также и в политике Евросистемы.

Вместе с тем, Пауэлл вступает в должность в момент, когда параметры макроэкономической ситуации в США и перспективы ее развития подвергаются резким изменениям в результате состоявшейся налоговой реформы. Прежде всего, расширяется горизонт, на котором можно ожидать продолжения циклического роста деловой активности. Появились предпосылки к формированию дополнительных рабочих мест, снижению безработицы до менее 4%, увеличению располагаемых доходов и повышению спроса. Однако просматривается и сценарий, в котором из-за ограниченности предложения последствия снижения налогов в плане усиления инфляции могут оказаться не менее или даже более ощутимыми, чем его влияние на рост ВВП и занятость.

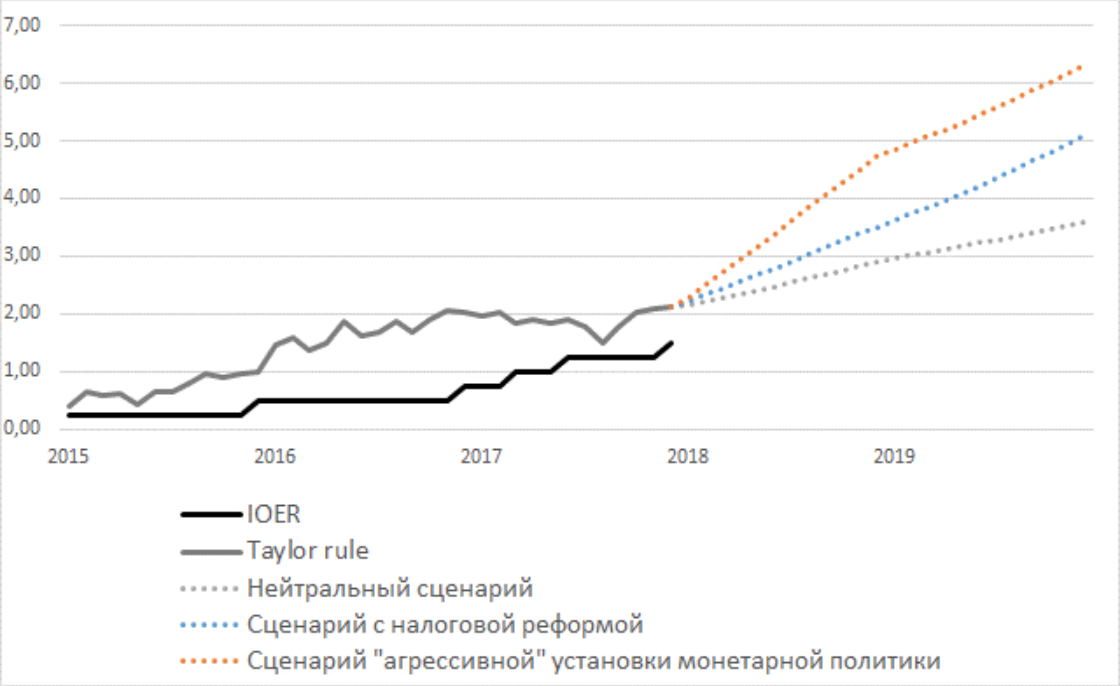
В любом из приведенных выше вариантов есть основания предполагать, что ФРС увеличит скорость повышения IOER.

В декабре консенсус-прогнозы указывали на ожидания участниками финансового рынка повышения ставки на 0,25 п.п. 3 раза в 2018 году и 2-3 раза в 2019 году. Сейчас она примерно на 0,5 п.п. ниже уровня, согласующегося с правилом Тейлора. По нашему мнению, в нейтральном сценарии – без налоговой реформы – этот разрыв остался бы прежним при повышении IOER за два года на 1,5 п.п. с 1,5% годовых в конце 2017 года.

При той траектории правила Тейлора, которая по нашим оценкам может сложиться вследствие влияния снижения налогов на инфляцию и безработицу (разрыв выпуска), ФРС получает свободный – без крена в сторону еще более жесткой чем сейчас политики – запас повышения IOER на 3 п.п. в течение двух лет. Предполагается при этом, что воздействие реформы на занятость придется в основном на первый год, а на инфляцию – на второй. Однако, если воздействие окажется слабее, чем мы допускаем, или политика ФРС – инерционной, то, соответственно, меньше будут и ее шаги в сторону повышения ставки.

Возможная альтернатива – «агрессивное» ужесточение с тем чтобы расширить пространство, позволяющее после перехода цикла в рецессионную фазу принимать ответные меры монетарной политики исключительно посредством снижения процентной ставки, не прибегая вновь к инструменту количественного смягчения. Такое пространство может быть создано повышением ставки до 5-6% годовых. Данную альтернативу мы рассматриваем только гипотетически, не считая ее реалистичной на горизонте двух лет.

IOER и правило Тейлора в разных сценариях (% годовых)



Прим.: IOER (процентное вознаграждение по избыточным резервам депозитно-кредитных организаций) в настоящее время является основным инструментом контроля ФРС над уровнем ставки по федеральным фондам (значением IOER определяется операционная цель денежно-кредитной политики).

НИФИ
МИНФИНА РОССИИ

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 III	2017 IV
Россия	-1,9	-3,4	-2,7	-3,2	-0,4	-0,5	-0,4	0,3	0,5	2,5	1,8		↓	
США	3,8	3,3	2,4	2,0	1,4	1,2	1,5	1,8	2,0	2,2	2,3		↑	
Канада	2,2	0,8	0,7	0,3	1,1	1,0	1,5	2,0	2,3	3,6	3,0		↓	
Япония	0,2	2,1	2,1	1,1	0,6	0,7	0,9	1,5	1,5	1,6	2,1		↑	
Соед. Королевство**	2,7	2,5	2,1	2,1	1,9	1,8	2,0	2,0	2,1	1,9	1,7		↓	
Евросоюз**	2,2	2,3	2,2	2,2	1,9	1,9	1,9	2,0	2,2	2,5	2,8		↑	
Еврозона**	1,8	2,0	2,0	2,0	1,7	1,8	1,7	1,9	2,1	2,4	2,8		↑	
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	1,2	1,8	2,3		↑	
Италия**	0,4	0,9	1,0	1,2	1,3	1,0	0,9	1,0	1,3	1,5	1,7		↑	
Испания**	2,9	3,4	3,6	3,8	3,5	3,4	3,2	3,0	3,0	3,1	3,1		→	
Португалия**	1,9	1,9	1,9	1,6	1,2	1,0	1,8	2,2	2,8	3,0	2,5		↓	
Греция**	0,0	0,4	-2,4	0,5	-0,4	-1,0	1,2	-0,9	0,4	1,6	1,3		↓	
Бельгия**	1,4	1,6	1,2	1,4	1,3	1,6	1,6	1,4	1,8	1,5	1,7		↑	
Нидерланды**	2,8	2,3	2,3	1,6	1,5	1,9	2,4	2,8	2,6	3,8	3,2		↓	
Финляндия**	-0,7	0,3	-0,1	0,4	2,0	1,1	2,3	2,4	2,8	3,6	3,0		↓	
Швеция**	3,6	3,8	4,9	4,8	4,1	3,6	2,6	1,8	2,0	2,7	2,9		↑	
Дания**	2,4	2,6	1,0	0,5	1,2	1,7	2,1	2,9	2,5	2,5	1,5		↓	
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	0,5	1,2		↑	
Китай	7,0	7,0	6,9	6,8	6,7	6,7	6,7	6,8	6,9	6,9	6,8	6,8	↓	→
Индия	6,8	7,6	8,4	7,4	9,2	7,9	7,5	7,0	6,1	5,7	6,3		↑	
Бразилия	-1,6	-2,7	-4,3	-5,6	-5,2	-3,4	-2,9	-2,5	0,0	0,4	1,4		↑	
ЮАР	2,6	1,3	0,9	0,6	-0,6	0,3	0,7	0,7	1,0	1,3	0,8		↓	
Турция	3,6	7,2	5,8	7,5	4,8	4,9	-0,8	4,2	5,3	5,4	11,1		↑	
Польша**	3,9	3,4	3,8	4,2	2,7	3,2	2,3	3,2	4,4	4,3	5,2		↑	
Мексика	3,5	3,0	4,0	2,7	3,0	3,3	2,1	3,3	3,2	1,9	1,5		↓	
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	2,2	2,7	2,6	2,7	3,3	1,8	2,6	1,8	2,0	3,0		↑	
Аргентина	0,0	3,9	3,8	2,6	0,6	-3,7	-3,7	-1,9	0,4	2,9	4,2		↑	
Чили	2,6	2,1	2,4	1,9	2,5	1,7	1,8	0,5	0,1	1,0	2,2		↑	
Венгрия**	4,0	3,0	2,9	3,3	1,5	2,5	2,3	2,1	3,9	3,7	4,1		↑	
Чешская Респ.**	5,2	5,8	5,7	4,9	3,5	2,8	1,8	1,8	3,0	4,7	5,0		↑	
Словакия**	3,2	3,6	3,9	4,6	3,7	3,9	2,7	3,2	3,0	3,7	3,4		↓	
Беларусь	-2,0	-4,3	-4,2	-4,5	-3,7	-1,4	-3,5	-1,9	0,4	1,7	3,0	4,3	↑	↑
Украина	-16,0	-14,5	-7,0	-2,4	0,1	1,5	2,3	4,8	2,5	2,3	2,1		↓	
Казахстан	2,4	1,7	0,0	0,7	-0,1	0,2	1,3	2,8	3,8	4,9	4,1		↓	

* 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	2,5	2,5
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	1,7	1,6	1,8	
	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	1,7	1,8
	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	0,2	0,6	
	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	13,6	13,7
	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	4,9	4,6
	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	0,8	0,8
	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	1,8	1,6
	*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	1,2	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	1,1	1,0
	*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	1,5	1,2
	*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	1,8	1,2
	*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	2,1	2,0
	*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	2,1	2,1
	*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	0,9	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	3,1	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	1,9	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	2,5	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	2,5	2,1
	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	2,6	2,4
	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	7,3	7,1
	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	13,0	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	1,3	1,5
	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	4,9	5,2
	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	2,8	3,0
	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	1,1	1,6
	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	2,1	
	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	4,8	4,6	4,7
	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	1,9	2,3
	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	6,6	6,8
	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	3,3	3,6

* Personal Consumption Expenditure Price Index.

** Harmonized Index of Consumer Price (Eurostat).