

ГЛОБАЛЬНЫЙ ИНФЛЯЦИОННЫЙ ШОК: ПРИЧИНЫ И ВЫЗОВЫ ДЛЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ТЕОРИИ

ГОРЮНОВ ЕВГЕНИЙ

С.Н.С. ЛАБОРАТОРИИ ДКП, К.Э.Н.

МОТИВАЦИЯ

Отличительные черты инфляционного шока начала 2020-х

- Сформировался в уникальных условиях постковидного восстановления мировой экономики
- Глобальный характер шока – затронуты практически все ведущие экономики
- Аномально высокие уровни инфляции в развитых странах
- Инфляционная волна оказалась неожиданной по силе и продолжительности
- Пока инфляция не вернулась на докризисные уровни

Возникающие вопросы

- Каковы факторы этого глобального инфляционного шока?
- Почему он оказался неожиданным (для властей, экспертов, академических ученых)?
- Высокая инфляция это ошибка денежных властей? Или ошибка теории? Или ошибка оценки макроэкономических условий?
- При каких условиях возможно попадание ведущих экономик в состояние стагфляции?
- Какие выводы можно/нужно сделать в отношении экономической теории/политики?

ПЛАН

□ Предыстория и формирование предпосылок

- Важную роль сыграли специфические макроэкономические условия в 2010-х

□ Great Lockdown – макроэкономические условия, фискальная и монетарная политика

- Краткий обзор макроэкономических процессов и политики в период локдауна 2020 г.

□ Факторы глобального инфляционного шока

- Формирование инфляционной волны и обсуждение причин ее возникновения

□ Почему инфляция оказалась неожиданностью? По каким причинам не повышали ставки?

- Аргументация в пользу теории «временного характера инфляционной волны»

□ Риски стагфляции и некоторые исследовательские сюжеты

ПРЕДЫСТОРИЯ: ДЕЗИНФЛЯЦИЯ

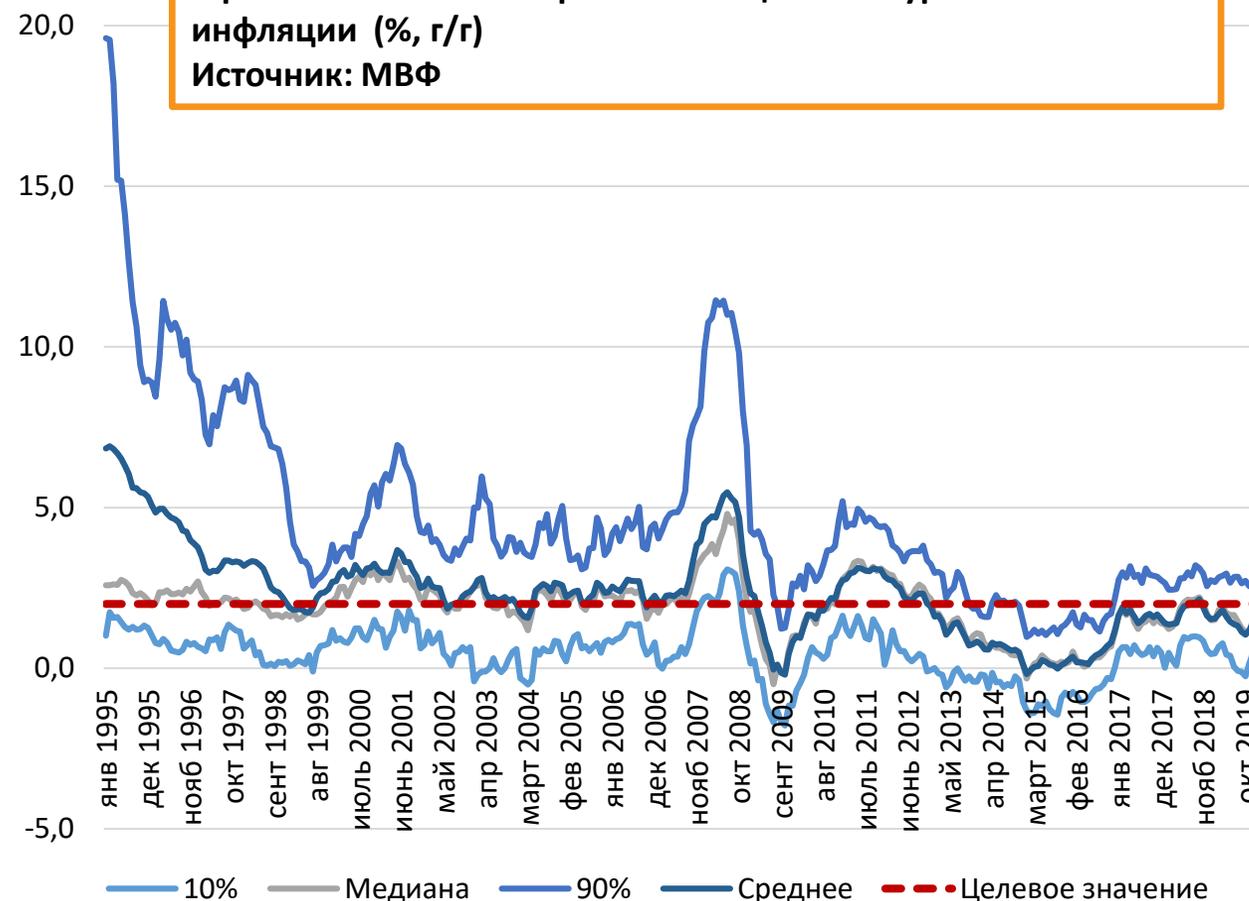
К концу 2010-х инфляция в развитых странах опустилась почти до нуля

- С середины 1990-х динамика цен в развитых странах стабилизировалась
- После МФК инфляция надолго опустилась ниже целевых значений

При этом монетарная политика после МФК была ультрамягкой

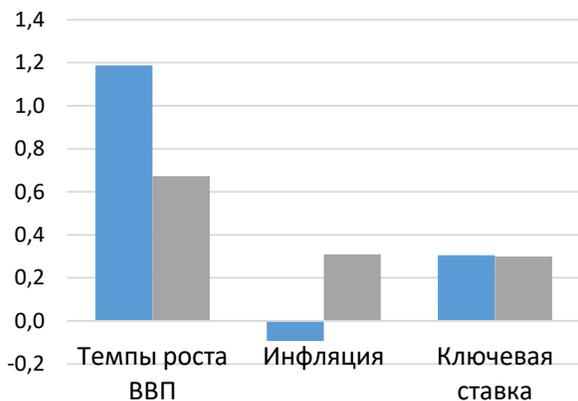
- Ключевые ставки были вблизи нулевой границы
- Центральные банки реализовывали программы выкупа активов
- Балансы ЦБ выросли кратно

Квантили и среднее значение инфляции в группе развитых стран в 1995-2019 г. в сравнении с целевым уровнем инфляции (% г/г)
Источник: МВФ

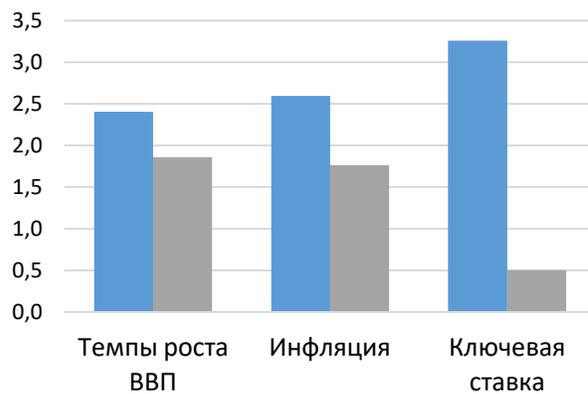


МОНЕТАРНОЕ СМЯГЧЕНИЕ В 2010-Х

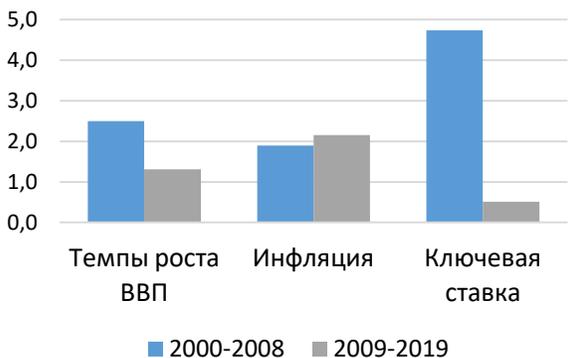
Япония



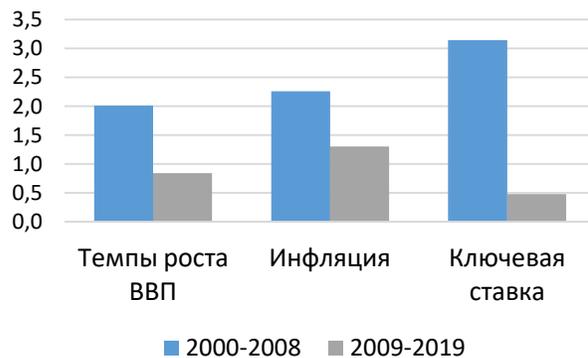
США



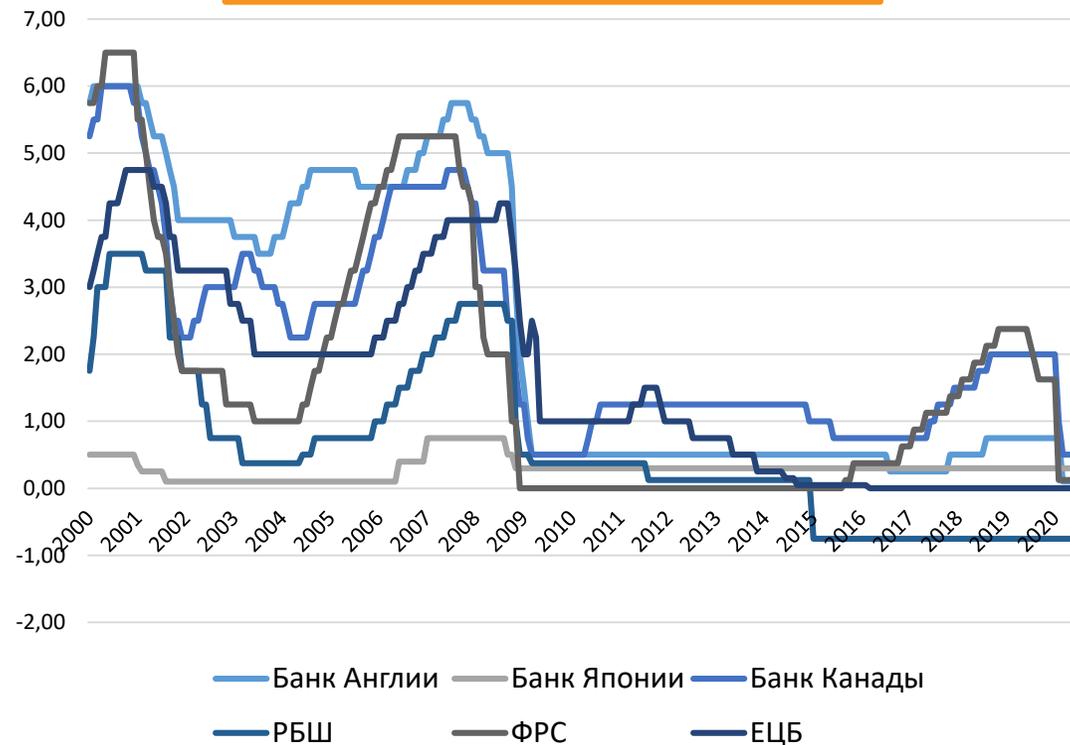
Великобритания



Евросона



Ключевые ставки ведущих ЦБ (%)
Источник: БМР

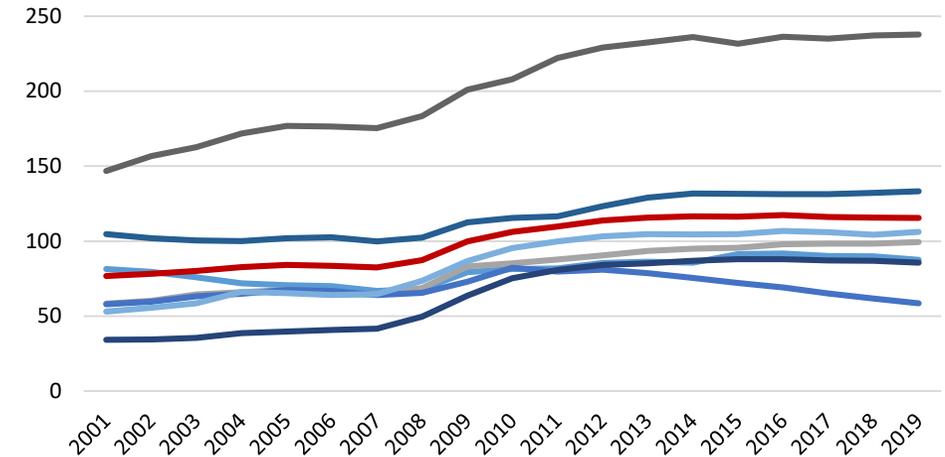


ФИСКАЛЬНЫЙ СТИМУЛ 2010-Х

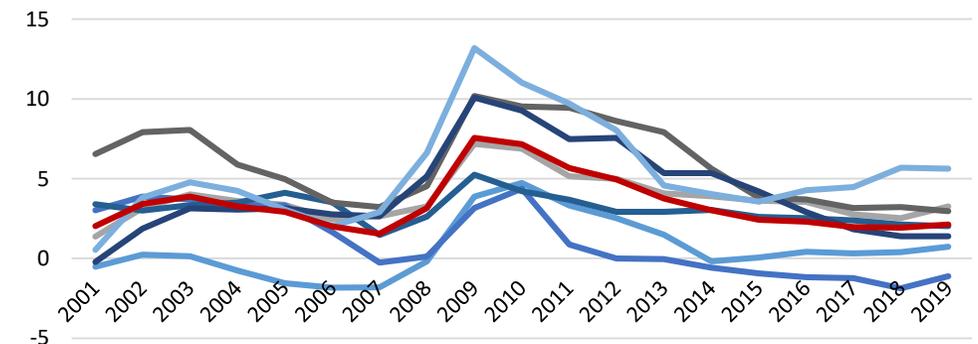
Фискальная политика также была мягкой

- Дефициты значительно выросли в посткризисные годы
- Нормализация дефицитов произошла во второй половине 2010-х
- За 2010-е госдолг существенно увеличился, при этом долгосрочные ставки оставались низкими
- Исключение – отдельные страны зоны евро

Госдолг (% ВВП)



Дефицит (%ВВП)



— Канада — Франция — Германия
— Италия — Япония — Великобритания
— США — Среднее G-7

КАКИЕ БЫЛИ СДЕЛАНЫ ВЫВОДЫ

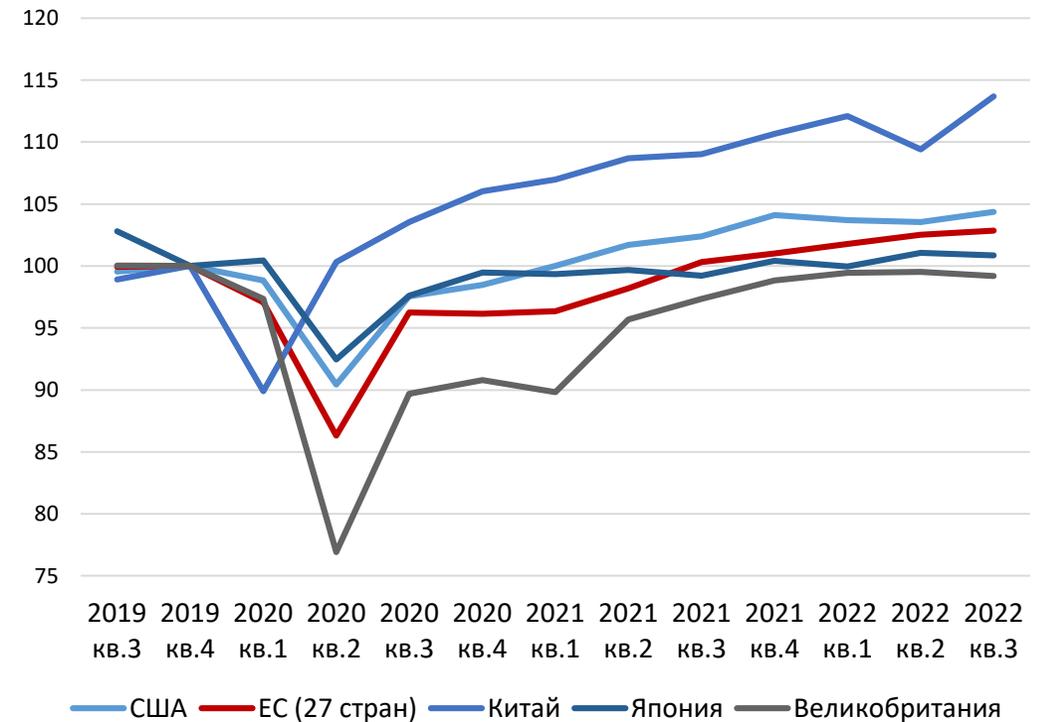
- **Несмотря на стимулирование, признаков макроэкономической дестабилизации в 2010-х не было**
 - Долгосрочные ставки, инфляция и экономический рост оставались на пониженных уровнях
 - К середине 2010-х занятость превзошла докризисный уровень, не вызвав дестабилизации ценовой динамики
 - «Новая реальность»: New normal, Secular stagnation, Lowflation

- **Баланс восприятия рисков изменился: теперь главный риск это низкая инфляция и слабый рост**
 - Способность экономики сохранять устойчивость при интенсивном фискально-монетарном стимулировании была недооценена
 - Риски потери контроля над инфляцией и бюджетной дестабилизацией отошли на второй план
 - Изменение риторики экономических властей
 - ✓ До МФК: инфляционное таргетирование, ограничения госдолга/дефицита, приоритет дисциплины в экономической политике
 - ✓ После МФК: активное стимулирование без четкого лимита, подход «whatever it takes»

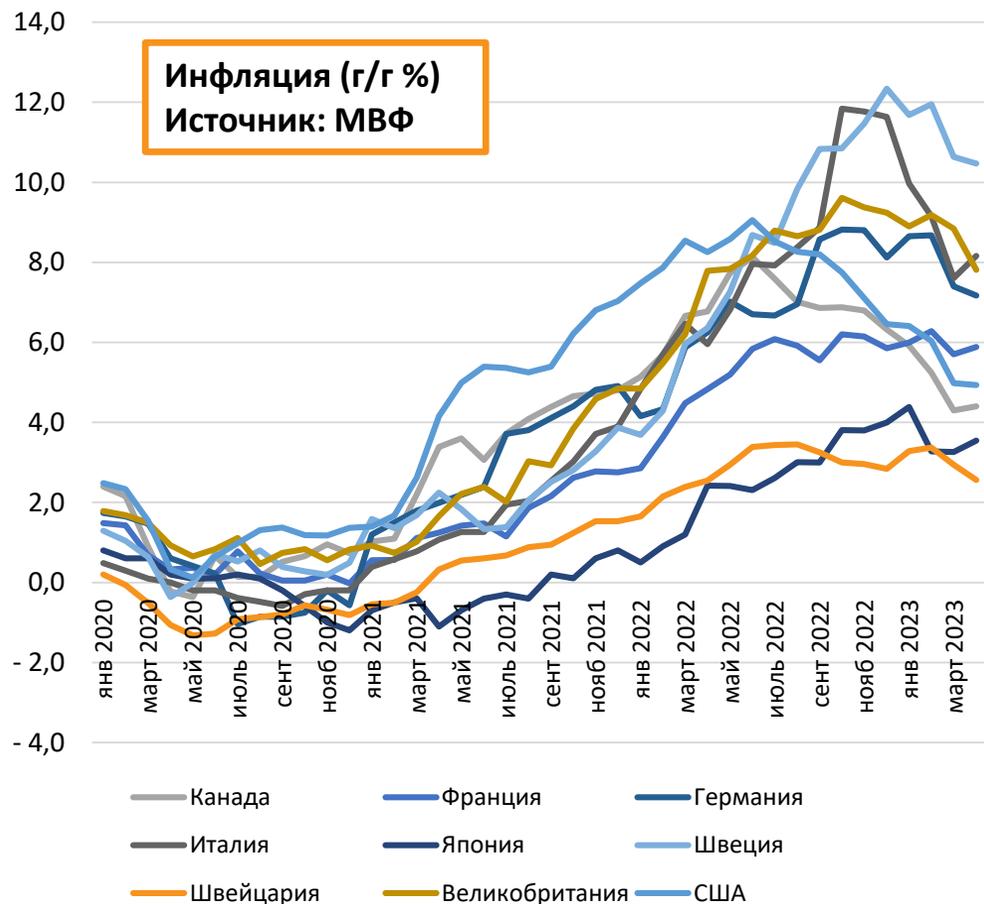
ГЛОБАЛЬНЫЙ ПАНДЕМИЧЕСКИЙ КРИЗИС

- ❑ **Резкое торможение экономической активности в первой половине 2020 г. и ее быстрое восстановление**
 - Прямые административные запреты и ограничения для отдельных видов деятельности
 - К началу 2021 г. выпуск вернулся на прежний уровень
- ❑ **Беспрецедентное стимулирование и меры поддержки**
 - Рекордные масштабы бюджетной помощи пострадавшим секторам и домохозяйствам
 - Массированное количественное смягчение и бюджетных рост дефицитов
- ❑ **Повсеместное торможение инфляции**
 - Локдаун как мощный дезинфляционный и «просберегательный» фактор

Динамика реального ВВП крупнейших экономик (индекс 100 = 4 кв. 2019 г.)
Источник: ОЭСР



ФОРМИРОВАНИЕ ИНФЛЯЦИОННОЙ ВОЛНЫ



□ Ускорение инфляции началось во II п. 2020 – I п. 2021 гг.

- Рост цен идет широким фронтом в большинстве развитых стран
- Темпы инфляции превышают многолетние максимумы
- До второй половины 2022 г. признаков стабилизации инфляции не наблюдается
- Центральные банки не торопятся сворачивать программы выкупа активов и повышать ставки

□ В странах с формирующимся рынком ситуация менее однородная

- Ускорение инфляции (и монетарное ужесточение) началось раньше, чем в развитых
- Инфляционные всплески такого масштаба характерны для этих стран

РОСТ ЦЕН СЫРЬЕВЫХ ТОВАРОВ

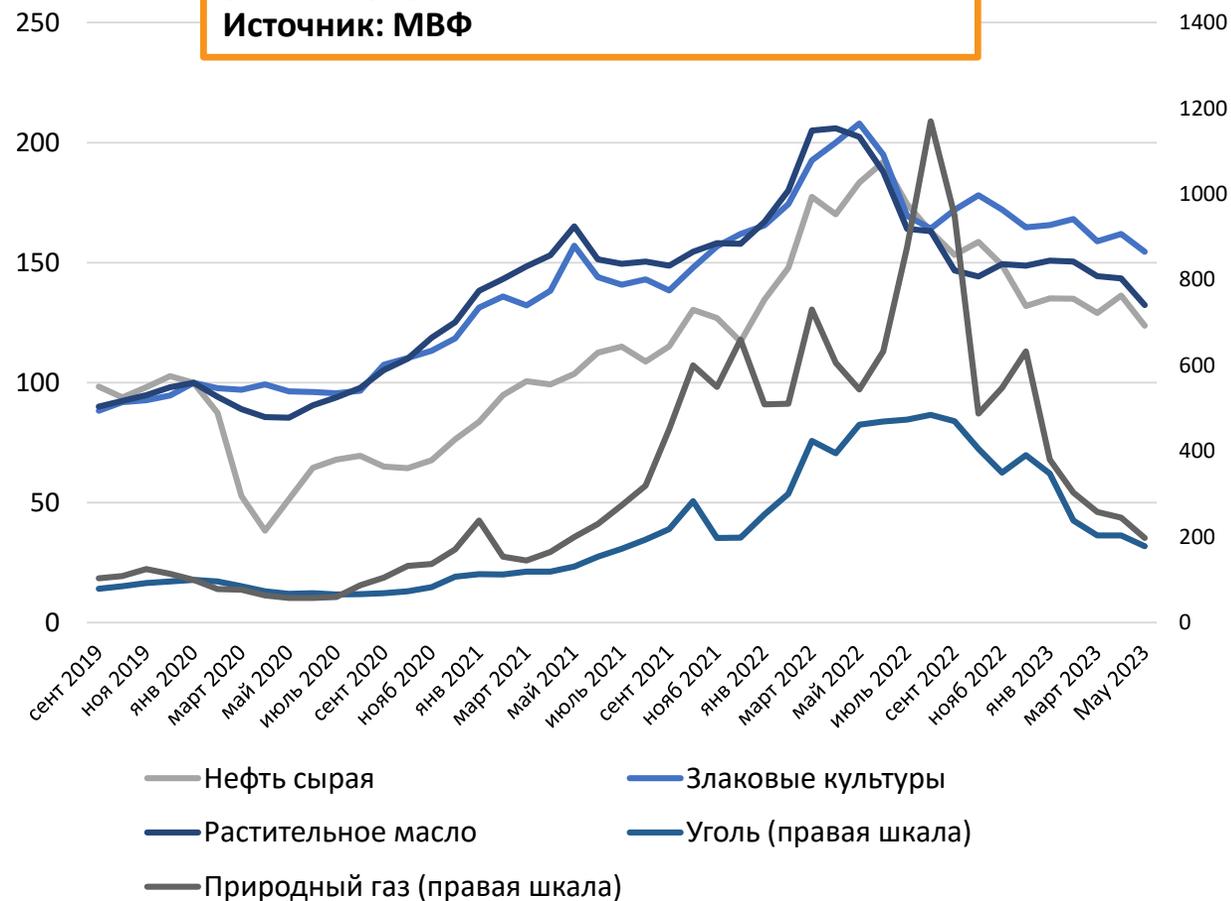
❑ После спада в I п. 2020 цены на сырьевые товары начинают быстро расти

- Выраженный рост цен на продовольствие и энергию
- По сравнению с предкризисными уровнями цены на уголь и газ к середине 2022 г. увеличиваются более чем в 5 и 10 раз, соответственно
- Цены на злаковые культуры и растительное масло к середине 2022 г. удвоились

❑ Впоследствии цены сырьевых товаров сократились

- Однако остались выше докризисного уровня

Индексы мировых цен на злаковые культуры, растительное масло, сырую нефть, уголь и природный газ (100 = янв. 2020 г.)
Источник: МВФ



СТАГФЛЯЦИЯ 1970-Х И ШОК 2021-2022 Г.

Пиковые темпы инфляции (% , г/г) и месяцы, когда они были зафиксированы, для трех инфляционных эпизодов: инфляции 2021-2022 г., первой половины 1970-х и начала 1980-х
Источник: МВФ

	2021-2022 г.		Середина 1970-х		Начало 1980-х	
	Инфл	Месяц	Инфл.	Месяц	Инфл.	Месяц
Япония	3,8	окт. 2022	24,8	февр. 1974	8,7	сент. 1980
Франция	6,2	окт. 2022	15,2	дек. 1974	14,3	нояб. 1981
Канада	8,1	июнь 2022	12,0	февр. 1975	12,9	январ. 1981
США	9,1	июнь 2022	12,3	дек. 1974	14,8	март 1980
Великобритания	9,6	окт. 2022	26,9	авг. 1975	21,9	май 1980
Германия	10,4	окт. 2022	7,9	дек. 1973	7,4	окт. 1981
Италия	11,8	окт. 2022	25,2	нояб. 1974	22,0	нояб. 1980

ФАКТОРЫ ИНФЛЯЦИИ

Основная причина: быстрое восстановление совокупного спроса при сохраняющихся ограничениях на стороне предложения

❑ Факторы быстрого восстановления спроса

- Отложенный в связи с локдауном спрос
- Беспрецедентные масштабы фискально-монетарного стимулирования
- Отказ от повышения ставок в период формирования инфляционной волны
- Изменение структуры спроса: от услуг к товарам

❑ Ограничения на стороне предложения

- Диспропорции на рынке труда
- Эффект «узкого места», нарушения в глобальных цепочках поставок
- Зависимость от отдельных категорий сырьевых товаров

БЮДЖЕТНАЯ ПОДДЕРЖКА

Размеры стимулирующих бюджетных пакетов были неординарными

- Они в разы превосходили размер помощи во время МФК
- Существенную часть составляли прямые выплаты из бюджета

Дискреционный пакет фискальной поддержки в период МФК (2009-2011 гг.) и в период пандемии COVID-19 (2020-2021 гг.)
В размер пакета 2020 г. не включены расходы на здравоохранение

	финансовый кризис (в % ВВП 2009 г.)	COVID-19 (в % ВВП 2020 г.)
Развитые страны G20		
Австралия	5,8	17,4
Канада	3,4	13,1
Франция	2,9	8,1
Германия	5,8	13,4
Италия	0,0	9,7
Япония	6,1	14,7
Южная Корея	4,8	5,7
Испания	...	6,7
Великобритания	1,6	14,2
США	6,6	22,2
Страны с формирующимся рынком G20		
Аргентина	6,2	4,1
Бразилия	1,3	7,7
Китай	7,3	4,6
Индия	0,8	3,6
Индонезия	1,6	7,2
Мексика	2,6	0,2
Россия	15,2	4,2
Саудовская Аравия	11,7	0,6
ЮАР	5,2	4,4
Турция	1,7	3,1

БЮДЖЕТНАЯ ПОДДЕРЖКА

Размеры стимулирующих бюджетных пакетов были неординарными

- Они в разы превосходили размер помощи во время МФК
- Существенную часть составляли прямые выплаты из бюджета

Общий дефицит бюджета расширенного правительства (в % ВВП)
Источник: МВФ



БАЛАНС ЦБ И ДЕНЕЖНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ

Два эпизода: МФК и COVID-19

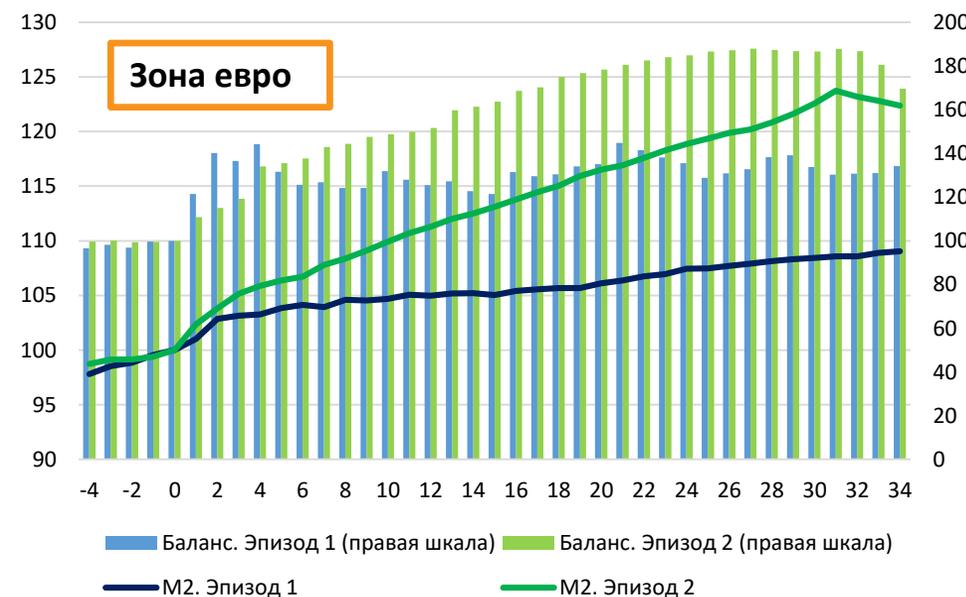
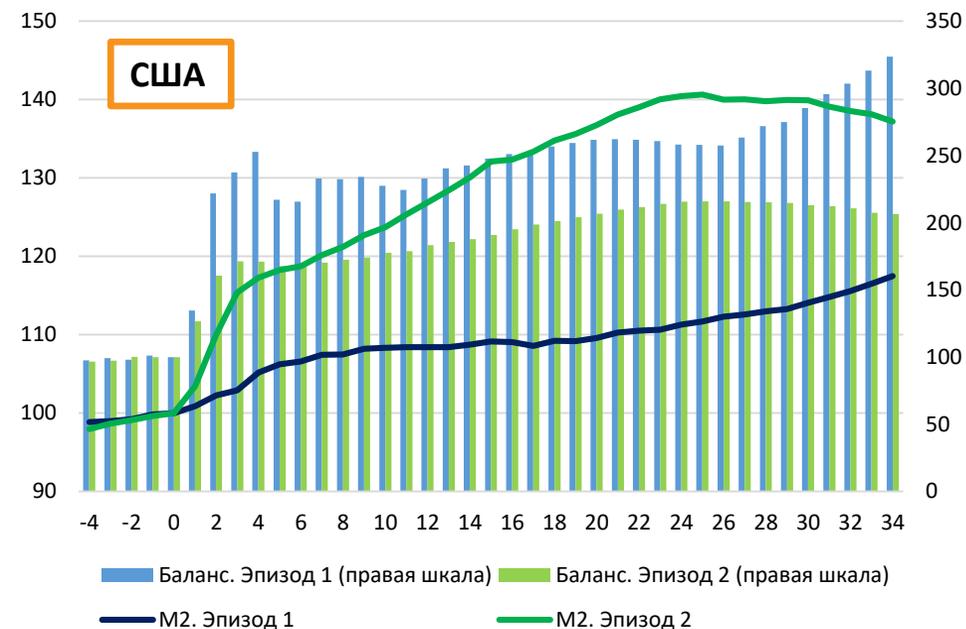
- Эпизод 1: начало – август 2008 г.
- Эпизод 2: начало – февраль 2020 г.

Количественное смягчение в обоих эпизодах привело к росту баланса ЦБ

- ФРС проводил более агрессивную политику, чем ЕЦБ

Во втором эпизоде денежное предложение выросло существенно сильнее

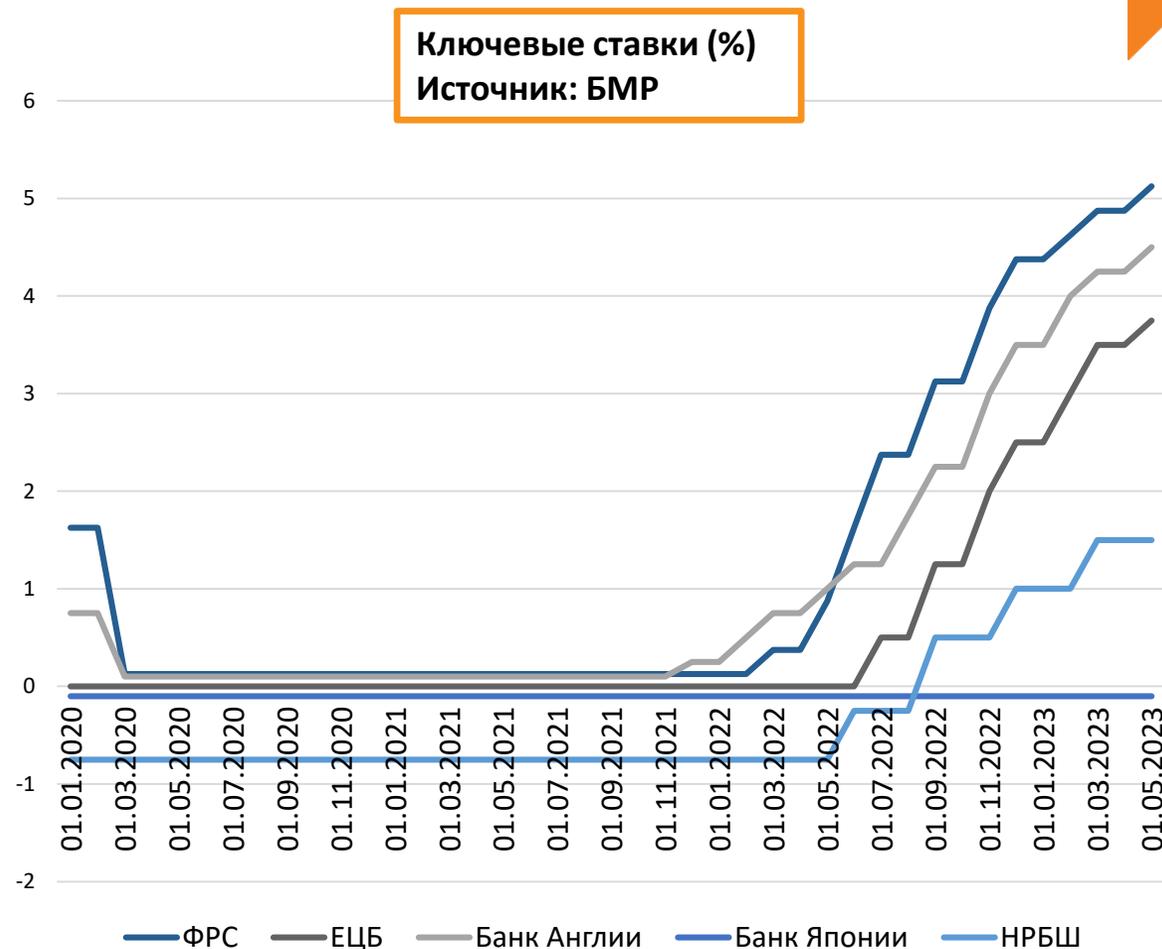
- Причина: более активное применение мер бюджетной поддержки



РОЛЬ ДЕНЕЖНЫХ ВЛАСТЕЙ

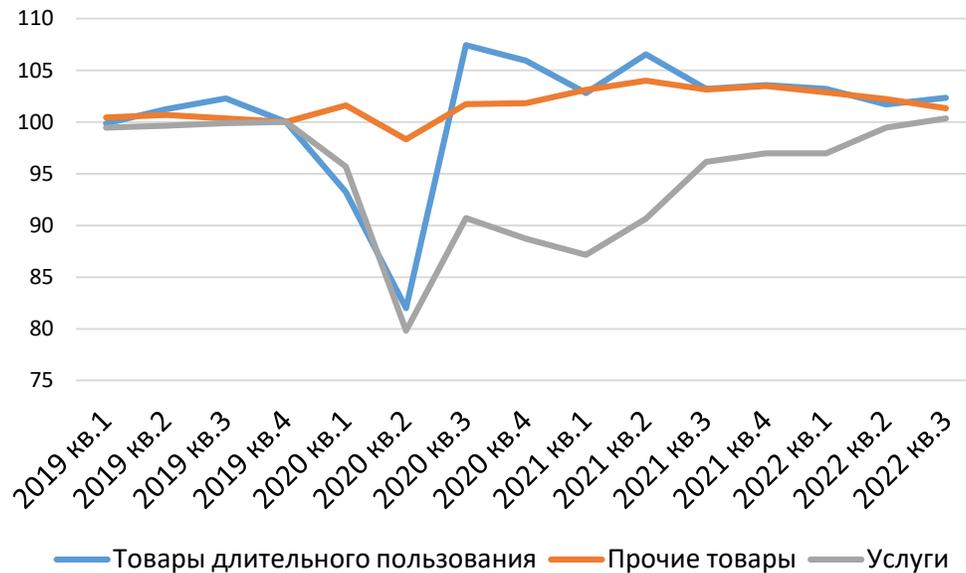
Фактором стимулирования спроса стало сохранение низких ставок центральными банками

- Руководство ФРС и ЕЦБ перешло к ужесточению только в 2022 г.
- Сохранение ставок на минимальных уровнях на фоне ускоряющейся инфляции стимулировало совокупный спрос



СДВИГ В СТРУКТУРЕ ПОТРЕБЛЕНИЯ

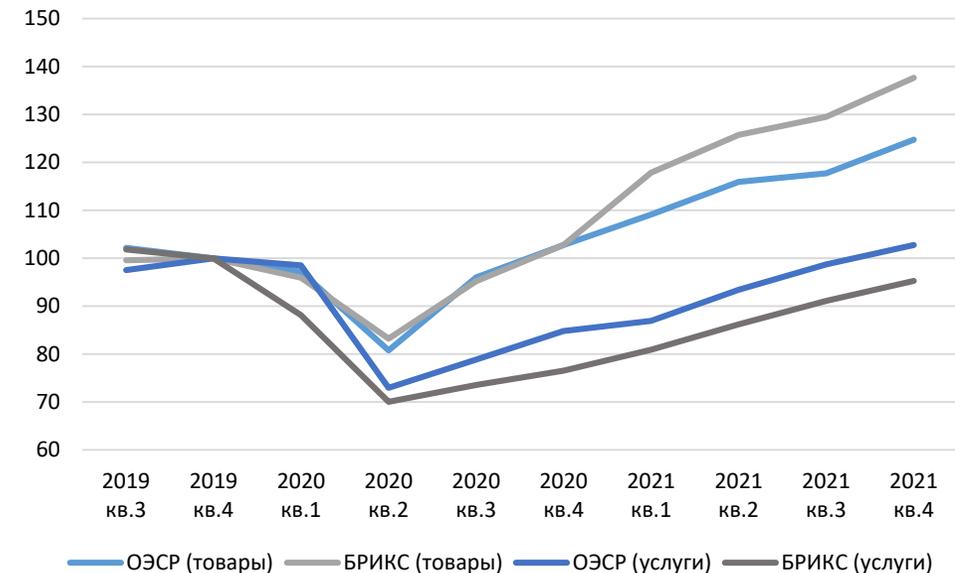
Структура потребления в странах G7
(индекс, 100 = 4 кв. 2022 г.)
Источник: ОЭСР



Спрос на товары восстановился быстрее, чем на услуги

- Концентрация спроса в товарном секторе подтолкнуло инфляцию

Структура импорта ОЭСР и БРИКС
(USD, SA, индекс, 100 = 4 кв. 2019 г.)
Источник: ОЭСР



Сдвиг спроса носит глобальный характер

- Структура международной торговли также изменилась

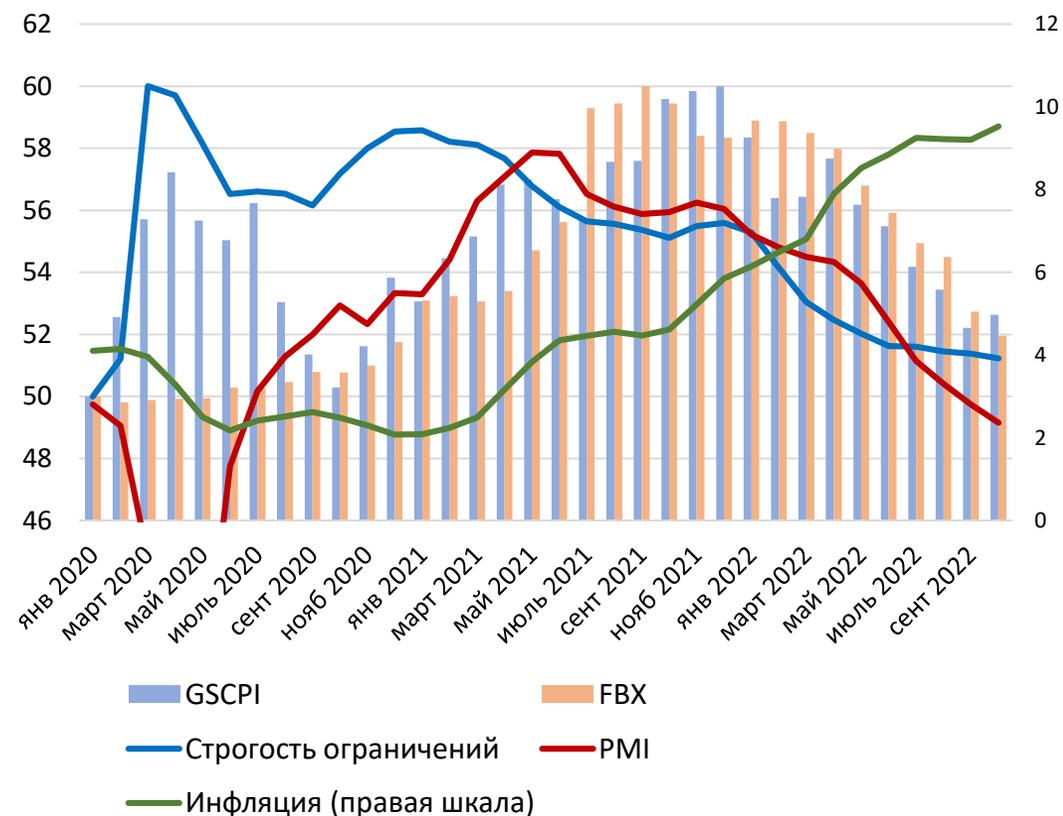
ФАКТОР ПРЕДЛОЖЕНИЯ

В период посткризисного восстановления спроса и отмены карантина обострились проблемы в цепочках поставок

- После провала весной 2020 г. уже во втором полугодии индекс PMI уверенно выходит в зону роста
- С осени 2020 г. индикаторы стресса в логистических цепочках показывают рост напряжений
- Весной 2021 г. набирает темп процесс ослабления карантинных ограничений

Неспособность стороны предложения удовлетворить спрос подстегнуло инфляцию

Индекс напряжения в мировых цепочках поставок (GSCPI), индекс глобальной стоимости фрахта (FBX), индекс строгости локдауна, средняя инфляция и индекс PMI в странах G20

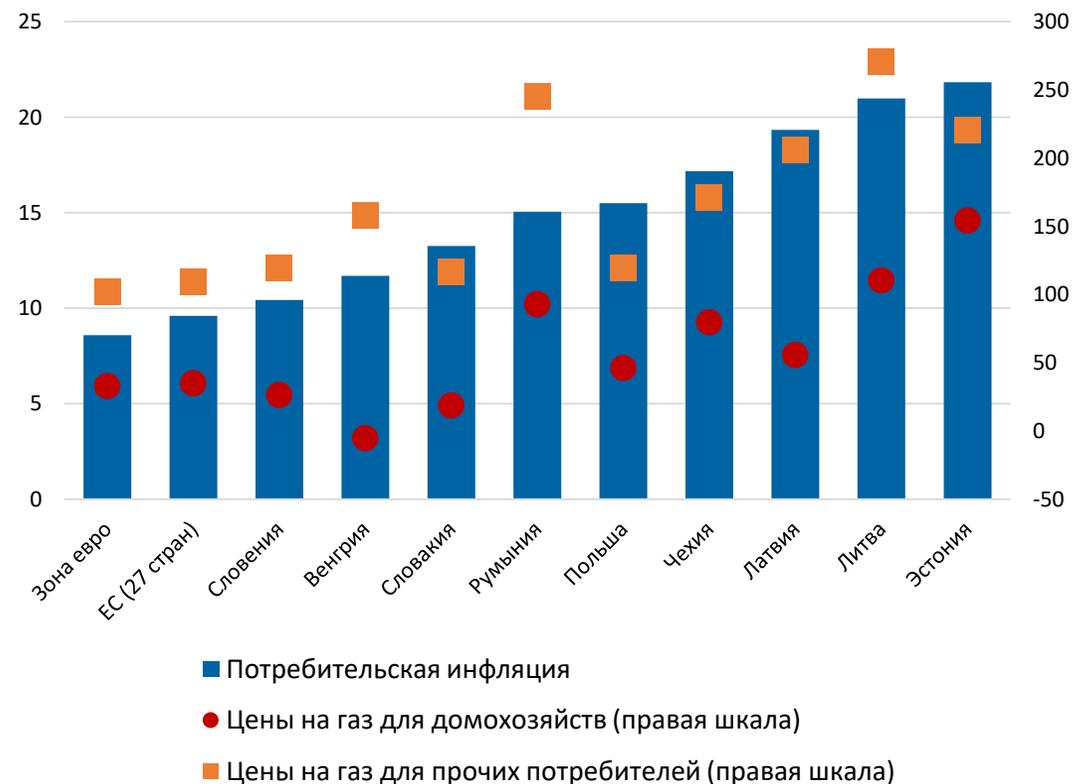


ЦЕНЫ НА ГАЗ И ИНФЛЯЦИЯ В ЦВЕ

Быстрое восстановление спроса и обострение геополитической напряженности привели к диспропорциям на сырьевых рынках

- Это послужило фактором роста цен на энергию и продовольствие
- Инфляция была заметно выше в странах зависимых от импорта газа
- В странах ЦВЕ инфляция была существенно выше, чем в других европейских странах

Рост ИПЦ и цен на природный газ для домохозяйств и других потребителей (с июля 2021 г. по июнь 2022 г.,%)
Источник: Евростат, ОЭСР



НЕОЖИДАННАЯ ИНФЛЯЦИЯ 2021 Г.

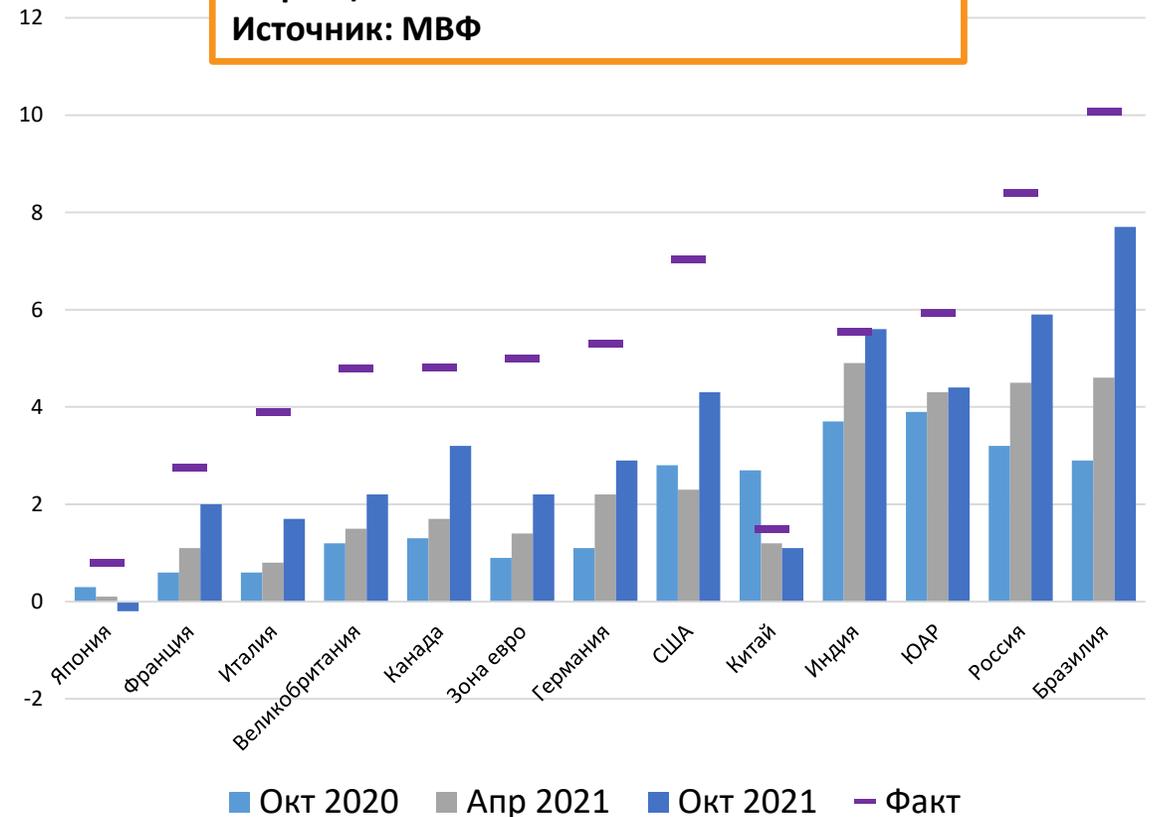
Ведущие исследовательские центры не смогли предсказать инфляционный шок

- Эксперты МВФ значительно ошиблись в прогнозах инфляции
- Ведущие центральные банки также не ожидали инфляционного шока такой силы и длительности (поэтому не повышали ставки)

В 2022 г. ошибки прогнозов инфляции были ниже

- Основные факторы инфляции к этому времени уже проявились

Прогноз инфляции на 2021 г. в разных выпусках WEO и фактический уровень инфляции в 2021 г.
Источник: МВФ



ПОЧЕМУ НЕ ПОВЫШАЛИ СТАВКИ?

Ключевой аргумент: инфляция не носит устойчивого характера, поэтому не требует реакции

Другие причины

- ❑ **Быстрое восстановление спроса оказалось трудно идентифицировать и спрогнозировать**
 - Пандемический кризис уникален в силу своей внеэкономической природы
- ❑ **Использование базовой инфляции в качестве ориентира ДКП**
 - Показатели базовой инфляции были ниже и стабильнее, чем показатели общей инфляции
- ❑ **Стабильно низкие инфляционные ожидания**
 - Все индикаторы указывали на стабильность долгосрочных ожиданий
- ❑ **Отсутствие видимых причин перегрева**
 - Безработица оставалась относительно высокой
- ❑ **Ацикличность инфляции**
 - В последние годы инфляция почти не коррелировала с экономическим циклом
 - Эффект сокращения угла наклона кривой Филлипса

ПОЧЕМУ НЕ ПОВЫШАЛИ СТАВКИ?

Другие (неозвучиваемые) мотивы

❑ Опасения относительно финансовой стабильности и устойчивости бюджета

- За годы нулевых ставок финансовый сектор и бюджет адаптировались к низким ставкам
- Резкое повышение ставок вызовет стресс и может иметь непредсказуемые последствия

❑ Таргетирование средней инфляции

- Центральные банки долго пытались разогнать инфляцию в 2010-х
- Умеренная инфляция это скорее благо в текущих обстоятельствах
- Опасения относительно доверия к политике forward guidance

РИСКИ СТАГФЛЯЦИИ

- ❑ **В настоящий момент инфляция замедляется, но насколько это устойчивый процесс?**
 - С одной стороны: сейчас не просматриваются долгосрочные проинфляционные тенденции
 - С другой стороны: сохраняется риск попадания в ловушку политики «Stop&Go»
- ❑ **Факторы стагфляции: утрата якоря инфляционных ожиданий и формирование спирали «зарплаты-цены»**
 - «Разъякоривание» инфляционных ожиданий возможно, если инфляцию не удастся быстро привести к целевому уровню
 - Сегодня (в отличие от 70-х) центральные банки признают ответственность за подавление (даже «немонетарной») инфляции
 - При этом возникновение эффекта фискального доминирования нельзя исключать

ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЕ СЮЖЕТЫ

□ Включение в анализ более сложных моделей рынка труда

- Стабильность и нелинейность к. Филлипса
 - ✓ Идентификация взаимосвязи между ожиданиями, зарплатами, состоянием рынка труда, инфляцией
 - ✓ Поиск репрезентативных переменных, решение проблемы идентификации к. Филлипса
- Использование подхода Даймонда-Мортенсена-Писсаридиса (DMP)
 - ✓ Анализ при помощи кривой Бевериджа
 - ✓ Использование U/V вместо U в качестве переменной состояния рынка труда

□ Исследование инфляционных ожиданий, механизмов их формирования и эффектов

- Разные агенты (д/х, менеджеры, участники рынка ценных бумаг) имеют существенно разные ожидания
- Ожидания д/х демонстрируют множество аномалий
- Есть потенциал совершенствования коммуникации ЦБ

ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЕ СЮЖЕТЫ

- **Исследование инфляционных ожиданий, механизмов их формирования и эффектов**
 - Разные агенты (д/х, менеджеры, участники рынка ценных бумаг) имеют существенно разные ожидания
 - Ожидания д/х демонстрируют множество аномалий
 - Есть потенциал совершенствования коммуникации ЦБ
 - Оценивание рисков разъякоривания инфляционных ожиданий

**СПАСИБО
ЗА ВНИМАНИЕ!**



ИНСТИТУТ
ЭКОНОМИЧЕСКОЙ
ПОЛИТИКИ
имени Е.Т. ГАЙДАРА