Инфляционные тренды на постсоветском пространстве и их влияние на локальные долговые рынки

Гульнара ХАЙДАРШИНА,
главный экономист
по странам СНГ,
Газпромбанк

В прошедшем году инфляция стала одной из ключевых и, что важно, неожиданных проблем не только для стран СНГ, но и в глобальном масштабе. В качестве основных внешних факторов инфляционного давления на постсоветском пространстве отмечу, прежде всего, рост мировых цен на продовольствие, энергоносители и логистику.

В большинстве стран СНГ среди наиболее серьезных внутренних проинфляционных факторов можно выделить рост денежной массы в условиях стимулирующей фискальной политики

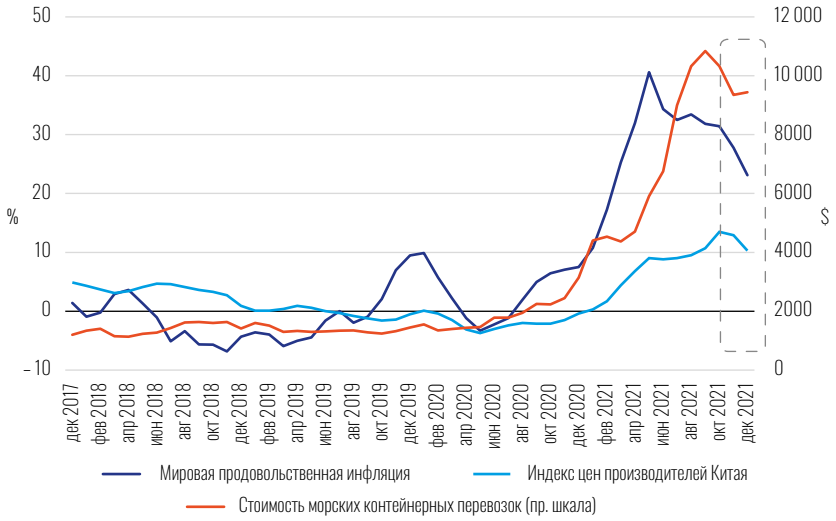
КАК ДОЛГО БУДЕТ СОХРАНЯТЬСЯ ВНЕШНЕЕ ДАВЛЕНИЕ НА ИНФЛЯЦИЮ В СТРАНАХ СНГ?

Внешние факторы инфляционного давления на постсоветском пространстве начали активно проявляться еще в первом квартале прошлого года и отразились на инфляции в большинстве стран СНГ. В частности, средняя цена на нефть марки Brent в 2021 году составила 71 $/барр. и возросла на 64% по сравнению с кризисным 2020 годом. В мае прошлого года прирост мировых продовольственных цен достигал 41% г/г, что соответствовало 10-летнему максимуму. Тем временем индекс цен производителей Китая, крупнейшего в мире экспортера, достигал максимума за 26 лет (13.5% г/г в ноябре). Это было связано не только с подорожанием энергоносителей, но и со сложными погодными условиями и нарушением глобальных цепочек поставок. Стоимость контейнерных перевозок в мае достигла максимума с начала наблюдений, в то время как загрузка мощностей не превышала 62% от потенциальной мощности мирового грузового флота (25 млн 20-футовых контейнеров). Изначально ведущие мировые центробанки ожидали, что ускорение инфляции окажется временным, тем не менее сформировались признаки, указывающие на его более длительный характер.

Начиная с ноября 2021 года наметилось замедление роста как глобальных продовольственных цен, так и индекса цен

Рисунок 1
Мировая продовольственная инфляция и индекс цен китайских производителей

Источник: ООН, Национальное бюро статистики Китая, Freightos Baltic Index*



* Индекс стоимости глобальных контейнерных перевозок, еженедельно рассчитываемый на основе агрегированных данных 40 крупнейших грузовых морских перевозчиков.

производителей Китая (Рисунок 1). Основным фактором выступает эффект высокой базы предыдущего года, его влияние достигнет пика к середине этого года. Кроме того, постепенно нормализуется стоимость морских контейнерных перевозок. Если после спада заболеваемости из-за штамма «омикрон» новых волн COVID-19 не появится, вероятно дальнейшее восстановление логистических цепочек. Это окажет благоприятное влияние на замедление роста цен в странах — импортерах товаров потребительского и производственного назначения. Таким образом, выраженное ослабление внешнего давления на динамику цен в странах СНГ мы сможем наблюдать уже к середине года.

КАКОВЫ НАИБОЛЕЕ СЕРЬЕЗНЫЕ ВНУТРЕННИЕ ИНФЛЯЦИОННЫЕ ФАКТОРЫ?

Среди внутренних проинфляционных факторов стоит отметить рост денежной массы в условиях стимулирующей фискальной политики, которая проводилась в большинстве стран СНГ. Бюджетные стимулы были необходимы для обеспечения скорейшего восстановления экономик после достаточно жестких карантинных мер, действовавших в начале пандемии. Например, дефицит бюджета в Узбекистане в прошедшем году увеличился до 2.8% ВВП, в Казахстане — до 3.4% ВВП. В Азербайджане также проводилась стимулирующая бюджетная политика с целью поддержать реальные доходы населения и строительство новых проектов в Нагорном Карабахе. В прошлом году был запланирован дефицит бюджета на уровне 4.1% ВВП, который по факту оказался меньше (1.1% ВВП) благодаря высоким ценам на нефть. При этом расходы бюджета соответствовали изначально запланированному объему.

В качестве важного внутреннего проинфляционного фактора следует также отметить повышенные инфляционные ожидания. Ситуация осложняется тем, что инфляционные ожидания населения особенно чувствительны к росту цен на социально значимые товары. И цены на эти товары, включая продовольствие и энергоносители, находятся под наибольшим давлением. Сейчас инфляционные ожидания в большинстве стран СНГ находятся на максимумах с начала пандемии и на 2.0–6.5 п. п. превышают фактическую инфляцию. Тем не менее в странах СНГ уже наблюдается некоторая стабилизация инфляционных ожиданий, и, вероятно, они начнут постепенно снижаться благодаря политике центробанков.

В КАКИХ СТРАНАХ СНГ ИНФЛЯЦИОННОЕ ДАВЛЕНИЕ НАИБОЛЕЕ ВЫРАЖЕНО?

Во втором полугодии прошлого года инфляция вышла за пределы, установленные центробанками стран СНГ, и в среднем эта разница составила 4.5 п. п. в конце 2021 года.

Наиболее выраженные инфляционные тренды имеют место в Молдове, Азербайджане и Армении. Например, в течение прошедшего года инфляция в Молдове выросла на 13.6 п. п. и составила 13.9% г/г, в Азербайджане — на 9.4 п. п., до 12% г/г. В Армении инфляция ускорилась на 5.9 п. п. и достигла 9.6% г/г. Этому способствовали обозначенные выше внешние и внутренние факторы.

Благодаря мерам, предпринятым центробанками и правительствами, и в силу эффекта высокой базы первого полугодия 2021 года после стабилизации в I–II кварталах вероятно устойчивое замедление инфляции во втором полугодии.

Наиболее выраженные инфляционные тренды отмечаются в Молдове, Азербайджане и Армении

КАКИЕ МЕРЫ ПРЕДПРИНЯТЫ ЦЕНТРАЛЬНЫМИ БАНКАМИ И КАКИМИ МОГУТ БЫТЬ ИХ ДАЛЬНЕЙШИЕ ДЕЙСТВИЯ?

В условиях глобального тренда на ускорение инфляции многие центробанки развивающихся стран были вынуждены ужесточить монетарные условия, и страны постсоветского пространства не стали исключением.

В силу беспрецедентного характера происходящего многим экономистам оказалось трудно предсказать траекторию движения инфляции и ставок. Ограничительные меры начального этапа пандемии в 2020 году стали причиной замедления инфляции в экономиках стран СНГ, и для стимулирования скорейшего восстановления экономик центробанки снижали ставки. Однако уже через несколько месяцев монетарные власти перешли к борьбе с инфляцией и повышению ставок (Рисунок 2).

В силу беспрецедентного характера происходящего многим экономистам оказалось трудно предсказать траекторию движения инфляции и ставок

Сейчас перед центробанками стоит непростая задача — найти способ нормализовать денежно-кредитные условия, чтобы способствовать замедлению инфляции до целевых уровней и обеспечить минимальное давление на рост экономик.

Сейчас центральные банки делают все от них зависящее, чтобы способствовать замедлению инфляции монетарными методами. Прежде всего, это повышение ключевых ставок, которое в том числе помогает сдержать инфляционные ожидания населения и поддержать привлекательность банковских вкладов в национальной валюте. На Рисунке 3 показан сравнительный анализ ускорения инфляции и повышения ставок по странам СНГ и видно, как сложно подобрать шаг повышения ставки для сдерживания инфляционных процессов. Разброс этих показателей сейчас довольно велик. К примеру, при ускорении инфляции более чем на 9 п. п. в годовом выражении Центробанк Азербайджана поднял ставку в 2021 году лишь на 1 п. п., в то время как Банк России был одним из самых консервативных и повысил ставку на 4.25 п. п. при ускорении инфляции на 3.5 п. п. в прошедшем году.

Отмечу, что повышенные инфляционные риски сложились в условиях, когда бюджетная политика была стимулирующей. Это привело к тому, что в банковских системах нескольких стран СНГ (например, Узбекистана, Азербайджана и Казахстана) сформировался профицит ликвидности, который нужно было стерилизовать. В связи с этим центробанки стран СНГ нарастили объемы депозитных аукционов, что позволило нормализовать избыток ликвидности в национальной валюте и поддержать ставки денежного рынка вблизи основных ставок ЦБ. В условиях продолжающейся пандемии бюджетная политика в 2022 году в большинстве стран СНГ останется стимулирующей и потребность в повышенных объемах депозитных аукционов в наступившем году сохранится.

Важно также понимать, что на отдельные проинфляционные факторы, прежде всего на те, что связаны с недостатком предложения товаров на рынке, трудно воздействовать исключительно через повышение ставки. В связи с этим сейчас во многих странах СНГ реализуются дополнительные, немонетарные меры для борьбы с инфляцией. К ним относятся: снижение импортных пошлин на отдельные группы социально значимых товаров, государственное регулирование цен (прежде всего, на продовольственные товары, энергоносители и услуги ЖКХ), усовершенствование

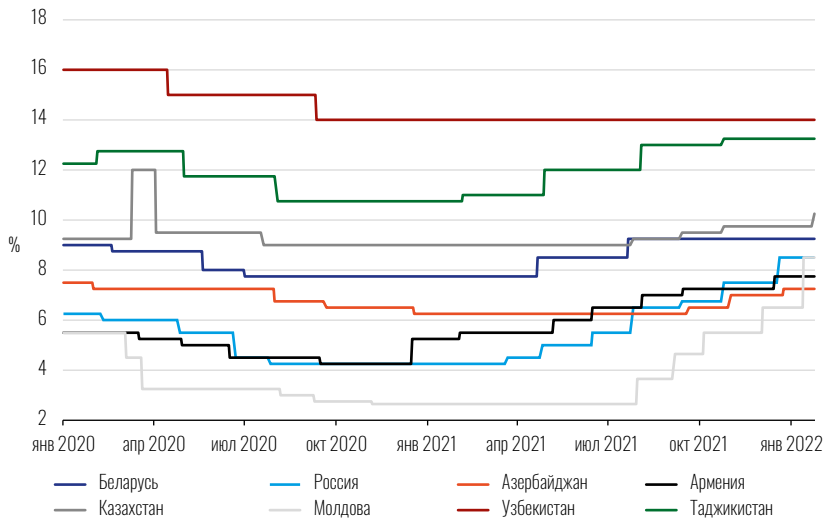
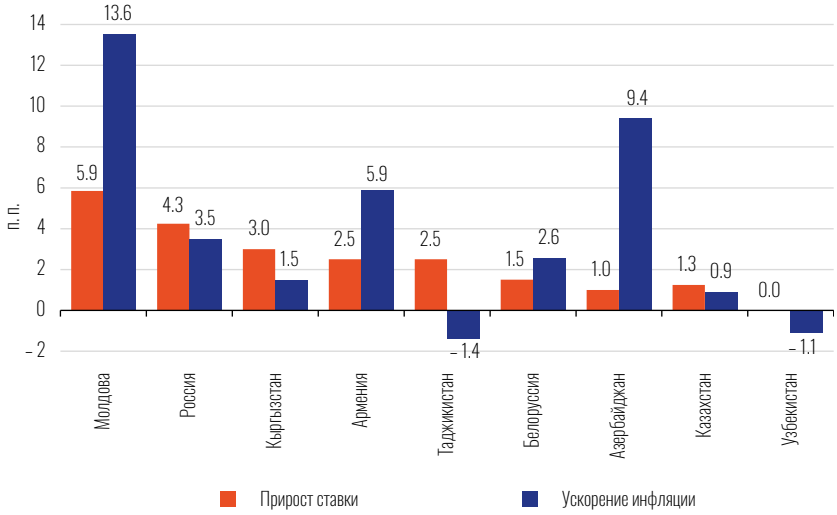


Рисунок 2
Динамика ставок центробанков в большинстве стран СНГ

Источники: статкомитеты и центробанки стран СНГ

Рисунок 3
Подход центробанков стран СНГ к повышению ставок в 2021 году

Источники: статкомитеты и центробанки стран СНГ



логистики внутри страны с формированием продовольственных запасов. Некоторые страны СНГ сокращают экспорт продовольственных и энергетических товаров. Например, Казахстан ограничил экспорт зерна, овощей и других социально значимых товаров, а Узбекистан — экспорт газа. В сложившейся ситуации дополнительные меры по сдерживанию инфляции могут помочь центробанкам справиться с непростой задачей замедления инфляции до целевых уровней.

КАК ПОВЫШЕННЫЕ ИНФЛЯЦИОННЫЕ РИСКИ МОГУТ ПОВЛИЯТЬ НА ЛОКАЛЬНЫЕ ДОЛГОВЫЕ РЫНКИ СТРАН СНГ?

С одной стороны, после очередного повышения ставок в декабре центробанки большинства стран СНГ приблизились к пику ужесточения монетарных условий. С другой стороны, уже видны тенденции к ослаблению внешних инфляционных факторов. Таким образом, уже со II квартала 2022 года отдельные центробанки смогут вернуться к рассмотрению вопроса снижения ставок. Это повышает привлекательность локальных долговых инструментов в национальной валюте, особенно в странах СНГ с развитым доступом для иностранных инвесторов на рынок. К таким странам мы относим не только Россию, но и Казахстан и Узбекистан.

Кроме того, мягкая бюджетная политика, благодаря которой сформировался профицит ликвидности, создала комфортные условия для абсорбирования этого профицита путем наращивания выпуска локальных гособлигаций. В условиях роста профицита ликвидности номинал выпусков таких госбумаг может возрасти, повысив их ликвидность и привлекательность для крупных зарубежных инвесторов.