



Банк России



О ЧЕМ ГОВОРЯТ ТРЕНДЫ Макроэкономика и рынки

Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования

Декабрь 2021

СОДЕРЖАНИЕ

Краткое содержание	3
1. Инфляция	5
1.1. Инфляционное давление остается повышенным	5
2. Экономическая динамика	9
2.1. Небольшое замедление роста потребительского спроса	9
2.2. Снижение кредитного импульса в розничном кредитовании	13
3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки	17
3.1. Ухудшение эпидемической ситуации может замедлить рост мировой экономики	17
3.2. Снижение аппетита к риску на финансовых рынках	21
3.3. Снижение нефтяных цен	24
В ФОКУСЕ. Уроки Великой инфляции 1970–1980-х годов для центральных банков	28

Бюллетень подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования по данным на 06.10.2021.
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, 2021

Краткое содержание

ИТОГИ

- Статистические данные за октябрь и опережающие индикаторы за ноябрь указали на сохранение уверенного роста экономической активности. Кредит продолжил вносить существенный вклад в увеличение потребительского и агрегированного спроса в экономике. Вместе с тем, кредитный импульс *розничного* кредитования начал уменьшаться, а интерес населения к срочным депозитам увеличился вслед за повышением ставок по вкладам. Это будет сдерживать избыточный рост потребительского спроса, обусловленный высокими инфляционными ожиданиями. Пока же рост потребительских цен с поправкой на сезонные факторы остается высоким. Сохранение повышенных инфляционных ожиданий населения и бизнеса тормозит переход к снижению инфляционного давления.
 - В ноябре рост потребительских цен с учетом сезонности несколько замедлился, все еще оставаясь весьма высоким. Неспособность российских и зарубежных производителей и транспортников оперативно удовлетворить быстро растущий спрос поддерживает повышенное инфляционное давление во многих сегментах российской экономики. Тем не менее, проводимая денежно-кредитная политика (ДКП) ограничит избыточный рост спроса, в то время как постепенная ликвидация логистических проблем и расширение производства постепенно увеличат предложение товаров и услуг в течение следующего года.
 - В октябре – ноябре экономическая активность в России сохранила темпы роста при ускорении в инвестиционном секторе. Компании продолжают уверенно увеличивать спрос на кредитные ресурсы даже в условиях повышения ставок по кредитам. Несмотря на повторение исторического минимума показателем уровня безработицы (с исключенной сезонностью), рост номинальных заработных плат не продемонстрировал значительного ускорения. По-видимому, это отражает улучшение ситуации с миграцией и прогресс в структурной подстройке рынка труда к потребностям постковидной экономики, вызывающей перераспределение трудовых ресурсов между отраслями.
 - Денежно-кредитные условия начали ужесточаться. Кредитный импульс розничного кредитования в октябре уменьшился. Депозитная активность населения все более явно набирает обороты в ответ на увеличение ставок по банковским вкладам. Это указывает на повышение нормы сбережений.
 - В ноябре российские финансовые рынки, включая валютный, находились под значительным негативным влиянием геополитических и других внешних факторов. В результате валютный канал денежно-кредитной политики не повлиял сдерживающим образом на рост потребительских цен.

В ФОКУСЕ. Уроки Великой инфляции 1970 – 1980-х годов для центральных банков

- Опыт проведения денежно-кредитной политики ФРС США и Бундесбанком в периоды сильного роста инфляции 1970-1980-х гг. наглядно демонстрирует важность наличия операционной цели для денежно-кредитной политики. Это важно для формирования доверия экономических агентов, на основе которого происходит заякоривание инфляционных ожиданий. В последующем это дает более широкие возможности для проведения контрциклической денежно-кредитной политики, игнорируя временные проинфляционные шоки.
- Незаякоренность инфляционных ожиданий в случае ценовых шоков (даже если они вызваны факторами на стороне предложения) может потребовать более сильной реакции денежно-кредитной политики для возвращения инфляции к целевому уровню. Это в свою очередь сопровождается большими экономическими издержками, чем при проведении политики, которая быстрее заякоривает инфляционные ожидания.

1. Инфляция

Месячный рост потребительских цен (с поправкой на сезонность и действие разовых факторов) по-прежнему остается повышенным. Сочетание активно растущего совокупного спроса, увеличения издержек и сохраняющихся перебоев с поставками толкает цены вверх.

Вместе с тем проводимая денежно-кредитная политика направлена на ограничение избыточного спроса и возврат населения к сберегательному поведению, вместе с макропруденциальной политикой тормозя рост розничного кредитования. Такие тенденции уже наметились, но пока не набрали силу. С учетом лагов ДКП значимое дезинфляционное влияние от этого проявится в ближайшие месяцы.

1.1. Инфляционное давление остается повышенным

- Инфляционное давление в октябре – ноябре оставалось значительно выше 4%, что привело к ускорению годовой инфляции. За повышенными темпами роста цен по-прежнему стоит уверенное расширение спроса при отставании предложения из-за факторов устойчивого и временного характера, которые сдерживают расширение производства и увеличивают издержки производителей.
- Принятые решения по ДКП начинают проявляться в динамике макроэкономических и финансовых показателей, однако этого пока не вполне достаточно для перехода к устойчивой дезинфляционной тенденции в динамике цен.
- Мы ожидаем, что усиление эффекта от нормализации бюджетной и ужесточения денежно-кредитной политики обеспечит существенное снижение инфляционного давления и замедление инфляции до 4,0–4,5% к концу 2022 года.

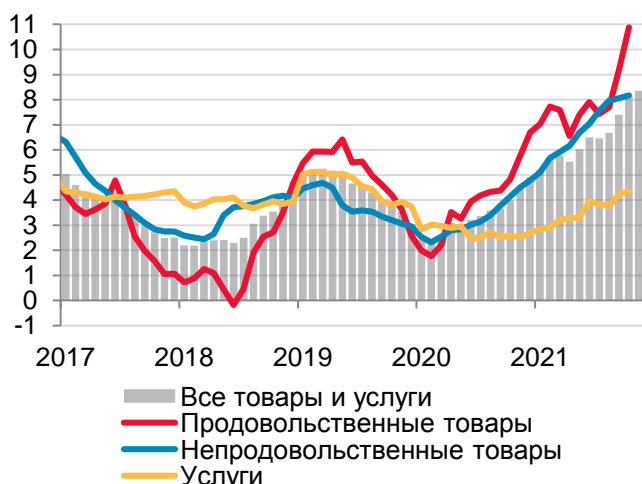
Оценка годовой инфляции на 29 ноября составила 8,4%¹ (Рисунок 1). Инфляционное давление, характеризуемое как динамика устойчивых компонент ИПЦ с очисткой от влияния разовых и временных факторов, остается повышенным относительно цели Банка России. При этом отдельные компоненты вносят значительную волатильность в динамику цен от месяца к месяцу. В ноябре месячный рост потребительских цен с поправкой на сезонность, посчитанный на основе недельных данных, по нашей оценке, замедлился (Рисунок 2) с 13,66% м/м SAAR² (Рисунок 3). В продовольственном сегменте наиболее сильно проявляется влияние роста издержек производителей. В непродовольственном сегменте основное влияние на стороне предложения продолжают оказывать перебои поставок отдельных комплектующих. Потребительский спрос, несмотря на некоторое охлаждение в IV квартале, по-прежнему поддерживает общий рост цен на

¹ На основе недельных оценок Росстата

² SAAR (Seasonally Adjusted Annualized Rate) – сезонно сглаженная динамика в пересчете на год.

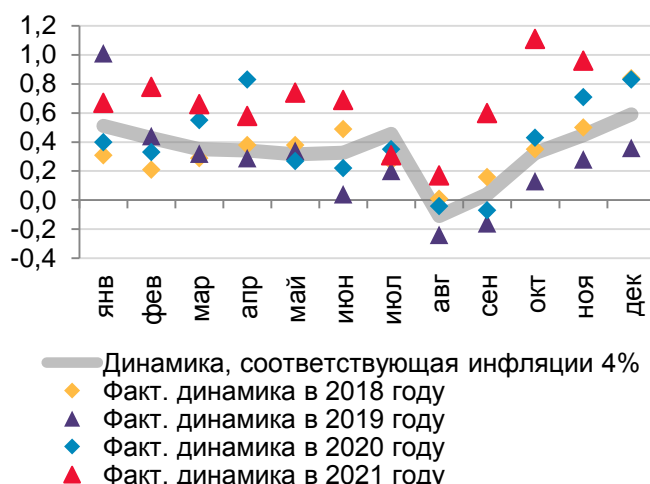
уровне выше цели Банка России. Это проявляется в том числе в пониженной норме сбережений из-за высоких инфляционных ожиданий населения: когда население стремится что-то купить, опасаясь снижения покупательной способности денег в будущем.

Рисунок 1. Инфляция и ее компоненты, % г/г



Примечание. Значение за ноябрь 2021г. – предварительная оценка по недельным данным.
Источники: Росстат.

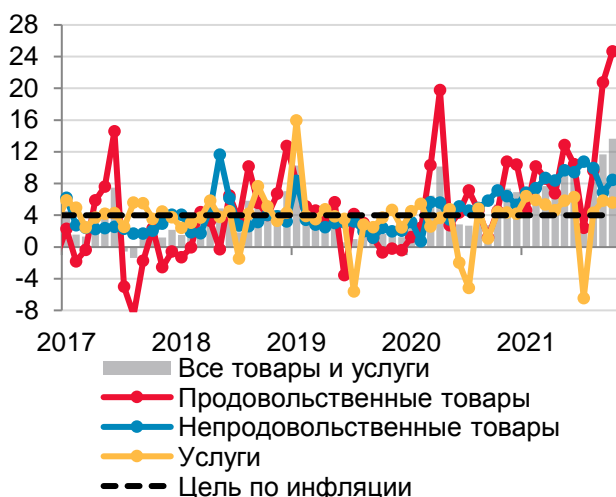
Рисунок 2. Рост цен, соответствующий инфляции 4%, % м/м



Примечание. Значение за ноябрь 2021г. – предварительная оценка по недельным данным.
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Октябрьское повышение месячного роста цен с устранением сезонности на продовольственные товары (Рисунок 3), отражавшее сохранение действия временных (сдвиг периода уборки урожая) и усиление влияния устойчивых факторов (перенос возросших издержек производителей в цены), по нашим оценкам частично было отыграно в ноябре. Наверстывание отставания от обычного графика уборки урожая привело к небольшому снижению вклада плодоовощной продукции в годовую инфляцию.

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



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 4. Динамика цен на продовольственные товары, % скользящее за три месяца в годовом выражении



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

При этом влияние *устойчивых* факторов на стороне предложения продовольственных товаров остается проинфляционным – темпы роста цен продолжают увеличиваться по широкому набору продуктов питания, отражая перенос значительно выросших в 2021 году издержек. Динамика цен производителей указывает на то, что этот процесс может продолжиться в ближайшие месяцы (Рисунок 4).

[По данным ФАО](#), рост мировых цен на продовольствие продолжился в ноябре, несколько замедлившись по сравнению с октябрём (в долларовом выражении). Это сохраняет давление на внутренние цены со стороны внешних рынков, (Рисунок 5).

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



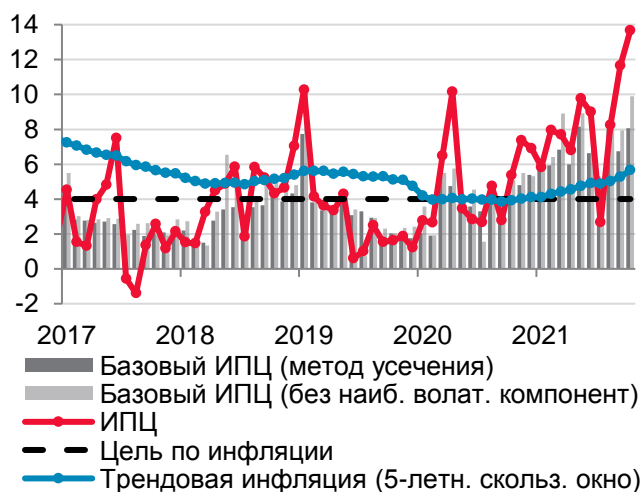
Источники: Росстат, ФАО, расчеты ДИП.

Повышение темпов роста цен в непродовольственном сегменте в октябре и, по предварительным оценкам, в ноябре по сравнению со средним уровнем II квартала объясняется ростом цен на нефтепродукты после их снижения в сентябре (Рисунок 3). Без учета подакцизной продукции рост цен в этой категории уже несколько месяцев подряд находится вблизи 8% м/м SAAR. При этом динамика цен «тяжелых» компонент неоднородна: помимо бензина, наиболее выраженный рост цен по-прежнему наблюдается на легковые автомобили, мебель и телерадиотовары. Сдерживающее влияние продолжает оказывать снижение цен на строительные материалы после их очень бурного роста в первом полугодии.

Рост цен в секторе услуг остается наиболее низким среди крупных компонент ИПЦ, продолжая при этом демонстрировать повышенную волатильность в связи с влиянием эпидемических ограничений (Рисунок 3). Рост цен на услуги пассажирского транспорта, гостиниц и санаториев подстегнул факторы временного характера, связанные с объявлением нерабочих дней в конце октября – начале ноября. После снижения в октябре цен на услуги зарубежного туризма в ноябре эти услуги вновь подорожали на фоне ослабления рубля и сильного роста цен на предновогодние туры в Турцию.

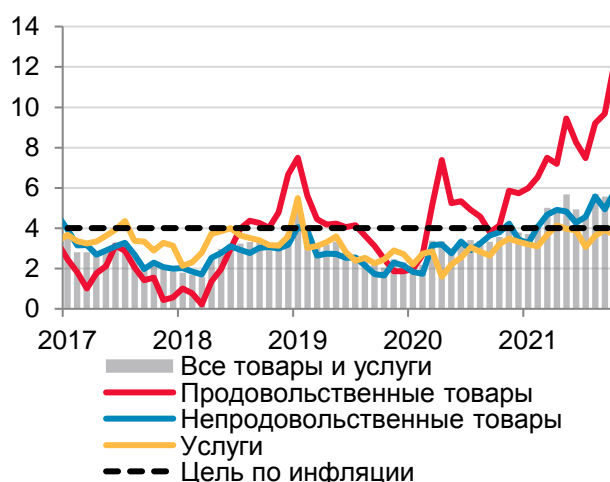
Аналитические показатели ценовой динамики указывают на увеличение вклада устойчивых компонент в повышенное инфляционное давление в начале IV квартала. В октябре трендовая инфляция и медианный рост цен продолжили отдаляться от 4%, в пересчете на год составив 5,66 и 5,94% соответственно (Рисунок 6, Рисунок 7). Среднее значение модифицированных показателей базовой инфляции также повысилось по сравнению с предыдущим месяцем.

Рисунок 6. Модифицированные показатели базовой инфляции и оценка трендовой инфляции, % в годовом выражении



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 7. Медиана распределения, рассчитанная по дезагрегированным компонентам, % м/м SAAR



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

В ноябре инфляционные ожидания предприятий и населения оставались повышенными, хоть и незначительно снизились по сравнению с октябрём. Респонденты остаются чувствительными к росту цен многих продуктов питания животного происхождения, что усиливает вторичное влияние ожиданий на спрос и цены.

При этом предприятия отмечают ослабление спроса и замедление роста издержек. Это является косвенным признаком замедления роста потребительских цен в среднесрочной перспективе.

Принятые ранее решения по денежно-кредитной политике начинают постепенно отражаться на динамике депозитов и кредитов (см раздел 2.2). Это должно ограничить избыточный спрос, создавая предпосылки для постепенного замедления роста цен. Но пока преждевременно говорить о наличии устойчивых дезинфляционных тенденций.

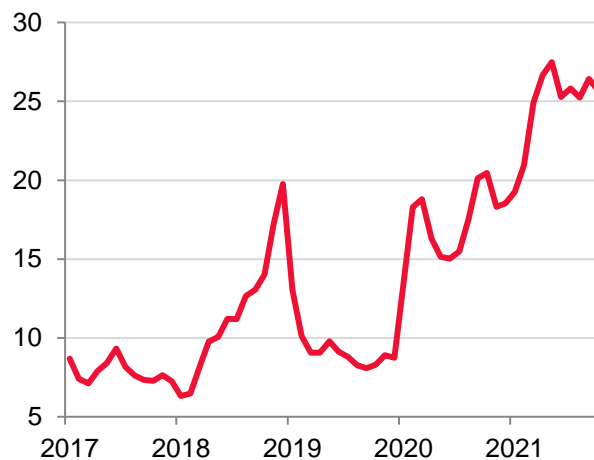
В 2022 г. по мере ожидаемого нарастания дезинфляционного эффекта от ужесточения денежно-кредитной политики Банком России месячный рост цен с поправкой на сезонность начнет замедляться, а годовая инфляция снизится до 4,0–4,5%, после чего будет оставаться вблизи 4%.

Рисунок 8. Медианные оценки наблюдаемой и ожидаемой населением инфляции, % г/г



Источник: Банк России.

Рисунок 9. Ценовые ожидания предприятий на три месяца вперед, баланс ответов, %



Источник: Банк России.

2. Экономическая динамика

Предварительные оценки результатов III квартала указали на сохранение темпов роста ВВП с поправкой на сезонность на уровне 1,0% в квартал. Пониженный относительно прошлого года урожай в растениеводстве и «пауза» в инвестиционном секторе экономики не привели к торможению ВВП. Расширение активности в потребительском и экспортном секторах удержало рост ВВП на уровне II квартала.

В IV квартале наблюдается во многом обратная картина: при замедлении роста потребительского сектора инвестиционный сектор демонстрирует новый импульс, поддерживая дальнейшее расширение экспорта. В результате некоторого охлаждения потребительского спроса создаются предпосылки для уменьшения инфляционного давления с его стороны. Произшедший разворот на уменьшение кредитного импульса в розничном кредитовании будет способствовать развитию этой тенденции.

Вместе с тем перебои с поставками остаются сдерживающим фактором для роста и одновременно повышают логистические издержки. В отдельных логистических сегментах (грузовые автоперевозки из Европы, морские и железнодорожные перевозки на Дальнем Востоке) перебои даже усилились.

2.1. Небольшое замедление роста потребительского спроса

- Расширение экономической активности в IV квартале продолжилось. Общенациональный период нерабочих дней в начале ноября оказал ограниченное влияние на экономическую активность. На это указывает динамика показателей платежных систем (Рисунок 10, Рисунок 12). Объемы платежей и уровень активности ожидаемо

снизились на неделе с 1 по 7 ноября, но впоследствии показали восстановление до уровня конца октября.

- Рост производственной активности в октябре наблюдался в добывающей и обрабатывающей промышленности, но более медленными темпами, чем в конце III квартала (Рисунок 13). Поддержку добыче оказывало расширение внешнего спроса на основные экспортные энергетические товары и увеличение квот для добычи нефти в рамках сделки ОПЕК+.
- В обрабатывающей промышленности динамика производства носит неоднородный характер на уровне укрупненных групп отраслей (Рисунок 14). В *инвестиционных* и *промежуточных* отраслях рост выпуска в октябре обеспечили преимущественно подгруппы отраслей с традиционно повышенной волатильностью производства³, в то время как в большинстве других подотраслей наблюдались либо стабилизация объемов выпуска относительно сентября, либо его снижение.
- В большинстве подотраслей *потребительского спроса* в октябре отмечалось расширение производства вслед за наблюдавшимся на протяжении последних кварталов ростом спроса. Однако в осенние месяцы произошло замедление роста выпуска по сравнению с предыдущим периодом.
- Опросные индикаторы указывают на продолжение роста выпуска обрабатывающих отраслей в ноябре: опрос ИЭП указывает на его небольшое замедление, а PMI – на ускорение. Оперативные индикаторы свидетельствуют о небольшом охлаждении *потребительского спроса* в IV квартале. Наиболее осязаемое замедление темпов роста потребления наблюдается в непродовольственном сегменте. В октябре продажи продовольственных товаров практически не изменились после ускорения в августе – сентябре. Несмотря на возросшие траты в период сезонных распродаж, компенсировавшие снижение расходов в период нерабочих дней, рост трат в ноябре замедлился по сравнению с октябрём. Помимо нормализации бюджетной политики, этому способствует и постепенное ужесточение денежно-кредитных условий. По мере трансмиссии в экономику принятых Банком России решений по ключевой ставке продолжится нормализация темпов роста потребительского спроса до более сбалансированных уровней, что будет способствовать постепенному снижению инфляционного давления.
- Замедление роста спроса сопровождается некоторым снижением напряженности на рынке труда: снижение уровня безработицы постепенно замедляется⁴. В октябре индекс HeadHunter⁵ впервые за полгода вырос на 0,2 п. (Рисунок 16). Рост вакансий без учета сезонности впервые за полгода оказался нулевым, тогда как

³ В инвестиционных отраслях - производство прочих транспортных средств. В промежуточных отраслях – производство нефтепродуктов вслед за расширением добычи нефти.

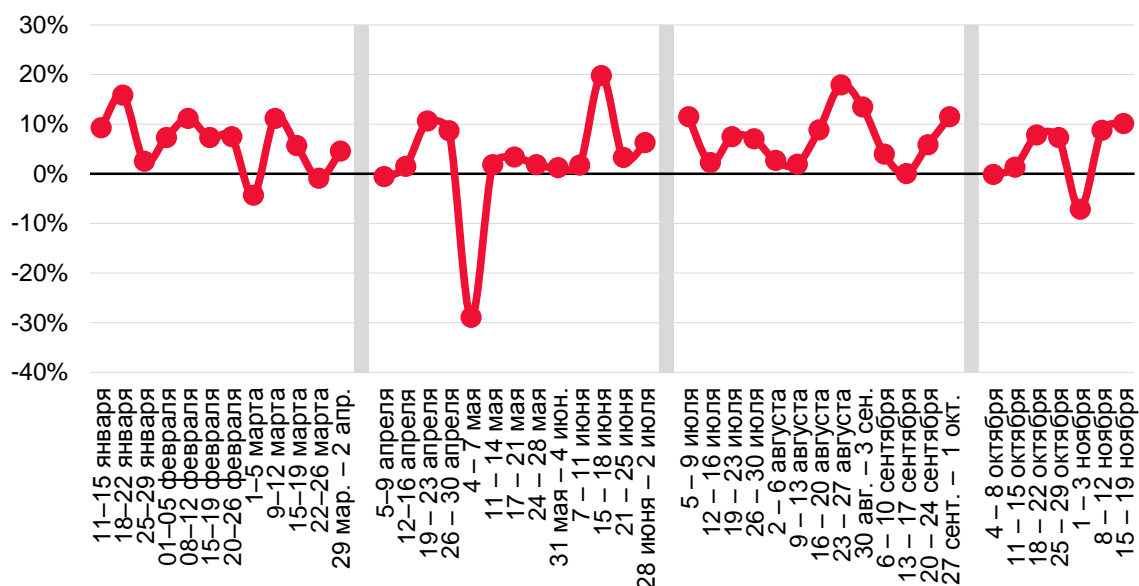
⁴ 4,3% SA в октябре.

⁵ Индекс HeadHunter отражает число активных резюме к вакансиям.

рост числа активных резюме продолжился и составил 4%⁶. Также происходит восстановление трудовой миграции: по оперативным данным МВД, по состоянию на октябрь численность работающих мигрантов уже находится в непосредственной близости от уровня 2019 года.

- На этом фоне появляются признаки замедления роста заработной платы. На это указывает динамика оцениваемой СберИндексом медианной заработной платы в октябре (замедление роста до 9,8% г/г⁷ с 10,8% г/г в сентябре), а также поступлений по НДФЛ в сентябре (Рисунок 15). Наблюдаемое охлаждение охватывает широкий спектр отраслей, включая наиболее «дефицитные», такие как строительство, гостиничная индустрия и сфера общественного питания. В то же время в торговле и ИТ повышенные темпы роста сохраняются, а в сельском хозяйстве даже ускоряются. Таким образом, мы не видим признаков расширения круга отраслей, где формируется повышенный уровень роста заработных плат, даже на фоне продолжающегося роста прибыли в экономике. Это указывает на то, что проинфляционные риски со стороны рынка труда за последнее время несколько снизились.
- По нашим ожиданиям, рост экономики в целом после завершения восстановительной фазы будет продолжаться темпом близким к потенциальному.

Рисунок 10. Темп роста объема входящих платежей к среднему в предыдущем квартале в 2021 году, взвешенный по доле отраслей в ВДС, сезонность устранена, %

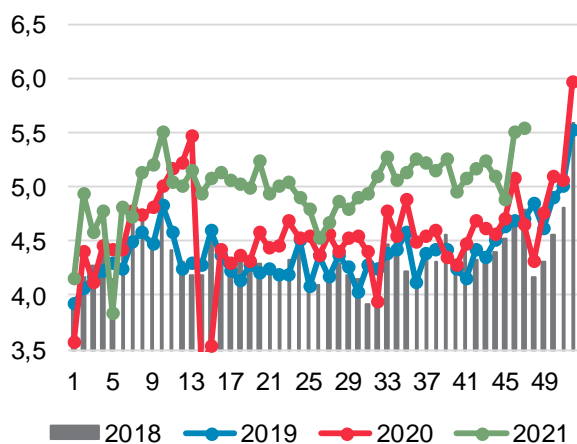


Источник: Банк России, расчеты ДИП.

⁶ В годовом выражении рост вакансий стабилизировался, в том время как прирост количества резюме впервые за три месяца оказался неотрицательным (Рисунок 3).

⁷ В пересчете к октябрю 2019 г. замедление было еще более значительным – более чем на 3 процентных пункта.

Рисунок 11. Объем номинальных повседневных недельных расходов населения, тыс. руб.



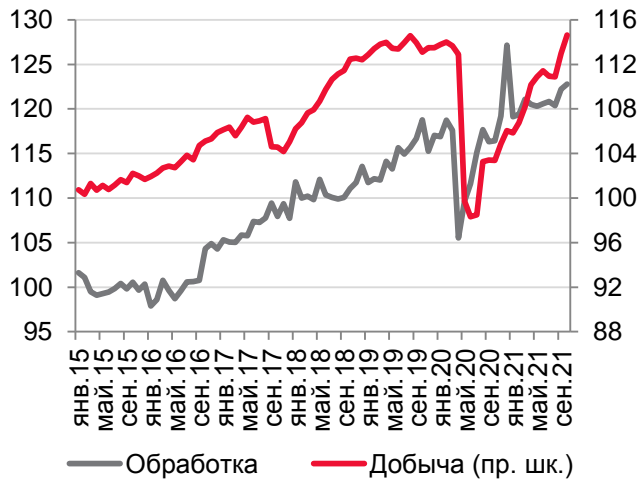
Источники: Ромир.

Рисунок 12. Динамика расходов на товары и услуги и индекс потребительской активности



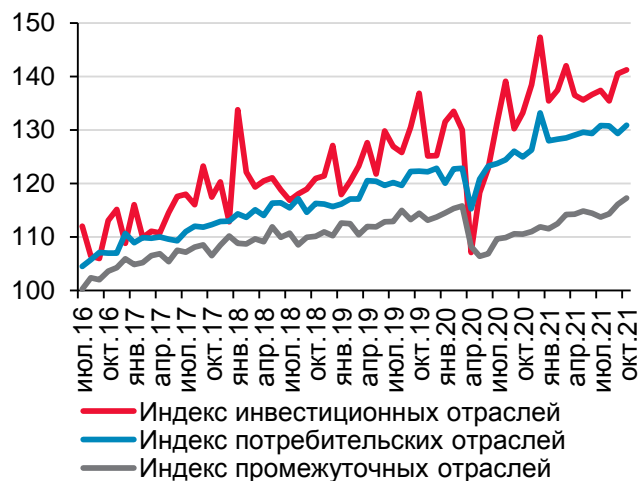
Источник: СберИндекс.

Рисунок 13. Динамика индексов добычи полезных ископаемых и обрабатывающего производства (2014 = 100)



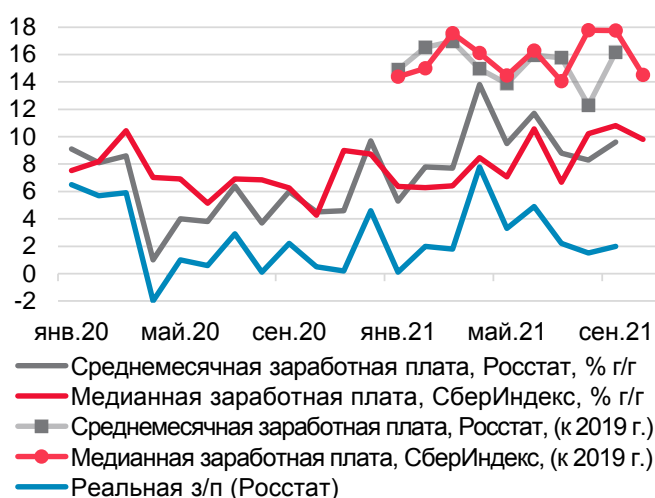
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 14. Производство групп отраслей обрабатывающей промышленности, янв. 2016=100%, сезонность устранена



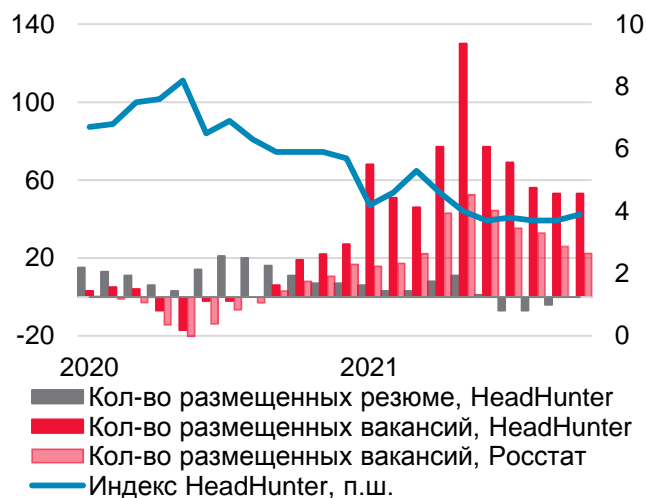
Источники: Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 15. Рост медианной (СберИндекс) и среднемесячной (Росстат) заработной платы, %



Источники: Росстат, СберИндекс, расчеты ДИП.

Рисунок 16. Динамика резюме и вакансий, % г/г



Источники: Росстат, HeadHunter.

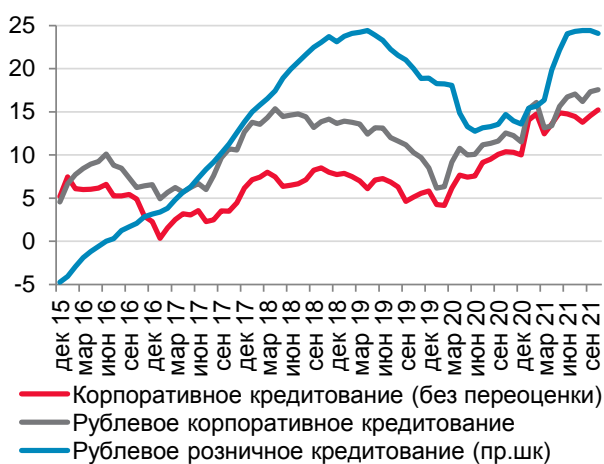
2.2. Снижение кредитного импульса в розничном кредитовании

- Ужесточение денежно-кредитной политики и повышение макропруденциальных требований Банком России постепенно замедляют динамику кредитования до более устойчивых уровней. Однако данному эффекту еще предстоит проявиться более выражено в ближайшие месяцы.
- В октябре рост *розничного* кредитования оставался повышенным, хотя и ниже пиков весны – начала лета.
- При этом кредитный импульс в розничном сегменте перешел к снижению при продолжившемся увеличении средств населения в банках и их переключении со средств на счетах на срочные вклады. Это означает, что кредитно-депозитная активность населения снижает свой вклад в рост потребления. Вероятно, это приведет к замедлению роста потребления с повышенных уровней и снижению связанного с ним инфляционного давления.
- В *корпоративном сегменте* темпы роста кредитования замедляются, но также остаются повышенными. Кредитный импульс, скорее всего, прошел локальный пик в первой половине года, но пока демонстрирует нестабильную динамику.
- Чистая прибыль банковского сектора остается значительно более высокой, чем в последние годы, а просроченная задолженность устойчиво сокращается. При прочих равных условиях эти факторы способствуют наращиванию кредитования, что должно учитываться при дальнейшем проведении ДКП.

Месячный рост розничного кредитования в конце лета – начале осени замедлился относительно II квартала, но оставался на повышенном уровне: три месяца подряд кредитный портфель расширяется с темпом 1,7% м/м SA (Рисунок 18). Сохранение высоких темпов роста розничного кредитования, вероятно, поддерживают сохраняющиеся на высоком уровне инфляционные ожидания населения, а также ожидания дальнейшего повышения ставок по кредитам. При этом принятые решения по денежно-кредитной политике и повышение макропруденциальных требований Банком России начинают постепенно отражаться на динамике кредитования и обеспечат замедление темпов его роста до устойчивых уровней в дальнейшем.

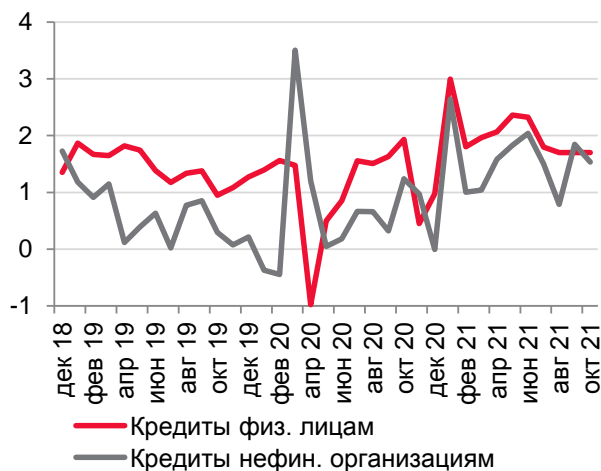
Сегменты розничного кредитования демонстрируют неоднородную динамику. В октябре прирост необеспеченного потребительского кредитования на фоне действия мер макропруденциальной политики замедлился до 1,3 с 1,6% м/м SA (Рисунок 21), автокредитования – до 1,3 с 1,8 м/м% SA. В сегменте необеспеченного потребительского кредитования [сократилась выдача кредитов наличными и POS-кредитов](#). Тем не менее в некоторых сегментах повышенный спрос на кредитование сохраняется. Так, по данным ОКБ, в октябре было выдано рекордное [число кредитных карт](#) (+3% м/м и +59% г/г). Согласно [НБКИ](#), это объясняется удобством в пользовании картами для клиентов и возможностью эффективного управления кредитным риском для банков через изменение лимитов по картам.

Рисунок 17. Динамика кредитования, % г/г



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 18. Рост рублевого кредитования, % м/м SA



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

При этом в октябре ускорился рост в сегменте ипотечного кредитования. Прирост портфеля с учетом ИЦБ составил 2,2% после 1,7 % м/м SA в сентябре (Рисунок 21). Прирост ипотечного портфеля в значительной степени определяется увеличением среднего чека из-за роста цен на жилье. Ожидание его дальнейшего удорожания и роста ипотечных ставок вслед за ключевой ставкой стимулируют повышенный спрос на кредитование в этом сегменте. Такая динамика скорее всего носит временный характер, и после повышения ставок рост ипотеки может затормозиться.

По нашим оценкам, кредитный импульс в разрезе розничного кредитования перешел к замедлению в III квартале. Кредитный импульс, оцениваемый как ускорение роста абсолютного объема кредитования в процентах к ВВП, начал снижаться, способствуя постепенному замедлению роста потребления с повышенных уровней и ослаблению инфляционного давления со стороны избыточного спроса (Рисунок 19).

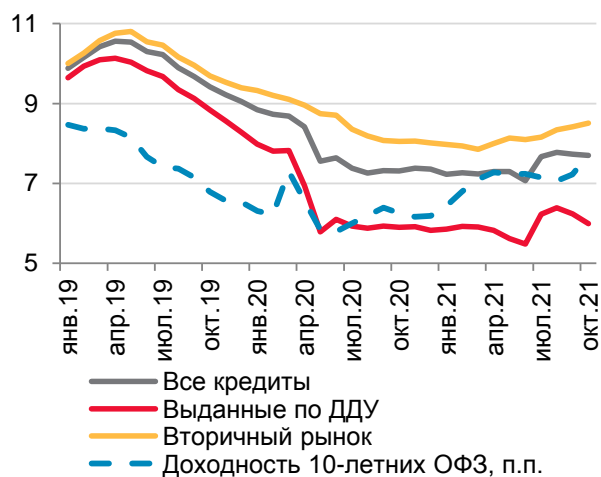
Рисунок 19. Кредитный импульс в розничном и корпоративном сегментах*



* По данным Формы 101. На основе месячных данных рассчитывается годовой кредитный импульс – увеличение годового абсолютного прироста кредитования. Его величина рассчитывается относительно ВВП.

Источники: Банк России, Росстат, расчеты ДИП.

Рисунок 20. Динамика ставок на ипотечном рынке, п.п.



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рост рублевых кредитов нефинансовым организациям без ИП замедлился с 1,8 до 1,5% м/м SA, но остался близок к повышенному среднему уровню III квартала.⁸ Кредитный импульс в корпоративном кредитовании пока демонстрирует смешанную динамику при общей тенденции к снижению (Рисунок 19).

В годовом выражении наибольшее ускорение демонстрируют краткосрочные и среднесрочные кредиты нефинансовым организациям и ИП (Рисунок 22). Рост долгосрочных кредитов после повышенных темпов в предыдущие месяцы немного замедлился.

Постепенно усиливается эффект повышения ключевой ставки через депозитный канал трансмиссионного механизма ДКП. Рост объема средств физических лиц на счетах и депозитах в банках в октябре замедлился с 1,3 до 1,0% м/м SA, но остался выше показателей июля и августа. Более высокий рост в сентябре, вероятно, отразил сбережение части разовых социальных выплат. При этом в структуре вложений продолжается постепенное переключение вкладчиков со средств на счетах на кратко- и среднесрочные

⁸ Кредиты финансовым организациям выросли с 0,1 до 0,5% м/м SA, кредиты индивидуальным предпринимателям – с 1,8 до 1,9% м/м SA. (Рисунок 5).

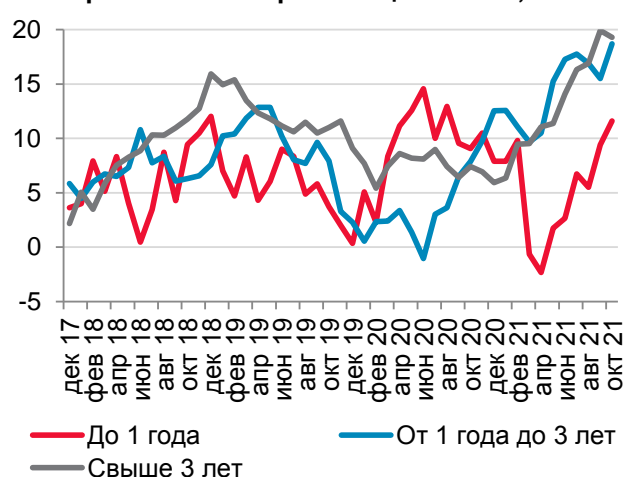
вклады на фоне повышения ставок по депозитам до уровня октября 2019 г. (Рисунок 23). Такая динамика способствует ослаблению инфляционного давления.

Рисунок 21. Прирост розничных кредитов, % м/м SA



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рисунок 22. Прирост рублевых кредитов нефинансовым организациям и ИП, % г/г



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рост средств корпоративных клиентов ускорился с 1,0 до 2,0% м/м SA – максимального значения за последние пять месяцев. Рост депозитов компаний в меньшей степени может отражать повышение ставок по депозитам (накопление средств на депозитах не является основной целью деятельности нефинансовых компаний), а прежде всего является косвенным признаком продолжающегося увеличения их прибыли. Эта дополнительная прибыль потенциально может быть направлена на индексацию зарплат или выплату премий, выплату дивидендов акционерам, инвестиции в основной капитал.

Рисунок 23. Динамика рублевых средств физических лиц в банках, % г/г

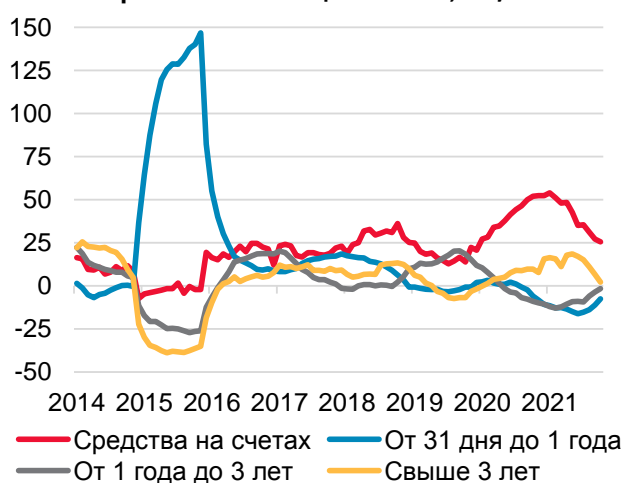


Рисунок 24. Доля проблемных и безнадежных ссуд в кредитных требованиях, %



Доля просроченной задолженности в кредитных требованиях продолжает уверенно сокращаться, как и доля проблемных и безнадежных ссуд (Рисунок 24). Во многом это

может объясняться быстрым ростом кредитного портфеля. Вместе с тем на текущий момент банкам удается одновременно сохранять достаточно высокую кредитную активность и качество кредитного портфеля. [Консервативная политика банков](#) при выдаче кредитов может позволить предотвратить накопление новых кредитных рисков.

Чистая прибыль банковского сектора в октябре составила 231 млрд руб., превысив аналогичные показатели 2020 и 2019 гг. на 37 и 31% соответственно. Высокий финансовый результат банковского сектора поддерживается значительным [ЧИСТЫМ КОМИССИОННЫМ И ЧИСТЫМ ПРОЦЕНТНЫМ ДОХОДОМ](#) в основном благодаря росту кредитного портфеля клиентов и комиссий по операциям с банковскими картами, включая эквайринг. Финансовый результат банковского сектора повышается, несмотря на реализацию процентного риска банковского сектора на фоне роста процентных ставок. О реализации процентного риска свидетельствует рост отрицательной переоценки долговых ценных бумаг, оцениваемых по справедливой стоимости⁹.

3. Глобальная экономика, финансовые и товарные рынки

3.1. Ухудшение эпидемической ситуации может замедлить рост мировой экономики

- В условиях роста заболеваемости коронавирусом в мире некоторые страны с недостаточным уровнем вакцинированности вынуждены существенно ужесточать ограничения. При этом распространение нового штамма омикрон становится дополнительным фактором риска для восстановления мировой экономики.
- Инфляционное давление в большинстве развитых стран и стран с формирующимися рынками (СФР) остается повышенным из-за резкого роста мировых цен на сырье, проинфляционного влияния перебоев с поставками на фоне расширения спроса и повышения инфляционных ожиданий.
- Все большее число центральных банков СФР ужесточают ДКП для снижения рисков проявления вторичных эффектов текущего ускорения роста цен. ФРС и ЕЦБ пока в большей степени управляют ожиданиями рынка относительно будущей траектории ДКП и снижают объемы покупки активов.

COVID-19: рост эпидемических рисков

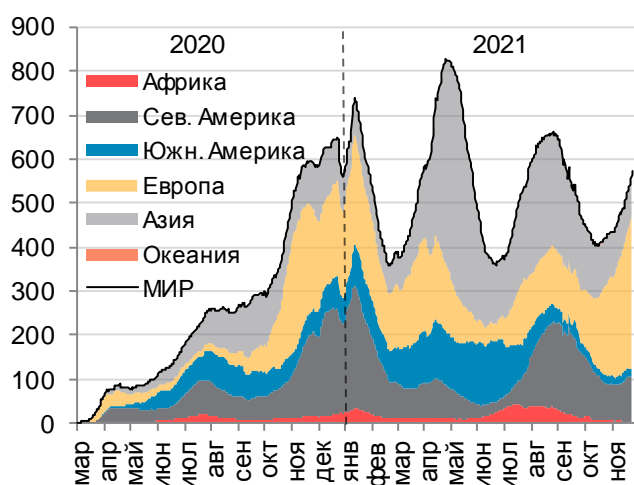
Ухудшение эпидемической ситуации в мире наблюдается с начала октября, наиболее отчетливо – в европейском регионе (Рисунок 25). Некоторые европейские страны впервые с начала года были вынуждены ввести карантин (Австрия, Словакия, Нидерланды), ужесточение ограничений рассматривается и в других странах. При этом многие

⁹ Через прибыль и убыток и через прочий совокупный доход.

индикаторы экономической активности, в том числе мобильность населения (Рисунок 26), практически не снижались в течение 2021 года.

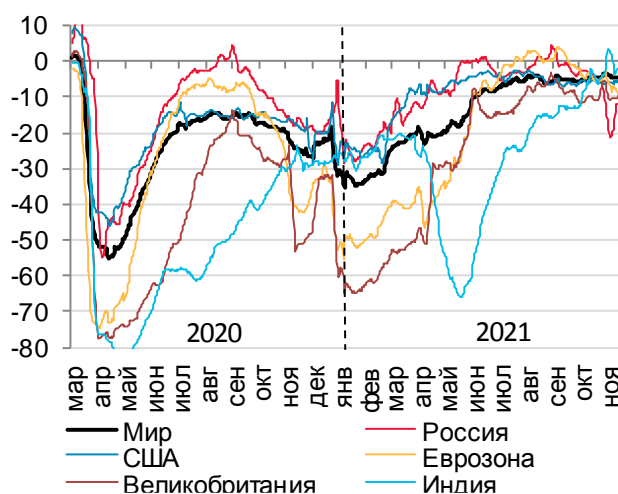
В то же время массовое введение экономически существенных карантинных ограничений, как в начале пандемии, выглядело крайне маловероятным до появления нового штамма омикрон. Если подтвердятся опасения о низкой эффективности текущих вакцин против нового штамма, жесткость ограничений может существенно усилиться. Возможность реализации такого сценария значительно повышает риски для дальнейшего восстановления мировой экономики.

Рисунок 25. Дневной прирост новых случаев, тыс. человек (среднее за 7 дней)



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 26. Посещение магазинов и мест отдыха, прирост в % от медианы с 3 января по 6 февраля 2020 года (среднее за 7 дней)



Источник: Oxford University.

США: ускорение инфляции и начало сворачивания программы покупки активов

В начале IV квартала комбинация временных факторов и низкой базы обусловили высокий рост потребительской и производственной активности. Рост розничных продаж в октябре ускорился до 1,7% м/м SA (Рисунок 27). Основной причиной стало более раннее начало сезона праздничных покупок¹⁰ из-за роста опасений относительно возможного ухудшения эпидемической ситуации и дефицита товаров. Промышленное производство выросло на 1,6% м/м SA за счет устранения сбоя, вызванного ураганом Ида, и восстановительного роста в автопроме по мере возобновления работы некоторых заводов после сокращения дефицита микросхем.

В октябре резко повысилось общее инфляционное давление, очищенное от влияния разовых и временных факторов, а инфляционные ожидания¹¹ продолжают обновлять локальные максимумы (Рисунок 28). В совокупности с повышенным ростом зарплат из-за сохраняющегося дисбаланса на рынке труда это создает условия для устойчивого

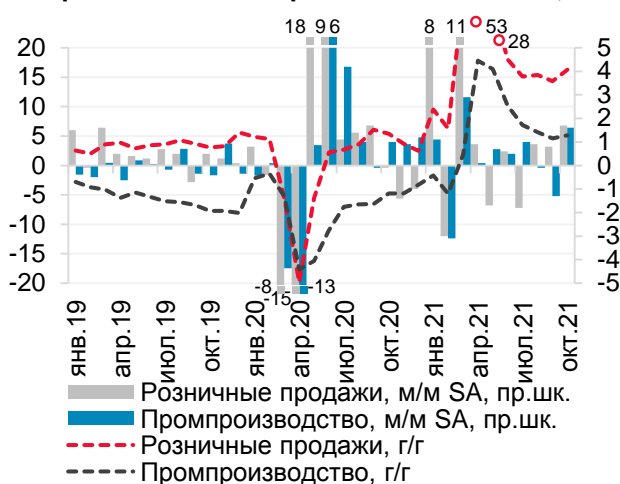
¹⁰ Сезон праздничных покупок в США с 1 ноября по 31 декабря.

¹¹ Согласно опросу ФРБ Нью-Йорка, краткосрочные инфляционные ожидания населения (на год вперед) выросли с 5,3 до 5,7%, долгосрочные (на 3 года вперед) незначительно – с 4,19 до 4,21%.

ускорения инфляции. При этом ФРС по-прежнему ожидает, что повышение инфляции окажется временным и в II–III кварталах 2022 г. инфляция перейдет к замедлению.

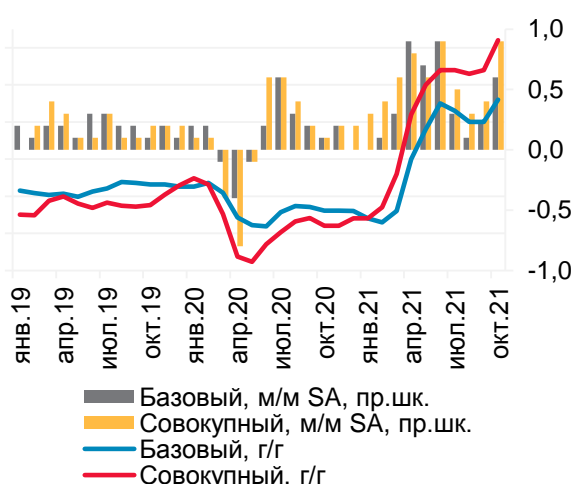
ФРС США по итогам заседания 2–3 ноября анонсировала начало сворачивания программы покупки активов¹², сохранив остальные ключевые параметры ДКП без изменений. Ужесточение риторики членов Комитета по открытым рынкам на фоне повышенной инфляции увеличило ожидания участников рынка более раннего повышения ставки по федеральным фондам¹³.

Рисунок 27. Динамика розничных продаж и промышленного производства в США, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 28. ИПЦ и БИПЦ в США, %



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Еврозона: рост заболеваемости отсрочит восстановление экономики

Рост сводного PMI еврозоны с 54,2 до 55,8 п. в ноябре свидетельствует о том, что восстановление в регионе продолжилось, хотя и меньшими темпами, чем в III квартале (Рисунок 29). Ухудшение эпидемической ситуации и ужесточение ограничений с высокой долей вероятности повлекут за собой ощутимое замедление роста деловой активности после быстрого роста ВВП в II–III кварталах (Рисунок 30).

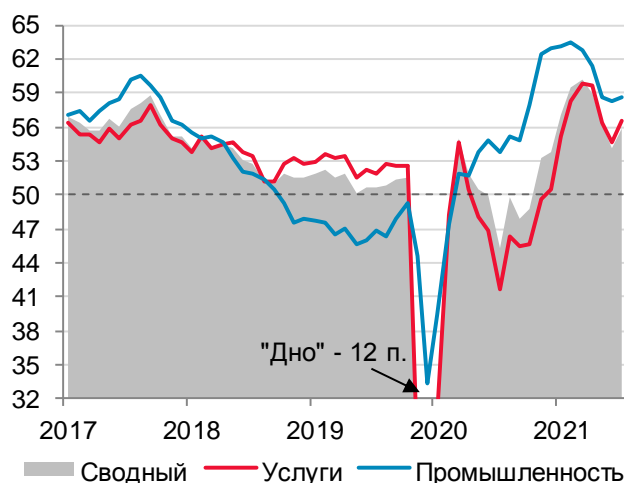
С одной стороны, возросшие риски для динамики экономической активности со стороны пандемии ставят под вопрос как намеченную траекторию ужесточения ДКП в целом, так и анонсированное завершение покупок активов в рамках REPP в марте 2022 г. в частности. С другой стороны, сохраняется заметное влияние устойчивых проинфляционных факторов, связанных с отставанием предложения от спроса. На этом фоне инфляция уже достигла 4,1% г/г в октябре, а среднесрочные прогнозы дальнейшей дина-

¹² ФРС США планирует снижение объемов покупок с текущих 120 до 105 млрд долл. США в ноябре и до 90 млрд долл. США в декабре. Ежемесячное сокращение покупок на 15 млрд долл. планируется и в 2022 г., что позволит свернуть программу к июлю. Однако соответствующие планы могут быть скорректированы в зависимости от дальнейшего развития ситуации в экономике.

¹³ Вероятность трех повышений к концу 2022 г. (в июне, сентябре и декабре) выросла с 29 до 66%.

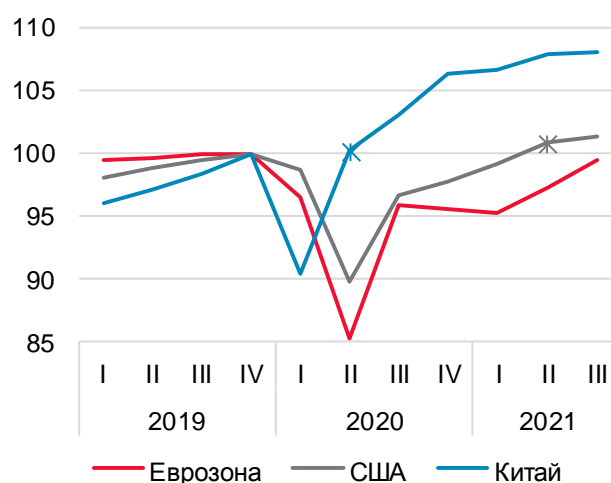
мики цен сопряжены с повышенной неопределенностью. В частности, риск того, что проблемы с поставками могут сохраниться как минимум на протяжении всего 2022 г., остается высоким. В ноябрьском опросе ЕЦБ более трети опрошенных респондентов полагают, что нарушения в цепочках поставок, а также высокое инфляционное давление сохранятся более года.

Рисунок 29. Индексы PMI еврозоны, пункты



Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 30. ВВП еврозоны в сравнении с США и Китаем, IV квартал 2019 года = 100



Примечание. Звездочками отмечены кварталы, в которые экономики достигли предкризисного уровня.

Источник: Bloomberg Finance L.P.

СФР: усиление инфляционных рисков

Инфляционное давление в большинстве СФР¹⁴ сохраняется повышенным. Основной вклад вносят выросшие цены на энергоресурсы. Также проинфляционное влияние оказывают сохраняющиеся сбои в цепочках поставок и ряд внутренних факторов: восстановление внутреннего спроса при сохранении дефицита предложения, повышенные инфляционные ожидания на фоне роста издержек производителей, в том числе из-за дефицита кадров в отдельных секторах экономики. Таким образом, баланс среднесрочных рисков для инфляции в СФР смещен в сторону роста.

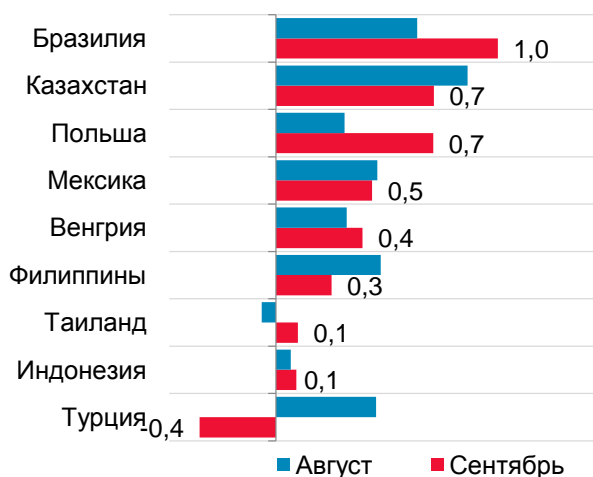
Опасения устойчивого во времени превышения инфляцией целевых уровней в СФР приводят к сворачиванию мер поддержки и ужесточению ДКП¹⁵ из-за менее заякоренных инфляционных ожиданий, чем в развитых странах (Рисунок 31, Рисунок 32). Целесообразность сохранения мягкой ДКП остается только в отдельных странах и связана с особенностями структуры их экономики и значительным отставанием в восстановлении

¹⁴ В рассматриваемую выборку входят Бразилия, Венгрия, Индия, Индонезия, Казахстан, Мексика, Польша, Таиланд, Турция, Филиппины, Чили, ЮАР.

¹⁵ Центральные банки все большего числа стран ужесточают ДКП и сигнализируют о дальнейшем повышении ставок. В октябре – ноябре ключевая ставка была повышена в ЮАР (на 25 б.п., до 3,75%), Мексике (на 25 б.п., до 5,0%), Казахстане (на 25 б.п., до 9,75%), Венгрии (на 45 б.п., до 2,1%), Польше (на 115 б.п., до 1,25%), Чили (на 125 б.п., до 2,75%) и Бразилии (на 150 б.п., до 7,75%).

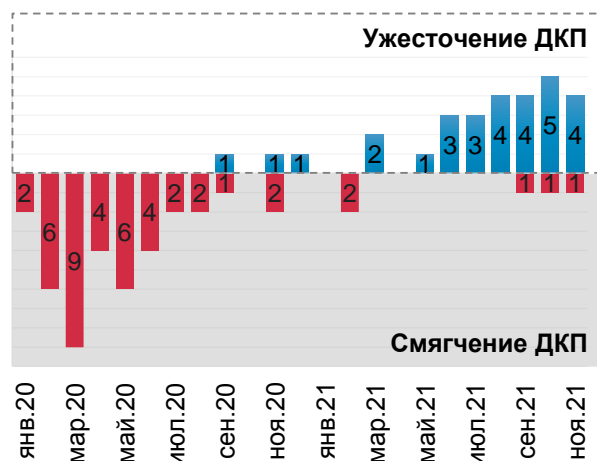
ВВП после 2020 года. Так, о важности поддержания текущей стимулирующей ДКП в условиях нестабильной эпидемической ситуации сигнализируют регуляторы Индонезии, Таиланда, Филиппин и Индии. В этих странах традиционно наблюдается значительная зависимость экономики от сферы услуг, которая сильнее всего пострадала от ограничений, связанных с COVID-19.

Рисунок 31. Рост БИПЦ в избранных СФР, % м/м SA



Источник: Thomson Reuters.

Рисунок 32. Количество повышений/снижений ключевых ставок в избранных СФР по сравнению с предыдущим месяцем



Источник: Bloomberg Finance L.P.

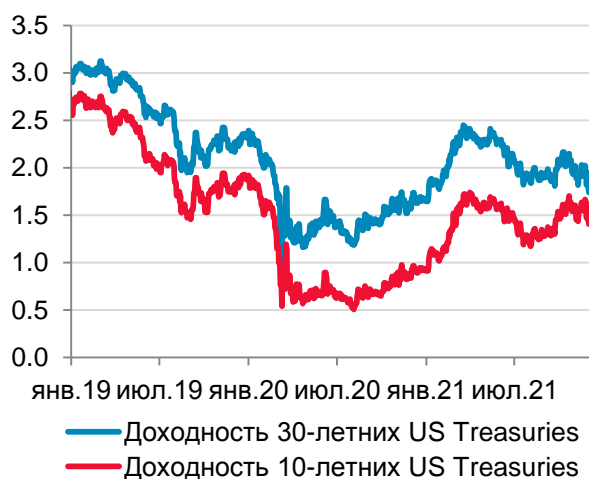
3.2. Снижение аппетита к риску на финансовых рынках

- Основными факторами, определявшими динамику мировых финансовых рынков в октябре – ноябре, были ожидания начала сворачивания программ количественного смягчения и растущая инфляция.
- Объявление ФРС о начале сворачивания мер количественного смягчения внесло определенность для участников рынка. Однако инвесторы постепенно пересматривают свое видение характера ускорения инфляции как в большей степени временного явления. Доходности казначейских облигаций США продолжают расти (Рисунок 33) одновременно с повышением волатильности на рынках облигаций (Рисунок 35).
- Все это способствовало снижению аппетита к риску. В результате выросли доходности 10-летних гособлигаций СФР: Бразилии и ЮАР – на 17 и 38 б.п. соответственно, Венгрии – на 86 б.п., Польши – на 67 базисных пункта. Валюты СФР преимущественно слабели к доллару США: с середины октября южноафриканский ранд потерял 8,7%, венгерский форинт – 3,5%, мексиканское песо – 4,7% (Рисунок 34).
- Ключевым внутренним событием для российского финансового рынка стало решение Банка России повысить ставку на 75 б.п., а также сигнал относительно дальнейшей траектории ключевой ставки: они подтолкнули вверх доходности российских госбумаг, при этом кривая доходностей приняла инвертированную форму (в

сегменте 2 года – 10 лет). В последующие недели негативный внешний фон, в том числе рост геополитических рисков, привел к снижению спроса на российские активы, и движение доходностей вверх продолжилось: с середины октября доходности ОФЗ выросли на 70–130 базисных пунктов.

- После некоторого изменения в I квартале 2021 г. структура инвесторов в ОФЗ оставалась стабильной. Несмотря на значительный рост доходностей с начала года, российские банки увеличивали вложения в долгосрочные выпуски. Наличие существенной доли вложений в долгосрочные госбумаги на балансе банков (почти четверть вложений в ОФЗ) на фоне роста доходностей, безусловно, отрицательно сказывается на их финансовом результате. Практика хеджирования процентных рисков на российском рынке пока еще не является широко распространенной, в том числе в силу недостаточной развитости рынка производных финансовых инструментов. Более активное использование инструментов хеджирования процентного риска могло бы помочь сгладить эффект роста процентных ставок на финансовый результат банков.
- В 2021 г. нерезиденты увеличивали вложения в среднесрочный сегмент (с 5 до 10 лет), при этом доля более долгосрочных бумаг в течение года была достаточно стабильна. В период массовых продаж в октябре нерезиденты заметно сократили вложения в среднесрочный участок кривой, что могло стать техническим фактором формирования параболической формы кривой доходности (Рисунок 41).

Рисунок 33. Динамика доходностей казначейских облигаций США



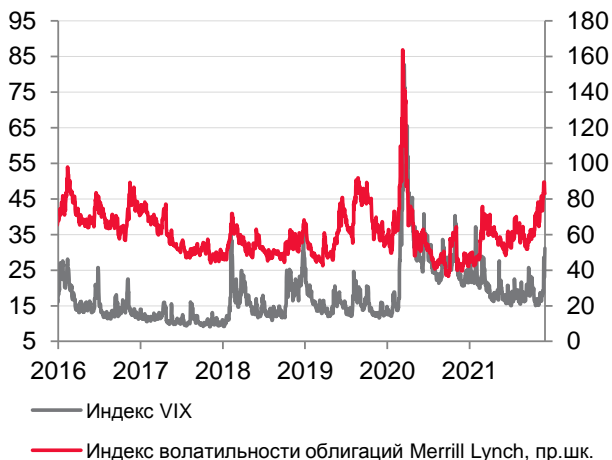
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 34. Динамика курсов валют развивающихся стран и доллара США



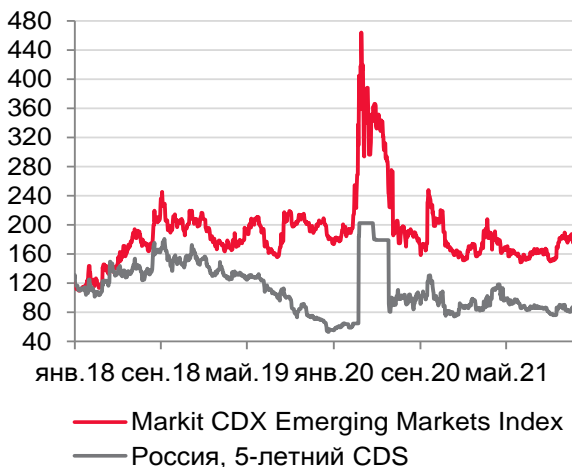
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 35. Динамика индексов волатильности



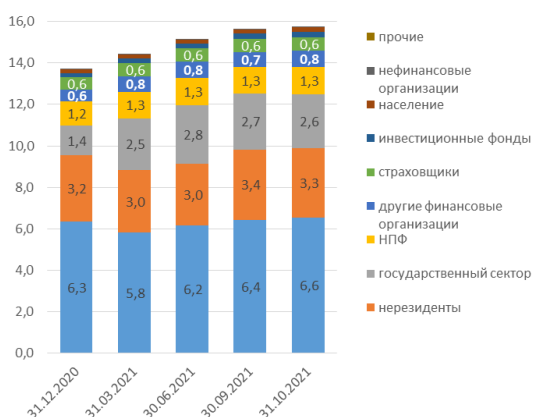
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 36. Динамика 5-летних CDS в России и развивающихся странах, б.п.



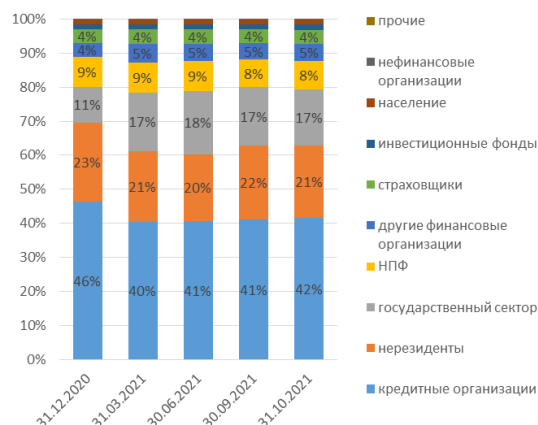
Источник: Bloomberg Finance L.P.

Рисунок 37. Объем рынка ОФЗ, трлн. руб.



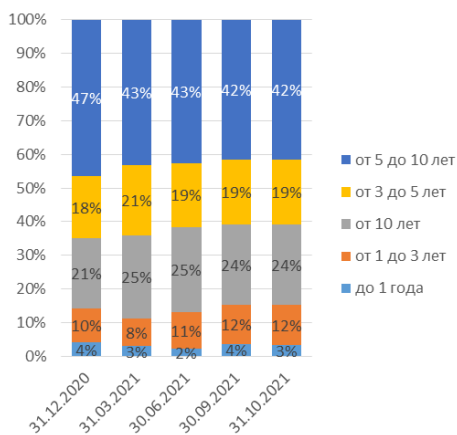
Источник: Банк России.

Рисунок 38. Основные инвесторы в ОФЗ



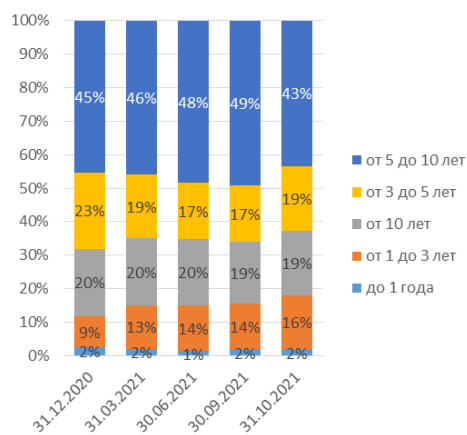
Источник: Банк России.

Рисунок 39. Вложения банков в ОФЗ в разрезе сроков



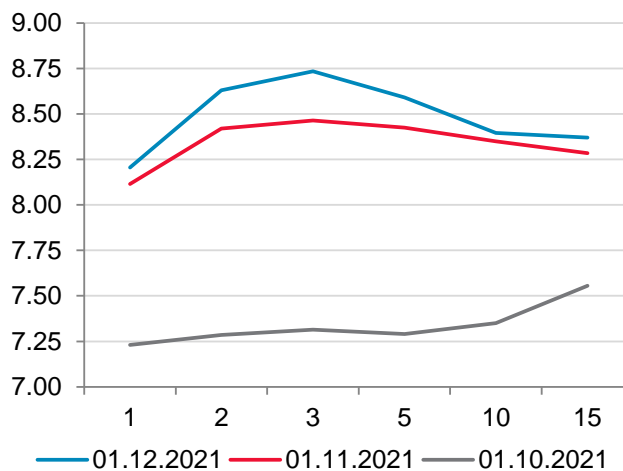
Источник: Банк России.

Рисунок 40. Вложения нерезидентов в ОФЗ в разрезе сроков



Источник: Банк России.

**Рисунок 41. Кривая купонной доходности
ОФЗ, %**



Источник: Bloomberg Finance L.P.

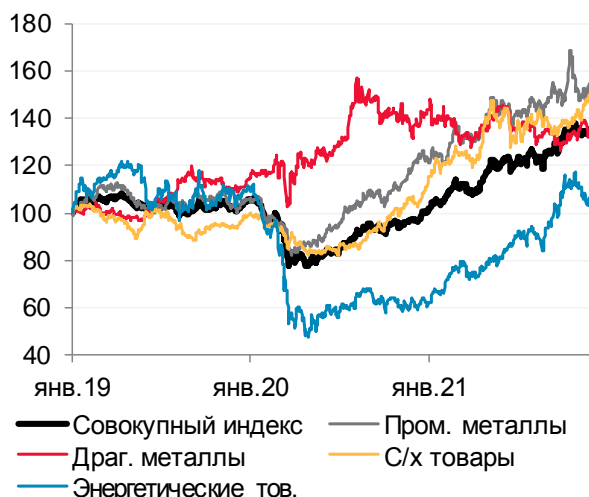
3.3. Снижение нефтяных цен

- С начала октября 2021 г. цены сырьевых товаров продемонстрировали разнонаправленную динамику: цены сельскохозяйственных, драгоценных и промышленных металлов выросли на 5, 2 и 1% соответственно при снижении цен энергетических товаров на 16% (Рисунок 42). Котировки нефти Urals снизились на 8%, до 71 долл./барр., а природного газа на крупном европейском хабе ТТФ – скорректировались вверх на 2%, до 92 евро/МВт-ч соответственно (Рисунок 43).
- Цены на природный газ в Европе остаются на повышенном уровне из-за опасений возможных сложностей с поставками газа в зимний сезон на фоне приостановки ФРГ сертификации газопровода «Северный поток-2» и неопределенности относительно возможных перебоев транзита газа по трубопроводу «Ямал-Европа».
- В основе повышения цен на промышленные металлы – рост себестоимости и сокращение объемов производства из-за увеличения затрат на электроэнергию и перебоев с ее поставками в Китае и ряде других стран. Данные факторы перекрыли негативное влияние новостей о нарастании трудностей в строительном секторе Китая.
- Нефтяные цены находились под влиянием разнонаправленных факторов. Поддержку нефтяным котировкам продолжает оказывать строгое следование квотам страна ОПЕК+ (Рисунок 44). Понижительное давление оказали как ухудшение эпидемической ситуации в условиях появления нового штамма коронавируса, так и коллективное решение ряда крупных стран о продаже в ближайшие месяцы части нефти из стратегических запасов¹⁶.
- В настоящее время нефтяной рынок, вероятно, остается в состоянии дефицита, однако отставание фактических нефтяных запасов в странах ОЭСР от пятилетнего

¹⁶ Общий объем продаж может составить около 70 млн барр. (~1 млн барр. в сутки), из которых 50 млн барр. – США, оставшиеся объемы – Китай, Индия, Япония, Южная Корея и Великобритания.

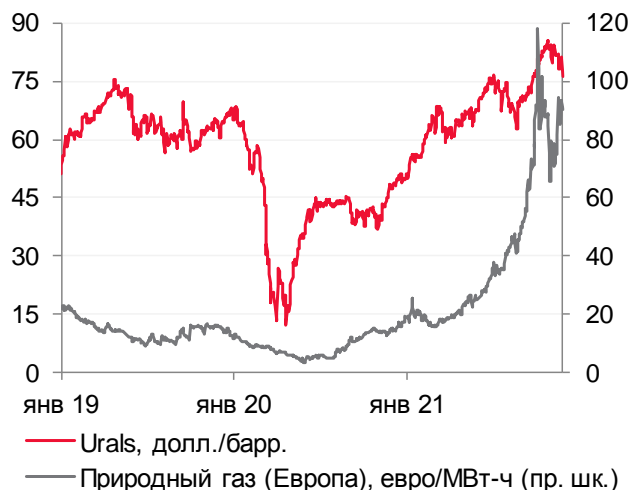
среднего уровня начало сокращаться (Рисунок 45). EIA ожидает перехода рынка жидкого топлива к состоянию устойчивого излишка в II квартале 2022 г. и полного закрытия разрыва в запасах стран ОЭСР в начале 2023 года.

Рисунок 42. Индексы Bloomberg цен товаров и металлов (01.01.2018 = 100)



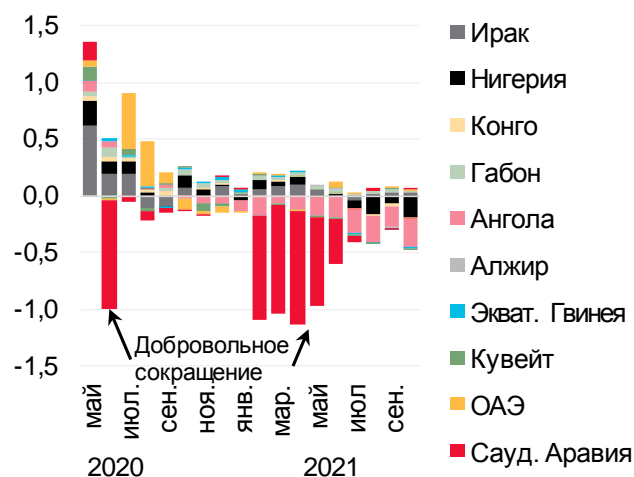
Источники: Bloomberg Finance L.P., расчеты ДИП.

Рисунок 43. Цена нефти Urals и природного газа в Европе



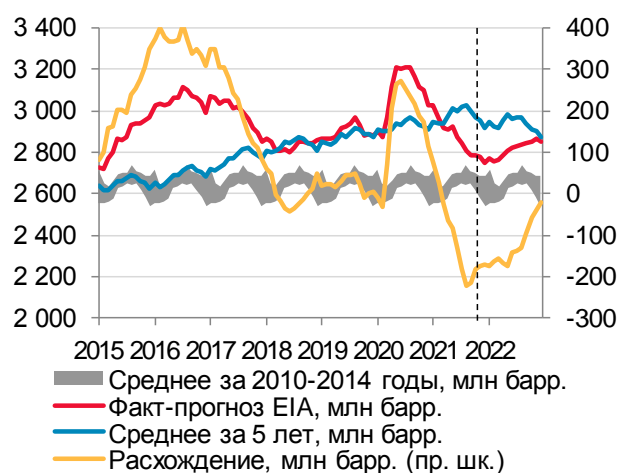
Источники: Bloomberg Finance L.P., расчеты ДИП.

Рисунок 44. Отклонение добычи нефти ОПЕК от квот («+» – превышение квот), млн барр. в сутки



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

Рисунок 45. Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР



Источники: EIA, расчеты ДИП.

О среднесрочных ориентирах цены нефти

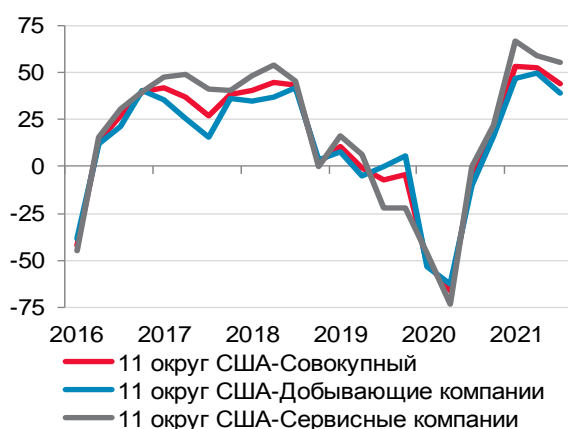
Опросы ФРБ Далласа и ФРБ Канзас Сити указывают на высокий квартальный рост деловой активности в секторе производителей сланцевой нефти (Рисунок 46). Число банкротств находится вблизи локальных минимумов. Продолжается рост операционной эффективности добычи нефти: средняя эффективность бурения стабильна на протяжении года при активном росте объемов бурения и уходе от лучших месторождений (*sweet spots*).

При этом, несмотря на значительный рост нефтяных цен, сланцевые компании продолжают строго следовать бизнес-модели, предполагающей максимизацию денежного потока с целью выплаты повышенных дивидендов акционерам и снижения долга. Об этом ярко свидетельствует значительное опережение роста числа введенных скважин по сравнению с числом пробуренных скважин и буровых установок (Рисунок 48). Сланцевые компании активно задействуют резервы в виде законсервированных месторождений (Рисунок 49), минимизируя капитальные затраты и повышая доходы в условиях благоприятной ценовой конъюнктуры.

Производители сланцевой нефти располагают значительными резервами для расширения добычи: текущая цена нефти находится значительно выше цены безубыточности добычи сланцев (она повысилась до 57 долл. США вслед за увеличением цены нефти) (Рисунок 47). Высока вероятность того, что в краткосрочном периоде производители продолжат следовать текущей бизнес-модели и не будут значительно наращивать добычу. Это позволяет ожидать сохранения повышенных цен на нефть на фоне определяющей для динамики предложения роли ОПЕК+. Важным ориентиром для рынка и участников ОПЕК является цена нефти, балансирующая бюджеты крупных стран-производителей. По оценкам МВФ, для основной части стран ОПЕК в 2021 г. – это интервал 65–75 долл. США / баррель.

Однако в средне- и долгосрочном периодах сланцевые компании, вероятно, останутся маргинальными производителями на нефтяном рынке, а средняя цена прибыльности добычи будет значимым ориентиром равновесной цены на нефтяном рынке. Мы ожидаем, что цена прибыльности добычи сланцев вернется к уровню около 50 долл. США / баррель. Одновременно с этим ожидается постепенное снижение цены нефти, балансирующей бюджеты крупных стран-производителей после прохождения пика расходов, связанных с поддержкой экономики от последствий пандемии.

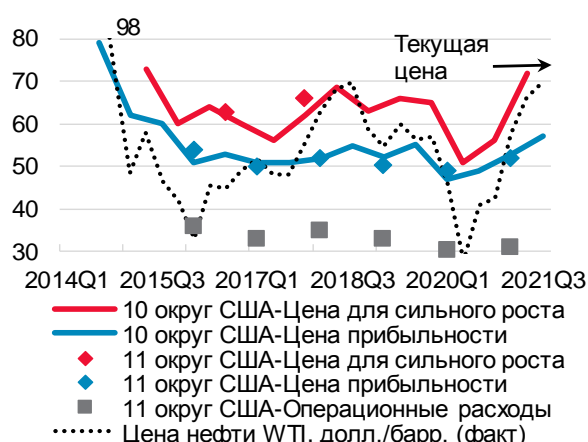
Рисунок 46. Показатель бизнес активности нефтяных компаний США, пунктов*



* Положительное значение показывает улучшение активности по сравнению с предыдущим кварталом, отрицательное – снижение активности.

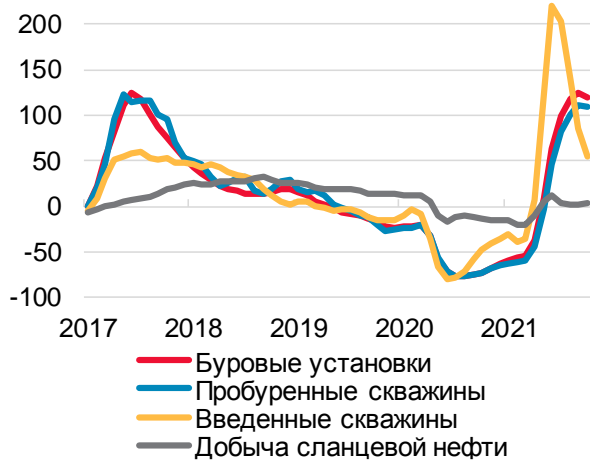
Источники: ФРБ Далласа, ФРБ Канзас Сити.

Рисунок 47. Цена нефти WTI, соответствующая операционным издержкам, обеспечивающая прибыльность добычи и сильный рост добычи сланцев, долл. США / барр.



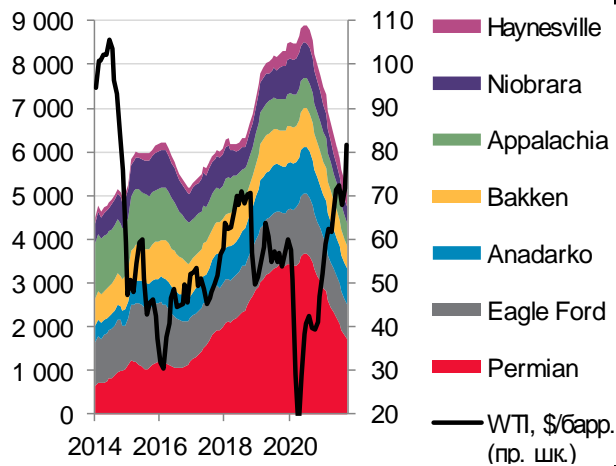
Источники: EIA, ФРБ Далласа, ФРБ Канзас Сити.

Рисунок 48. Средний за два месяца рост операционных показателей сланцевых компаний США, % г/г



Источники: EIA, расчеты ДИП.

Рисунок 49. Число пробуренных, но незавершенных скважин в США и цена нефти WTI



Источники: EIA, расчеты ДИП.

В ФОКУСЕ. Уроки Великой инфляции 1970–1980-х годов для центральных банков

- Опыт проведения денежно-кредитной политики ФРС США и Бундесбанком в периоды сильного роста инфляции 1970–1980-х гг. наглядно демонстрирует важность наличия операционной цели для денежно-кредитной политики. Это важно для формирования доверия экономических агентов, на основе которого происходит заякоривание инфляционных ожиданий. В дальнейшем это дает более широкие возможности для проведения контрциклической денежно-кредитной политики, игнорируя временные проинфляционные шоки.
- Незаякоренность инфляционных ожиданий в случае ценовых шоков (даже если они вызваны факторами на стороне предложения) может потребовать более сильной реакции денежно-кредитной политики для возвращения инфляции к целевому уровню. Это в свою очередь сопровождается большими экономическими издержками, чем при проведении политики, которая быстрее заякоривает инфляционные ожидания.

В 1973–1974 и 1979–1980 гг. многие страны столкнулись с резким ускорением инфляции, вызванным сильным ростом сырьевых цен в результате нефтяных кризисов¹⁷, а также цен на продовольствие из-за плохих погодных условий и неурожая в мире (Рисунок 50). Опыт крупных центральных банков по борьбе с повышенной инфляцией в обозначенные периоды может быть полезен для решений в области денежно-кредитной политики в настоящее время, принимая во внимание во многом схожую природу роста инфляции.

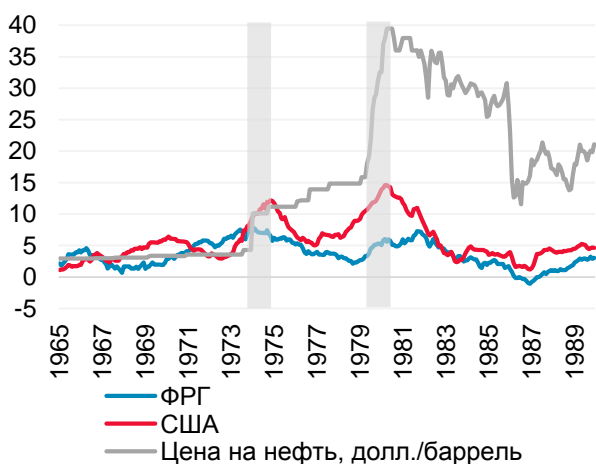
Первый нефтяной шок начала 1970-х гг. совпал по времени с распадом Бреттон-Вудской системы. Для Бундесбанка, который до этого фиксировал курс марки к доллару, это вызвало переход к плавающему валютному курсу (Ямайская валютная система) и необходимость выбора новой парадигмы для денежно-кредитной политики. Бундесбанк выбрал операционной целью рост денежного предложения – было введено целевое значение для годового роста денежной массы. В свою очередь достижение этой цели потребовало активного повышения процентных ставок. Плавающий валютный курс позволил регулятору снизить внешнее ценовое давление и вернуть контроль над денежной массой и инфляцией. Это дало возможность в значительной мере заякорить инфляционные ожидания экономических агентов и добиться устойчивого снижения инфляции во второй половине 1970-х годов.

Решения властей США в области макроэкономической политики в 1970-х гг. основывались на достигнутом в то время консенсусе среди ведущих экономистов о том, что

¹⁷ В октябре 1973 г. страны ОПЕК ввели эмбарго на экспорт нефти в ряд стран (в том числе США), что привело к резкому росту цен на нефть. В 1979 г. президент США Дж. Картер объявил о снижении количества торговых сделок с Ираном и отменил государственное регулирование цен на нефть в США, что вызвало панику на бирже и новый взлет цен на нефть.

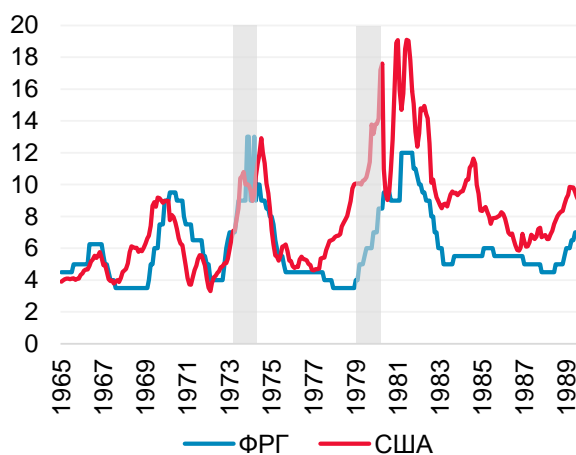
«инфляция издержек» является скорее структурной проблемой и неподконтрольна мерам денежно-кредитной политики¹⁸. Реакция ФРС США на первый нефтяной шок 1970-х гг. состояла в непоследовательном и запоздалом повышении ставки (Рисунок 51). Более того, оно сопровождалось действием ограничений по ставкам на сберегательных счетах, высокими военными расходами бюджета, масштабными социальными реформами и устойчиво высоким ростом заработных плат на фоне активности профсоюзных движений и стремления повысить занятость в стране и регулированием цен, которое замедлило подстройку предложения к структурным изменениям.

Рисунок 50. Годовая инфляция в США и ФРГ (%) и цены на нефть



Источник: Федеральный резервный банк Сент-Луиса.

Рисунок 51. Ключевые ставки в США и ФРГ, %



Источники: Бундесбанк, Федеральный резервный банк Сент-Луиса.

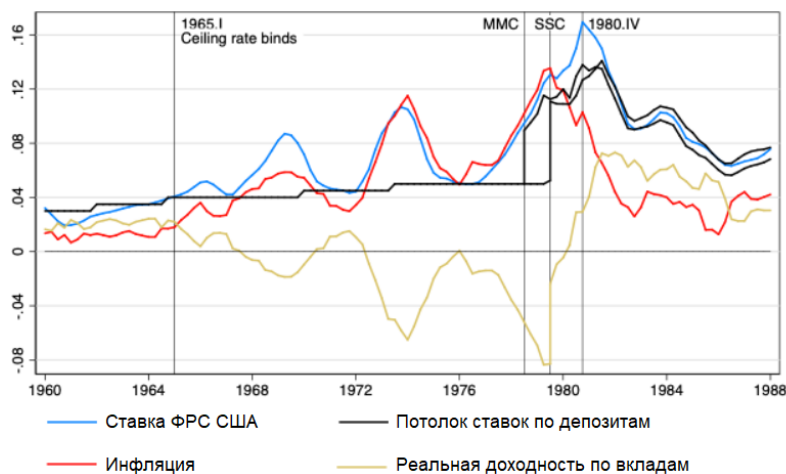
Одним из факторов, снизивших эффективность политики ФРС США в 1970-х гг., также стало действовавшее в то время регулирование ставок по депозитам (regulation Q)¹⁹. Оно устанавливало потолок процентной ставки, которую кредитные организации могли платить по депозитам. Это препятствовало действию депозитного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, в те периоды, когда ФРС США повышала ставки для борьбы с инфляцией. При ускорении инфляции и повышении ставок номинальная доходность по депозитам не росла, и экономические агенты получали отрицательную реальную доходность по своим вложениям (Рисунок 52). Отмена регулирования ставок по депозитам в конце 1970-х гг. увеличила эффективность работы трансмиссионного механизма, что среди прочего помогло решению проблемы инфляции в 1980-х гг. в результате смены подхода к политике ФРС после прихода П. Волкера²⁰.

¹⁸ Впоследствии данная концепция была принципиально пересмотрена, став причиной проблемы поиска компромисса (trade off) между рисками ускорения инфляции и замедления экономического роста при реализации мер макроэкономической политики и денежно-кредитной политики в частности.

¹⁹ К таким выводам пришли Drechsler, Savov and Schnabl (2020) [«The Financial Origins of the Rise and Fall of American Inflation»](#), [«What really drives inflation»](#)

²⁰ Но поскольку эти особенности трансмиссионного механизма ДКП ФРС США были хорошо известны, они должны были быть учтены в проводимой политике

Рисунок 52. Ставка по федеральным фондам, инфляция, потолок ставок по депозитам (регулирование Q) и реальная доходность депозитов, %



Источник: Drechsler, Savov and Schnabl (2020). [«What really drives inflation»](#)

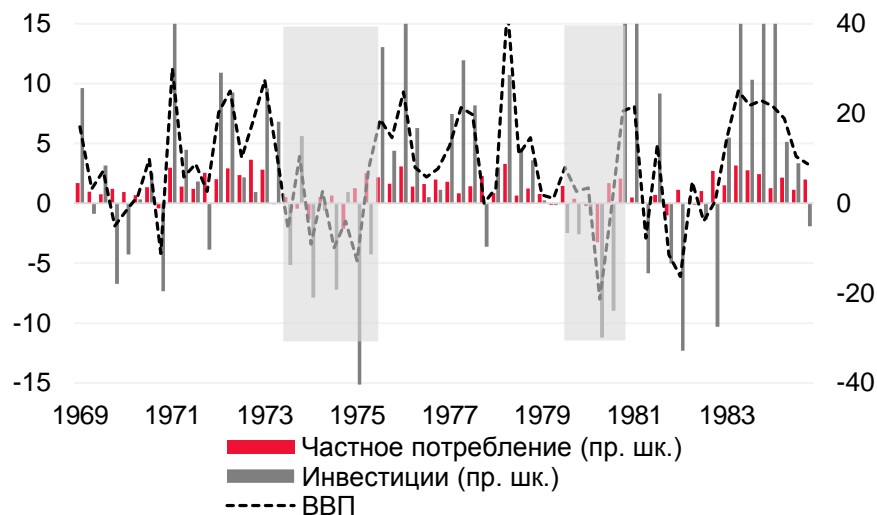
При схожей первоначальной реакции политики на шок нефтяных цен 1973–1974 гг. дальнейшая динамика процентных ставок и инфляции в США и ФРГ значительно различалась (Рисунок 50, Рисунок 51). После второго нефтяного шока оба центральных банка обеих стран ужесточили свою политику. Однако последствия предыдущей политики и низкое доверие к политике ФРС США вызвали более выраженный рост инфляции в США и потребовали гораздо более сильной реакции со стороны регулятора – ставка политики на пике была значительно выше, чем в ФРГ. Однако даже это не помогло быстро и устойчиво снизить сформировавшиеся в США повышенные инфляционные и девальвационные ожидания, в большей мере отразившись отрицательно на ВВП (в том числе на динамике инвестиций) и занятости и в значительно меньшей степени повлияв на инфляцию (Рисунок 53).

В дальнейшем смена подхода к ДКП после прихода на пост главы ФРС П. Волкера привела к снижению инфляции, снизила неопределенность и способствовала быстрому восстановлению экономики, в том числе инвестиционной и потребительской активности. Однако на первоначальном этапе *это потребовало от ФРС дополнительного еще более радикального повышения ставки, которое выполнило в том числе роль сигнала о сформировавшемся твердом намерении ФРС любой ценой решить проблему высокой инфляции*. Все это было реализовано ценой значительного временного роста безработицы выше естественного уровня в течение первых лет жесткой антиинфляционной политики ФРС.

Таким образом, опыт 1970–1980-х гг. показывает, что проведение ДКП при заякоренных инфляционных ожиданиях, снижает необходимость дополнительных действий, сигнализирующих о приверженности центрального банка цели по инфляции, в ответ на ценовые шоки. Это, в свою очередь, позволяет нести меньшие краткосрочные экономические издержки, которые возникают в рамках решения задачи поддержания ценовой стабильности. В частности, это дает возможность проводить контрциклическую денежно-кредитную политику, игнорируя временные проинфляционные шоки. При этом формирование заякоренных инфляционных ожиданий – многолетний процесс, основой

для которого служит последовательность и успешность действий центрального банка в достижении и поддержании ценовой стабильности.

Рисунок 53. Рост ВВП, частного потребления и инвестиций в США, % SAAR



Источник: Федеральный резервный банк Сент-Луиса.

Таблица 1. Средние значения показателей США и ФРГ, %

Годы	Рост ВВП		Рост ВВП на душу населения		Ключевая ставка		Доходность 10-летних госбумаг	
	США	ФРГ	США	ФРГ	США	ФРГ	США	ФРГ
1960-1964	4,3	-	3,1	-	2,9	4,3	4,0	6,1
1965-1969	4,8	-	3,5	-	5,5	4,8	5,3	7,1
1970-1974	2,8	3,3	1,6	3,0	7,1	7,6	6,8	8,8
1975-1979	3,7	2,9	2,6	3,1	7,1	4,7	8,2	7,4
1980-1984	2,5	1,2	1,5	1,3	12,3	7,9	12,4	8,7
1985-1989	3,8	2,7	2,8	2,5	7,7	5,6	8,8	6,6

Источники: Бундесбанк, Федеральный резервный банк Сент-Луиса.

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