



Банк России



Февраль 2022 года

О РОЛИ ГЛОБАЛЬНЫХ ФАКТОРОВ В ИНФЛЯЦИИ

Аналитическая записка

В. Абрамов
А. Морозов
А. Синяков
А. Стерхова

Содержание

Основные выводы	3
1. Введение	6
2. Инфляция в развивающихся странах: высокая чувствительность к глобальным факторам	6
2.1. Прямая и косвенно импортируемая инфляция	6
2.2. Глобальная инфляция: риски для развивающихся стран в 2022 году	9
2.3. Инфляция, определяемая глобальными факторами в России: что говорят исследования?	15
3. Выводы для денежно-кредитной политики стран с формирующимися рынками	21
Список литературы	25

Все права защищены. Содержание настоящей записки отражает личную позицию авторов и может не совпадать с официальной позицией Банка России. Банк России не несет ответственности за содержание записки. Любое воспроизведение представленных материалов допускается только с разрешения авторов.

Фото на обложке: Shutterstock/FOTODOM

Адрес: 107016, Москва, ул. Неглинная, 12

Телефоны: +7 499 300-30-00, +7 495 621-64-65 (факс)

Электронная почта Департамента исследований и прогнозирования: dip1@cbr.ru

Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2022

Основные выводы

В открытых экономиках, особенно занимающих небольшую долю в глобальном ВВП, доля импортных товаров в индексе цен велика. Как и их зависимость от роста глобальной экономики. Это обуславливает возникновение в таких экономиках импортируемой инфляции при росте мировых цен и активном росте спроса в мировой экономике. Такая инфляция быстро транслируется в общий рост цен.

Если инфляционные ожидания не закорены, общая инфляция может оставаться повышенной даже при прекращении импорта роста цен. Поэтому в таких странах в этом случае требуется ужесточение денежно-кредитной политики (ДКП). Причем в настоящее время во многих странах импортируемая инфляция накладывается на рост цен, порождаемый внутренними факторами: отставанием предложения от темпов расширения внутреннего спроса, что также питает инфляционные ожидания. Вывод: ужесточение денежно-кредитной политики вдвойне необходимо.

При этом сонаправленные действия центральных банков разных стран, особенно крупных, наиболее эффективны и в борьбе с глобальной инфляцией, и с инфляцией в отдельных странах с открытой экономикой.

Глобальная экономика влияет на инфляцию малой открытой экономики по двум каналам – прямому и косвенному. Малая в свою очередь импортирует глобальную инфляцию напрямую, через рост валютных цен импортных товаров. Такое повышение является следствием глобальных шоков спроса и предложения. Для подобного типа экономики рост цен товаров на мировом рынке представляет собой шок издержек, независимо от причины повышения цен. Этот шок затрагивает внутренние цены как торгуемых, так и неторгуемых на внешнем рынке товаров и даже услуг, если в производстве последних используются импортные компоненты.

Инфляция, косвенно импортируемая малой экономикой, обычно связана с влиянием («спиловерами») высокого уровня спроса в мировой экономике. Это может быть результатом мягких глобальных финансовых условий. В итоге экономическая активность и доходы в малой экономике растут быстрее равновесных темпов, что создает инфляционное давление на внутреннем рынке.

Для стран – экспортеров сырья характерен еще один косвенный канал влияния глобальной инфляции: речь идет о росте цен на экспортируемые сырьевые товары. Рост экспортной выручки влияет на деловую активность и совокупный спрос, а через него – на инфляцию в стране-экспортере. При этом укрепление национальной валюты вследствие увеличения экспорта может частично ослабить инфляционное давление, создаваемое данным каналом.

Влияние глобальных факторов на инфляцию в малых открытых экономиках может проявляться опосредованно – через более крупную открытую экономику (например, Россия по отношению к отдельным странам Евразийского экономического союза – ЕАЭС). С точки зрения глобальной экономики, такая более крупная экономика будет малой, поскольку будет импортировать глобальную инфляцию. Независимо от доли России во внешнеторговом обороте малых экономик, такие экономики, по сути, импортируют ту же самую глобальную инфляцию, что и Россия.

Наш анализ показывает, что наблюдаемое в настоящее время повышенное инфляционное давление во многих малых открытых экономиках (в том числе экономиках ЕАЭС) в значительной степени возникло в результате действия прямого и косвенного каналов, через которые передается глобальная инфляция. Однако эти каналы – далеко не единственные причины повышения инфляционного давления. Так, в росте цен в 2021 г. по сравнению с 2020 г. в мире и России существенно **выросла роль факторов внутреннего спроса**. Это связано с опережающим расширением спроса по сравнению с возможностями наращивания предложения.

Анализ проинфляционных факторов спроса и предложения в мировой экономике указывает на риски сохранения повышенной глобальной инфляции как минимум в 2022 году. Во-первых, давление на цены сохранится из-за асинхронности введения и снятия ковидных ограничений странами – участницами цепочек добавленной стоимости. В итоге изменения спроса и предложения в глобальной экономике останутся рассинхронизированными, периодически вызывая сбои в производственных цепочках и дефицит предложения. Во-вторых, несмотря на ожидаемое начало нормализации, в развитых странах сохранится мягкая ДКП, поддерживающая склонность инвесторов к принятию рисков, в том числе при покупке финансовых активов развивающихся экономик. В-третьих, слабо заякоренные и повышенные инфляционные ожидания в малых развивающихся экономиках усиливают и продлевают проинфляционное действие глобальных шоков в этих странах.

В России роль глобальных факторов в инфляции была значима и в доковидный период. Глобальные факторы объясняют около 30% вариации индекса потребительских цен (ИПЦ) в России за период 2003–2018 год. Наблюдаемый в 2021 г. рост инфляции в мире по широкому кругу товаров позволяет предположить, что вклад глобальных факторов в динамику внутренних цен вырос, в том числе в России.

Глобальные факторы особенно сильно влияют на цены отдельных потребительских товаров России. Так, глобальными факторами может объясняться до 60% вариации цен на некоторые товары-маркеры (особенно в продовольственной группе товаров), рост которых очень заметен гражданам, хотя их доля в потребительской корзине невелика. **Это влияет на инфляционные ожидания населения, а через них – на рост цен других товаров и услуг.**

В целом повышенное инфляционное давление со стороны глобальных факторов (особенно косвенных) и вызванный ими рост инфляционных ожиданий – одна из причин ужесточения ДКП в большинстве стран с формирующимися рынками. При этом основной причиной необходимости ускоренного повышения ключевых ставок в этих странах выступают факторы внутреннего спроса, подпитываемого возросшими инфляционными ожиданиями, создающие избыточный рост цен. Ужесточение денежно-кредитной политики позволяет компенсировать такое повышение цен, вернув устойчивый рост потребительских цен к целевому уровню центрального банка, а рост экономики – к сбалансированным значениям в среднесрочной перспективе.

Замедление инфляции в малой открытой экономике может обеспечить более жесткая ДКП:

- **в этой экономике,**
- **в более крупной открытой экономике. Например, в России относительно других стран ЕАЭС;**
- **в глобальной экономике в целом – крупнейших развитых и развивающихся экономиках.**

Лучше всего, когда ужесточение ДКП происходит одновременно в большинстве стран.

Однако в сложившейся ситуации для замедления инфляции (в том числе импортированной) странам ЕАЭС нужно обеспечить ужесточение своей денежно-кредитной политики соразмерно избыточному внутреннему спросу и возросшим инфляционным ожиданиям. При этом ужесточение ДКП в регионе в целом также играет позитивную роль. Такое ужесточение ослабляет прямое влияние глобальных факторов на инфляцию в более крупной экономике и через нее – в малой. Кроме этого, оно замедляет косвенно импортируемую инфляцию в малой экономике за счет более жестких финансовых условий и предотвращения чрезмерного несбалансированного роста совокупного спроса в ней.

1. Введение

Годовая инфляция в России в течение всего 2021 г. держалась существенно выше цели в 4%, а месячный рост потребительских цен с поправкой на сезонность пока остается высоким даже на фоне последовательного повышения ключевой ставки Банка России. При этом во многих развитых и развивающихся странах в 2021 г. также наблюдались неожиданно высокие темпы инфляции¹. Это делает актуальным поиск ответов на следующие взаимосвязанные вопросы:

- в какой степени наблюдаемая в России и других странах повышенная инфляция определяется глобальными (внешними) факторами, а в какой – является следствием внутренних процессов на стороне спроса и предложения;

- если влияние глобальных факторов велико, как следует реагировать центральному банку и от чего зависит сила его реакции; в какой степени при этом нужно учитывать действия других центральных банков.

2. Инфляция в развивающихся странах: высокая чувствительность к глобальным факторам

2.1. Прямая и косвенно импортируемая инфляция

Почему малые открытые экономики более восприимчивы к глобальной инфляции? Начнем с теории.

Считается, что для торгуемых на мировом рынке товаров и услуг в составе ИПЦ обычно действует закон одной цены: торгуемые товары внутри страны и на мировом рынке, будучи выраженными в одной валюте, стоят одинаково (с поправкой на величину торговых, транспортных наценок). Как правило, на практике все или почти все страны являются малыми открытыми экономиками, то есть неспособными влиять на цены на мировом рынке, изменяя предложение или спрос внутри страны. Как следствие, удорожание каких-то товаров на мировом рынке при неизменном валютном курсе транслируется в такое же удорожание этих товаров внутри страны с поправкой на изменение транспортных и торговых наценок². Устойчивое удорожание или удешевление торгуемых товаров внутри страны, будучи выраженным в валюте расчетов на мировом рынке, невозможно, если оно не сопровождается устойчивым изменением мировой цены или валютного курса. Причина: рост импорта, нарастающий при отклоне-

¹ См. например, комментарии Christopher J Waller, Member of the Board of Governors of the Federal Reserve System, at the Stanford Institute for Economic Policy Research Associates Meeting, Stanford, California, 19 October 2021. *“Inflation has been running higher this year than I and most forecasters expected. It has not been high for just a month or two – it has been high all year. It is important to acknowledge that”*.

² Известно, что доля импортной цены потребительских товаров в конечной цене товара в розничной торговле невелика (Burstein, Eichenbaum, Rebelo, 2005). К тому же торговые наценки могут играть роль демпфера роста импортных цен, ограничивая перенос роста импортных цен во внутренние цены. С оценками для России см. (Синяков, Чернядьев, Сапова, 2019).

нии мировой цены от внутренней цены, будет приводить к понижению цен на внутреннем рынке и их возврату к паритету с мировыми ценами. Если же цена на внутреннем рынке оказывается ниже мировой, паритетный механизм действует в другую сторону: рост экспорта из малой открытой экономики приводит к сокращению предложения на внутреннем рынке и повышению внутренних цен до достижения паритета. В целом цены торгуемых товаров меняются под действием изменения мировых цен в резервных валютах или валютного курса (эффекта переноса)³.

Таким образом, малые открытые экономики могут *напрямую импортировать инфляцию*, определяемую глобальными факторами. Это происходит, когда растут цены *торгуемых* товаров внутри страны, если растет их мировая цена (в резервных валютах) или изменяются цены *неторгуемых* товаров, вызванные таким ростом цены торгуемых товаров внутри страны и вне страны⁴. В роли торгуемых могут быть товары, импортируемые в малую экономику, или товары, экспортируемые из нее. Это могут быть либо товары конечного спроса (компоненты потребительской корзины, используемой для расчетов ИПЦ), либо товары/услуги промежуточного потребления (компоненты, полуфабрикаты, станки, оборудование и даже услуги – например, услуги международной транспортировки). Сюда же относятся товары, которые в последующем могут подвергаться лишь минимальному изменению на территории страны (например, изменение упаковки, маркировки). Именно через канал использования при производстве неторгуемых товаров промежуточных торгуемых товаров/услуг, цены торгуемых товаров влияют на цены неторгуемых товаров. Например, одна из причин роста цен на жилую и нежилую недвижимость (типичный неторгуемый товар) может быть связана с невозможностью быстро нарастить объемы строительства из-за нехватки строительной техники при перебоях в поставках такой техники с мирового рынка на фоне пандемийных ограничений. Еще одной причиной может быть рост цен на металлические конструкции, используемые в строительстве (металл – торгуемый товар).

Такой импортируемый рост цен товаров в мировой экономике может быть следствием глобальных шоков (то есть резких изменений) спроса и предложения. Например, рост спроса в мировой экономике может сопровождаться повышением зарплат и инфляции в мире, что транслируется в более высокие цены экспорта остального мира – цены импорта малой открытой экономики. Или же негативный шок на стороне предложения (например, удорожание стоимости поставок из-за нерабочих дней в международных портах на фоне пандемии) может повысить стоимость транспортировки в глобальной экономике, что транслируется в рост цен производимых товаров, в том числе импортируемых малой открытой экономикой.

³ Изменение валютного курса способно как усилить, так и ослабить влияние изменения цен на мировом рынке (в резервных валютах) на внутренние цены. Изменение валютного курса может быть результатом как действия глобальных факторов на валютный курс (в частности, тех же самых, что меняют цены на мировом рынке), так и результатом действия валютного канала ДКП. В дальнейшем, говоря о влиянии глобальных факторов на инфляцию в малой открытой экономике, мы фокусируемся на суммарных эффектах, не выделяя отдельно влияние валютного курса.

⁴ Еще раз обратим внимание, что мы ничего не говорим о том, каким при этом будет изменение курса. Для нас важно, что изменение мировых цен в иностранной валюте транслируется в изменение внутренних цен в этом случае.

Важно, что напрямую импортируемая инфляция быстро транслируется в рост общего уровня цен.

Малая открытая экономика может *импортировать* глобальную инфляцию и *косвенно*. Это происходит, когда растут цены торгуемых и неторгуемых товаров, производимых внутри страны, если рост является следствием увеличением спроса внутри страны, когда сам *рост спроса является импортированным*. То есть, когда на него влияют глобальные факторы. При этом темпы инфляции в мировой экономике могут оставаться низкими. Типичный случай для большинства малых открытых развивающихся экономик связан с периодами международного экономического бума или с мягкой денежно-кредитной политикой крупных экономик (США, еврозоны, Японии, Китая). Периоды бума или смягчения ДКП крупными экономиками транслируются, во-первых, в рост спроса крупных экономик, в том числе на товары, экспортируемые из малых открытых экономик. Это способствует росту деловой активности в таких экономиках и создает в них внутреннее инфляционное давление.

Во-вторых, в периоды бума или мягкой ДКП условия финансирования для развивающихся стран становятся более благоприятными, наблюдается приток капитала и рост доступности финансирования. В результате растет кредитная активность. Это также подстегивает деловую активность, которая создает инфляционное давление в малых развивающихся экономиках. Кроме того, денежно-кредитная политика малой развивающейся экономики может циклически смягчаться вслед за мягкой ДКП крупной экономики. И это станет фактором инфляционного давления в малой открытой экономике.

Для экспортеров сырья характерен еще один косвенный канал влияния глобальных факторов – рост цен сырьевых товаров. Это также влияет на деловую активность и совокупный спрос, а через них – на инфляцию в стране-экспортере. Например, когда на мировом рынке растут цены на экспортируемую Россией нефть или газ, экспортная выручка повышает совокупный спрос в стране, что, как следствие, создает инфляционное давление⁵. При этом рост цен на сырьевые товары может быть следствием как роста спроса, так и сокращения предложения на мировом рынке. И то, и другое транслируется в рост совокупного спроса для страны – экспортера сырья. Укрепление валютного курса под воздействием роста цен сырьевых товаров, влияния прочих глобальных факторов может временно и лишь частично ослаблять инфляционное давление в экономике от роста цен на сырье в мире⁶.

Влияние глобальных факторов на инфляцию в *малых* открытых экономиках может происходить и опосредованно – через более *крупную* открытую экономику. При этом, с точки зрения глобальной экономики, такая более крупная экономика будет ма-

⁵ Даже при наличии бюджетного правила более высокие цены на нефть и металлы «просачиваются» в рост спроса в малой экономике – экспортере сырья.

⁶ Влияние обоих каналов в России с 2017 г., после введения бюджетного правила, существенно ослабло. Тем не менее, как показывает обзор исследований макроэкономических эффектов изменения условий торговли на инфляцию в странах – экспортерах сырья в (Kozlovceva, Ponomarenko, Sinyakov, Tatarintsev, 2020), бюджетное правило, по опыту других сырьевых экономик, приводит к существенному снижению колебаний валютного курса, по менее значимым эффектам для спроса и деловой активности.

лой. Например, экономика России является более крупной для стран ЕАЭС. Однако все экономики, включая российскую, являются малыми с точки зрения влияния глобальных факторов на инфляцию. Поэтому, когда Россия закупает импортные товары на мировом рынке по более высоким ценам либо испытывает на себе влияние глобального спроса или финансовых условий, происходит импорт инфляции из глобальной экономики по прямому и косвенному каналам. Точно такой же процесс наблюдается в небольших по размеру экономиках по сравнению с российской, когда они взаимодействуют с глобальной. При внешнеторговом обороте малые экономики точно так же импортируют инфляцию по прямому и косвенному каналам из России, которая до этого импортировала эту инфляцию из мировой экономики. В этом отношении, независимо от того, какова доля России во внешнеторговом обороте малых экономик, они импортируют ту же самую глобальную инфляцию, что и Россия.

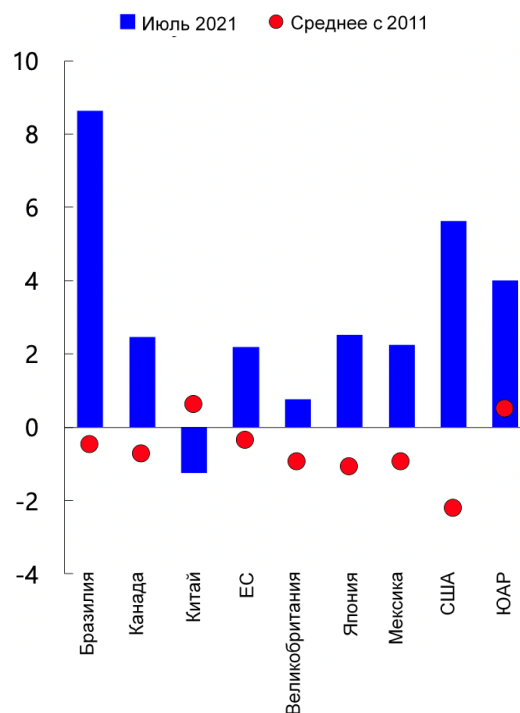
2.2. Глобальная инфляция: риски для развивающихся стран в 2022 году

Особенно заметным в 2021 г. был рост цен сырьевых товаров и отдельных товаров, важных для глобальных цепочек добавленной стоимости (например, полупроводников), в условиях шока предложения из-за ковидных ограничений или несинхронного восстановления спроса, связанного с несинхронным во всем мире снятием/введением упомянутых ограничений. Это дало основание считать, что наблюдаемый рост спроса и сокращение предложения или рост издержек в мировой экономике являются в значительной степени структурными (относительными). Иными словами, в мировой экономике наблюдается структурный сдвиг и сопутствующее ему изменение относительных цен. Такое изменение является естественной реакцией экономики на дисбалансы, возникающие в структуре спроса и предложения⁷. Например, как отмечают экономисты МВФ⁸, в 2021 г. наблюдалось аномально сильное расхождение между темпами инфляции в категории товаров относительно темпов инфляции в категории услуг (Рисунок 1). Аналогичное изменение относительных цен на товары и услуги происходит и в России (Рисунок 2).

⁷ Christopher J Waller: The economic outlook and a cautionary tale on "idiosyncratic" price changes and inflation. Speech (via webcast) by Mr Christopher J Waller, Member of the Board of Governors of the Federal Reserve System, at the Stanford Institute for Economic Policy Research Associates Meeting, Stanford, California, 19 October 2021.

⁸ Презентация Гиты Гопинат (Международный валютный фонд, МВФ), на форуме по политике центральных банков ЕЦБ 28 сентября 2021 года.

Рис. 1. Превышение инфляции в категории товаров над инфляцией в категории услуг в ряде стран, п.п. годовой инфляции



Источник: презентация Гиты Гопинат (МВФ) на форуме по политике центральных банков Европейского центрального банка 28 сентября 2021 года⁹.

Рис. 2. Превышение инфляции в категории товаров над инфляцией в категории услуг в России, п.п. отношения уровней цен (средний уровень за 2013 год = 1)



Примечание: рассматривались продовольственные товары без плодоовощной продукции, непродовольственные товары без нефтепродуктов и табачных изделий, услуги без регулируемых услуг.

Источники: Росстат, расчеты ДИП.

⁹ Доступно по ссылке:

https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/ecbforum/shared/pdf/2021/Gopinath_presentation.en.pdf

При изменениях относительных цен общая инфляция может сохраняться на прежнем уровне, то есть такие изменения сами по себе не носят проинфляционный характер. Однако в случае роста абсолютных и относительных цен торгуемых товаров это отражается на импортных ценах стран – торговых партнеров. Происходит импорт инфляции. Изменения относительных цен обычно носят временный характер: они стабилизируются на новом равновесном уровне относительно друг друга, поэтому инфляционное давление на малые открытые экономики в связи с изменением относительных цен будет постепенно ослабевать¹⁰.

Вместе с тем даже после прекращения импорта инфляции в малых открытых экономиках общая инфляция может оставаться повышенной. Это происходит, если инфляционные ожидания не закорены и растут в период импорта инфляции, что разгоняет общий рост цен в экономике. Поэтому в таких странах при импорте инфляции требуется ужесточение ДКП.

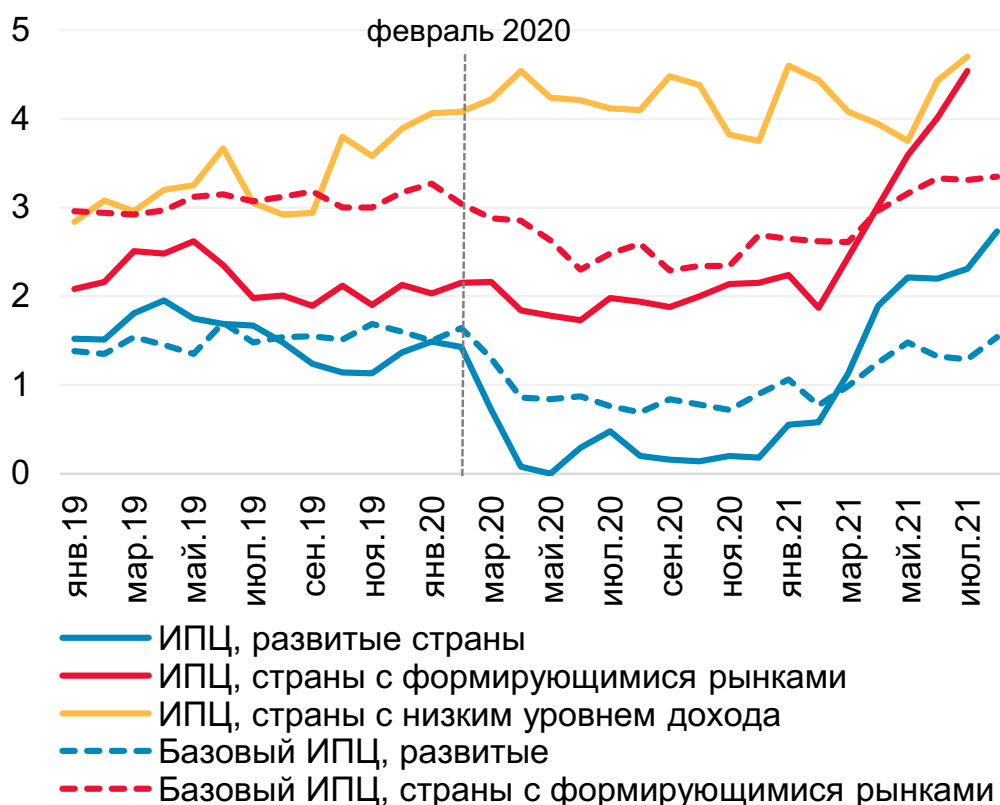
Динамика мирового ВВП и глобальной инфляции в 2021 г. (Рисунки 3–4) показывает, что ухудшение условий на стороне предложения (разрывы цепочек поставок, удорожание логистики – Рисунок 5) совпало с расширением спроса выше докризисного уровня. В итоге, наряду с изменением относительных цен, ускорилась и общая инфляция вместе с усилением роста спроса и ВВП. Это указывает на важную роль *устойчивых факторов на стороне спроса* в изменении общего уровня цен в мире.

О растущей роли шоков спроса в глобальной инфляции 2021 г. говорят и результаты анализа индекса PMI сроков поставок (Рисунок 6). В 2020 г. ухудшение условий поставок почти целиком было связано с нарушениями в производственных и транспортных цепочках. А в 2021 г. удлинение сроков поставок – во многом с более быстрым восстановлением развитых экономик, ростом потребностей производства.

Денежно-кредитная политика влияет прежде всего на спрос в экономике. В этой связи важная и растущая роль шоков спроса в 2021 г. в росте цен помогает объяснить ускорение нормализации ДКП многими центральными банками в мире.

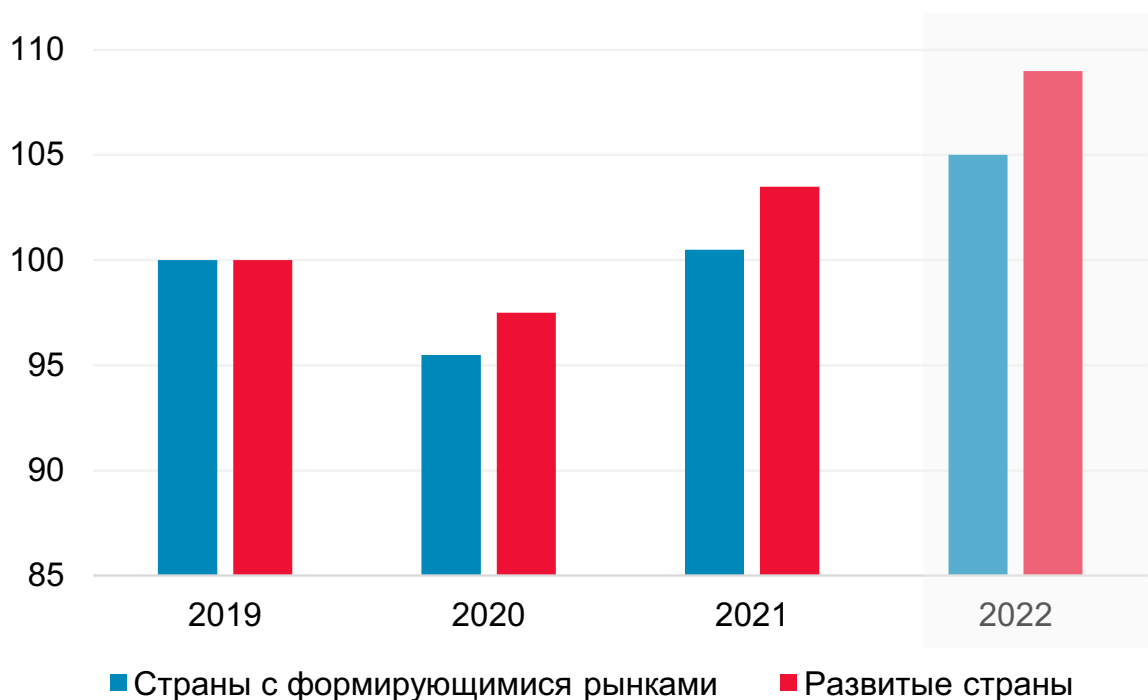
¹⁰ Для сохранения на высоком уровне глобальной инфляции по этому каналу восстановление и дальнейший рост спроса в странах, в которых происходит конечное использование произведенной продукции, должны систематически накладываться на усиление коронавирусных ограничений (или других факторов, ограничивающих предложение) в странах, в которых находятся начальные звенья цепочки создания добавленной стоимости.

Рис. 3. Инфляция по группам стран, медиана, % за год



Источник: WEO IMF, October 2021.

Рис. 4. ВВП по группам стран (2019 = 100)



Источник: WEO IMF, October 2021.

Рис. 5. Индекс PMI для сроков поставок в обрабатывающей промышленности, п.п.

Источник: IHS Markit.

Рис. 6. Декомпозиция глобального индекса PMI сроков поставки в обрабатывающей промышленности на шоки спроса и предложения, п.п.

Источник: презентация Изабель Шнабель, члена совета директоров ЕЦБ, 17 ноября 2021 года¹¹.

Насколько устойчивым окажется глобально инфляционное давление на стороне спроса и тем самым инфляционные риски для малых открытых экономик в 2022 году?

В динамике спроса важную роль, во-первых, играют бюджетные расходы в крупных экономиках (прежде всего прирост совокупного спроса за счет программы госу-

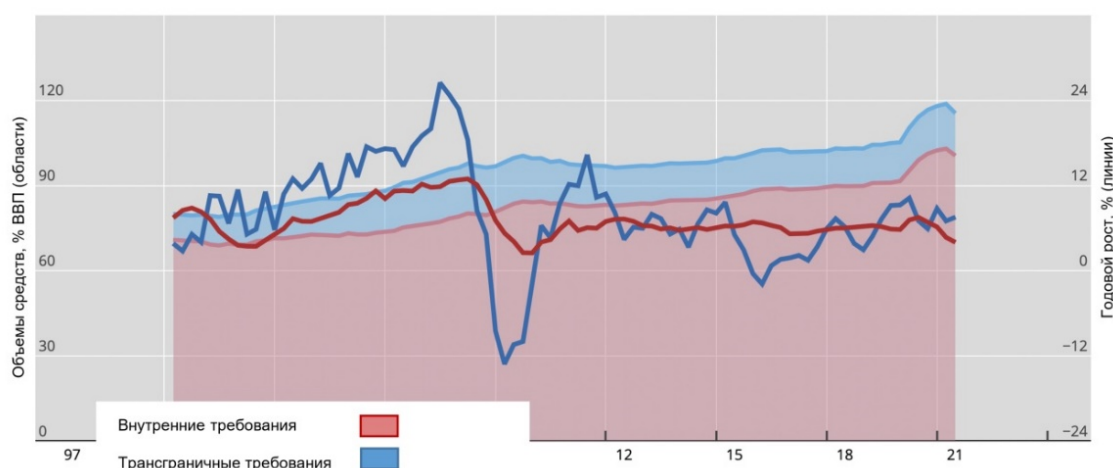
¹¹ Презентация доступна на сайте ЕЦБ по ссылке:

<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp211117~78f0a1f435.en.html>.

дарственных инвестиций в инфраструктуру в США). Эти программы носят временный характер, и их влияние на спрос будет постепенно уменьшаться в среднесрочной перспективе.

Во-вторых, еще один важный фактор на стороне спроса – глобальная кредитная активность (Рисунок 7). В настоящее время показатели кредитной активности находятся на докризисных максимумах¹².

Рис. 7. Трансграничные требования коммерческих банков к небанковскому сектору плюс внутренние требования всех банков к частному нефинансовому сектору



Примечание: средневзвешенное для группы стран на основе скользящего за четыре квартала ВВП. Страны: Австралия, Канада, Дания, Япония, Новая Зеландия, Норвегия, Россия, Саудовская Аравия, Южная Африка, Швеция, Швейцария, Турция, Великобритания, Австрия, Бельгия, Финляндия, Франция, Германия, Греция, Ирландия, Италия, Нидерланды, Португалия, Испания, Китай, Гонконг, Индия, Индонезия, Корея, Малайзия, Сингапур, Таиланд, Аргентина, Бразилия, Чили, Мексика, Чехия, Венгрия, Польша.

Источник: Statistical release: BIS international banking statistics and global liquidity indicators at end-June 2021 (27 Oct 2021).

Высокая кредитная активность банков и других финансовых институтов указывает на то, что финансовый сектор генерирует средства для финансовых транзакций и эффективно перераспределяет деньги по финансовой системе. Запас капитала, избыток дешевого фондирования говорят о способности финансового сектора и далее удовлетворять растущий спрос на финансовые ресурсы.

Такая ситуация возникла из-за предельно мягких денежно-кредитных условий, сложившихся в крупнейших экономиках в результате проведения ультрамягкой ДКП в сочетании с беспрецедентными по масштабам бюджетными программами поддержки. От ДКП крупнейших центральных банков в 2022 г. зависит, как будет меняться глобальная кредитная активность. С учетом низких и заякоренных инфляционных ожиданий в крупнейших экономиках и длительного доковидного периода низкой инфляции,

¹² В части потребления может также играть роль фактор отложенного спроса из-за действовавших ранее ковидных ограничений, который носит временный характер.

не достигавшей целевого уровня, центральные банки этих стран вряд ли будут делать резкие шаги по ужесточению политики. В целом это будет способствовать дальнейшему росту кредитной активности в мире.

В-третьих, свою роль может также сыграть структурный сдвиг спроса во вложениях в капитал: инвестиции в адаптацию производства к реалиям цифровой экономики, онлайн-коммуникации, «зеленому» энергопереходу. Это – фактор более высоких в среднесрочном периоде расходов компаний и капиталоемкости производства, который может поддержать повышенный рост издержек и цен при прочих равных условиях (отсутствия корректирующей реакции ДКП).

Одновременный рост издержек и спроса несет риски для ценовой стабильности в среднесрочной перспективе. Растет вероятность того, что инфляция окажется самоподдерживающейся (*locked in*). Это особенно опасно для стран с незаякоренными инфляционными ожиданиями. В них повышенный рост цен может оказаться более высоким и продолжительным из-за возникновения вторичных проинфляционных эффектов, наиболее ярким примером которых является «спираль зарплаты-цены»¹³.

При этом в настоящее время во многих странах импортируемый рост цен накладывается на инфляцию, порождаемую внутренними факторами: отставанием предложения от темпов расширения внутреннего спроса, что также питает инфляционные ожидания. Поэтому ужесточение денежно-кредитной политики вдвойне необходимо.

2.3. Инфляция, определяемая глобальными факторами в России: что говорят исследования

Как отмечено выше, глобальные факторы влияют на инфляцию в России по нескольким направлениям:

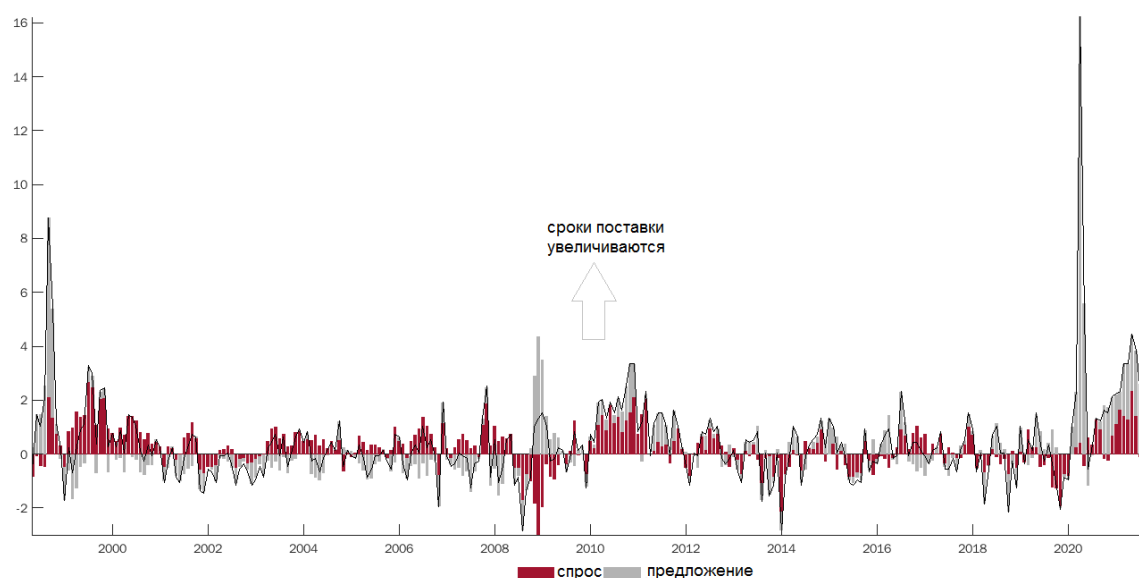
- прямой рост экспортных и импортных цен, транслируемый в рост издержек и цен торгуемых и неторгуемых товаров в рознице из-за шоков спроса и предложения в мировой экономике;
- косвенное влияние, то есть рост деловой активности и спроса в России в связи с ростом спроса в мировой экономике, что в свою очередь генерирует инфляционное давление;
- косвенное влияние, то есть рост деловой активности и спроса в России в связи с ростом цен на сырьевые товары с большой долей в экспорте России.

¹³ В своем классическом варианте такая спираль возникает из-за того, что индексация зарплат становится, во-первых, автоматической, вне зависимости от роста производительности труда, и, во-вторых, производится на наблюдаемую или ожидаемую инфляцию, которая, как правило, значительно превосходит фактическую инфляцию при незаякоренных инфляционных ожиданиях. Происходящий в итоге рост зарплат намного превышает рост производительности труда, что в итоге выливается в повышенный рост цен. Далее история повторяется. В силу асимметрии в реакции заработных плат, их меньшей эластичности в сторону понижения, чем в сторону повышения, именно повышающие инфляцию шоки более опасны с точки зрения последующих проинфляционных эффектов на зарплаты, см. (Abbritti, Fahr, 2013).

Заметим, что рост мировых цен на углеводороды, металлы, удобрения, сельскохозяйственные товары, имеющие важную роль в структуре экспорта РФ, играет двойную роль в повышении инфляции в России: мировое повышение цен таких товаров напрямую транслируется в рост цен товаров внутри страны. А повышение экспортных доходов способствует росту доходов, деловой активности, расширению внутреннего спроса, что тоже оказывает проинфляционный эффект¹⁴.

Наш анализ показывает, что даже в динамике индекса PMI сроков поставок в России, отражающего удлинение или сокращение времени поставок заказанных предприятиями ресурсов, важную роль в 2021 г. стали играть *факторы (шоки) спроса* (Рисунок 8). При этом в 2020 г. удлинение сроков поставок практически полностью было связано со сбоями на стороне предложения¹⁵. Это указывает на возросшую в 2021 г. роль *косвенного* канала влияния глобальных факторов на инфляцию в России.

Рис. 8. Декомпозиция индекса PMI сроков поставки в обрабатывающей промышленности России на шоки спроса и предложения, п.п.



Источники: IHS Markit, расчеты авторов¹⁶.

В исследовании (Kiselev, Zhivaykina, 2020) авторы проанализировали дезагрегированные данные на уровне компонент ИПЦ по инфляции в 29 странах, включая Россию, за период 2003–2018 года. На основе иерархической динамической факторной модели авторы выделили несколько факторов инфляции для каждой из стран (и продуктов):

¹⁴ С поправкой на дезинфляционные эффекты укрепления национальной валюты. При этом укрепление сдерживалось за счет существенного снижения физических объемов экспорта нефти и нефтепродуктов.

¹⁵ Глобальный PMI сроков поставки товаров характеризуется похожим вкладом факторов в 2020 и 2021 гг. (Рисунок 4).

¹⁶ Метод идентификации повторяет аналогичный расчет ЕЦБ и предполагает оценку VAR-модели, включающей индекс PMI выпуска и индекс PMI сроков поставок. Шок спроса и шок предложения идентифицируются через знаковые ограничения: рост выпуска и рост поставок – шок спроса, снижение выпуска и рост поставок – шок предложения.

- общий глобальный фактор – компонента инфляции (тренд), общий для всех стран и всех продуктов/компонент ИПЦ;
- глобальный фактор, специфичный для конкретного продукта / продуктовой группы, – компонента инфляции (за исключением общего глобального фактора), которая является общим трендом для заданной продуктовой группы во всех странах;
- остаточную (страновую) компоненту динамики цен.

Методология авторов позволила учесть как прямое влияние глобальных факторов, так и косвенное. Это корреляции в темпах роста цен товаров в России и других странах, в том числе, когда такие корреляции вызваны бумом спроса в глобальной экономике. Если он транслируется на Россию, бум также способен через повышение деловой активности способствовать росту цен в стране – то есть косвенному импорту инфляции.

Авторы обнаруживают, что внутренние цены на энергетические товары, продукты питания и товары обрабатывающей промышленности (длительного пользования) имеют существенную общую для всех стран (глобальную) компоненту (Таблица 1. Столбец «Категория продукта»). Так, около 26% вариации цен в категории товаров длительного пользования и около 49% вариации цены в категории промышленных товаров повседневного спроса объясняются общим глобальным фактором – общей динамикой цен на товары соответствующих категорий во всех 29 странах (включая динамику цен в России).

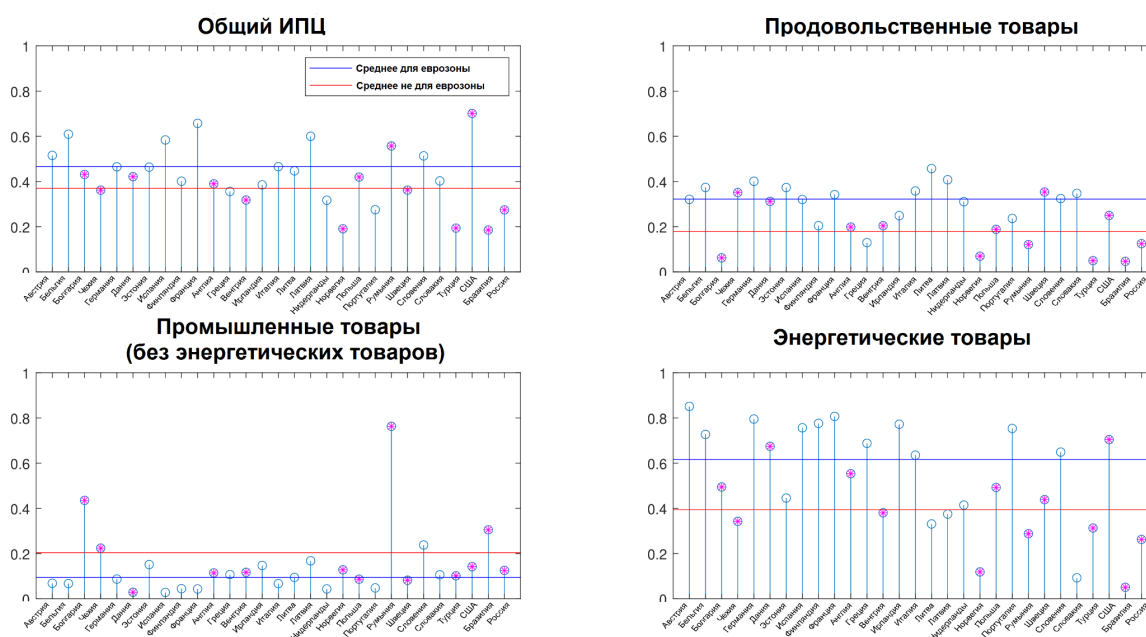
Табл. 1. Декомпозиция темпов инфляции отдельных товарных групп на факторы. Медианные по странам оценки

Группа	Подгруппа	Глобальный фактор	Продуктовая группа	Продуктовая категория	Специфический фактор
Продукты питания	Мясо и рыба	7,4 [6,1, 8,8]	1,9 [1,6, 2,2]	1,7 [1,5, 2,0]	89,0 [87,6, 90,4]
	Хлеб, молоко, масла	0,8 [0,1, 2,0]	0,2 [0,0, 0,5]	35,5 [30,3, 41,0]	63,4 [58,7, 67,9]
	Овощи и фрукты	0,4 [0,0, 0,8]	0,1 [0,0, 0,2]	21,8 [20,2, 23,3]	77,8 [76,2, 79,3]
	Прочее	0,7 [0,1, 1,5]	0,2 [0,0, 0,4]	8,7 [7,0, 10,7]	90,4 [88,9, 91,8]
	Товары длительного пользования	0,3 [0,0, 0,7]	6,2 [4,7, 7,8]	25,8 [21,8, 30,2]	67,8 [63,5, 71,6]
Промышленные товары	Товары с ограниченным сроком пользования и товары краткосрочного пользования	0,0 [0,0, 0,0]	0,1 [0,0, 0,3]	49,1 [42,1, 57,4]	50,8 [42,6, 57,7]
	Алкоголь и табачная продукция	0,0 [0,0, 0,0]	0,2 [0,0, 0,6]	6,5 [5,5, 7,4]	93,3 [92,4, 94,2]
	Энергоносители	0,0 [0,0, 0,1]	0,8 [0,1, 2,0]	34,5 [32,9, 35,9]	64,7 [63,6, 65,9]

Источник: Kiselev, Zhivaykina (2020).

Авторы подсчитали, какую долю в каждой из рассматриваемых стран глобальные факторы (общий глобальный и групповые глобальные продуктовые) играют в динамике ИПЦ или отдельных подиндексов ИПЦ – продовольствие, энергоресурсы, промышленные товары за исключением энергоресурсов (Рисунок 9).

Рис. 9. Доля объясненной вариации страновых индексов цен с помощью глобальных факторов (общий глобальный фактор, два групповых и два продуктовых)



Источник: Kiselev, Zhivaykina (2020).

Так, для России глобальные факторы объясняют 30% вариации ИПЦ, что ниже среднего уровня по выборке (на уровне около 40% для стран вне зоны евро). В продовольственной корзине ИПЦ, включающей только продукты питания, доля объясненной глобальными факторами вариации оказывается хоть и небольшой – около 20%, но близкой к средней для стран вне зоны евро. Для промышленных товаров, кроме энергоресурсов и продуктов питания, глобальные факторы объясняют в России около 10% вариации цен, что немногим ниже среднего уровня в 20% для стран вне зоны евро.

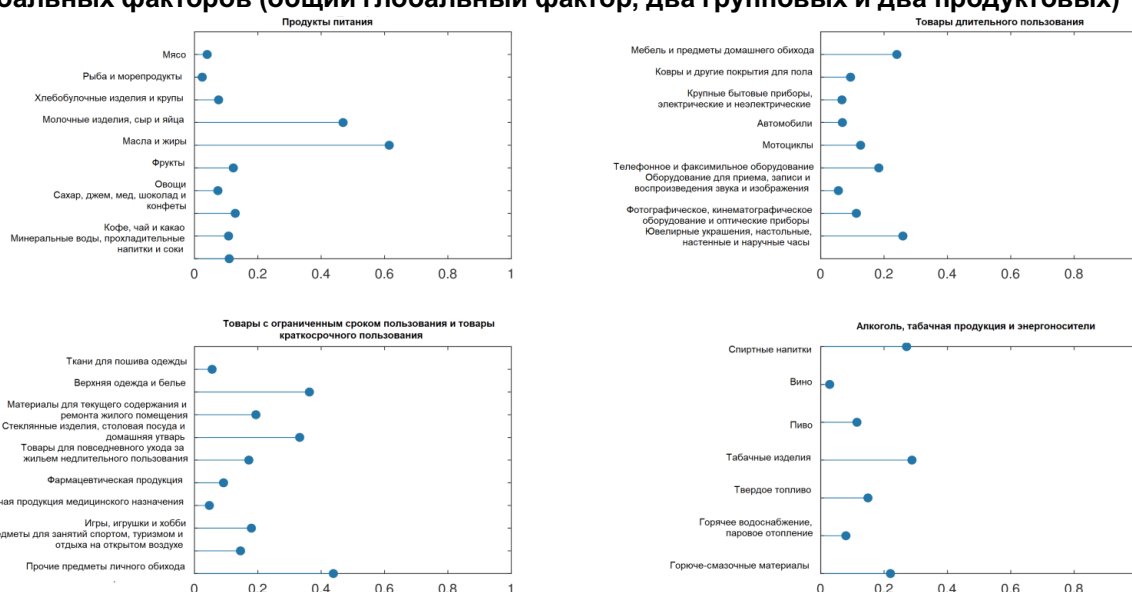
При этом наблюдаемый по широкому кругу товаров рост цен в мире в 2021 г. позволяет предположить, что вклад внешних факторов в национальные темпы инфляции вырос, в том числе в России.

Низкие значения глобального фактора (на уровне 20% при средней 40% для стран вне еврозоны) отмечены в динамике цен на энергетические товары в России. Это может быть связано, во-первых, со статусом России как экспортера подобных товаров. В таком случае рост цен на мировом рынке сопровождается укреплением национальной валюты, что частично сглаживает инфляционный эффект на внутренние цены (бюджетное правило ослабляет укрепление курса и сглаживающий инфляцию эф-

фект курса). Дополнительной причиной меньшей зависимости внутренних цен на энергетические товары в составе ИПЦ (главный из которых – бензин) является механизм регулирования внутренних цен на нефтепродукты (демпфер). Слабая роль глобального фактора в динамике внутренних цен на энергетические товары наблюдается также в Бразилии и Норвегии – двух других крупных экспортерах нефти.

В-третьих, еще более дезагрегируя корзину ИПЦ в России, авторы показывают, что для отдельных деталей компонент ИПЦ роль глобальных факторов оказывается высокой (Рисунок 10).

Рис. 10. Доля объясненной вариации отдельных компонент ИПЦ России цен с помощью глобальных факторов (общий глобальный фактор, два групповых и два продуктовых)



Источник: Kiselev, Zhivaykina (2020).

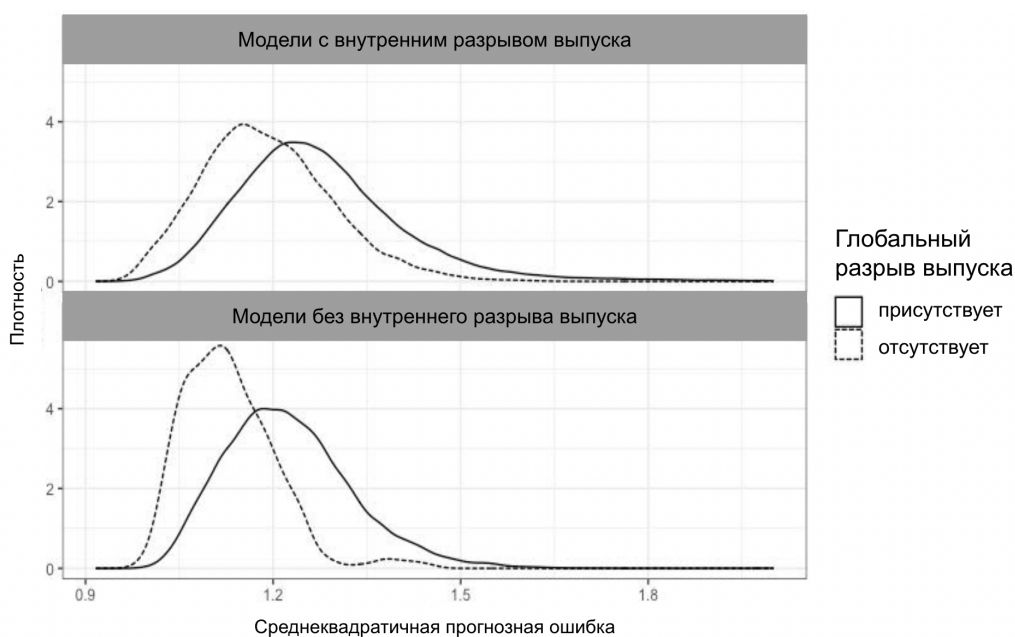
Например, более 60% вариации цен в компоненте ИПЦ «масло и жиры» в России объясняется глобальными факторами. Как и чуть меньшая, но значительная доля (около 50%) вариации цен по категории «молоко, сыры, яйца». Следовательно, в отдельных товарных категориях ИПЦ, в том числе в товарах, к ценам которых обычно приковано внимание общества, роль глобальных факторов является значительной. При этом суммарный вес товаров с большим вкладом глобальных факторов в динамику цен в потребительской корзине небольшой. Поэтому глобальные факторы лишь в незначительной степени определяют динамику потребительской инфляции в России.

Изучению роли глобального разрыва выпуска (то есть перегрева или недогрева глобальной экономики) в прогнозировании динамики ИПЦ России посвящен препринт (Saul, 2021)¹⁷. Автор оценивает большое число различных вариантов так называемой кривой Филлипса для России на данных за период 2002 – II квартал 2020 года. Стандартная кривая Филлипса для открытой экономики связывает темпы инфляции с ее

¹⁷ Готовится к публикации.

лагами (и/или инфляционными ожиданиями), показателями разрыва выпуска в анализируемой экономике, а также с динамикой условий торговли для России. В это уравнение автор включает различные показатели глобального разрыва выпуска, измеренные в реальном времени. Добавление в стандартную спецификацию показателей глобального разрыва выпуска помогает оценить полезность глобальных бумов в предсказании инфляции в России, *помимо* их влияния на инфляцию через внутренний разрыв выпуска или цены сырьевых товаров. Результаты исследования показывают, что *дополнительный* эффект на российскую инфляцию со стороны глобального разрыва выпуска, который не был бы учтен эффектами внутреннего разрыва выпуска или цен на нефть, отсутствует (Рисунок 11). При этом, как уже обсуждалось выше, и внутренний разрыв выпуска, и цены на нефть через прямой и косвенный каналы отражают влияние глобальных факторов на инфляцию в России.

Рис. 11. Распределение средних квадратических ошибок прогноза инфляции в моделях, включающих показатель глобального разрыва выпуска и его не включающих



Источник: Saul (2021).

В числе переменных, которые улучшают прогноз инфляции в России, в статье отмечены ценовые ожидания предприятий, отклонение (гэп) реального валютного курса и загрузка производственных мощностей в промышленности.

В более раннем исследовании (Styrin, 2019) автор на данных за период 2002–2017 г. обнаруживает, что лучшие модели для прогнозирования инфляции в России как на коротких горизонтах (за месяц), так и на длинных (за год) чаще всего включают две группы показателей. Это кредиты нефинансовым компаниям, отражающие эффекты на стороне спроса, и фактические и опросные зарплаты, отражающие эффекты на

стороне предложения или издержек. К сожалению, в исследовании не проанализировано, в какой степени динамика указанных показателей определяется глобальными факторами на стороне спроса или предложения, в том числе ценами на нефть или показателями глобальной экономической активности.

В исследовании (Хабибуллин, 2019) на основе данных за 1999–2018 гг. также сравниваются разные показатели, обладающие предсказательной силой для инфляции. Автор обнаруживает, что показатели внутренних разрывов выпуска не добавляют новой полезной информации при прогнозировании инфляции сверх той, что содержится в других показателях. При этом модели с включением в качестве объясняющих показателей цены на нефть и валютного курса значительно улучшают прогнозы инфляции. Автор приходит к выводу, что из-за структурных сдвигов в инфляции на рассматриваемом им промежутке времени сложно подобрать единую модель для прогноза инфляции.

В целом результаты исследований по поиску лучших показателей, позволяющих прогнозировать инфляцию в России, указывают на то, что глобальные факторы (но необязательно глобальный разрыв выпуска) влияют на российскую инфляцию и являются полезными для ее прогноза.

3. Выводы для денежно-кредитной политики стран с формирующимися рынками

Как быть центральному банку в том случае, если он столкнулся с прямо или косвенно импортированным ростом цен по широкому фронту товаров – изменением абсолютного уровня цен или ростом трендовой инфляции, обусловленным действием глобальных факторов? Именно этот случай, как показывает наш анализ, наблюдается одновременно с изменением относительных цен в глобальной экономике. В этом случае для выбора оптимальной жесткости ДКП важными оказываются три фактора.

Во-первых, тип шока. Мы показали, что импортированная инфляция может происходить из шока издержек или предложения и из шока внутреннего спроса.

Проблема настройки ДКП (выбора степени жесткости) для центрального банка возникает только при реакции на шок *предложения*. При таком шоке ужесточение денежно-кредитной политики вернет инфляцию к цели ценой временного снижения уровня выпуска продукции ниже потенциального уровня¹⁸. Это требует решения, стабилизирующего и долгосрочные издержки, и экономическую активность.

В случае шока *спроса* ужесточение ДКП приводит к тому, что и инфляция, и выпуск продукции стабилизируются вокруг своих долгосрочных значений: на цели центрального банка по инфляции и потенциальном ВВП соответственно.

Во-вторых, временный или постоянный (устойчивый) характер инфляционного давления. В случае временного шока, приводящего к импорту инфляции, темпы ин-

¹⁸ Clarida, et al. (1999).

фляции повышаются также временно. А центральный банк в своей политике ориентируется на будущую, а не на уже реализовавшуюся инфляцию.

Как показано выше, есть основания полагать, что глобальное инфляционное давление может сохраниться в течение значимого промежутка времени. Это способно усилить действие вторичных эффектов от уже произошедшего в 2021 г. всплеска инфляции (через влияние на инфляционные ожидания потребителей и производителей и на темпы индексации зарплат).

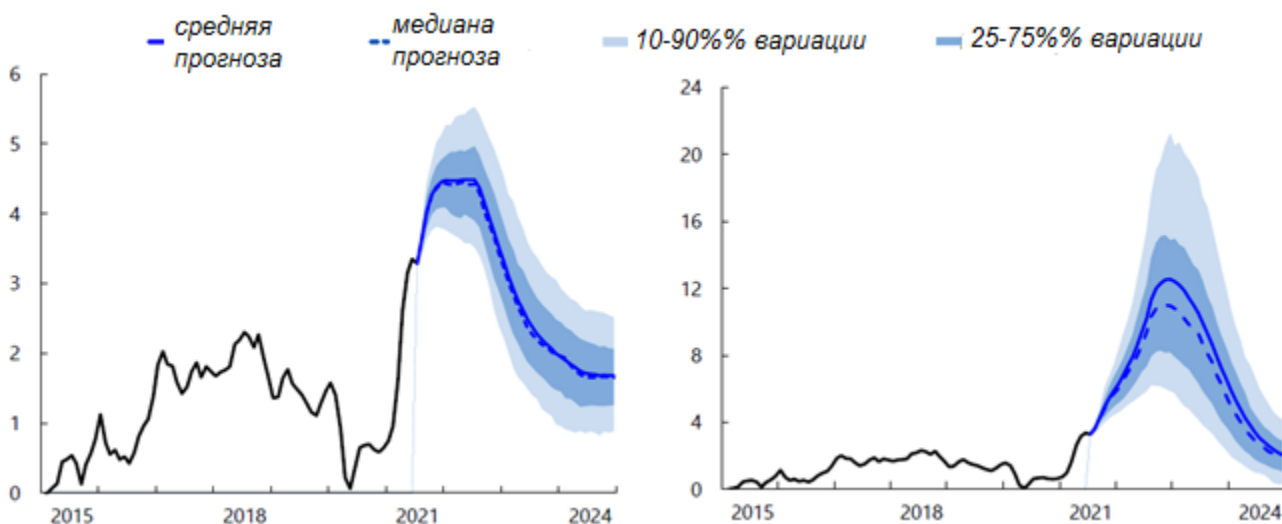
В-третьих, заякоренность ожиданий. В этом случае неожиданный временный всплеск инфляции не влияет на среднесрочную ценовую стабильность. Поэтому у центрального банка нет необходимости значимо реагировать на такой временный шок. Однако в большинстве малых развивающихся экономик инфляционные ожидания не заякорены или заякорены слабо, что предполагает более решительные действия со стороны центрального банка в ответ на такой шок.

В этом отношении примечателен анализ МВФ, который показывает, каким опасным для стабильности цен может быть временный шок издержек на стороне предложения, если он накладывается на незаякоренные инфляционные ожидания (Рисунок 12). При незаякоренных (адаптивных) инфляционных ожиданиях инфляция в ответ на такой шок оказывается почти в три раза выше, чем при заякоренных, из-за сильных длительных вторичных эффектов.

Рис. 12. Сценарная динамика инфляции в развитых странах в ответ на временный шок издержек в отдельных секторах и рост цен сырьевых товаров при заякоренных и незаякоренных инфляционных ожиданиях

При заякоренных ожиданиях

При незаякоренных ожиданиях



Источник: презентация Гиты Гопинат (МВФ) на форуме по политике центральных банков Европейского центрального банка 28 сентября 2021 года¹⁹.

¹⁹ Доступно по ссылке:

https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/ecbforum/shared/pdf/2021/Gopinath_presentation.en.pdf

Наш анализ показывает, что наблюдаемое в настоящее время повышенное инфляционное давление во многих малых открытых экономиках, в том числе ЕАЭС, в значительной степени возникло в результате действия прямого и косвенного каналов, через которые передается глобальная инфляция. Однако эти каналы – далеко не единственные причины повышения инфляционного давления. Так, в динамике инфляции в 2021 г., по сравнению с 2020 г., в мире и в России существенно выросла роль факторов внутреннего спроса, не связанных с глобальными факторами. Это объясняется опережающим расширением спроса по сравнению с возможностями наращивания предложения.

Ранее мы отметили, что, независимо от типа структуры внешнеторговых отношений малых экономик, сравнительно малые экономики импортируют такую же самую глобальную инфляцию, как и их более крупные торговые партнеры. В этой связи снижение импортированной инфляции в малой открытой экономике возможно за счет проведения:

1. Более **жесткой** денежно-кредитной политики **в этой малой открытой экономике**.
В целом повышенное инфляционное давление со стороны глобальных факторов (особенно косвенных) и вызванный ими рост инфляционных ожиданий – одна из причин ужесточения денежно-кредитной политики в большинстве стран с формирующимися рынками. При этом основной причиной необходимости ускоренного повышения ключевых ставок в этих странах выступают **факторы внутреннего спроса, подпитываемого возросшими инфляционными ожиданиями**, и создающие избыточное инфляционное давление. Ужесточение ДКП позволяет компенсировать такое давление, вернув устойчивый рост потребительских цен к целевому уровню центрального банка, а рост экономики – к сбалансированным значениям в среднесрочной перспективе. Это также создаст резерв действий на будущее (*policy space*), которым поможет при охлаждении внешнего спроса по мере нормализации денежно-кредитной политики остального мира.
2. Более **жесткой** денежно-кредитной политики **в более крупной открытой экономике** в ответ на импортируемую такой экономикой инфляцию из глобальной экономики.
За счет этого удастся снизить как прямое, так и косвенное влияние глобальных факторов на инфляцию в более крупной экономике. В результате в малой экономике, взаимодействующей с более крупной, также происходит ужесточение денежно-кредитных условий и замедление роста деловой активности. Это позволяет дополнительно замедлить инфляцию в такой малой экономике.
3. Более **жесткой** денежно-кредитной политики **в глобальной экономике** – в крупнейших развитых и развивающихся экономиках.

Как показывает исследование (Abramov, 2020), в динамике инфляции экономик ЕАЭС в период с мая 2004 г. по ноябрь 2018 г. ДКП Банка России, очищенная от его реакции на глобальные шоки (импортируемую инфляцию), играет незначительную роль (Таблица 2). Внешние для этих стран (в том числе специфичные для России) шоки денежно-кредитной политики объясняют от 3% (Беларусь) до 15% (Казахстан) или 19% (Армения) вариации ИПЦ. Остальная вариация инфляции в этих странах объясняется внутренними шоками, специфичными для этих стран (например, режимом валютного курса или режимом ДКП центральных банков), и не является связанной с процессами в мировой или российской экономике.

Из этого следует, что с инфляцией (в том числе импортированной) странам ЕАЭС нужно бороться прежде всего ужесточением своей денежно-кредитной политики. При этом ужесточение ДКП в регионе в целом также играет позитивную, но не определяющую роль в решении этой задачи.

При этом сонаправленные действия центральных банков разных стран, особенно крупных, наиболее эффективны и в борьбе с глобальной инфляцией, и с инфляцией в отдельных странах с открытой экономикой.

Табл. 2. Декомпозиция вариации темпов инфляции в отдельных странах ЕАЭС на вклад внешних (в том числе шоков ДКП Банка России, шоков сырьевых цен, глобальных финансовых шоков) и внутренних (специфичной для данной страны) шоков, % вариации месячной инфляции

Страна	Вклад шоков	
	Вклад внешних шоков	Вклад внутренних шоков
Армения	19	81
Беларусь	3	97
Казахстан	15	85
Киргизская Республика	9	91

Источник: Abramov (2020).

Список литературы

Abbritti M., Fahr S. (2013). Downward wage rigidity and business cycle asymmetries. *Journal of Monetary Economics*, 60(7). Pp. 871–886.

Abramov V. (2020). Spillover Effects of Russian Monetary Policy Shocks on the Eurasian Economic Union, *Bank of Russia working paper series*, No. 60.

Burstein A., Eichenbaum M., Rebelo S. (2005). Large devaluations and the real exchange rate. *Journal of political Economy*, 113(4). Pp. 742–784.

Clarida R., Gali J., Gertler M. (1999). The science of monetary policy: a new Keynesian perspective. *Journal of economic literature*, 37(4). Pp. 1661–1707.

Kiselev A., Zhivaykina A. (2020). The role of global relative price changes in international comovement of inflation. *The Journal of Economic Asymmetries*, 22, e00175.

Kozlovceva I., Ponomarenko A., Sinyakov A., Tatarintsev S. (2020). A case for leaning against the wind in a commodity-exporting economy. *International Economics*, 164. Pp. 86–114.

Saul S. (2021) Do global output gaps help forecast inflation in Russia? *Bank of Russia working paper series*, No. 85.

Styrin K. (2019). Forecasting Inflation in Russia Using Dynamic Model Averaging. *Russian Journal of Money and Finance*, 78(1). Pp. 3–18.

Синяков А. А., Чернядьев Д. Н., Сапова А. К. (2019). Оценка эффекта переноса валютного курса рубля в цены производителей конечной продукции на микроданных российских компаний. *Журнал новой экономической ассоциации*, (1), 128.

Хабибуллин Р. (2019). Какие показатели разрывов выпуска и реальной деловой активности позволяют прогнозировать инфляцию в России? *Серия докладов Банка России об экономических исследованиях*, №50 / http://www.cbr.ru/content/document/file/113362/wp_50.pdf