Гадание на ценах

Валерий ВАЙСБЕРГ,
директор аналитического департамента,
ИК «Регион»

По итогам 2021 года потребительские цены в России выросли на 8.4%, достигнув шестилетнего максимума. Ускорению инфляции способствовала совокупность факторов, некоторые из них, вероятно, прекратят свое действие в ближайшие годы, а другие останутся с нами навсегда. Учитывая сложность экономических взаимосвязей и возможные новые внешние ограничения, важную роль в противодействии дальнейшему росту цену придется сыграть не только Банку России, но и правительству.

Учитывая, что нынешняя зима заканчивается с экстремально низким объемом запасов в европейских хранилищах, можно предположить, что повышенные цены сохранятся и в 2022 году

Существенное превышение инфляцией целевого значения — единственный экономически значимый негативный итог прошлого года для России. В определенной степени он является продолжением успехов: скачка цен на сырьевые товары, роста спроса на труд и кредитного бума. Свою роль, впрочем, сыграли и традиционные ограничители: специфика потребительской корзины и неудачные меры по защите внутреннего рынка.

По итогам прошлого года индекс энергетических товаров Всемирного банка вырос на 82% и на четверть превысил уровень 2019 года. С одной стороны, рынок нефти находился под влиянием сделки ОПЕК+, а с другой — под давлением со стороны инвесторов-активистов, требовавших от крупнейших частных нефтегазовых компаний скорейшего изменения бизнес-моделей для улучшения экологии. При этом интенсивное использование наземного транспорта, как личного, так и грузового, позволило компенсировать сохраняющуюся слабость спроса со стороны авиации.

Интересная ситуация сложилась на рынке природного газа. Глобальный спрос, по оценкам Международного энергетического агентства, вырос к 2019 году на символические 2.8%. Среди крупнейших производителей никто, кроме России, не сумел обеспечить адекватный рост предложения. Мировая добыча газа по сравнению с периодом до пандемии практически не выросла, а отечественные нефтегазовые компании прибавили 3.1%. Тем временем многие потребители, в том числе в Европе, завершили отопительный сезон 2020/2021 года с запасами ниже исторической нормы, однако не смогли или не захотели законтрактовать дополнительные объемы у Газпрома. В результате в нынешний осенне-зимний период имел место резкий скачок спотовых цен и рост спроса на мазут и уголь (Рисунок 1). Учитывая, что нынешняя зима также заканчивается с экстремально низким объемом запасов в европейских хранилищах, можно предположить, что повышенные цены сохранятся и в 2022 году, провоцируя рост себестоимости удобрений и поддерживая высокую стоимость сельхозпродукции.

Цены на удобрения поднялись на 81 и 62% соответственно, на металлы — на 47 и 49%, на сельскохозяйственные

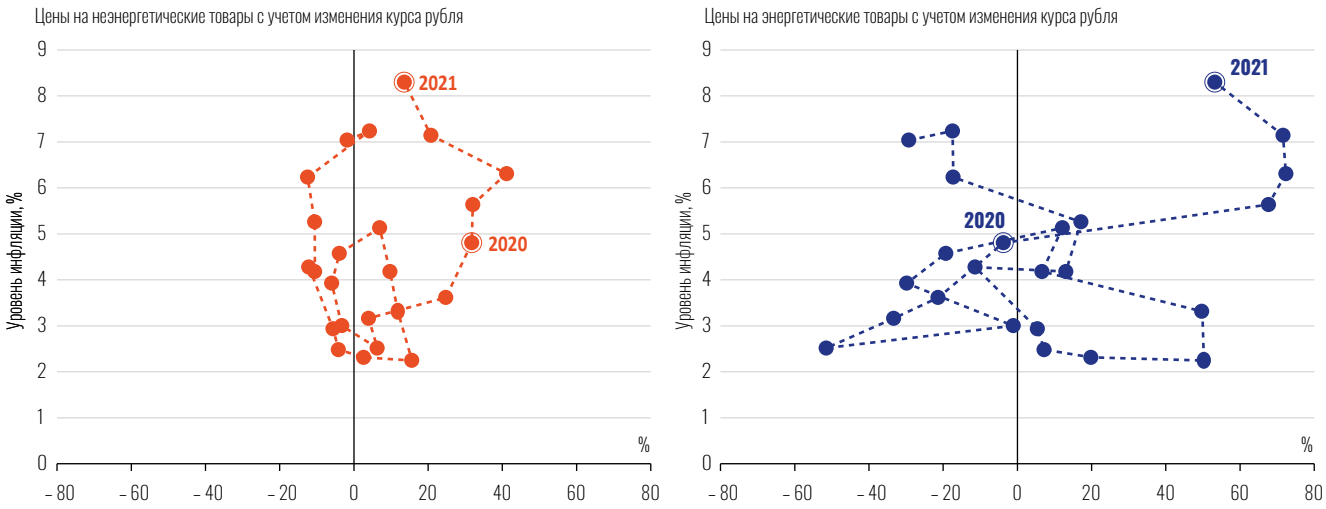


Рисунок 1
Инфляция в России и мировые цены на сырьевые товары

Источники: Росстат, ЦБ РФ, Всемирный банк

товары — на 23 и 29%. Столь значительные изменения в секторе нетопливных товаров даже в сравнении с периодом до пандемии объясняются резким скачком спроса на сырье для новой энергетики в связи с активизацией ESG-повестки, недостаточным откликом со стороны предложения в связи с санитарными ограничениями, негативными климатическими явлениями, а также протекционизмом (многие страны ограничивали экспорт различных товаров для стабилизации внутреннего рынка).

Не последнюю роль в подорожании сырьевых товаров сыграла и ультрамягкая денежно-кредитная политика в странах «Большой семерки», поддержавшая веру инвесторов в рисковые активы и способствовавшая глобальному скачку инфляции во второй половине 2021 года. Федеральная резервная система длительное время ориентировалась на кажущуюся слабость рынка труда и, опираясь на новый подход к монетарной политике (таргетирование средней за несколько лет инфляции), игнорировала набиравший силу рост цен, называя его временным. Европейский центральный банк имел дело с действительно слабой экономикой, задавленной жесткими санитарными ограничениями, и при этом в течение десятилетия наблюдал устойчивое отклонение инфляции от цели. Таким образом, его ультрамягкая политика в минувшем году была несколько более оправданной, чем у ФРС, но также проинфляционной.

Благодаря своевременным настройкам налогового режима для добычи и переработки нефти и регулированию цен на природный газ и электроэнергию Россия сумела смягчить ценовой шок от восстановления рынка углеводородов. Однако защитить домохозяйства от подорожания сельхозпродукции в минувшем году не удалось. Падение внутреннего производства в силу сложных погодных условий и подорожания кормов привело к росту потребности в импорте. Ситуация усугублялась постоянными и временными нетарифными ограничениями. В августе 2021 года президент поручил увеличить ввоз товаров из других стран СНГ, позднее были сняты ограничения на поставки томатов из Азербайджана, однако серьезного влияния на динамику цен и инфляционные ожидания населения эти меры не оказали. Необходимо отметить, что повышенные цены на продовольственные товары наблюдались на фоне слабого роста их физического потребления.

Значительный вклад роста цен на продовольствие в итоговую инфляцию объясняется спецификой российской потребительской корзины: на продукты питания приходится 38%, для сравнения: в США — 9%. Это различие объясняется несколькими факторами. С одной стороны, низкий медианный уровень жизни населения (реальные доходы в 2020–2021 годах росли, но это всего лишь позволило им вернуться к уровню 2015 года) предполагает, что значительная часть заработанных средств уходит на еду. С другой стороны, в наборе товаров и услуг, по которым Росстат измеряет инфляцию, отсутствует вмененная рента — параметр, с помощью которого нивелируется различие между потребителями — собственниками жилья и потребителями — нанимателями жилья. В США доля вмененной ренты составляет около трети, что делает колебания индекса цен менее зависимыми от стоимости товаров и услуг. В еврозоне вмененную ренту также не учитывают, но, подобно Росстату, Европейский центральный банк сейчас проводит модельные расчеты, направленные на корректировку методики. Доля продовольствия в индексе потребительских цен еврозоны — 21%, и его вклад в динамику инфляции прошлого года был вторым после энергетических товаров.

Благодаря своевременным настройкам налогового режима для добычи и переработки нефти и регулированию цен на природный газ и электроэнергию Россия сумела смягчить ценовой шок от восстановления рынка углеводородов

Что касается непродовольственных товаров, то в этом сегменте российская ситуация была весьма схожа с тем, что происходило в США. В январе-октябре 2021 года россияне купили на 13.7% больше, чем за аналогичный период предшествующего года, в то время как американские потребители — на 14.6% (Рисунок 2). Можно предположить, что по итогам всего минувшего года продажи непродовольственных товаров в России превысили прежний максимум 2013 года. Помимо значительных избыточных сбережений (не менее 1.5 трлн рублей) потребительский бум объясняется существенным увеличением продаж недвижимости. Программа льготного ипотечного кредитования позволила застройщикам реализовать практически весь накопленный объем готового жилья и обеспечить рекордный за 30 лет ввод новостроек. Мягкие денежно-кредитные условия позволяли россиянам брать кредиты не только на финансирование первого взноса по ипотеке, но и на приобретение мебели и бытовой техники, а также на обустройство и ремонт загородных домов.

В минувшем году Китай нарастил экспорт на 30% в ответ на увеличение спроса со стороны США, своего основного торгового партнера. Однако в силу политики нулевой толерантности к коронавирусу и временных перебоев с энергоснабжением глобальная фабрика потребительских товаров не смогла полностью насытить резко выросший в объемах рынок. Ситуацию усугубили очереди в портах и дефицит рабочих рук на наземном транспорте. В Европе скачок спроса был кратковременным, но он внес свой вклад в исчерпание запасов. В итоге цены на товары длительного пользования в США выросли на 16.8%, непродовольственные товары в России подорожали на 8.6%, промышленные потребительские товары в Европе — на 2.9%.

Потребительский бум в России вряд ли состоялся бы без существенного улучшения ситуации на рынке труда. Достигнув пика (6.4%) в III квартале 2020 года, уже в середине лета 2021 года безработица вернулась к значениям до пандемии и затем продолжила снижение до исторических минимумов. Кроме восстановления экономики напряженности добавил и рост заболеваемости: если в 2019 году Фонд социального страхования произвел выплаты по 28 млн случаев временной нетрудоспособности, продлившихся в общей сложности 315 млн дней, то в 2020 году эти цифры увеличились до 40 млн и 500 млн соответственно. С учетом роста заболеваемости в 2021 году показатели, скорее всего, продолжили свой рост. Новая волна штамма «омикрон» в начале нынешнего года привела к еще более существенному временному выбытию работников, увеличивая нагрузку на оставшийся в строю персонал, а также расходы на оплату больничных листов и сверхурочных. Существенная нехватка работников возникла в сегментах, которые ранее были заняты преимущественно трудовыми мигрантами: в строительстве, общественном питании, товарной рознице и курьерских службах.

Согласно данным МВД, в 2019 году сальдо постановки и снятия с миграционного учета составило 3 млн человек, с целью трудоустройства в Россию въехали 5.5 млн человек. В 2020 году аналогичные показатели составили 0.8 млн и 2.4 млн человек, в 2021 году — 2.9 млн и 9.5 млн человек. До активизации миграционных потоков во второй половине прошлого года дефицит частично смягчался перетоком кадров из других секторов, например из туризма. По мере открытия сферы услуг спрос на труд будет нарастать, а уже состоявшийся значительный рост зарплат на линейных должностях приведет к дальнейшему росту издержек. В результате феномен значительного повышательного влияния сферы услуг на потребительскую инфляцию, возникший как сезонный фактор в прошлом ноябре, имеет шансы сохраниться.

Анализируя описанные выше тенденции, Банк России, в отличие от зарубежных коллег, счел происходящее шоком спроса, а не шоком предложения. И пока ФРС и Европейский центральный банк помогали экономике адаптироваться к противоречивым условиям и новым рискам, надеясь на увеличение предложения, в России началась борьба с избыточным ростом потребления. Уже в марте 2021 года была повышена ключевая ставка, затем скорректирована программа льготной ипотеки, потом увеличены коэффициенты риска по наиболее рискованным видам потребительских ссуд.

Тем не менее денежно-кредитная политика в России все равно оставалась стимулирующей: средняя ключевая ставка в 2021 году оказалась на 255 б. п. ниже инфляции. Даже после того, как в июне Банк России довел ставку до уровня, которого ранее ожидал лишь к концу года, в дальнейшем динамика ключевой ставки скорее повторяла траекторию инфляции. Как объяснила в декабре 2021 года Эльвира Набиуллина, более резкое ухудшение финансовых условий помогло бы подавить инфляцию, но навредило бы экономике. В конце года даже выбранный регулятором темп привел индексы условий кредитования к многолетним максимумам. Предоставленные законодателем возможности устанавливать количественные ограничения в розничном кредитовании, вероятно, позволят существенно снизить объем выдачи займов потребителям в 2022 году.

Вторая часть уравнения, которое решает Банк России, — активизация сберегательного поведения граждан. Однако отклик депозитных ставок на ужесточение денежно-кредитной политики был непропорциональным. Ключевая ставка выросла на 425 б. п., а максимальная ставка по вкладам — на 330 б. п.. В конце 2021 года максимальная ставка по вкладам составила 7.7% годовых, уступая ключевой ставке и инфляции 80 и 70 б. п. соответственно. Справедливости ради следует отметить, что этот уровень все же превышает среднюю ожидаемую инфляцию 2022 года.

В первой половине 2017 года, когда ставка по депозитам последний раз была на столь высоком уровне, спред к инфляции был положительным и составлял более 300 б. п.. Правда, спред к ключевой ставке тогда также был отрицательным (порядка 200 б. п.). Вместо того чтобы брать на себя долгосрочные обязательства по повышенным ставкам, банки сегодня активно предлагают накопительные вклады, по которым процент может быть выше, нежели у депозитов, однако действует он или недолго, или при соблюдении определенных условий. В свою очередь, длительное падение цен на облигации (индекс RGBI снижается с мая 2020 года) и обещание дальнейшего роста ключевой ставки демотивируют осторожных инвесторов вкладывать деньги даже несмотря на весомый положительный спред между доходностью и инфляцией.

Резюмируя, можно констатировать, что проблемы в цепочках поставок, высокие темпы роста цен на сырьевые товары, напряженность на рынке труда при экономическом росте, превышающем потенциал, сохранятся и в нынешнем году. Кредитная экспансия на потребительском рынке, скорее всего, прекратится, и чистые сбережения россиян вновь начнут расти, хотя и невысокими темпами. Это позволит вернуть динамику спроса на непродовольственные товары к многолетнему тренду. Однако улучшение ситуации

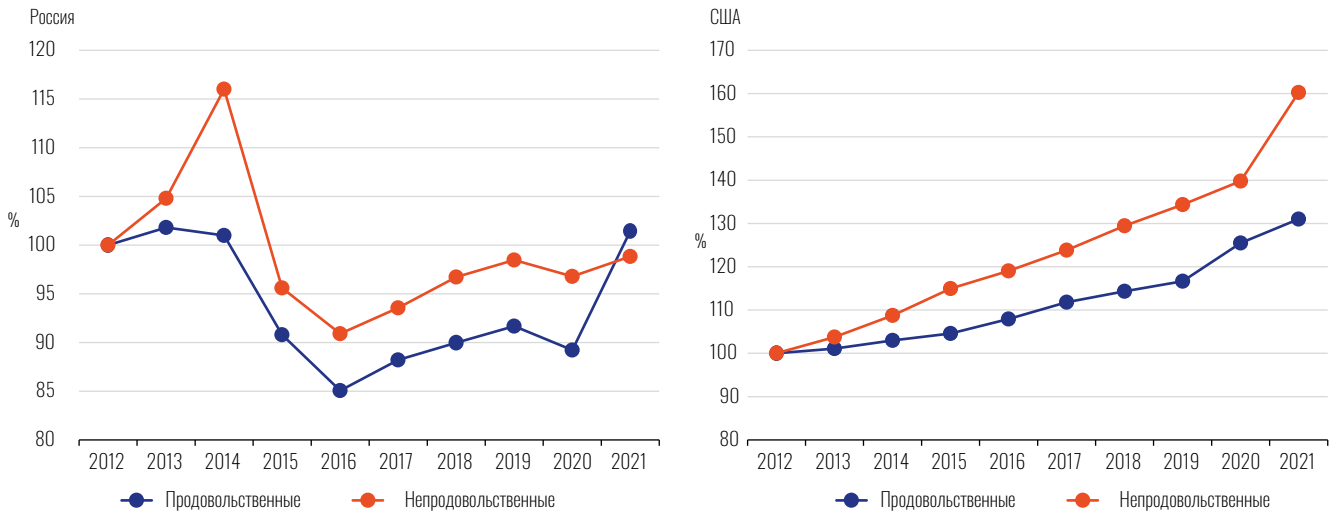


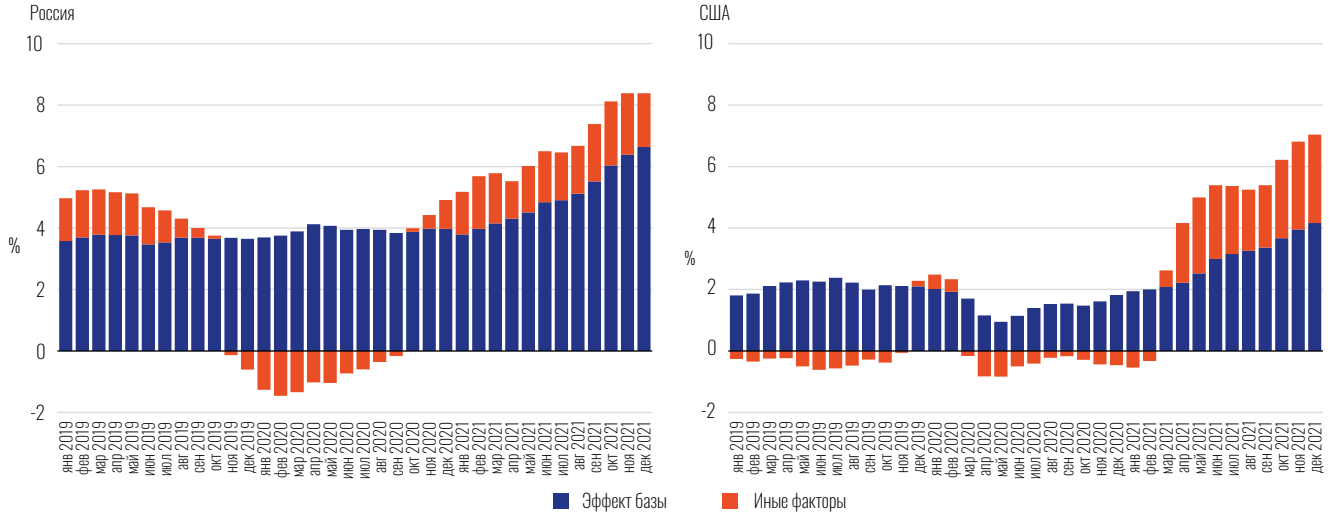
Рисунок 2
Физическое потребление товаров

Источники: Росстат, FRED

в этом сегменте будет частично компенсировано повышением цен в сфере услуг и общественном питании из-за существенного роста издержек, в том числе восстановления ставок арендных платежей. Сохранится напряженность в сегменте информационных технологий, роль которых в деятельности всех отраслей год от года растет. Значимым фактором становится ESG-повестка, увеличивающая расходы бизнеса на экологические издержки на производстве и в транспортно-логистической сфере и на обеспечение эффективной утилизации конечной продукции.

Во время острой фазы пандемии правительство и Банк России разделили ответственность за поддержание экономики. Сегодня от них также требуется слаженная работа: системного снижения инфляции поможет добиться только сочетание умеренно жесткой денежно-кредитной политики с расширением предложения товаров, прежде всего сельскохозяйственной продукции, и увеличением производительности труда, которое позволит высвободить часть трудовых ресурсов. Ранее правительство пыталось воздействовать на цены, устанавливая квоты и пошлины, контролируя наценку торговых сетей и забирая «излишки» прибыли у производителей удобрений. Однако эффект от этих решений был незначительным, в том числе из-за роста глобального спроса.

В последние месяцы были снижены барьеры для импорта продуктов питания, выделены дополнительные бюджетные субсидии для растениеводства и животноводства. Это улучшает шансы на повышение самообеспеченности внутреннего рынка, однако динамика цен будет также зависеть от себестоимости, прежде всего от наличия кормов и сезонных рабочих для сбора урожая (объем поставок и цены на удобрения и горюче-смазочные материалы администрируют относительно эффективно). Поэтому есть риск, что в полной мере нормализация ситуации с ценами на продовольствие будет достигнута не ранее 2023 года.

Рисунок 3
Эффект базы

Источники: Росстат, FRED, собственные расчеты