Банк России

О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ
Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

Февраль 2022

СОДЕРЖАНИЕ

Краткое содержание 3

1. Инфляция 5

1.1. Годовая инфляция в январе повысилась 5

2. Экономическая динамика 9

2.1. Уверенный рост экономики в конце 2021 года 10

2.2. Кредитование продолжает вносить значительный вклад в рост спроса в экономике 13

3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки 17

3.1. Регуляторы развитых стран готовятся к более раннему ужесточению ДКП 17

3.2. Снижение аппетита к риску на финансовых рынках 22

3.3. Фронтальный рост цен сырьевых товаров 24

В ФОКУСЕ. Рост экономики и инфляции в мире в 2021 году значительно превысил ожидания 27

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 28.01.2022.
Выводы и рекомендации, содержащиеся в бюллетене, могут не совпадать с официальной позицией Банка России.
Замечания и предложения по содержанию просим отправлять по адресу dip1@cbr.ru.

Фото на обложке: Shutterstock/FOTODOM
107016, Москва, ул. Неглинная, 12
Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2022

Краткое содержание

ИТОГИ

- Судя по опережающим показателям, российская экономика закончила 2021 г. на высокой ноте. Значимое ускорение роста произошло в большинстве укрупненных отраслей. Кредит продолжил вносить существенный вклад в увеличение потребительского и агрегированного спроса в экономике. Ускорение экономического роста сопровождалось высокими темпами роста потребительских цен в декабре – начале января, в том числе их наиболее устойчивых компонент. Это может несколько увеличить годовую инфляцию в России в январе, а также замедлить процесс снижения повышенных инфляционных ожиданий населения и бизнеса.
    - Уверенный рост внутреннего и внешнего спроса по-прежнему опережает возможности расширения производства товаров и услуг с учетом сохраняющихся логистических проблем, удлиняющих и удорожающих доставку, и противоэпидемических требований. Безработица достигла исторического минимума (с поправкой на сезонность), что увеличивает напряжение на рынке труда и дефицит кадров. Темпы роста кредитования в экономике, особенно розничного, пока остаются весьма высокими, несмотря на постепенное увеличение ставок по кредитам.
    - Сохраняющийся разрыв между спросом и предложением в России и мире поддерживает весьма высокие темпы роста потребительских цен. Разворота инфляционного тренда на дезинфляционный пока не произошло. Наблюдающаяся в январе индексация части регулируемых цен и тарифов на уровень существенно выше цели по инфляции – фактор, который может дополнительно подогреть инфляционные ожидания. Вместе с тем постепенное замедление роста спроса до более умеренных и устойчивых уровней вслед за происходящим ужесточением денежно-кредитной политики будет выравнивать дисбаланс между спросом и предложением и постепенно затормозит рост цен. Происходящее постепенное улучшение работы глобальных производственных и логистических цепочек обеспечит нормализацию логистических издержек на среднесрочном горизонте.
    - Денежно-кредитные условия продолжили ужесточаться. Вслед за повышениями ключевой ставки выросли ставки по кредитам и депозитам. В январе российские финансовые рынки упали на фоне обострения геополитической напряженности. Значительный рост доходности облигаций означает более существенное ужесточение денежно-кредитных условий в последние недели.

В ФОКУСЕ. Рост экономики и инфляции в 2021 году в мире значительно превысил ожидания

- Мировая экономика подошла к 2021 г. в условиях значительных ограничений мобильности. Ожидалось постепенное восстановление потребительской активности и сохранялась потребность в продлении значительной части стимулирующих мер. Беспрецедентность кризисных явлений, сохранявшаяся высокая неопределенность относительно эпидемической ситуации в мире и ее влияния на мировую экономику затрудняли прогнозирование основных макроэкономических показателей.
- Рост экономики в 2021 г. оказался существенно выше прогнозов. Предприятия и население адаптировались к изменившимся условиям быстрее, чем ожидалось, а стимулирующие меры в отдельных случаях оказались избыточными и стали причиной перегрева экономики.
- Возможности предприятий по наращиванию производства оказались ограниченными в условиях сохраняющихся санитарных ограничений и неготовности к быстрому увеличению спроса на продукцию. Это создало дисбаланс между спросом и предложением и сделало возможным активный перенос возросших издержек в потребительские цены. В странах с незаякоренными инфляционными ожиданиями произошел их рост, что обусловило дополнительное смягчение денежно-кредитных условий, подогрело потребительскую активность и цены.

1. Инфляция

Инфляционное давление остается повышенным. Динамика цен пока не демонстрирует формирования устойчивого дезинфляционного тренда. Активный рост внутреннего российского спроса сохраняется, чему способствует продолжающееся высокими темпами расширение кредита, которое ускорилось в конце 2021 г., а также высокие инфляционные ожидания населения и предприятий. Ширящаяся практика автоматической индексации регулируемых тарифов и зарплат на размер фактической инфляции создает дополнительное инфляционное давление, что может привести к возникновению инфляционной спирали «цены – зарплата – цены».

Существенное повышение инфляции в США и еврозоне, охватывающее широкий спектр товаров, усиливает инфляционное давление со стороны издержек в мировой экономике. В России действие этого фактора также подпитывает инфляционные ожидания и тормозит переход к устойчивому замедлению инфляции.

Несмотря на действие этих проинфляционных факторов, продолжающееся повышение процентных ставок в российской экономике позволит сделать рост потребления более устойчивым в среднесрочной перспективе, в том числе за счет поощрения населения к сберегательному поведению. Меры макропруденциальной политики дополнительно ограничат рост наиболее рискованных сегментов розничного кредитования. С учетом лагов, с которыми действует денежно-кредитная и макропруденциальная политика, дезинфляционное влияние от решений, принятых в течение 2021 г., будет постепенно увеличиваться. Ослабление эффекта от разовых проинфляционных факторов, действовавших на рынках отдельных товаров и услуг в 2021 г., дополнительно усилит дезинфляционные тенденции.

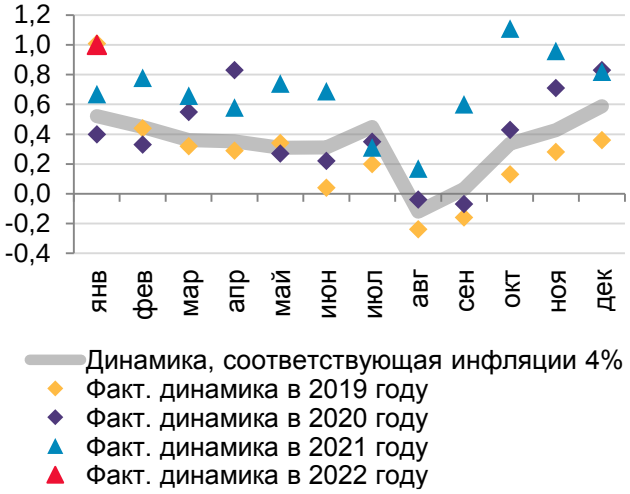
1.1. Годовая инфляция в январе повысилась

- Месячный рост цен в декабре замедлился во многом благодаря развороту действия ряда разовых факторов, которые привели к его ускорению в ноябре.
- В начале января рост цен остался повышенным по широкому кругу товаров и услуг. Вероятно, это повысит годовую инфляцию по итогам месяца.
- Рост цен в части устойчивых компонент инфляции также остается повышенным и пока не демонстрирует признаков снижения. Активное расширение спроса по-прежнему позволяет производителям перекладывать растущие издержки на потребителей. Разворота инфляционного тренда на дезинфляционный пока не произошло.
- Вместе с тем ожидаемое замедление роста розничного кредитования и дальнейшее повышение сберегательной активности населения вслед за ростом ставок по кредитам и депозитам ослабят проинфляционное давление со стороны спроса. Это приведет к замедлению роста потребительских цен.

В декабре потребительские цены выросли на 0,82% (без поправки на сезонность) (Рисунок 1). Годовая инфляция по сравнению с концом ноября не изменилась – 8,39% (Рисунок 2).

Рост потребительских цен с устранением сезонного фактора в декабре замедлился до 6,82% м/м SAAR (Рисунок 3) прежде всего из-за временных и разовых факторов: наверстывания отставания от обычного графика уборки урожая плодоовощной продукции и нормализации цен на зарубежные поездки. При этом вклад устойчивых компонент в инфляцию, по нашим оценкам, остался значительно выше 4% на фоне сохраняющихся ограничений на стороне предложения и повышенного спроса, в том числе из-за повышенных инфляционных ожиданий, что позволяет производителям переносить издержки в цены.

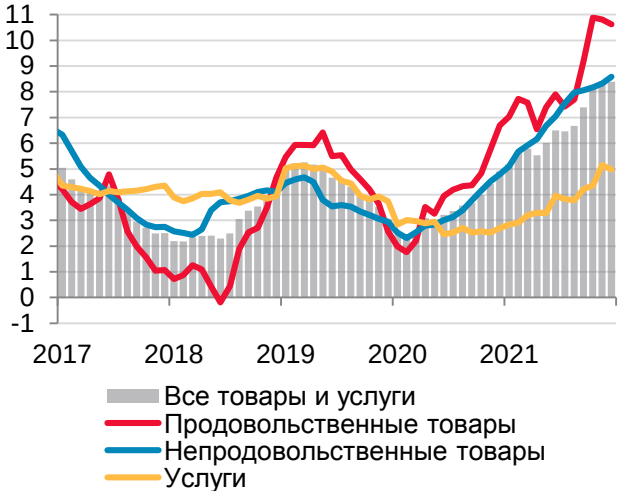
Рисунок 1. Рост цен, соответствующий инфляции 4%, % м/м



Примечание. Значение за январь 2022 г. – предварительная оценка по недельным данным.

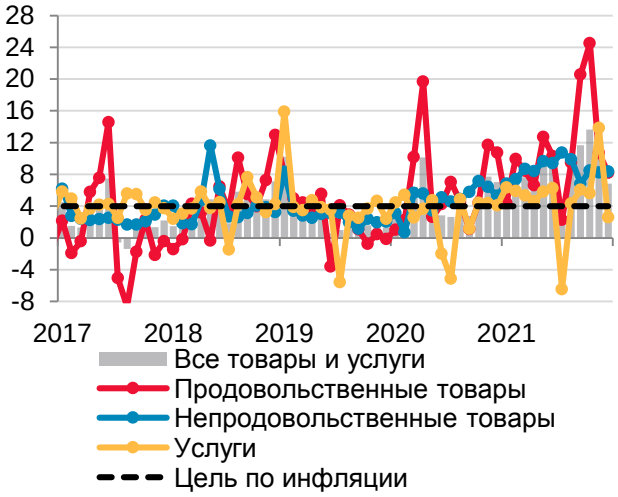
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 2. Инфляция и ее компоненты, % г/г



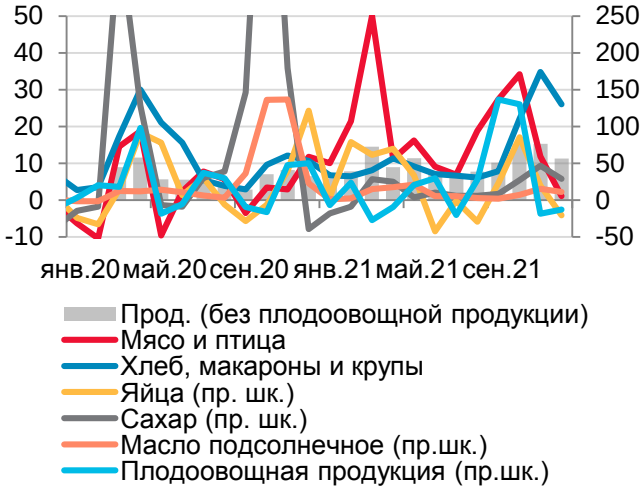
Источники: Росстат.

Рисунок 3. Сезонно сглаженный рост цен, % м/м SAAR



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 4. Сезонно сглаженный рост цен на отдельные продовольственные товары, % м/м SAAR



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Месячный рост цен на продовольствие замедлился в декабре до 8,21% м/м SAAR за счет мяса и птицы, имеющих существенный вес в потребительской корзине (Рисунок 3, Рисунок 4). Важный дезинфляционный вклад продолжает оказывать медленный относительно нормальной сезонности рост стоимости плодоовощной продукции после ускоренного роста в конце лета – начале осени. Без ее учета рост цен на продовольствие в декабре несколько замедлился, тем не менее оставаясь повышенным по широкому кругу продуктов питания. Давление на внутренние продовольственные цены со стороны мировых рынков остается значительным (Рисунок 5).

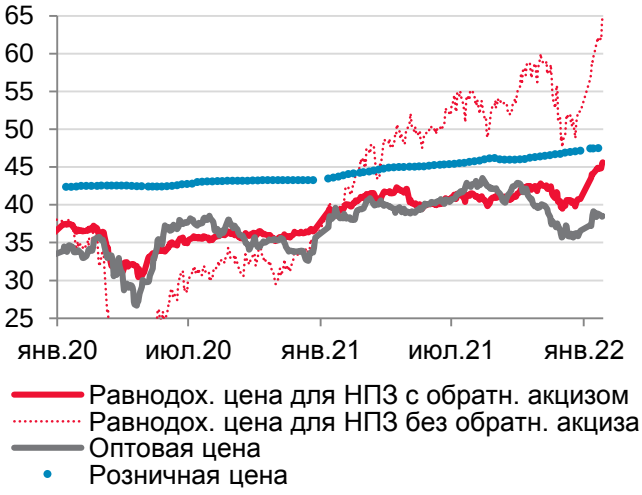
Рост цен в непродовольственном сегменте последние три месяца стабилизировался и сохранялся вблизи 8% м/м SAAR. В декабре он составил 8,35% м/м SAAR (Рисунок 3). Вследствие сохраняющегося дефицита комплектующих основным фактором роста цен остаются легковые автомобили как импортного, так и отечественного производства. Повышенным остается рост цен на топливо. Во второй половине декабря возобновилось увеличение оптовых цен на бензин вслед за ростом мировых цен на нефть (Рисунок 6). Учитывая плановое повышение в 2022 г. условной цены отсечения при расчете демпферной надбавки, давление на розничные цены на бензин в ближайшее время может сохраниться.

В секторе услуг рост цен резко замедлился до 2,60% в декабре с 13,84% м/м SAAR в ноябре из-за снижения цен на зарубежные поездки в Турцию после временного роста цен в конце ноября, когда в периметр расчета были включены новогодние туры[1] (Рисунок 3). Волатильность цен отдельных компонент в секторе услуг остается значительной.

Рисунок 5. Динамика мировых и отечественных цен на продовольственные товары, % г/г

Источники: Росстат, FAO, расчеты ДИП.

Рисунок 6. Динамика цен на бензин марки АИ-92, руб./л



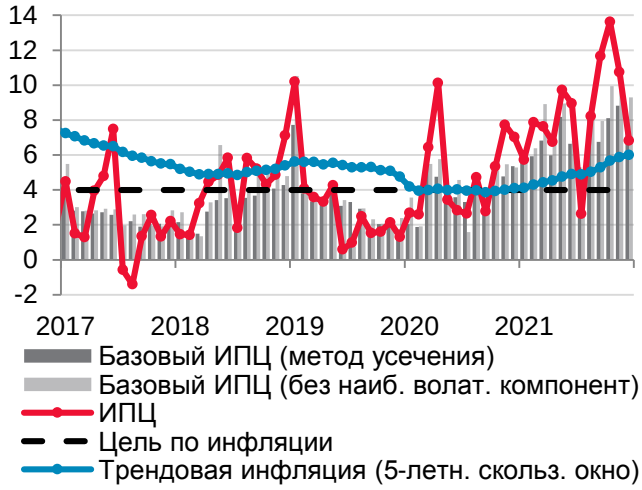
Источники: СПбМТСБ Росстат, расчеты ДИП.

Аналитические показатели устойчивой ценовой динамики продолжают расти темпами, значительно превышающими 4% в пересчете на год (Рисунок 7, Рисунок 8). Это указывает на сохранение существенного вклада устойчивых компонент в общий рост

[1] В декабре в расчет индекса цен включены более дешевые январские туры.

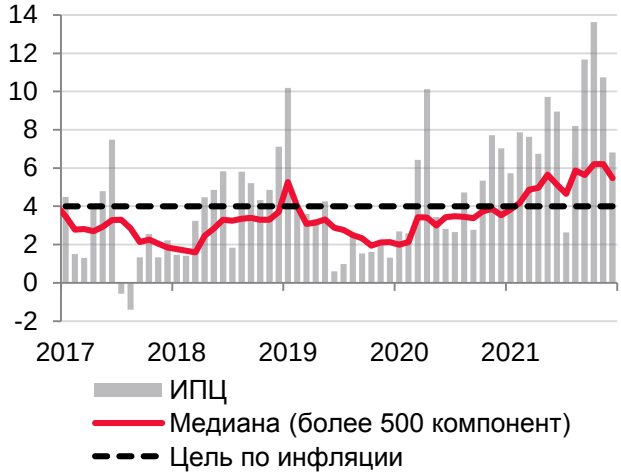
цен, Трендовая инфляция в декабре повысилась до 6,01%. Среднее значение модифицированных показателей базовой инфляции и медиана распределения незначительно снизились по сравнению с пиковыми уровнями в октябре – ноябре, но остались выше 8 и 5% м/м SAAR соответственно. Таким образом, разворота инфляционного тренда на дезинфляционный пока не произошло.

Рисунок 7. Модифицированные показатели базовой инфляции и оценка трендовой инфляции, % в годовом выражении



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 8. Медиана распределения, рассчитанная по дезагрегированным компонентам, % м/м SAAR



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В начале 2022 г. инфляционное давление осталось повышенным (Рисунок 9). За период с 1 по 21 января потребительские цены выросли на 0,88%. Оценка годовой инфляции составила 8,6%.

В начале января на рост цен традиционно оказывает влияние индексация акцизов и регулируемых тарифов[2]. 6%-ный рост тарифов на проезд в общественном транспорте может поддержать повышенные инфляционные ожидания населения. Существенный вклад оказало обновление ценников на легковые автомобили (в среднем на 1,86% за отчетный период). Вклад перечисленных компонент в рост цен с начала месяца составил 0,14 процентного пункта. Цены на плодоовощную продукцию за три недели января выросли на 4,9%, что в целом соответствует сезонной динамике (Рисунок 10). Повышенный рост цен пока сохраняется по широкому кругу категорий.

С учетом оперативных данных рост цен по итогам января скорее всего окажется вблизи отметки 1,0% м/м NSA (Рисунок 1, по оценкам около 10% м/м SAAR) (с учетом разового «технического» вклада от пересмотра методики Росстата[3]). Это соответствует ускорению годовой инфляции в январе до 8,7–8,9%.

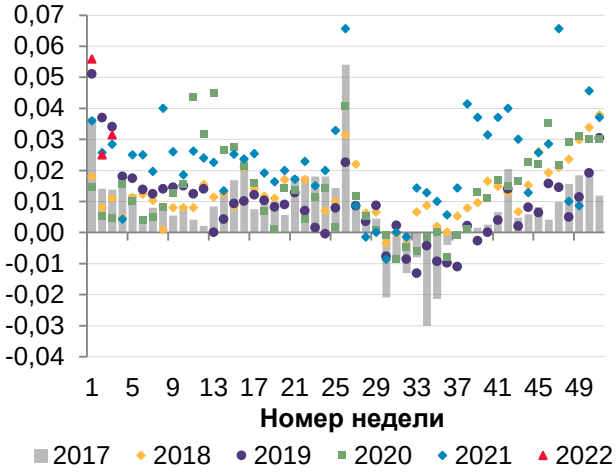
---

[2] По сравнению с концом декабря цены на проезд в общественном транспорте выросли на 6,2%, жилищные услуги – на 2,4%, бензин – на 0,6%.

[3] Регистрация цен для оценки месячной динамики ИПЦ теперь будет проводиться в последние пять дней месяца вместо 20–25 чисел, что может оказать разовый дополнительный «технический» вклад в январский общий рост цен за счет лишних шести дней (около 0,1 п.п.): будут сопоставляться котировки 26–31

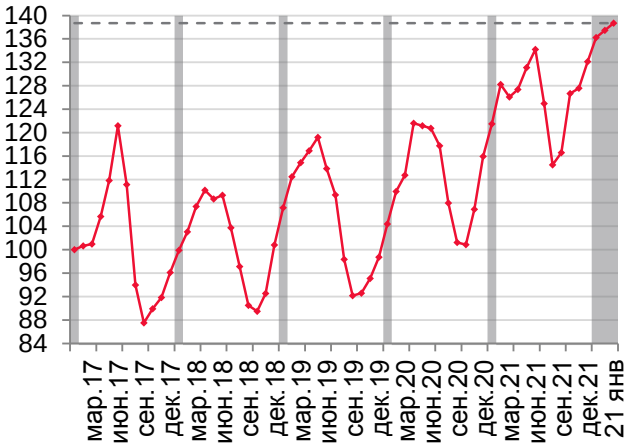
Ценовая статистика отражает сохранение выраженного проинфляционного действия растущего спроса в условиях, когда предложение товаров и услуг не успевает расти соразмерно спросу. Вместе с тем продолжающийся рост ставок по кредитам и депозитам замедлит рост розничного кредитования и повысит сберегательную активность населения. Это приведет к ослаблению проинфляционного давления со стороны спроса и замедлению роста потребительских цен.

Рисунок 9. Среднесуточный прирост цен, %



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 10. Динамика индекса цен на плодоовощную продукцию, январь 2017 г. = 100%



Примечание. Месячные данные до декабря 2021 г. включительно, далее недельные.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

2. Экономическая динамика

Ускорение экономического роста в России в конце 2021 г. увеличило статистический базовый эффект, укрепив предпосылки для достижения роста ВВП в текущем году в верхней части прогнозного диапазона Банка России. Кроме того, в силу инерции текущей высокой экономической динамики, охватывающей все крупные сегменты российской экономики, ее уверенные темпы роста, вероятно, сохраняются и в I квартале 2022 года. Этому способствует также высокая кредитная активность в конце 2021 г. как в розничном, так и в корпоративном сегменте.

В условиях активного роста спроса в России и мире усиливается нагрузка на производственные, транспортные и другие логистические цепочки, развитие которых не успевает за ростом спроса. Избыточный спрос, который экономика в силу этих ограничений неспособна удовлетворить, создает дополнительное инфляционное давление.

января относительно котировок 20–25 декабря, т.е. в среднем за 37 дней. Правда, Росстат может досчитать рост цен на последние дни 2021 г. и оценивать рост цен в январе относительно этих досчитанных данных.

Реализация существенных геополитических рисков может помешать перспективам роста. Также фактором риска выступает стремительное распространение штамма омикрон: в случае одновременного заболевания значительной доли персонала могут возникать перебои в производстве и оказании услуг. Нехватка персонала пока ощущается на уровне отдельных специальностей и предприятий, однако постепенно охватывает все больше предприятий. Это может стать фактором, ограничивающим рост экономики в целом, учитывая исторически минимальные показатели безработицы.

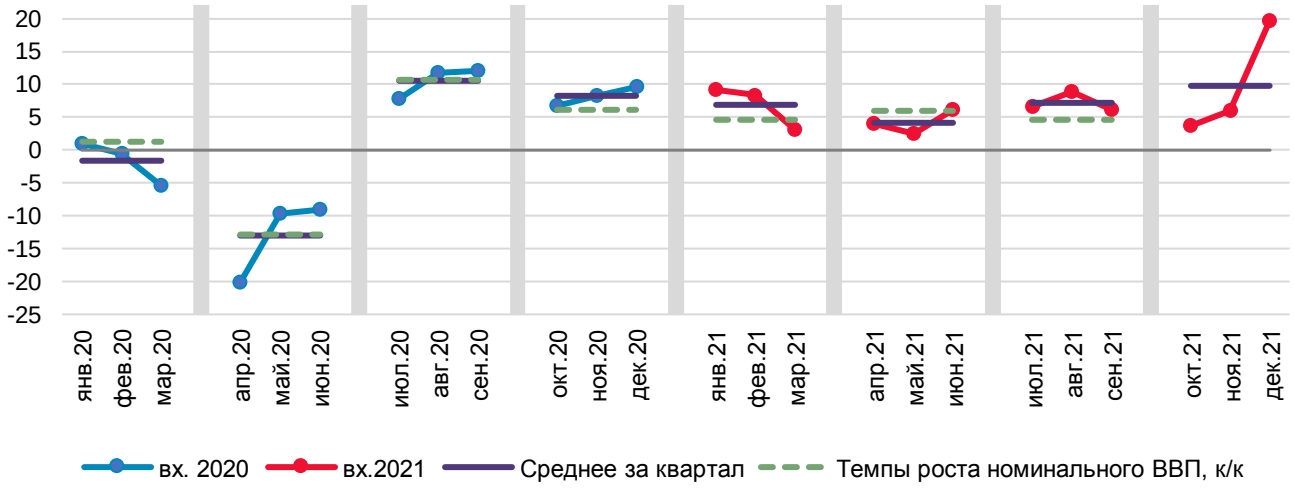
2.1. Уверенный рост экономики в конце 2021 года

- Российская экономика успешно завершила 2021 год. При этом оперативные индикаторы свидетельствовали об ускорении роста деловой активности в конце IV квартала…
- …так, динамика индексов PMI указывает на то, что рост активности в декабре поддерживался расширением в производственном секторе и замедлением снижения в секторе услуг (Рисунок 14, Рисунок 15), где восстановление сдерживалось неблагоприятной эпидемической ситуацией.
- В свою очередь, данные отраслевых финансовых потоков указали на поступательное увеличение темпов роста *входящих* платежей в течение IV квартала во всех укрупненных группах отраслей (Рисунок 11). Уверенная динамика финпотоков сохранилась и в январе, судя по оперативным данным за первые недели месяца.
- Заметную роль в росте номинальных объемов финпотоков продолжает играть увеличение цен. Однако в значительной мере растущие объемы платежей в экономике также отражают динамику деловой активности. За последние месяцы заметно выросло число отраслей, демонстрирующих увеличение номинальных поступлений в квартальном выражении. Важно отметить, что растущая однородность в динамике платежей на отраслевом уровне сопровождается ростом однородности в динамике платежей и на региональном уровне. Это косвенно подтверждает устойчивость динамики финпотоков, что создает хорошие перспективы для продолжения уверенного роста деловой активности в ближайшее время. В последующем ожидается постепенная стабилизация роста вблизи долгосрочных устойчивых уровней.
- Вместе с тем в условиях проявления негативных структурных последствий коронакризиса, сохраняющейся неопределенности относительно будущего развития эпидемической ситуации и возросших геополитических рисков динамика финпотоков может стать волатильной. В этом случае для стабилизации экономического роста потребуется больше времени.
- Текущие повышенные темпы роста спроса в экономике по-прежнему продолжают сопровождаться рядом ограничивающих факторов на стороне предложения. Так, на фоне ускорения роста экономики в конце прошлого года все более отчетливо стало проявляться сдерживающее влияние более медленного расширения производственных возможностей. Один из факторов – ограниченное предложение труда.

Уровень безработицы в конце года стабилизировался на минимальном историческом уровне 4,3% SA, а опросы указывают на проблему с нехваткой персонала в производственном секторе: баланс оценок достаточности производственных мощностей и персонала из опроса ИЭП опустился до минимального уровня за всю историю наблюдений.

- Нехватка персонала в условиях роста спроса на продукцию, улучшающемся финансовом результате и повышенных инфляционных ожиданиях ведет к «конкуренции зарплат» - существенному повышению зарплат для привлечения дефицитных новых работников и (или) удержания старых. Судя по проведенному Банком России опросу предприятий, пока этот процесс носит сегментированный характер и проявляется на уровне отдельных специальностей и предприятий. Однако зарплатные ожидания растут, как и готовность предприятий повышать зарплаты в большей степени, чем планировалось ранее.
- В связи с выходом экономики на доковидный тренд, а также с учетом принимаемых решений по денежно-кредитной политике и нормализации бюджетной политики в 2022 г. мы ожидаем возвращения темпов роста экономики к потенциальному уровню.

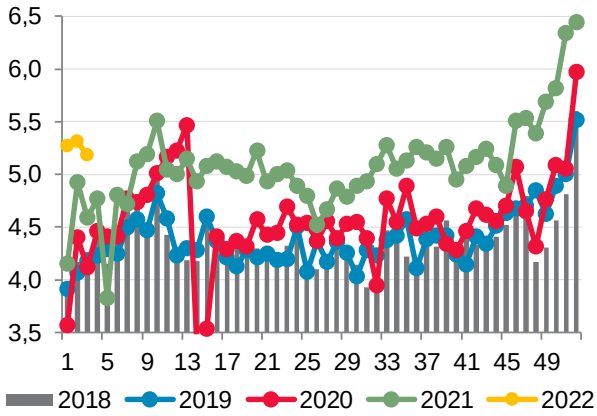
Рисунок 11. Темп роста[4] объема *входящих* платежей к среднему в предыдущем квартале, взвешенный по доле отраслей в ВДС, сезонность устранена, %



Источник: Мониторинг отраслевых финансовых потоков.

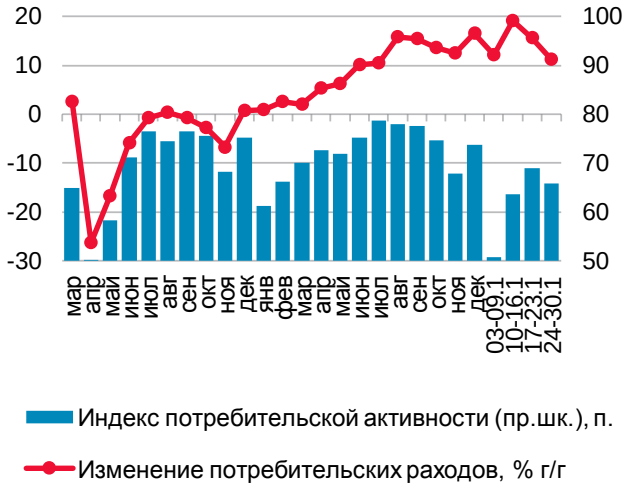
[4] Под темпами роста понимается процентное изменение искомой величины: $g = \frac{(x_1 - x_0)}{x_0} * 100$.

Рисунок 12. Объем номинальных повседневных недельных расходов населения, тыс. руб.



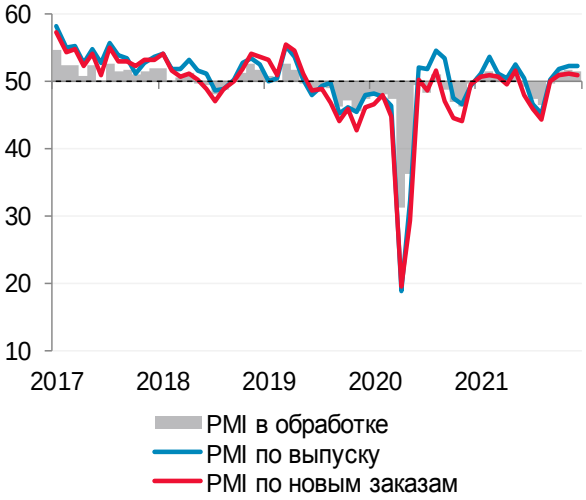
Источник: Ромир.

Рисунок 13. Динамика расходов на товары и услуги и индекс потребительской активности



Источник: СберИндекс.

Рисунок 14. Динамика индексов PMI в обрабатывающей промышленности, пунктов



Источник: IHS Markit.

Рисунок 15. Динамика индексов PMI в сфере услуг, пунктов

Источник: IHS Markit.

Итоговая оценка роста экономики в 2021 году может превысить 5%

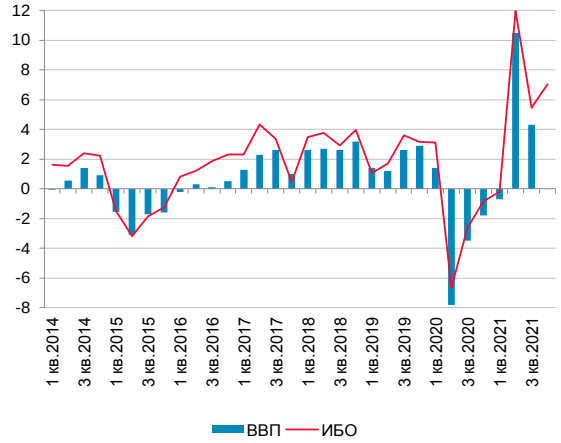
Рост экономики по итогам 2021 г. может оказаться выше 4,5%. Накопленный за три квартала 2021 г. рост экономики уже составил 4,6% г/г. При этом динамика индекса базовых отраслей в октябре – ноябре указывает на возможное ускорение годового роста ВВП в IV квартале (Рисунок 16).

Опережающий ожидания рост экономики в течение всего 2021 г. увеличивает эффект базы для роста ВВП в 2022 году. Даже при торможении квартального роста экономики до нуля на протяжении всего 2022 г. ВВП по итогам года, по нашим оцен-

кам, окажется выше уровня 2021 г. на 1,4%. При этом высока вероятность последующих пересмотров оценок ВВП за 2021 г. вверх. На это, например, указывает динамика электропотребления. В периоды роста его увеличение обычно оказывается меньше, чем у экономики в целом (Рисунок 17). В 2021 г. потребление электроэнергии выросло на 5,5%. Это является некоторым индикатором того, насколько может быть пересмотрен итоговый рост экономики в 2021 г. в течение ближайших лет.

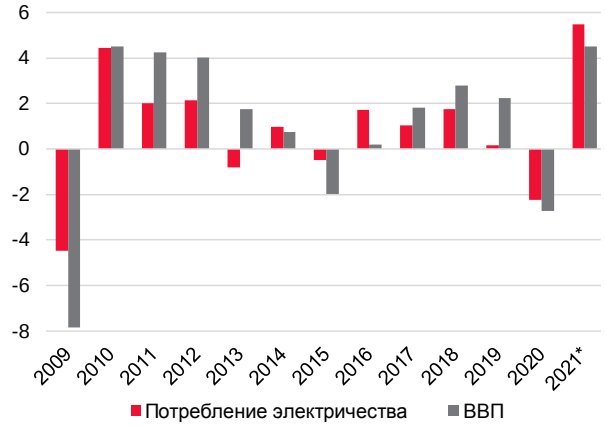
Росстат в конце 2021 г. увеличил оценку роста экономики за 2019 г. и снизил оценку глубины падения в 2020 году. В результате траектория ВВП за эти два года повысилась на 0,5 п.п., что косвенно указывает на потенциальные темпы роста экономики в допандемический период вблизи 2%.

Рисунок 16. Динамика квартального индекса физического объема ВВП и ИБО, % г/г



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 17. Рост ВВП и потребления электричества, % г/г



** Оценка потребления электроэнергии на основании данных СО ЕЭС России. Верхняя граница прогноза Банка России по росту ВВП.*

Источники: СО ЕЭС, Росстат России.

2.2. Кредитование продолжает вносить значительный вклад в рост спроса в экономике

- Принятые решения по денежно-кредитной и макропруденциальной политике еще не полностью транслировались в уровень ставок по кредитам и динамику выдач. Рост розничного и корпоративного кредитного портфеля оставался повышенным в конце 2021 года. Таким образом, существенный вклад в рост внутреннего спроса и экономической активности в целом со стороны динамики кредитования сохранился.
- Достаточность капитала банковского сектора на фоне высокой чистой прибыли создает предпосылки для дальнейшего расширения кредитования. Однако это будет происходить более умеренными темпами по сравнению с 2021 годом.

- Действие депозитного канала трансмиссионного механизма ДКП прослеживается все более отчетливо. Это подтверждается ускорением роста срочных вкладов населения.
- Ожидаемое замедление темпов роста розничного кредитования вслед за ужесточением денежно-кредитных условий и из-за действия макропруденциальных мер, а также рост привлекательности депозитов, повышающий норму сбережения, будут способствовать замедлению инфляции в 2022 году.

Рост розничного кредитования в конце 2021 г. оставался повышенным: он ускорился с 1,2 до 1,7% м/м SA (Рисунок 19). С учетом списания части пула закладных с баланса банковского сектора для секьюритизации ускорение было не столь сильным: 1,8% м/м SA после 1,7% м/м SA в ноябре. Оперативные данные отдельных банков указывают на то, что повышенный рост в розничном сегменте наблюдался в обоих ключевых сегментах: ипотечном и необеспеченном потребительском кредитовании.

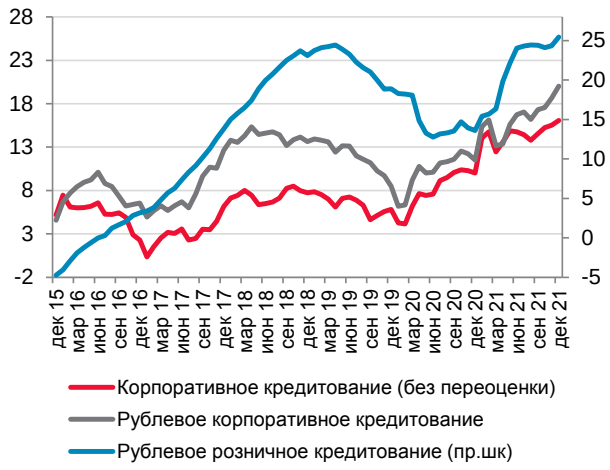
Кредитование продолжает вносить значительный вклад в рост потребления домохозяйств. Кредитный импульс розничного кредитования в конце года возрос до нового локального максимума, отражая его существенный вклад в рост потребительского спроса (Рисунок 21). Это произошло в основном из-за необеспеченных потребительских кредитов.

При этом нужно учитывать, что принятые в течение 2021 г. решения по денежно-кредитной политике еще не полностью транслировались в ставки конечных заемщиков, а наличие льготных программ несколько замедляет этот процесс, хотя и не в такой степени, как в первом полугодии (Рисунок 20, Рисунок 23). Повышенным темпам роста кредитования способствуют как выросшие инфляционные ожидания, так и ожидания дальнейшего роста ставок на кредиты. Это также объясняет замедленное проявление эффекта от ужесточения денежно-кредитной политики Банком России. За ноябрь доля кредитов с ПДН заемщика от 50 до 80% в объеме выдач необеспеченных потребительских кредитов несколько снизилась.

В ближайшие месяцы мы ожидаем постепенное охлаждение рынка розничного кредитования по мере трансмиссии принимаемых решений по ДКП, усиленных дальнейшими шагами в макропруденциальной политике[5]. Опросы банков также позволяют ожидать замедление темпов роста кредитования как со стороны спроса, так и со стороны предложения. Так уже с II квартала 2021 г. наблюдается ужесточение условий банковского кредитования (Рисунок 22). При этом в III квартале банки ожидали сокращения спроса на розничные кредиты на горизонте 6 месяцев, и такие ожидания усилились в IV квартале.

[5] С 1 января 2022 г. ужесточил подход к оценке дохода заемщика с использованием данных БКИ. Вмененный доход по данным БКИ будет рассчитываться как среднемесячная сумма фактических платежей заемщика по ранее выданным кредитам, увеличенная в 1,5 раза (ранее – в 2 раза). Кроме того, Банк России с 1 февраля 2022 г. для ограничения практик предоставления долгосрочных потребительских кредитов (более 5 лет) внес изменения в порядок расчета ПДН заемщика, которые сделают расчетный ПДН для таких кредитов выше. Это увеличит требования к капиталу банков по долгосрочным потребкредитам и сделает их предоставление менее выгодным для банков.

Рисунок 18. Динамика кредитования, % г/г



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

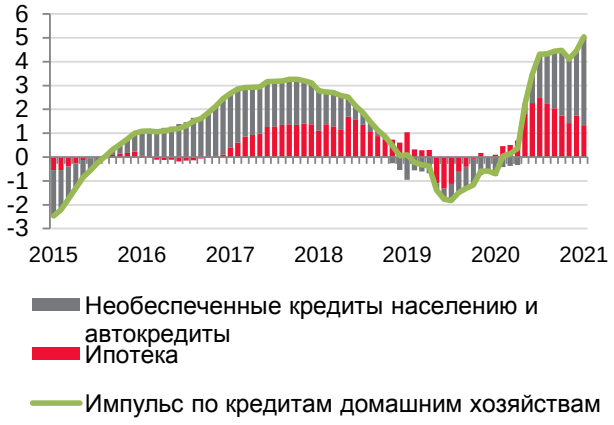
Рисунок 19. Рост рублевого кредитования, % м/м SA

Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 20. Динамика ставок, прирост с января по ноябрь 2021, п.п.

Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 21. Кредитный импульс в розничном сегменте*



** По данным форм 101 и 316 с учетом данных по ИЦБ. На основе месячных данных рассчитывается годовой кредитный импульс – увеличение годового абсолютного прироста кредитования. Его величина рассчитывается относительно компоненты потребления ВВП.*

Источники: Банк России, расчеты ДИП.

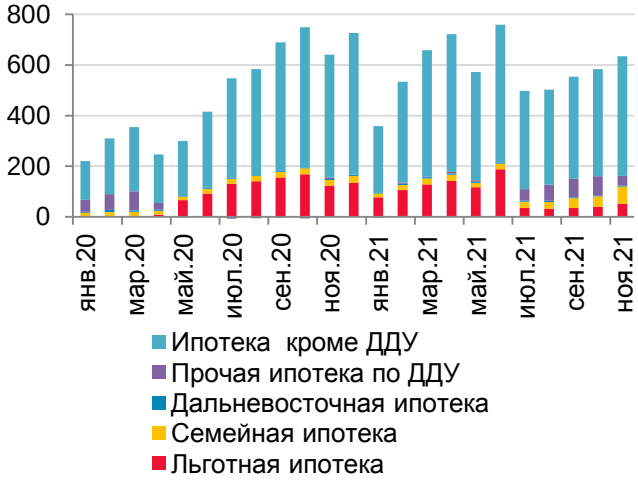
Рост рублевых кредитов нефинансовым организациям без ИП также несколько ускорился – с 1,4 до 1,6% м/м SA (Рисунок 18).[6] Корпоративное кредитование поддерживалось оживлением деловой активности в инвестиционных отраслях, ростом оборотов бизнеса, а также улучшением деловой конъюнктуры в обрабатывающих отраслях. Вероятно, определенную роль сыграло и возобновление льготных программ. Объем кредитов финансовым организациям снизился на 1,7% м/м SA.

[6] Прирост кредитов индивидуальным предпринимателям ускорился с 2,4 до 4,7% м/м SA.

Рисунок 22. Динамика условий банковского розничного кредитования, п.п.

Источники: Банк России, расчеты ДИП.

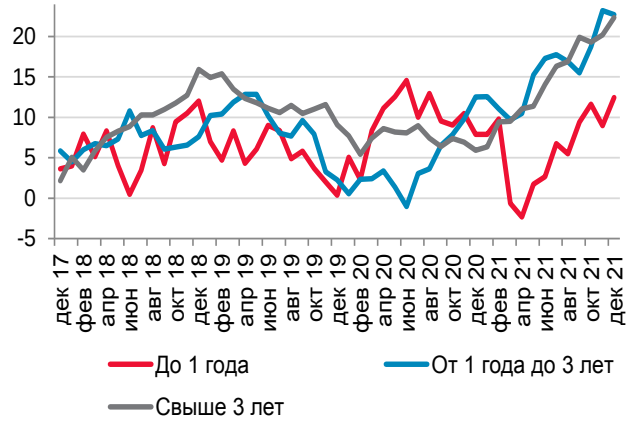
Рисунок 23. Объем выдач льготной ипотеки, млрд руб.



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

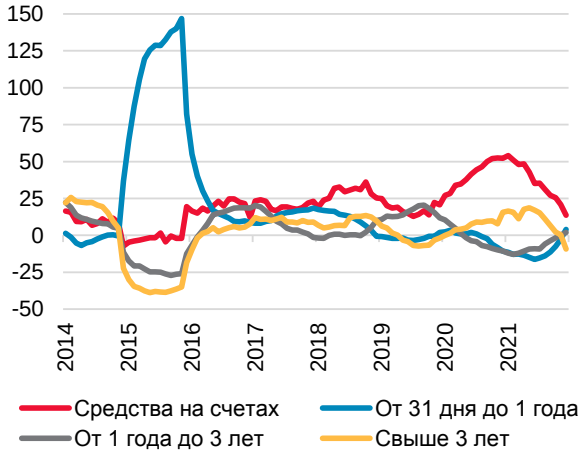
Депозитный канал трансмиссионного механизма ДКП в настоящее время работает более активно, чем кредитный. Рост объема средств физических лиц на счетах и депозитах в банках в декабре значительно ускорился, с 0,8 до 1,8% м/м SA, вероятно, на фоне увеличения бонусных выплат в конце года. В годовом выражении растет объем вкладов сроком от 31 дня до 1 года и от 1 года до 3 лет. Рублевые средства физических лиц по итогам 2021 г. выросли на 7,0% г/г, лишь немного превысив темпы роста 2020 г. (6,6% г/г). Значимые изменения произошли в структуре прироста – по мере роста процентных ставок повысилась привлекательность срочных вкладов (Рисунок 25).

Рисунок 24. Прирост рублевых кредитов нефинансовым организациям и ИП, % г/г



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 25. Динамика рублевых средств физических лиц в банках, % г/г



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рост средств корпоративных клиентов в декабре несколько замедлился, с 3,2 до 3,0% м/м SA. По-прежнему повышенные темпы роста могут свидетельствовать о сохраняющемся высоком размере прибыли нефинансового сектора, а также быть результатом роста бюджетных расходов в конце года. Исходя из оперативных данных, в декабре

расходы консолидированного бюджета были существенно выше, чем год назад. В целом за 2021 г. объем рублевых депозитов юридических лиц вырос на 22,7% г/г, общий объем с учетом валютной переоценки – на 17,0% г/г.

Чистая прибыль банковского сектора достигла рекордного размера по итогам 2021 г., превысив 2,3 трлн рублей. Прибыль банковского сектора поддерживается чистым комиссионным и чистым процентным доходом. При этом стабильное качество кредитного портфеля позволило значительно сократить отчисления в резервы.

В дальнейшем повышение ставок и замедление роста экономики могут привести к некоторому повышению отчислений в резервы. При этом уже накопленный уровень капитала банков позволит поддержать кредитную активность в течение 2022 года. Однако под влиянием ужесточения денежно-кредитной политики и мер макропруденциальной политики темпы наращивания кредитования постепенно скорректируются и окажутся на более умеренных, но при этом устойчивых уровней.

3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки

3.1. Регуляторы развитых стран готовятся к более раннему ужесточению ДКП

- Основной риск, связанный с распространением штамма омикрон, заключается в массовой самоизоляции работников, что может вызвать временную потерю выпуска.
- Инфляция в США и еврозоне продолжает обновлять многолетние максимумы. Это повысило вероятность повышения ставки ФРС США на мартовском заседании, а также более раннего повышения ставки ЕЦБ в 2023 году.
- В большинстве СФР баланс среднесрочных рисков по-прежнему смещен в сторону проинфляционных, что требует от регуляторов продолжения сворачивания мер поддержки и ужесточения ДКП.
- На этом фоне основным исключением является Китай, где в условиях замедления роста экономики и при отсутствии повышенной инфляции регулятор снизил основные ставки на 10 б.п. и может продолжать смягчать свою политику.

Covid-19: высокие риски кратковременного большого выбытия рабочей силы

Омикрон-штамм коронавируса распространяется многократно быстрее предыдущих штаммов. При этом уровень госпитализации оказывается меньше: система здравоохранения ЮАР относительно безболезненно прошла всплеск заражений омикроном (Рисунок 26). Страны за редким исключением пока обходятся без введения строгих ограничительных мер и в целом даже продолжают смягчать требования и/или рекомендации

оставаться дома, чему способствует в том числе продолжающаяся ревакцинация населения.

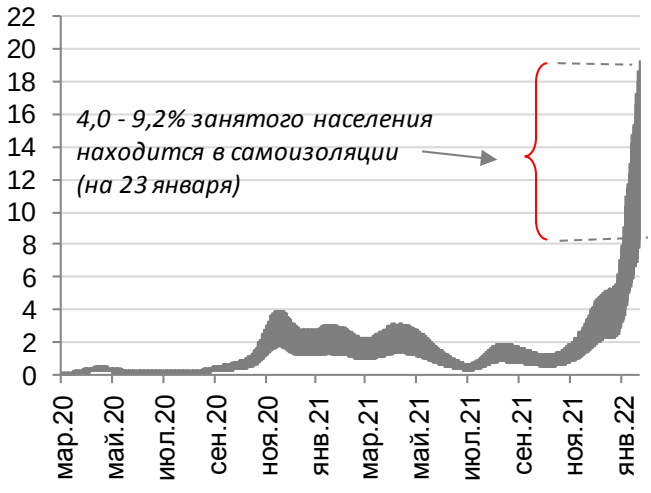
Тем не менее значительно более высокий пик числа заболеваний, чем при предыдущих штаммах, даже при пониженном уровне госпитализации может привести к перегрузке систем здравоохранения и введению новых жестких ограничительных мер. Однако основной риск для роста мировой экономики от распространения омикрон-штамма заключается в том, что массовый уход работников на карантин может привести к потере части выпуска и усугублению логистических проблем из-за нехватки рабочих рук.

Наши оценки на примере стран Евросоюза показывают, что по данным от 23 января на самоизоляции из-за заболевания или контакта с коронавирусными больными могли находиться от 8,3 до 19,2 млн занятого населения[7] (середина диапазона – 13,8 млн. или 6,6% всех занятых) (Рисунок 27). Каждая неделя подобного «выбытия» работников может приводить к потере до 0,15% годового ВВП. Снижение периода самоизоляции в странах, с одной стороны, указывает на опасения властей из-за подобного негативного влияния на экономику, с другой стороны, отражает более короткий период инкубации вируса.

Рисунок 26. Госпитализация Covid-19 в странах, чел. на 1 млн. населения, (среднее за 7 дней)

Источник: Oxford University.

Рисунок 27. Занятое население в самоизоляции в ЕС, млн. человек



Источники: Bloomberg Finance, Евростат, расчеты ДИП.

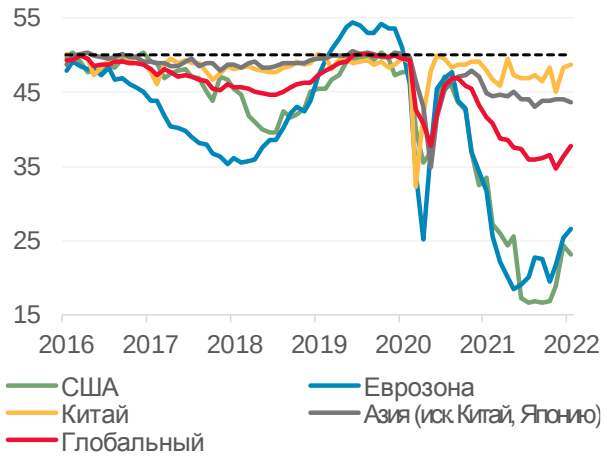
Улучшение ситуации с поставками может оказаться временным

Стоимость и длительность поставок товаров и комплектующих остается значительно выше докризисных уровней, при этом опережающие индикаторы сигнализируют о прохождении пика проблем (Рисунок 28).

[7] Значительный разброс оценок вытекает из большого количества предпосылок относительно состава и размера заразившихся коронавирусной инфекцией домохозяйств. Например, болеть может один человек, а на карантин уходит вся семья, поэтому один случай заболевания может приводить к временному выбытию из рабочего процесса сразу нескольких человек.

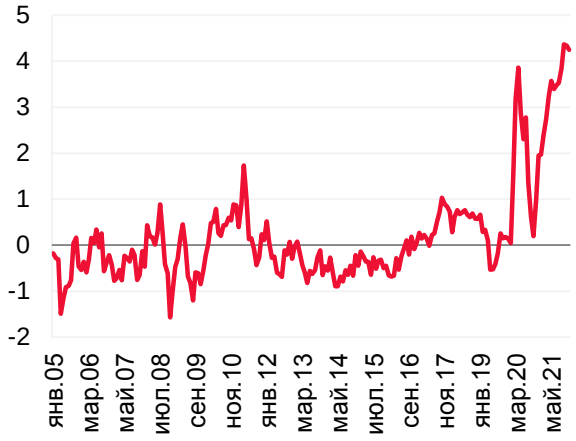
Вместе с тем начало нормализации ситуации может отражать прежде всего охлаждение повышенного спроса, в том числе вследствие сворачивания мер поддержки и ужесточения проводимой властями политики, при слабом улучшении на стороне предложения. На это указывают, в частности, индекс жесткости предложения ФРБ Нью-Йорка, находящийся возле пикового значения (Рисунок 29), и лишь слабые признаки начала восстановления объемов производства автомобилей. Активное распространение омикрона несет риск нового ухудшения ситуации.

Рисунок 28. Подындекс сроков поставки PMI в обрабатывающей промышленности, пунктов



Источник: IHS Markit.

Рисунок 29. Глобальный индекс жесткости предложения*, стандартное отклонение от среднего



Источник: ФРБ Нью-Йорка.

США: первое повышение ключевой ставки ожидается уже в марте

По итогам 2021 г. инфляция достигла максимума с 1982 г. (7,0% г/г) (Рисунок 30). Ускорение роста базового ИПЦ в конце года отражает временное сокращение производства в Азии при сохраняющихся перебоях поставок отдельных товаров и комплектующих. Наблюдаемые признаки ослабления логистических проблем[8] могут способствовать постепенному снижению годовой инфляции, но распространение омикрона может замедлить этот процесс.

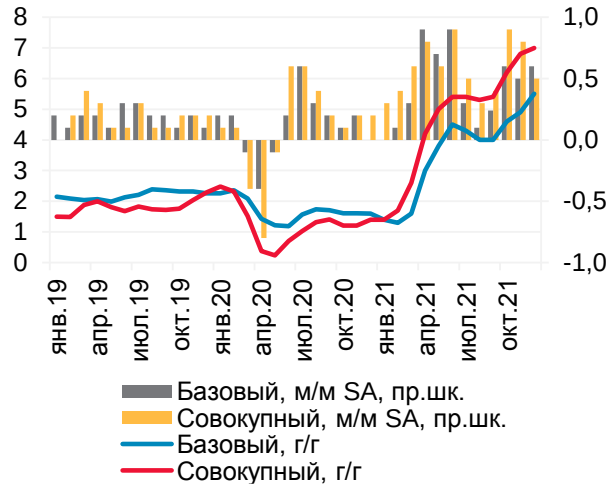
В условиях нахождения рынка труда близко к «максимальной занятости» и значительного превышения инфляции целевого уровня ФРС США переходит к нормализации денежно-кредитной политики. Программа покупок активов завершится в марте 2022 года. При этом после публикации стенограммы декабрьского заседания и выступления ряда представителей ФРС США участники рынка стали ожидать четыре повышения учетной ставки с шагом в 25 б.п. в 2022 г. и еще четыре – в 2023 году.

[8] Компоненты индекса ISM в промышленности и услугах сигнализируют о сокращении сроков поставок и снижении закупочных цен.

Еврозона: первое повышение ставок ЕЦБ ожидается уже в 2023 году

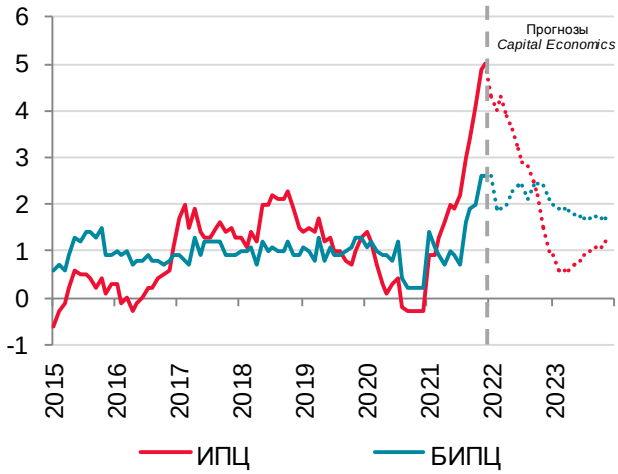
Инфляция в еврозоне ускорилась в декабре до 5,0% с 4,9% г/г. Вероятно, инфляция достигла пика и будет постепенно замедляться до целевого уровня ЕЦБ 2,0% г/г к концу 2022 г. (Рисунок 31) по мере снижения до нуля вклада динамики цен энергоресурсов (с текущих 2,5 п.п.) и стабилизации базовой инфляции. На декабрьском заседании ЕЦБ решил перейти к постепенной нормализации политики с начала 2022 г. и завершить программу PEPP в марте. На возможность дальнейших шагов по ужесточению ДКП, в том числе повышения ключевой ставки, косвенно указывает риторика регулятора. Декабрьский среднесрочный прогноз ЕЦБ инфляции (1,8% в 2024 г.), вероятно, будет пересмотрен вверх. Вместе с ожидаемым завершением покупок активов (PEPP и APP) к концу 2022 г. это приблизит ЕЦБ к удовлетворению установленных критериев для повышения ставки[9]. Этому решению также будет способствовать ожидаемое глобальное повышение ключевых ставок регуляторами, в т.ч. ФРС США.

Рисунок 30. ИПЦ и БИПЦ в США, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 31. Фактическая и ожидаемая инфляция в еврозоне, % г/г



Источник: Capital Economics.

Китай: смягчение ДКП из-за замедления роста экономики

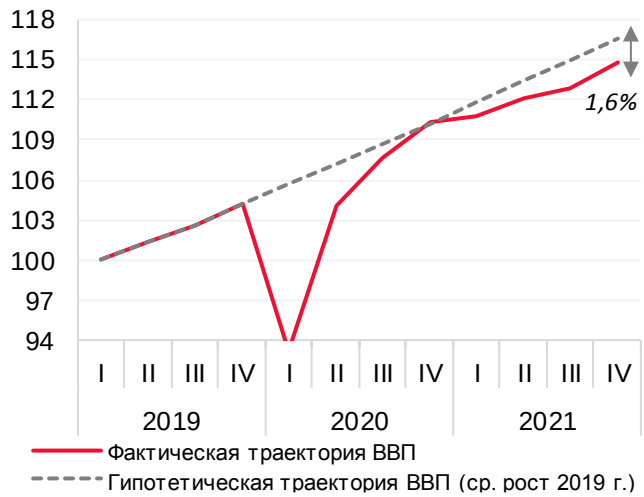
Рост ВВП Китая в IV квартале составил 1,6% к/к SA (Рисунок 32), сильно превысив консенсус-прогноз (1,1% к/к). За год экономика увеличилась на 8,1%. При этом макростатистика за декабрь указывает на замедление роста. Розничные продажи сократились впервые с июля (-0,2% SA). Рост промышленного производства незначительно превзошел уровень ноября (0,4% м/м SA). Ограничения на выбросы заводов в преддверии зимних Олимпийский игр будут тормозить рост сектора до конца зимы. Рост экономики может остаться слабым на протяжении большей части года из-за участившихся в связи с появлением «омикрона» локальных карантинов.

[9] Исходя из текущего forward guidance, повышение ставок возможно, если на прогнозном горизонте ЕЦБ (4 года) показатели базовой (трендовой) инфляции будут устойчиво выше 2%.

После снижения обязательной нормы резервирования в декабре на 50 б.п. (до 8,4%), Народный Банк Китая (НБК) снизил основные ставки политики на 10 б.п. в январе. Это стало первым снижением ставок с апреля 2020 г. (Рисунок 33). Аналитики ожидают снижение ставок еще на 20 б.п. в первой половине года: отсутствие высокой потребительской инфляции позволяет регулятору смягчать политику в ответ на замедление экономики, вызванное проблемами на рынке недвижимости, локальными вспышками Covid-19 и прочими факторами.

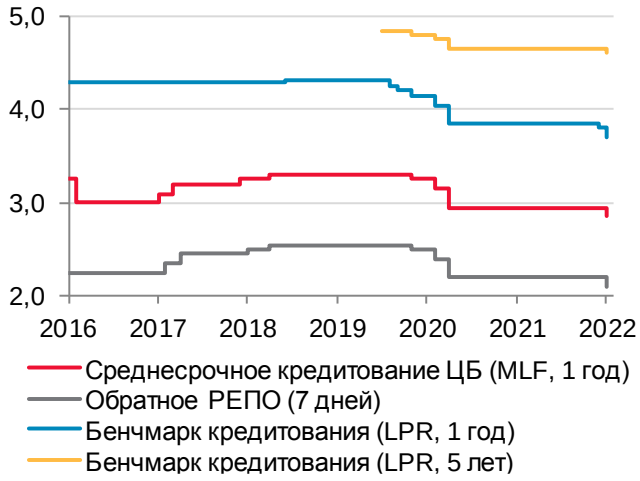
Однако повлиять на структурные проблемы, в частности ухудшение демографической ситуации, НБК не в силах. Так, в прошлом году население Китая увеличилось лишь на 0,03%, что является наименьшим ростом за последние шесть десятилетий. В 2022 г. население может перейти к сокращению – заметно раньше, чем ожидалось.

Рисунок 32. Траектория ВВП Китая, пункты SA



Источник: National Bureau of Statistics of China.

Рисунок 33. Основные процентные ставки Народного Банка Китая, %



Источник: National Bureau of Statistics of China.

СФР: ужесточение ДКП для борьбы с ускоряющейся инфляцией

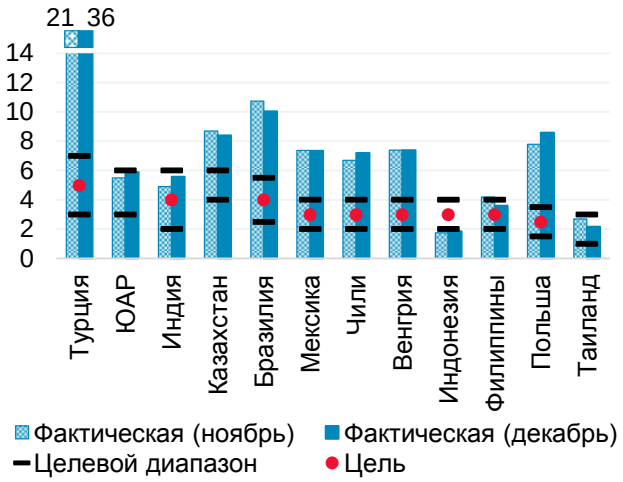
В СФР[10] инфляционное давление продолжает усиливаться, причем, по оценкам регуляторов, в большинстве стран инфляция еще не достигла пика (Рисунок 34). Внутренние и внешние факторы роста цен в целом остаются прежними[11], а баланс среднесрочных рисков по-прежнему смещен в сторону проинфляционных. Растет неопределенность относительно распространения нового штамма и его воздействия на экономическую активность. Усиливаются риски, связанные с ужесточением мировых финансовых условий на фоне роста ожиданий более раннего начала повышения ставок ФРС США. Ситуация с перебоями поставок в целом стабилизировалась, однако дефицит предложения по-прежнему позволяет производителям переносить растущие издержки в потребительские цены.

[10] Бразилия, Венгрия, Индия, Индонезия, Казахстан, Мексика, Польша, Таиланд, Турция, Филиппины, Чили, ЮАР.

[11] Рост цен на энергоресурсы, сохраняющиеся сбои в цепочках поставок, ослабление национальных валют, повышенные инфляционные ожидания, ослабление бюджетной политики (увеличение расходов на социальное обеспечение и расширение бюджета в преддверии выборов в Бразилии и Венгрии).

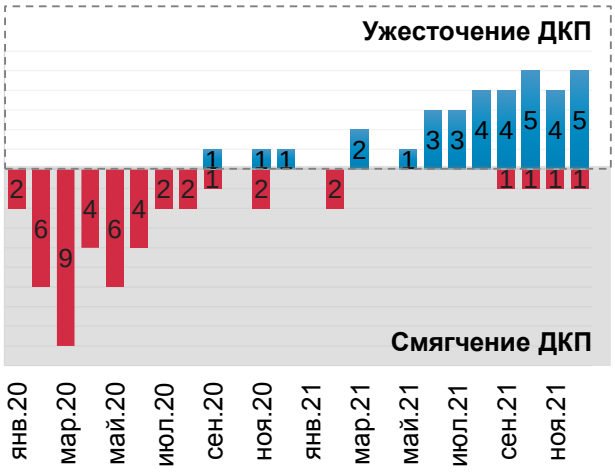
В ответ на продолжающееся и устойчивое превышение инфляцией целевых уровней большинство СФР активно сворачивают меры поддержки и ужесточают ДКП (Рисунок 35). Регуляторы сигнализируют о дальнейших шагах по повышению ставок на ближайших заседаниях (Бразилия, Венгрия, Польша, Чили). При этом в ряде стран (преимущественно Азиатско-Тихоокеанского региона) остаются необходимость и возможность сохранения мягкой ДКП в условиях преобладания дезинфляционных рисков из-за нестабильной эпидемической ситуации, в том числе сдерживающей восстановление туристического бизнеса.

Рисунок 34. Совокупная инфляция и целевые диапазоны в избранных СФР, % г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 35. Количество повышений/снижений ключевых ставок в избранных СФР по сравнению с предыдущим месяцем



Источник: Bloomberg Finance L.P.

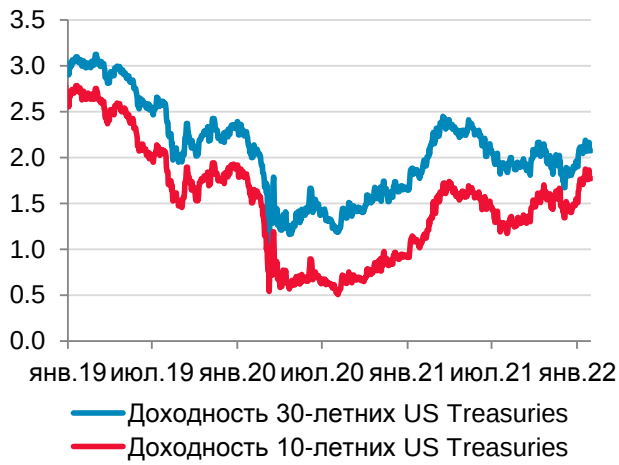
3.2. Снижение аппетита к риску на финансовых рынках

- Растущая инфляция в США и мире, ожидания начала роста ставок ФРС США уже в марте и возможного сокращения баланса ФРС США определяли динамику мировых финансовых рынков с начала года, способствуя продолжению роста доходностей казначейских облигаций США (Рисунок 36).
- На этом фоне аппетит к риску на мировых финансовых рынках продолжил снижаться. Доходности 10-летних гособлигаций СФР росли: Бразилии на 60 б.п., Венгрии – на 40 б.п., Польши – на 41 базисных пунктов. Валюты СФР торговались разнонаправленно к доллару США: с начала года южноафриканский ранд вырос на 2,6%, венгерский форинт – на 1,3%, бразильский реал – на 3,6%, польский злотый снизился на 1,9%.
- Динамика российского финансового рынка с начала года дополнительно определялась ростом геополитических рисков. Стоимость 5-летней российской риск-премии CDS выросла со 124 до 223 пунктов, на этом фоне нерезиденты сокращали свои позиции в российских госбумагах. Сокращение позиций происходило вдоль всей

кривой, однако наибольший объем пришелся на краткосрочный (до 1–2 лет) и среднесрочный (5 лет) сегменты. Отток нерезидентов сопровождался ростом собственных вложений в ОФЗ у дочерних банков – нерезидентов[12], которые удерживают выкупленные у нерезидентов бумаги на своем балансе в условиях ограниченной ликвидности вторичного рынка.

- С начала года доходности ОФЗ выросли на 100-160 б.п. вдоль всей кривой. Сильнее всего изменились доходности краткосрочных бумаг (+140-156 б.п.), доходности годовых ОФЗ приблизились к 10%, в отдельные дни превышая этот уровень. Угол наклона кривой (10 лет – 2 года) снизился до отрицательных значений (-23 б.п.). Основной объем сделок к концу января приходился на переговорные сделки. Такое поведение часто проявляется в периоды высокой волатильности: трейдеры не стремятся показывать свой интерес (как правило на продажу) в анонимном режиме биржевых торгов, чтобы не провоцировать более активное снижение цены. Это движение кривой ОФЗ способно усилить ужесточение денежно-кредитных условий, что следует учитывать при проведении денежно-кредитной политики.
- В соответствии с объявленным на I квартал 2022 г. планом Минфин может выпустить ОФЗ на 700 млрд рублей. Однако в условиях ухудшения рыночной конъюнктуры Минфин провел только один аукцион по размещению ОФЗ в январе, на котором разместили бумаги на 28,5 млрд рублей.
- Российский рубль также реагировал на снижение интереса к российским активам. С начала года рубль потерял 3,4% к доллару США, оказавшись аутсайдером среди валют СФР.

Рисунок 36. Динамика доходностей казначейских облигаций США, %



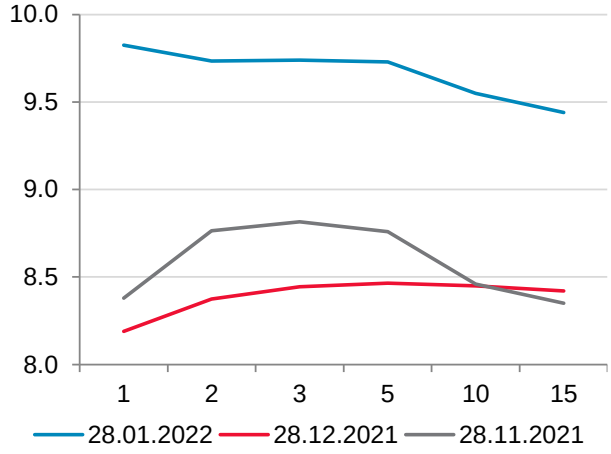
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 37. Динамика курсов валют развивающихся стран и доллара США

Источник: Bloomberg Finance L.P.

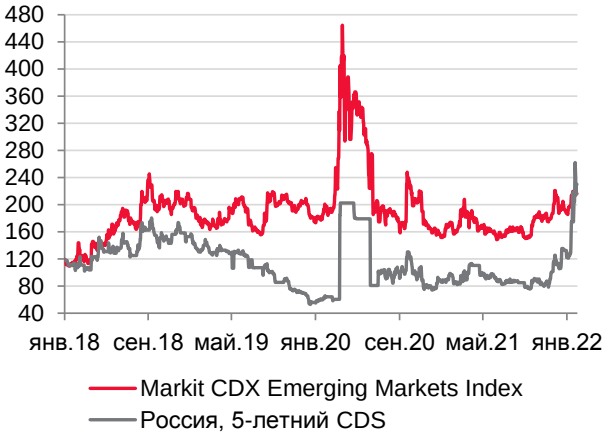
[12] Дочерние банки нерезидентов отражаются в статистике как резиденты.

Рисунок 38. Кривая купонной доходности ОФЗ, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 39. Динамика 5-летних CDS в России и развивающихся странах, б.п.



Источник: Bloomberg Finance L.P.

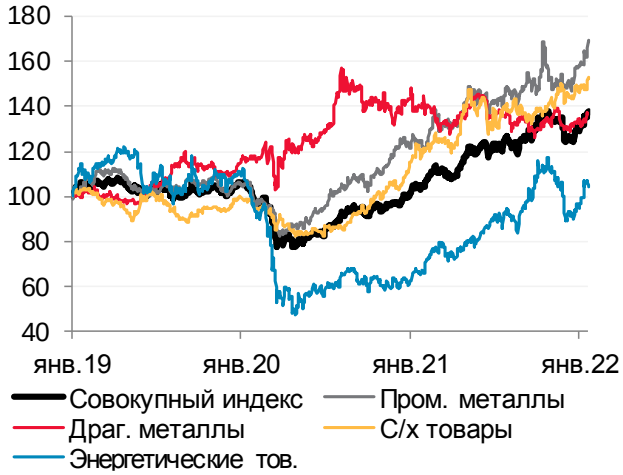
3.3. Фронтальный рост цен сырьевых товаров

- Динамика цен на мировых рынках сырьевых товаров остается проинфляционной. Этому способствуют как восстановление спроса, так и проблемы на стороне предложения. С начала декабря 2021 г. индекс цен сырьевых товаров Bloomberg прибавил 10%: цены энергетических товаров и промышленных металлов выросли на 13%, сельскохозяйственных товаров – на 8%, драгоценных металлов – на 4% (Рисунок 40). Котировки нефти Urals взлетели на 25%, до 86 долл./барр., при проседании цены природного газа на крупном европейском хабе TTF на 17%, до 77 евро/МВт-ч (Рисунок 41).
- Повышение цен сырьевых товаров, прежде всего нефти, во многом объясняется временным фактором роста геополитической напряженности в разных странах в начале 2022 года. Среди более фундаментальных факторов росту нефтяных котировок способствовало восстановление спроса на нефтепродукты вследствие продолжающегося ослабления ограничений.
- Со стороны предложения поддержку нефтяным ценам оказывает отставание динамики добычи в отдельных странах ОПЕК+ от увеличивающихся ежемесячно квот. По оценкам IHS и Bloomberg Finance L.P., отклонение совокупной добычи стран альянса от квот возросло в декабре до 0,7 млн б/с (Рисунок 42, Рисунок 43). В основном это вызвано стабилизацией уровня добычи в России в декабре при увеличении ее квоты.
- Последующие месяцы покажут, являются ли эта пауза в росте добычи и отставание от квоты в России временными. ОПЕК+ продолжает увеличивать квоты на 0,4 млн б/с в месяц, из которых 0,105 млн приходится на Россию. IHS полагает, что Россия близка к предельным объемам производства из-за недоинвестирования в 2020–2021 гг., ожидая лишь умеренного повышения добычи в 2022–2023 годах. Вместе с

тем во втором полугодии в России значительно вырос объем предоставляемых нефтесервисных услуг, что может позволить нефтяным компаниям продолжить наращивание добычи в ближайшие месяцы и кварталы.

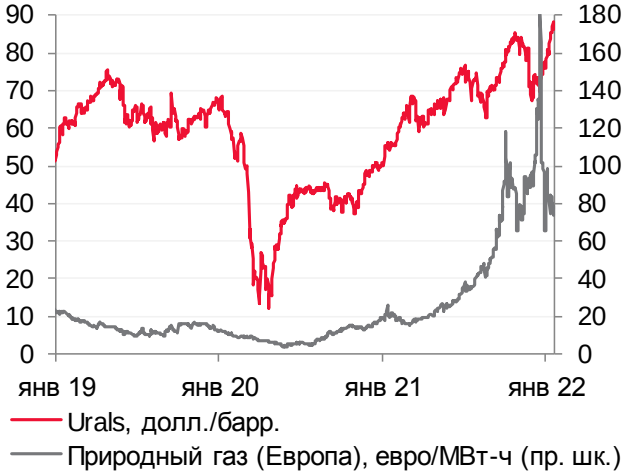
- Падение цен на природный газ в Европе вызвано снижением рисков на стороне предложения благодаря частичному удовлетворению спроса американскими поставщиками СПГ. Ускоренный рост котировок газа в Европе сделал экономически целесообразным переключение поставок с азиатского рынка.
- Рост цен на сельскохозяйственные товары объясняется продолжающимся перекладыванием производителями в цены растущих издержек, в том числе от возросших цен на удобрения, а также сокращением производства отдельных товаров, в частности пальмового масла и сои.
- Рост цен на многие промышленные металлы вызван ограничениями предложения: никеля – из-за решения Индонезии о введении экспортных пошлин на сырье в целях стимулирования внутренней переработки, алюминия и цинка – из-за вынужденного сокращения производства в ряде стран Европы вследствие роста цен на электричество, меди – из-за забастовки на одном из крупнейших рудников Перу.

Рисунок 40. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2018 = 100)



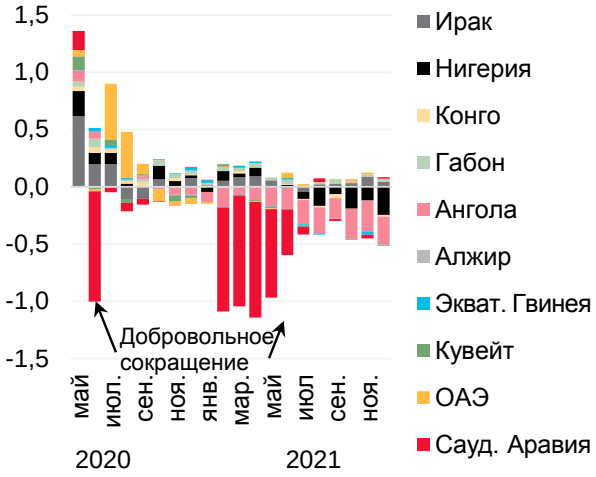
Источники: Bloomberg Finance L.P., расчеты ДИП.

Рисунок 41. Цена нефти Urals и природного газа в Европе



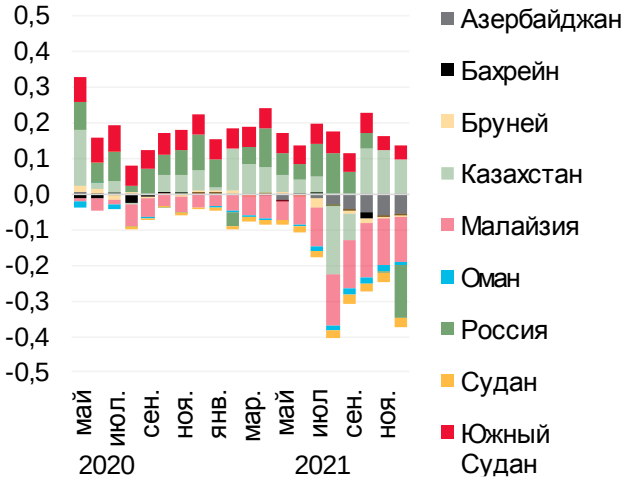
Источники: Bloomberg Finance L.P., расчеты ДИП.

Рисунок 42. Отклонение добычи нефти ОПЕК от квот («+» – превышение квот), млн б/с



Источники: Bloomberg Finance L.P., IHS, расчеты ДИП

Рисунок 43. Отклонение добычи нефти вне ОПЕК от квот («+» – превышение квот), млн б/с



Источники: IHS, расчеты ДИП.

В ФОКУСЕ. Рост экономики и инфляции в мире в 2021 году значительно превысил ожидания

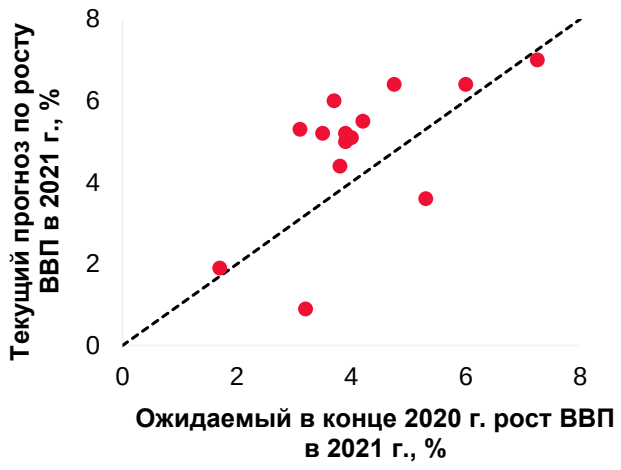
- Мировая экономика подошла к 2021 г. в условиях значительных ограничений мобильности. Ожидалось постепенное восстановление потребительской активности и сохранялась потребность в продлении значительной части стимулирующих мер. Беспрецедентность кризисных явлений, сохранявшаяся высокая неопределенность относительно эпидемической ситуации в мире и ее влияния на мировую экономику затрудняли прогнозирование основных макроэкономических показателей.
- Рост экономики в 2021 г. оказался существенно выше прогнозов. Предприятия и население адаптировались к изменившимся условиям быстрее, чем ожидалось, а стимулирующие меры в отдельных случаях оказались избыточными и стали причиной перегрева экономики.
- Возможности предприятий по наращиванию производства оказались ограниченными в условиях сохраняющихся санитарных ограничений и неготовности к быстрому увеличению спроса на продукцию. Это создало дисбаланс между спросом и предложением и сделало возможным активный перенос возросших издержек в потребительские цены. В странах с незаякоренными инфляционными ожиданиями произошел их рост, что обусловило дополнительное смягчение денежно-кредитных условий и подогрело потребительскую активность и цены.

Уникальность коронакризиса в значительной степени лишила экономистов возможностей опираться на исторический опыт при прогнозировании будущей экономической динамики даже в сценарии постепенной нормализации эпидемической ситуации. Как результат, прогнозы основных макропоказателей в мире на 2021 г., сделанные государственными и международными организациями, а также аналитиками, значительно отклонились от фактических значений. Глобальная экономика встретила 2022 г. в условиях сохраняющейся существенной неопределенности вокруг перспектив нейтрализации влияния пандемии на производственно-сбытовые цепочки, миграционные процессы, мировую торговлю и конъюнктуру на сырьевых рынках.

Прогнозные оценки экономического роста в 2021 г., подготовленные МВФ годом ранее, оказались ниже оценок фактического роста на 1,3 п.п. – для развитых, и на 0,4 п.п. для развивающихся экономик. Более, чем на 1 п.п. недооценили темпы восстановления экономики в своих странах центральные банки Китая (2,3 п.п.), Польши (2,2 п.п.), ЮАР (1,7 п.п.), США (1,3 п.п.), еврозоны и Канады (1,1 п.п.). (Рисунок 44). Официальные оценки роста экономики в России в 2021 г. составляли 3,0-4,0%, в то время как по текущим оценкам фактический рост ожидается около 4,5%. Из всей выборки[13] лишь регуляторы Таиланда и Индонезии, экономики которых сильно зависят от остающейся на низком уровне из-за закрытия границ туристической активности, существенно переоценили рост своих экономик.

[13] Включает в себя США, еврозону, Великобританию, Чехию, Канаду, Китай, Бразилию, ЮАР, Венгрию, Индонезию, Польшу, Таиланд и две подгруппы «Развитые» и «Развивающиеся» страны в определении IMF.

Рисунок 44. Ожидаемый в конце 2020 г. и текущий прогноз роста ВВП в 2021 г., %



Источники: Пресс-релизы центральных банков, IMF WEO.

Рисунок 45. Ожидаемый в конце 2020 г. и текущий прогноз инфляции в 2021 г., %

Источники: Пресс-релизы центральных банков, IMF WEO.

Можно выделить следующие основные причины недооценки роста экономик:

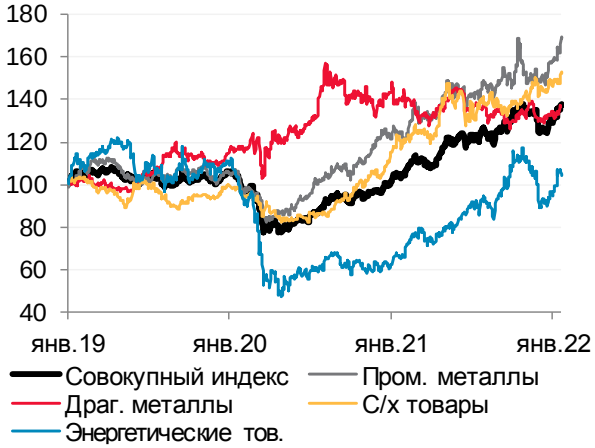
- **Консервативность прогнозов.** Хотя в конце 2020 г. появились признаки возвращения мировой экономики на траекторию восстановительного роста, большинство макроэкономических прогнозов вполне оправданно характеризовались сдержанным оптимизмом. Экономисты ожидали плавного ускорения темпов экономического роста на фоне адаптации промышленности и сектора услуг к функционированию в условиях новых ограничений, которые в свете активно распространявшегося дельта-штамма вируса казались неизбежными. В действительности данная адаптация к новым условиям произошла гораздо быстрее: к середине года мобильность населения существенно восстановилась и уже не опускалась до уровней 2020 года.
- **Трудности с калибровкой стимулирующих мер в острую фазу кризиса и темпов их последующего сворачивания**. Масштабный фискальный и монетарный стимулы, благодаря которому в 2020 г. удалось избежать еще большего сжатия глобальной экономической активности, в 2021 г. стал причиной перегрева ряда экономик, вызвав более резкий, чем в прошлые циклы, рост цен на сырье, в некоторых случаях до исторических максимумов[14]. Вкупе с сохраняющимися ограничениями на стороне предложения и подогреваемый сформированными в 2020 г. масштабными накоплениями домохозяйств, все это обеспечило один из самых высоких темпов прироста потребления в мире за последнее десятилетие.
- **Проблемы с «обучением» прогнозных моделей.** Эконометрические модели, которыми оперируют экономисты и центральные банки, недостаточно хорошо предсказывают скорость и масштабы изменения показателей в периоды сильной турбу-

[14] Анализ Всемирного банка показывает, что с 1970-х гг. стадия подъема цен на сырье была, как правило, продолжительнее стадии спада.

лентности. Кроме того, в отличие от традиционных циклических колебаний, вызванных экономическими процессами, коронакризис не был вызван накопленными дисбалансами и носил неэкономическую природу, а потому плохо вписывался в логику существовавших моделей. В условиях беспрецедентного по скорости и характеру развития событий кризиса стандартные прогнозные модели, которые по-прежнему применялись многими ведомствами, недооценили как глубину падения, так и скорость восстановления экономик. Разработанные во время коронакризиса новые подходы к оценке текущей динамики экономической активности и скорости распространения шоков через межотраслевые связи помогли частично решить эту проблему.

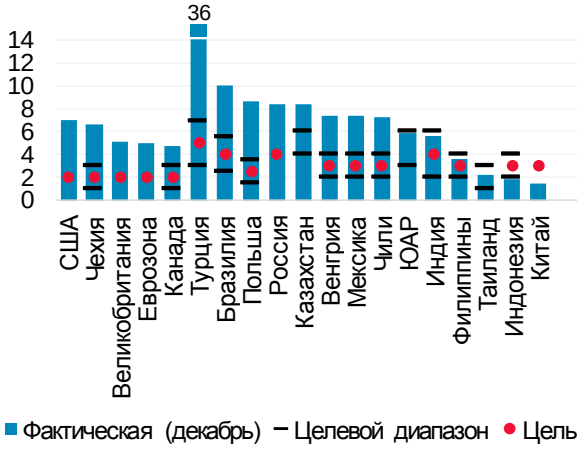
Еще более неожиданным стал в 2021 г. сильный рост инфляции. Уже в конце 2020 г. глобальная инфляция демонстрировала тенденцию к ускорению на фоне ценового ралли на глобальных рынках продовольствия и промышленных металлов (Рисунок 46). Однако оценки давления со стороны потребительского спроса, несмотря на масштабный фискальный и монетарный стимул, оставались умеренными, поскольку большая его часть аккумулировалась в виде сбережений. При этом ожидалось постепенное восстановление нарушенных производственных и логистических цепочек.

Рисунок 46. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2019 = 100)



Источники: Bloomberg Finance L.P., расчеты ДИП.

Рисунок 47. Совокупная инфляция и ее целевые диапазоны в отдельных странах, % г/г



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Фактическая инфляция на конец 2021 г. превысила прогноз конца 2020 г. в большинстве развитых стран на 3 п.п. (США – на 3,9 п.п., еврозона – на 4,0 п.п.), а в некоторых странах с формирующимися рынками – в 2 раза (Бразилия – на 6,8 п.п., Польша – на 6,0 п.п.) (Рисунок 45). Темпы роста цен в 2021 г. в России ускорились до 8,4% г/г при изначальном прогнозе в 3,5-4,0%. Одновременное действие факторов, как на стороне спроса, так и на стороне предложения привело к росту фактической инфляции в 2021 г. до максимальных уровней за 30 и 10 лет в развитых и развивающихся странах соответственно. Во многих странах с формирующимися рынками рост цен оказался значительно выше целевого уровня (Рисунок 47), что стало одной из причин роста инфляционных ожиданий.

Глобальный характер ускорения инфляции через внешнеторговый канал усилил рост цен во многих странах.

Можно выделить пять основных причин значительного отклонения фактических цифр по инфляции от прогноза на 2021 г.:

- **Восстановление доходов и модель потребительского поведения.** Значительно более быстрое, чем в прошлые кризисы, восстановление доходов населения и потребительских настроений привели к реализации отложенного спроса и снижению нормы сбережений. При этом ожидания по открытию границ и переключению на докоронакризисную модель потребительского поведения с ростом расходов в сегменте услуг не оправдались в полной мере[15]. Это усилило ценовое давление на рынках товаров, особенно в странах, характеризующихся в нормальные периоды дефицитом сальдо услуг.
- **Структурные изменения на рынке труда.** Вопреки ожиданиям к середине 2021 г. нарастало давление на рынке труда: коэффициент участия рабочей силы снизился[16], многие страны оставались закрытыми для трудовых мигрантов, хотя потребность в найме в целом ряде трудоемких отраслей (сборка и доставка заказов, ИТ) существенно выросла[17].
- **Глобальные факторы инфляции.** Последовавшее за ускоренной активизацией экономической активности быстрое восстановление на энергетических рынках усилило действие проинфляционных глобальных факторов. Значительную роль в этом процессе также сыграло нарастание протекционизма в ряде стран, стремившихся защитить внутренние рынка продовольствия, энергетики и ряда промышленных отраслей от сильных ценовых колебаний извне.
- **Нарушение логистических цепочек.** Проблемы с производственными цепочками носят затяжной характер, продолжая сдерживать восстановление предложения товаров и части услуг (и тем более его дальнейшее быстрое расширение). При этом дополнительный спрос со стороны производителей мог отражать стремление накопить запасы из-за мотива предосторожности, для страховки от возможных перебоев с поставками в будущем.[18] На этом фоне расходы производителей существенно выросли. При этом в условиях повышенного спроса производители имели возможность перекладывать возросшие издержки в цены.
- **Рост инфляционных ожиданий.** Текущий кризис в отличие от предыдущих характеризовался существенным проявлением вторичных эффектов роста цен. В

[15] В мире в некоторых сегментах сферы услуг обороты до сих пор не восстановились до докризисных, в то время как обороты розницы уже давно превысили докоронавирусные уровни.

[16] Среди факторов выбытие в силу повышенной смертности, переориентация населения на меньшее количество рабочих часов, опасения заразиться, ограничения на трудоустройство невакцинированных и прочие.

[17] По данным МОТ, сейчас в мире на 1,8% (или 21 млн чел.) больше безработных, чем было в 2019 году. Уровень безработицы в странах ОЭСР за 2020 г. вырос в среднем на 2%, а число рабочих мест сократилось на 20 миллионов.

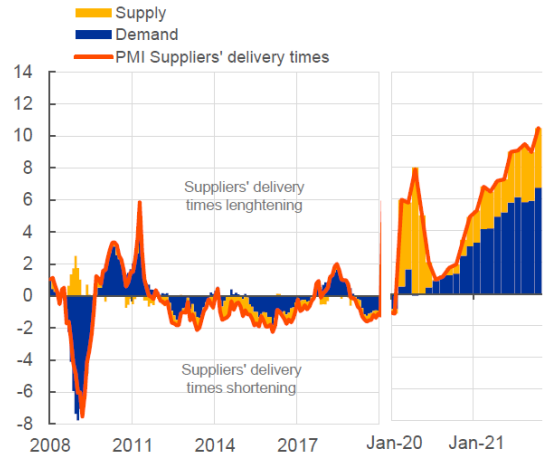
[18] Федулова, Чернядьев, Поршаков (2022). Перестройка глобальных производственных цепочек: от эффективности к устойчивости. Аналитическая записка Банка России.

наибольшей степени уязвимыми к такой проблеме являются страны с формирующимися рынками, где инфляционные ожидания слабо заякорены. Рост инфляции, обусловленный уверенным восстановлением доходов и спроса на фоне отстающего предложения, во многих странах коснулся в том числе и социально значимых товаров. В совокупности это привело к росту инфляционных ожиданий до повышенных уровней, возрастанию среднесрочных проинфляционных рисков, потребовав от большинства центральных банков своевременного ужесточения ДКП.

Оценки, приведенные на Рисунок 48, подтверждают уникальность текущего кризиса в виде одновременного действия факторов на стороне как спроса, так и предложения. Их совместное и однонаправленное действие обусловило нарастание инфляционного давления сверх ожиданий. К аналогичному выводу приводит анализ влияния факторов спроса и предложения на подындекс отпускных цен производителей PMI в обрабатывающей промышленности России (Рисунок 49).

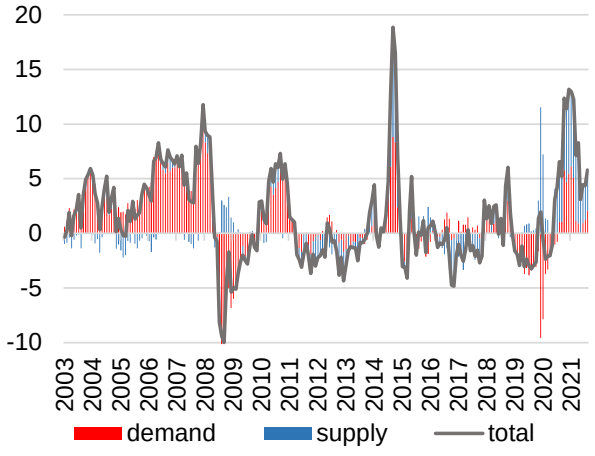
Относительное влияние факторов спроса и предложения на сроки поставок и отпускные цены меняется во времени. Если в 2020 г. превалировало действие факторов предложения, то в 2021 г. на первый план вышли факторы спроса.

Рисунок 48. Декомпозиция индекса сроков поставки PMI Global на шоки (факторы) спроса и предложения, пунктов



Источник: ECB.

Рисунок 49. Декомпозиция индекса отпускных цен PMI Russia на шоки (факторы) спроса и предложения, пунктов[19]



Источники: IHS Markit, расчеты ДИП.

Коронакризис вынудил правительства большинства стран проводить политику в ситуации высокой неопределенности, в новых, ранее не встречавшихся обстоятельствах. Масштабная монетарная и фискальная поддержка позволила мировой экономике в 2021 г. расти быстрее ожиданий, однако ценой этого стало нарастание инфляционного давления. В 2022 г. большая часть стран вступила с рисками, связанными с возможными последствиями распространения новых штаммов COVID-19, сохранением инфляции на повышенном уровне, устойчивостью госдолга, усилением неравенства.

[19] Оценки получены на основе BVAR модели со знаковыми ограничениями.

В России баланс инфляционных рисков значимо смещен в сторону проинфляционных с учетом остающегося существенным вклада устойчивых факторов на стороне спроса в повышенный рост цен и увеличения инфляционных ожиданий. Проводимая Банком России денежно-кредитная политика направлена на ограничение рисков более продолжительного отклонения инфляции вверх от цели и ее возвращение к 4%.

Александр Морозов

Директор

Владислав Абрамов

Ирина Богачева

Сергей Власов

Татьяна Камальдинова

Татьяна Кузьмина

Левон Мовсесян

Екатерина Петренева

Алексей Поршаков

Белла Рабинович

Александра Стерхова

Юлия Ушакова

Анна Цветкова

Яна Чернышова

Дмитрий Чернядьев