Инфляция не временная, но пока в это особо не верят

Егор СУСИН,
управляющий директор,
Газпромбанк Private Banking

Инфляционные итоги 2021 года в мире оказались неутешительными: экономика США зафиксировала рекордную за четыре десятилетия инфляцию — 7% (5.8% по дефлятору потребительских расходов), еврозоны — 5%, Великобритании — 5.4% (более близкий к реальности индекс розничных цен вырос на 7.5%). В целом по странам ОЭСР инфляция в 2021 году достигла 6.6%, что стало рекордным темпом роста цен за 30 лет, то есть с 1991 года.

Прямая раздача денег домохозяйствам в ряде государств, конечно, поддержала спрос, но при этом стала и одной из причин происходящего с инфляцией во всем мире

Очевидно, что мы видим в мире сильнейший всплеск инфляции за последние десятилетия. Но до конца осени 2021 года ключевые центральные банки, в том числе ФРС, крайне упорно настаивали на том, что инфляция временная и обусловлена в основном эффектами, связанными с пандемией коронавируса, полностью проигнорировав начинавшийся с конца весны рост трендовых, более устойчивых компонент инфляции. Это привело к тому, что центральные банки продолжили ультрамягкую монетарную политику, сохраняя на высоких уровнях объем покупок активов и процентные ставки на исторических минимумах.

Такая позиция действительно имела достаточно много обоснований: перебои с производством и поставками, восстановительный рост цен на ресурсы, перераспределение спроса из сектора услуг в секторы товарного потребления, долгосрочные дефляционные тренды (Рисунок 1). Это все имело место, но в экономике все взаимосвязано. В период кризиса государства предприняли экстраординарные меры поддержки экономики: госдолг стран G20 вырос на $13.5 трлн, покупки активов центральными банками составили $11.5 трлн, реальные ставки стали отрицательными. Итогом стал рост совокупного долга нефинансового сектора в странах G20 почти на $30 трлн и рост денежной массы в крупнейших экономиках более чем на 25% за два года.

Особенностью применяемых мер было то, что государства запустили масштабные фискальные стимулы, предполагающие прямую раздачу денег домохозяйствам в огромных объемах. Это, конечно, поддержало спрос в мире, но именно это стало одной из причин того, что в итоге происходит с инфляцией. В условиях ограничений на работу сектора услуг финансово неограниченный спрос привел к резкому росту потребления товаров. Только в американской экономике потребление товаров выросло почти на четверть в номинальном выражении относительно докризисного периода. Этот прирост оказался во много раз интенсивнее, чем

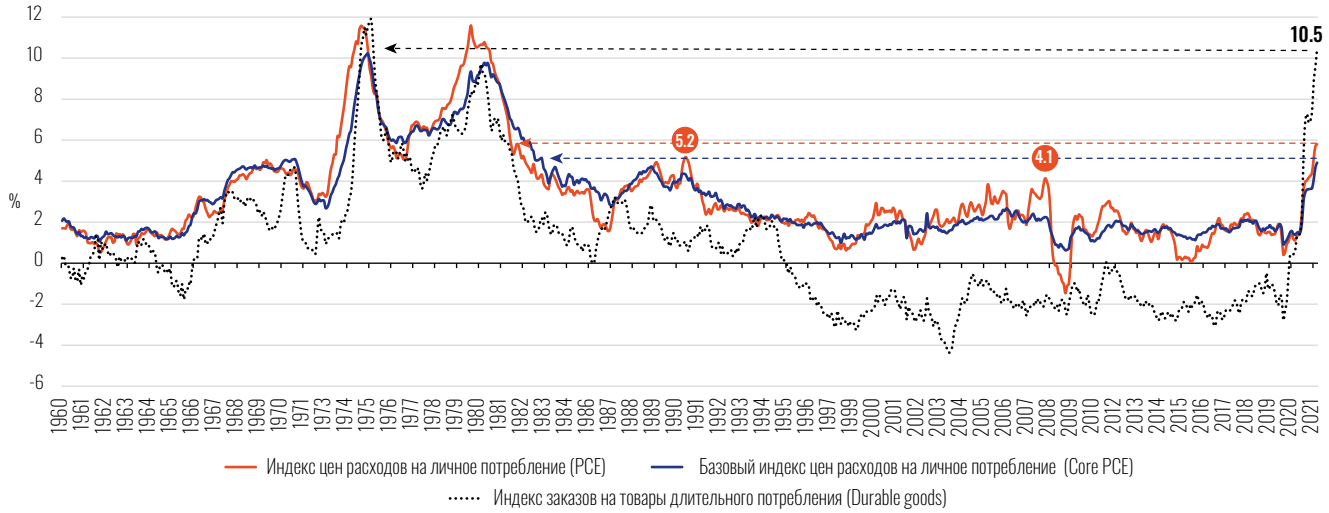


Рисунок 1
Дефлятор потребительских расходов в США

Источники: BLS, BLoomberg, GPB PB

обычно росло потребление, и это, пожалуй, главная ошибка, которую совершили ключевые центральные банки при оценке текущей ситуации, решив, что инфляция спроса обусловлена исключительно проблемами на стороне предложения. Только американский потребитель предъявил дополнительный спрос на товары в объеме $0.8 трлн в год. Подобная динамика наблюдалась во многих странах.

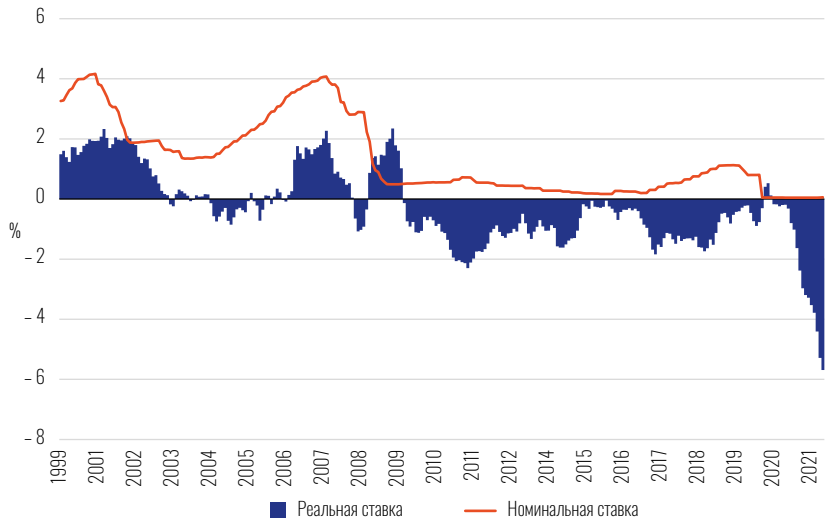
Именно стремительный рост потребления стал причиной перебоев поставок в мире, ни мировое производство, ни логистическая система не могли удовлетворить такой взлет материального потребления. Рост потребления товаров американскими домохозяйствами во многом был обусловлен бюджетными выплатами на фоне перераспределения спроса от услуг к товарам. Надежды же на обратное перераспределение спроса были чрезмерны, спрос на услуги в целом восстановился, но на фоне сохранения высоких уровней потребления товаров. В итоге мы видим как рекордные объемы мировой торговли, так и рекордные тарифы на транспортировку по маршруту Азия — Америка, которые выросли в 6–7 раз.

Резкий рост инфляции спровоцировал и рост инфляционных ожиданий, которые достигли в США 4.9–6% на ближайший год (оценки разнятся у Мичиганского университета и ФРБ Нью-Йорка). Хотя средне- и долгосрочные ожидания все же удержались пока на умеренных уровнях (3–4%), но это уже опасная граница.

Объективным остается тот факт, что около половины от роста цен на 7% обусловлено ограниченным количеством факторов (ценами на подержанные автомобили и бензин), то есть сохранение такого уровня инфляции надолго пока выглядит маловероятным. Но трендовые уровни инфляции в США сейчас находятся на уровне 3.5–4%, проведение мягкой денежно-кредитной политики в такой ситуации выглядит не вполне разумным, тем более что от ускорения инфляции американскую экономику сейчас сдерживают только относительно устойчивые инфляционные ожидания.

Рисунок 2
Средневзвешенная по объему долга фактическая ставка ЦБ развитых стран* в среднем за 12 месяцев

Источники: BIS, BLoomberg, GPB PB



* США, еврозона, Япония, Великобритания, Швейцария, Канада, Австралия (весовые доли = объем долга)

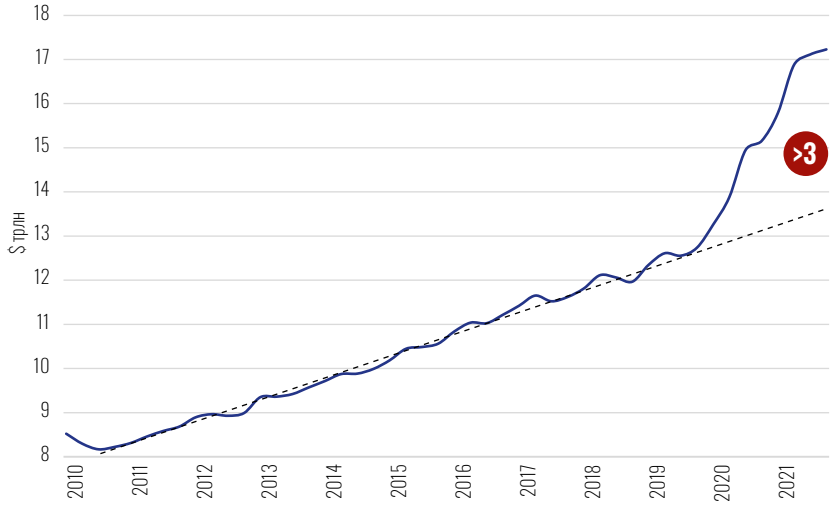


Рисунок 3
Депозиты населения США, $ трлн

Источники: Fed, GPB PB

Есть пять драйверов инфляции, которые могут привести к тому, что инфляция в США останется высокой, если инфляционные ожидания не удастся стабилизировать: избыточные сбережения (Рисунок 3), дефицит на рынке труда, рост зарплат, низкая долговая нагрузка и эффект богатства.

Масштабные фискальные стимулы привели к тому, что в экономике сформировались избыточные сбережения в объеме около $3 трлн, после любого кризиса сбережения распускаются, что может привести к дополнительному росту потребления. Дефицит на рынке труда США и опережающий рост зарплат — еще два фактора, которые могут спровоцировать рост как потребления, так и цен в текущих условиях. И здесь играют роль как уже выросшие зарплаты (согласно данным о доходах населения, объем зарплат в частном секторе вырос на 15% за последние два года), так и тот факт, что рынок сталкивается с объективным дефицитом рабочей силы (Рисунки 4, 5).

На конец года объем открытых вакансий в экономике США находился в районе 10–11 млн, что в 1.5 раза больше количества официально безработных, и это рекордные уровни за все время ведения данной статистики. Это означает высокую конкуренцию за рабочую силу и то, что компаниям придется продолжать активно повышать зарплаты и они будут пытаться перекладывать этот рост издержек в цены. Ситуацию будет усугублять демографический тренд, связанный с уходом с рынка труда многочисленного поколения беби-бумеров. В ближайшие годы он будет лишь усиливать дефицит на рынке труда США.

Еще одним фактором может стать низкая долговая нагрузка. В последнее десятилетие американская экономика характеризовалась делевереджингом долга домохозяйств, который после кризиса 2008 года сократился со 100 до 80% ВВП на фоне слабого роста зарплат и ужесточения регулирования (Рисунок 6). Мало того, низкие ставки привели к тому, что стоимость обслуживания долга

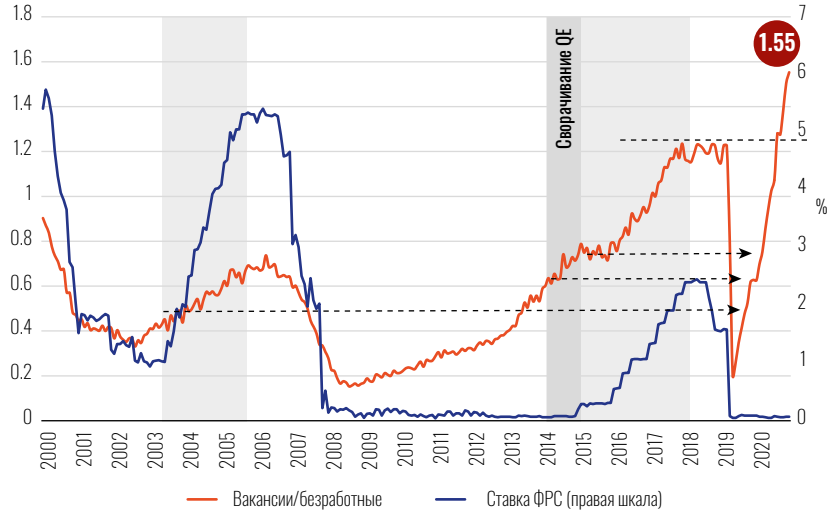


Рисунок 4
Динамика изменения соотношения вакансий и численности безработных и ставки ФРС

Источники: BLS, Fed, GPB PB

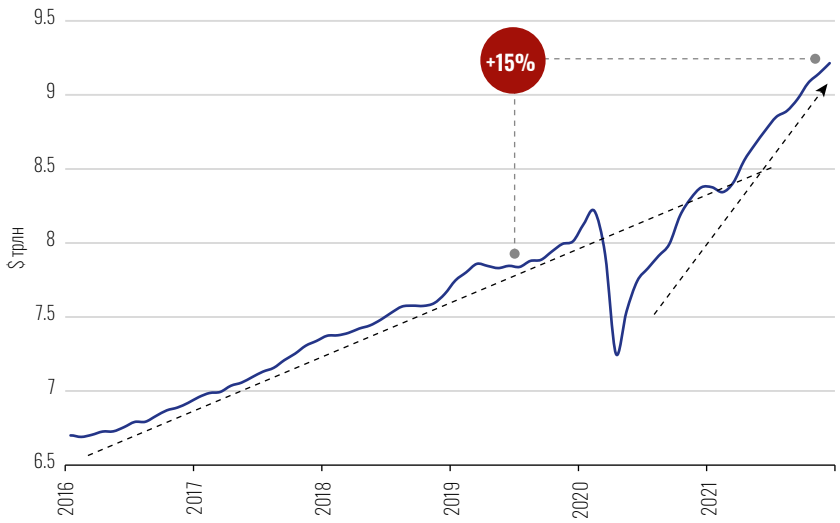


Рисунок 5
Зарплаты в частном секторе США за последние пять лет

Источники: BEA, GPB PB

упала до минимальных уровней как минимум за последние полвека, а соотношение объема ипотеки и, к общей стоимости недвижимости упало до минимума за 30 лет. Все это создает большой потенциал наращивания долга, особенно в условиях опережающего роста заработных плат в США и дает дополнительное топливо для поддержания высокой инфляции в ближайшие годы.

Ну и последний фактор — это, конечно, эффект богатства. Рост стоимости активов зачастую приводит к тому, что домохозяйства начинают сокращать норму сбережения и наращивать потребление (Рисунок 7). Хотя здесь стоит заметить, что все-таки основной эффект от роста стоимости финансовых активов получили 10% наиболее состоятельных домохозяйств, которые вряд ли могут существенно увеличить потребление. Но текущая ситуация характеризуется фронтальным ростом стоимости всех активов, в том числе недвижимости (за два года рост цен на нее в США составил около 30%), которая является активом примерно 2/3 американских домохозяйств. Именно рост цен на недвижимость стал одним из факторов поддержания сильного потребления в 2000-х годах. (Рисунок 8). При сохранении повышенных инфляционных ожиданий и достаточно высоком дефиците бюджета (более 5% в ближайшие годы) все это потенциально может добавить к американскому потреблению более $1 трлн в год дополнительных расходов, что в условиях все-таки ограниченного предложения может обернуться повышенной инфляцией.

Именно в такой ситуации сейчас оказалась ФРС, когда задержалась с нормализацией монетарной политики. Потенциальные темпы роста потребительских цен сейчас находятся на уровне около 3.5–4%, что должно требовать более агрессивного ответа со стороны монетарных властей. Пока и рынок и сама ФРС рассчитывают на то, что косметическими мерами ужесточения удастся урегулировать ситуацию и сбить инфляционные ожидания путем умеренного ужесточения политики. Ожидания рынка, да и прогнозы ФРС предполагают, что повышения ставок

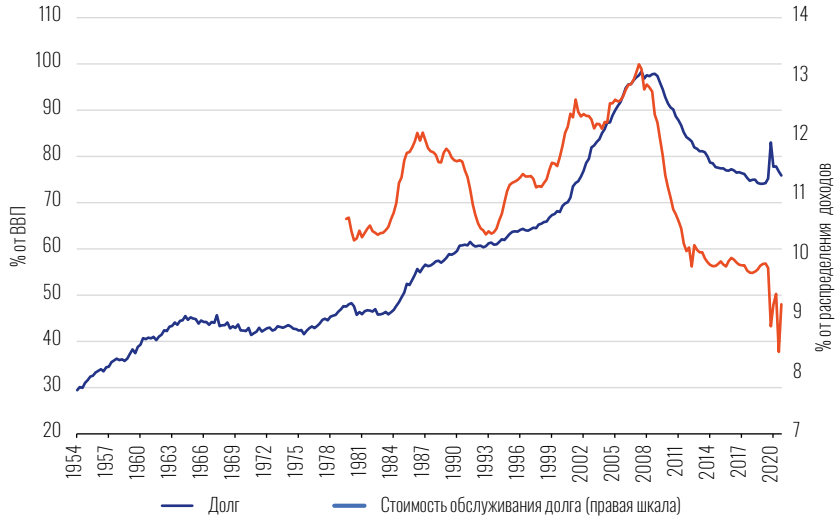


Рисунок 6
Долговая нагрузка домохозяйств США

Источники: Fed, GPB PB

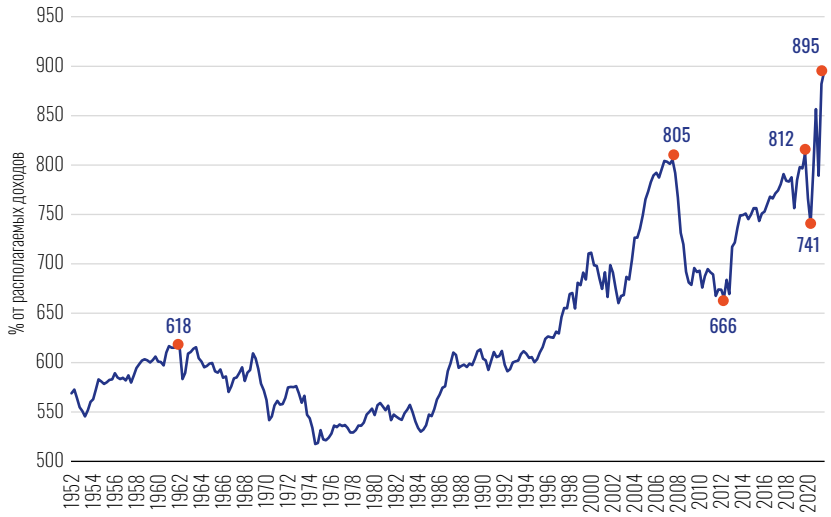


Рисунок 7
Активы домохозяйств США

Источники: Fed, GPB PB

до уровней 1.5–2% будет достаточно, чтобы нормализовать ситуацию с ожиданиями. Но это означает, что и те и другие все же исходят из того, что высокая инфляция временная, просто времени на ее нормализацию требуется чуть больше. Но если инфляционный тренд действительно сместился в район 4%, то ожидаемое повышение не вернет реальные ставки в положительную область и будет оказывать лишь ограниченное влияние на инфляционные процессы. При этом техническое замедление инфляции во втором полугодии 2022 года может оказаться коварной ловушкой для ФРС, которая, рассчитывая на быстрый эффект ужесточения политики в ближайшие пару кварталов (на фоне негативного влияния на рынки и локального торможения инфляции), скорее всего, приостановит ужесточение к концу года.

И рынки, и ФРС ошиблись в оценке инфляционного риска в 2021 году, возможно, в этот раз они снова ошибаются и снова недооценивают инфляционные процессы. Мы сейчас находимся в цикле, когда у американского потребителя крайне большой запас возможностей для финансирования роста потребления (сбережения, зарплаты, кредиты, низкие ставки и дорогие активы) и все упирается только в инфляционные ожидания, которые будут определять готовность тратить. И если полностью стабилизировать инфляционные ожидания текущими косметическими мерами (а повышение ставки до 1.5–2% для сдерживания 4%-й инфляции вряд ли можно назвать иначе) не удастся, то ФРС вплотную подойдет к выбору между финансовой стабильностью и борьбой с инфляцией. Выбор этот, учитывая текущую долговую нагрузку на экономику (совокупный долг нефинансового сектора около 280% ВВП), может возникнуть при росте ставок выше 3%. Учитывая текущий состав регулятора, в том, какой будет сделан выбор, нет никакой уверенности. Для рынков это будет означать крайне низкую предсказуемость и волатильность монетарной политики на горизонте ближайших лет. В то же время в текущем году есть все предпосылки говорить о том, что, несмотря на повышение ставок и резкий «рывок» ФРС в ближайшие два квартала, мы, скорее всего, увидим паузу в конце года и уплощение кривой доходности гособлигаций.

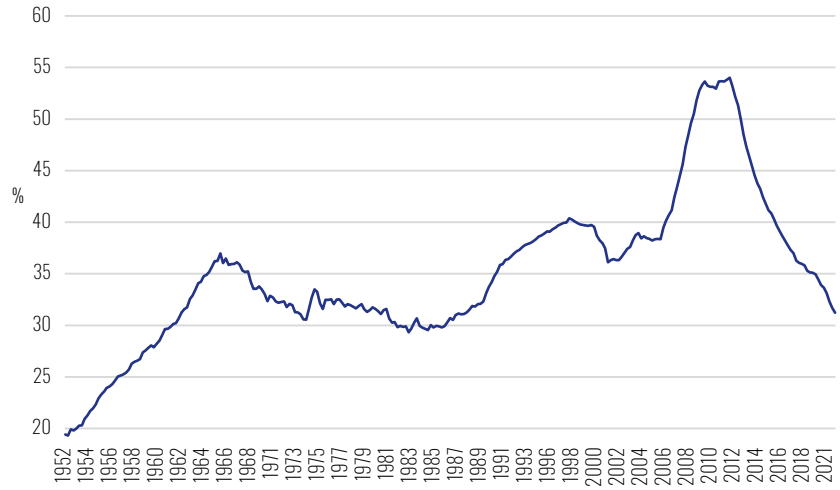


Рисунок 8
Отношение долга по ипотеке к стоимости недвижимости в США

Источники: Fed, GPB PB