



Предсказания инфляции и ставки ЦБ: рост цен в 2021-23 годах и выученные уроки

Олег Шибанов, PhD

Мнения в данной презентации не отражают точку зрения организаций, в которых работает автор

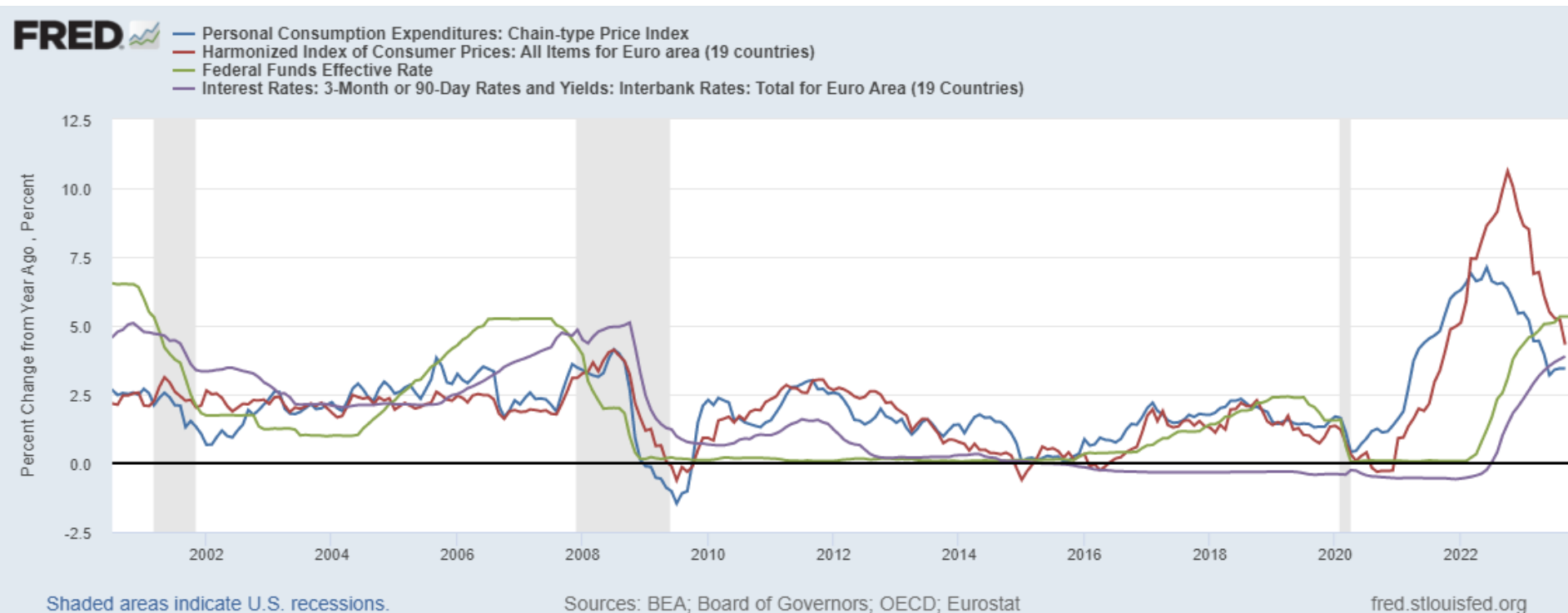
Тезисы про 2021-23

1. Причины инфляции могут довольно существенно отличаться по странам (проигнорируем здесь инфл. ожидания)
 - I. В США она была связана с международными ценами, жестким рынком труда и резко восстановившимся спросом
 - II. В Европе – скорее с ценами на энергию и цепочками поставок
 - III. В России – с валютным курсом, перестройкой экономики и жёстким рынком труда
2. Уроки, которые можно вынести из этих примеров:
 - I. Изменение макрополитики (США 2020) может оказать большое влияние на базовые переменные
 - II. Если ЦБ не реагирует на «не-спросовую инфляцию», есть шанс оставаться с высокой инфляцией на несколько лет
 - III. Не вероятно, что макросреда «шокая»: кажется, что в

1. Причины инфляции

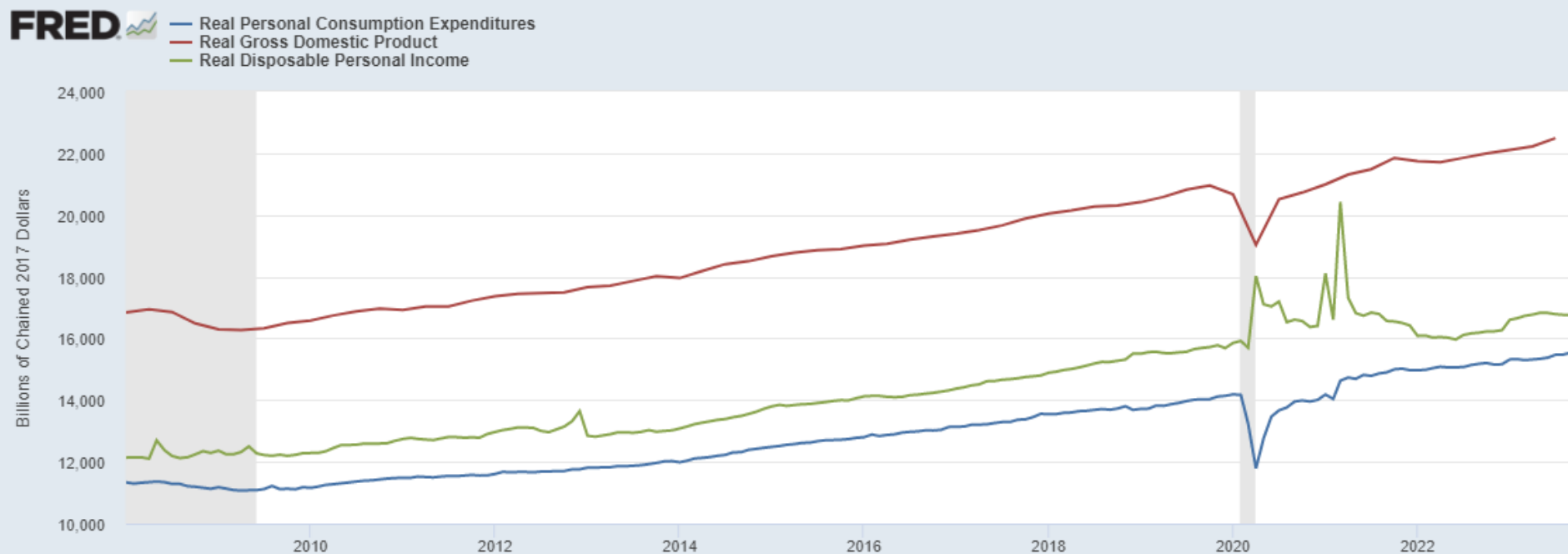
Джером Пауэлл (ФРС) и transitory с марта 2021

- С марта 2021 Пауэлл использовал слово «transitory» для PCE
- Уже в ноябре 2021 приходится от него отказаться
- И даже в конце 2023 инфляция выше цели в 2%
- У Европы история схожая, но ставки были ещё ниже
- Инфляция три года самая высокая с 1970-х



Причины в США, Европе и России заметно разные

- США, видимо, испытывали несколько параллельных процессов
- Быстро восстановился [спрос](#) (на товары) после пандемии, в том числе из-за огромных фискальных пакетов и роста доходов (+6% в 2020)
- Из-за производства товаров – довольно жёсткий рынок труда и рост зарплат



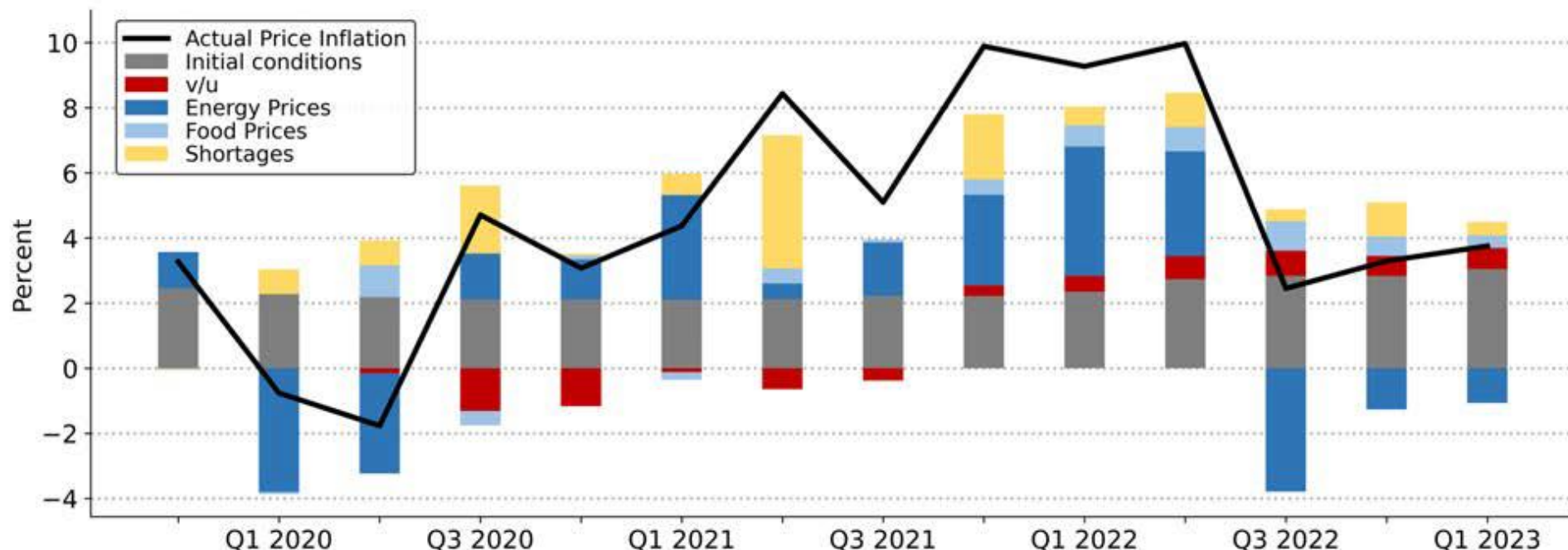
Shaded areas indicate U.S. recessions.

Source: U.S. Bureau of Economic Analysis

fred.stlouisfed.org

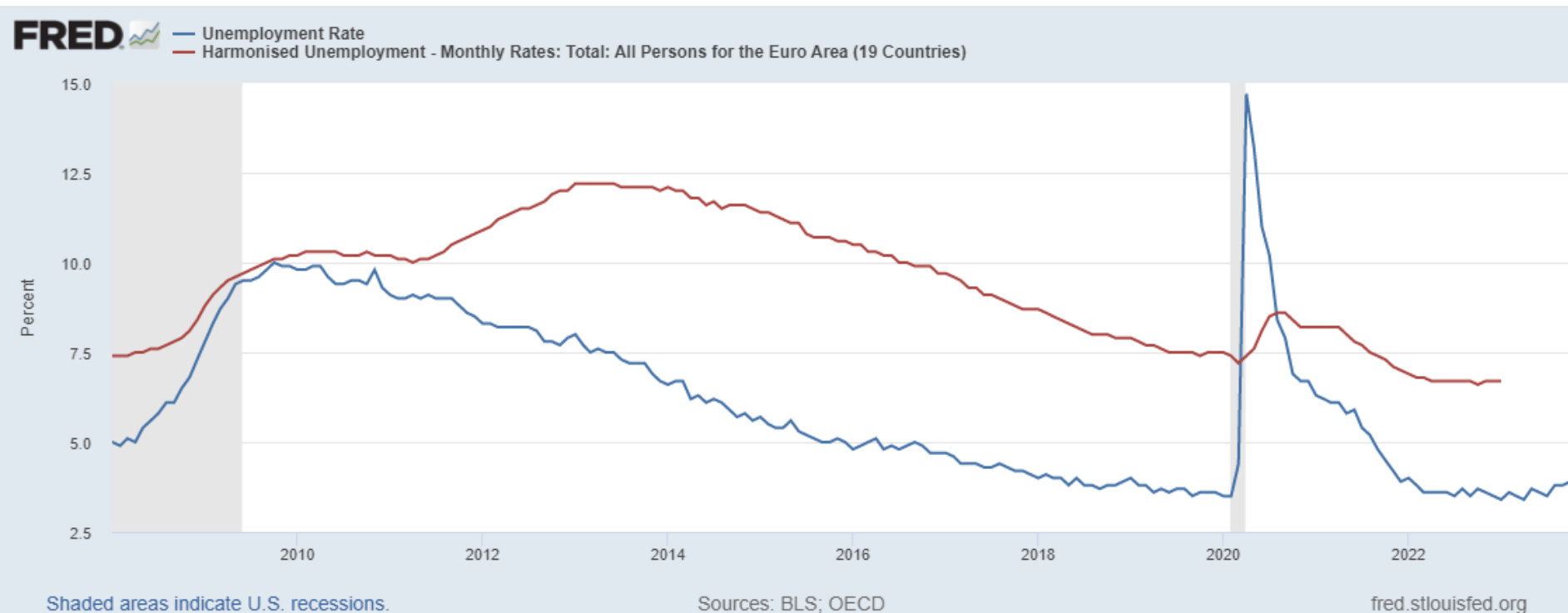
Разложение инфляции для США (2023, Бернанке, Бланшар)

- США, видимо, испытывали несколько параллельных процессов
- Быстро восстановился [спрос](#) (на товары) после пандемии, в том числе из-за огромных фискальных пакетов и роста доходов (+6% в 2020)
- Из-за производства товаров – довольно жёсткий рынок труда и рост зарплат (vacancies/unemployment ratio)
- Энергетика сыграла большую роль



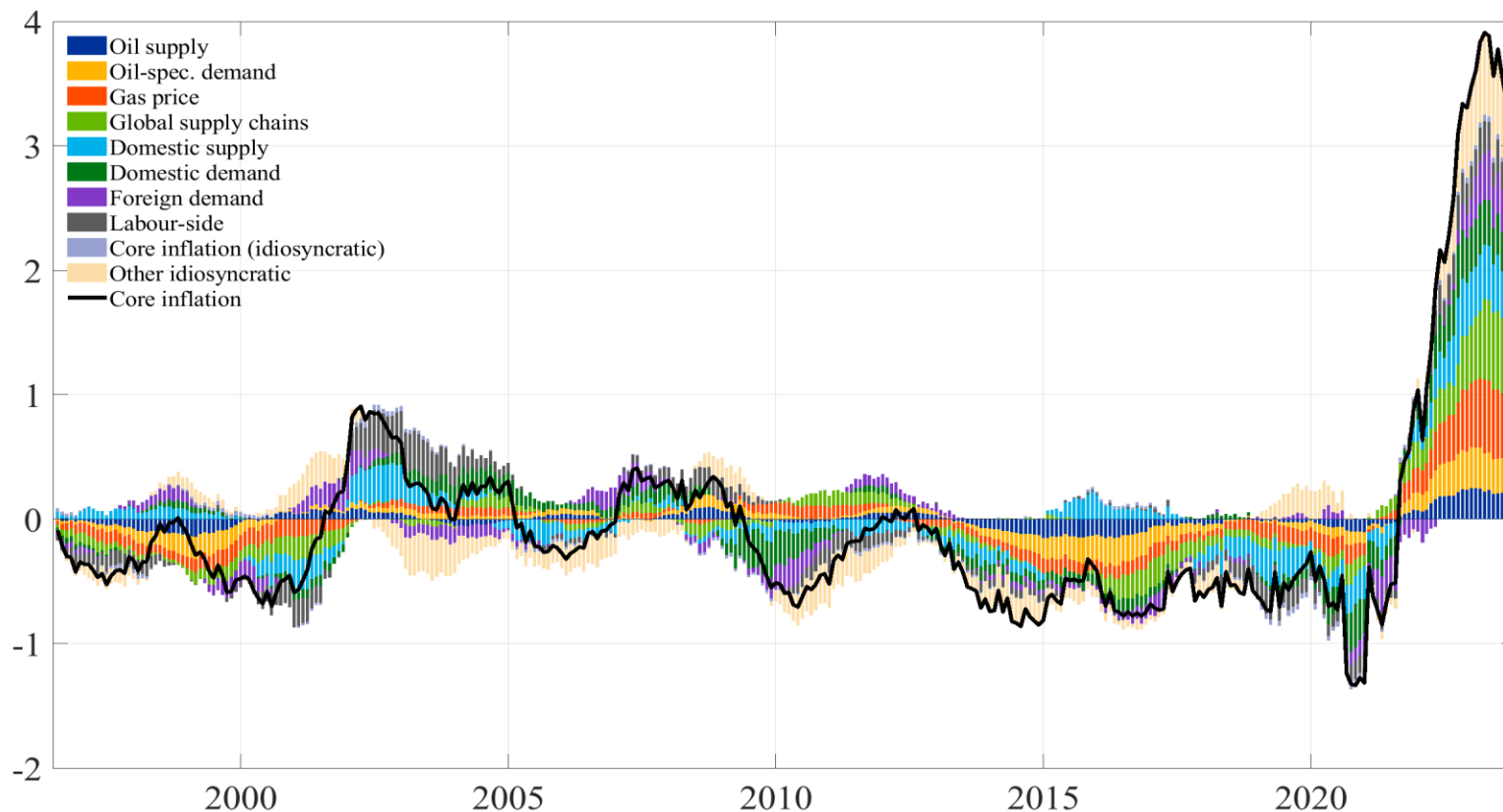
В Европе – мировые рынки

- И падение ВВП в 2020 было больше (-6,3%), чем в США (-3,4%)
- И фискальная поддержка ниже (оценка: 15% ВВП vs 25% в США), хуже с доходами граждан
- Энергетика [сыграла](#) огромную роль – цены на газ выросли сильно
- В итоге [безработица](#) значительно выше, и рынок труда с избытком предложения – а в США с недостатком



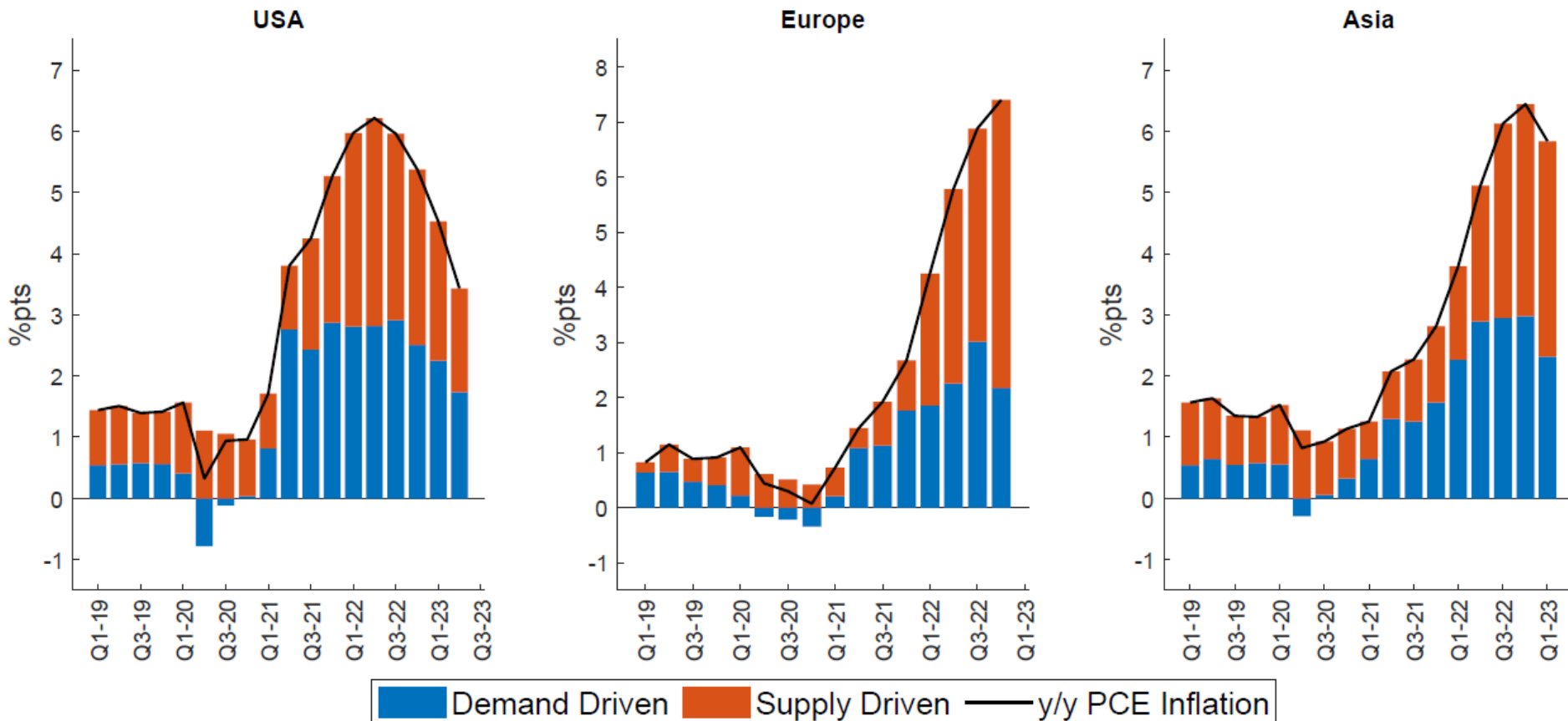
Разложение инфляции для Европы (ЕЦБ, 2023)

- Авторы посмотрели на разложение инфляции по компонентам
- Их мнение – что основная часть была связана с внешним сектором
- В частности, энергия и логистические сети добавили ~1,7% к 3,8% базы



И другое упражнение (МВФ, 2023)

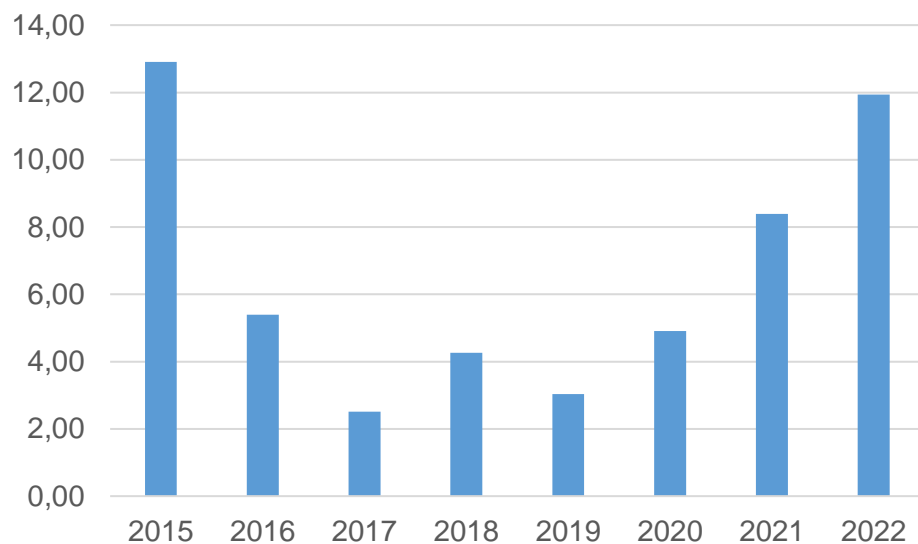
- А тут сделано разложение на спрос и предложение (через кол-во и цены)
- Их мнение – что гораздо больше доля факторов спроса
- То есть ЦБ могли бы оказать большее влияние на торможение!



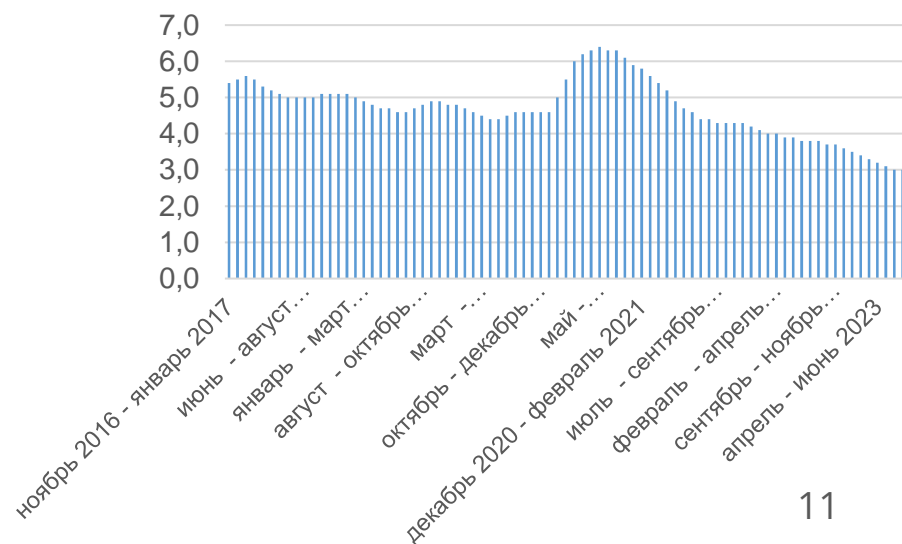
У России – структурная трансформация и курс

- В 2021 цены уже заметно росли – но в 2022 рывок произошёл в марте (7,6% за месяц), дальше темпы оставались низкими
- Для России сложнее оценить вклад спроса/предложения, так как важен курс рубля, а структурная перестройка 2022-23+ сильно меняет логистические цепочки
- [Оценка](#) (2023) – вклад валюты в инфляцию на среднем горизонте более 90% (в 2012-2019); курс важен для предсказания инфляции на короткие горизонты ([Павлов](#) (Деньги и кредит, 2020), [Ермак](#) (ВКР, 2023))

Годовая инфляция в России



Безработица в России (за 3 месяца)



2. Какие уроки можно вынести?

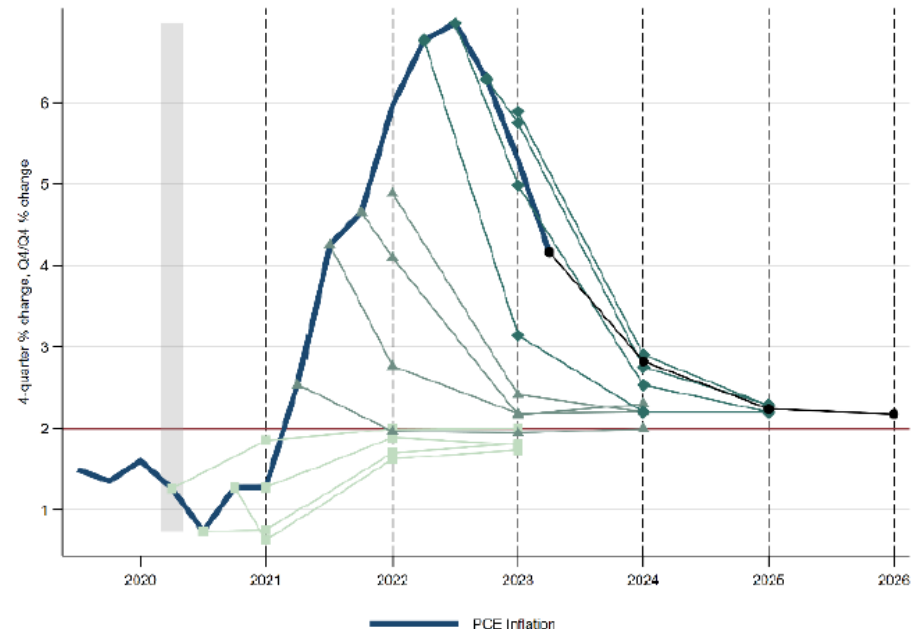
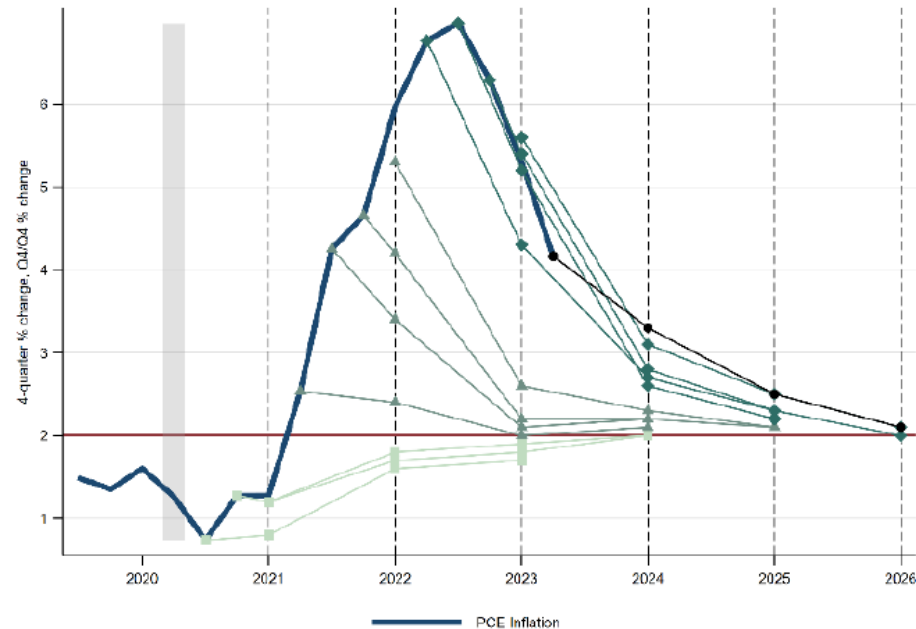
ФРС, вероятно, зря поменяла макрополитику (2023)

- В 2020 [обзор макрополитики](#) ФРС привёл к двум важным изменениям
 1. Возможно, «полная занятость» будет более важным показателем, чем инфляция;
 2. ФРС готов пойти на повышенную инфляцию после периодов пониженной инфляции
- В результате, когда рынок труда стал быстро восстанавливаться, степень напряжённости его была недооценена
- А концентрация на рынке труда создала теоретическую асимметрию реакции на него и на инфляцию
- Кривая Филлипса (с ожиданиями инфляции и отклонениями безработицы), видимо, менее плоская при жёстком рынке труда
- Предварительные оценки (трёхчастное правило Тейлора): ставки были слишком низкими уже в 2021

ФРС, вероятно, плохо предсказывала (2023)

- Как это уже было в 1980-х, прогнозы как ФРС, так и рынка были не очень удачными
- Как видно на графиках, прогнозы уходили вниз слишком быстро
- Вывод: кажется, нужно расширять набор моделей

Figures 7 & 8. PCE inflation versus projections from the Summary of Economic Projections (left) and the Survey of Professional Forecasters (right)

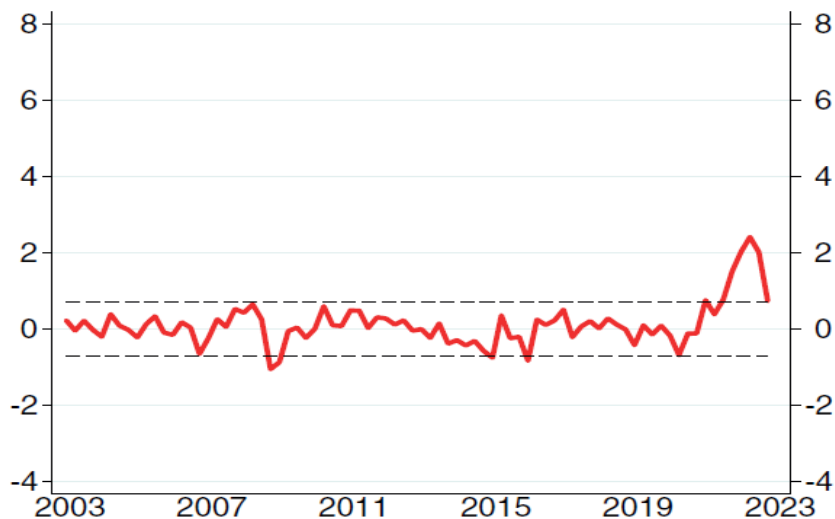


Что думает про всё это Банк Италии и ЕЦБ? (2023)

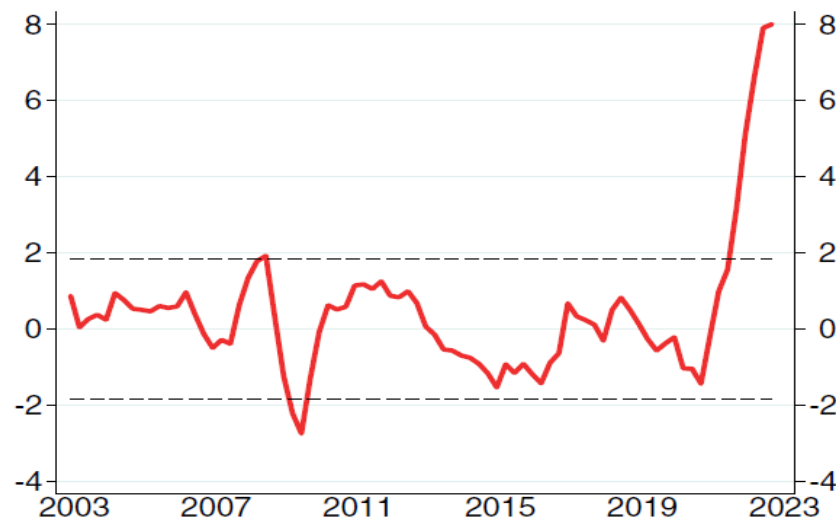
- Ошибки предсказания инфляции на 1 и 4 квартала в 5-7 раз больше в 2022, чем до этого
- Вероятно, сильно недооценено было влияние сырьевых цен

ECB/Eurosystem projections errors for euro area headline inflation (percentage points)

1 quarter ahead projection errors



4 quarters ahead projection errors



Source: Bank of Italy and ECB.

Note: dashed lines denote an interval around zero of plus/minus two standard deviations of projection errors realized in 2003-2020; latest observation: 2022 Q4.

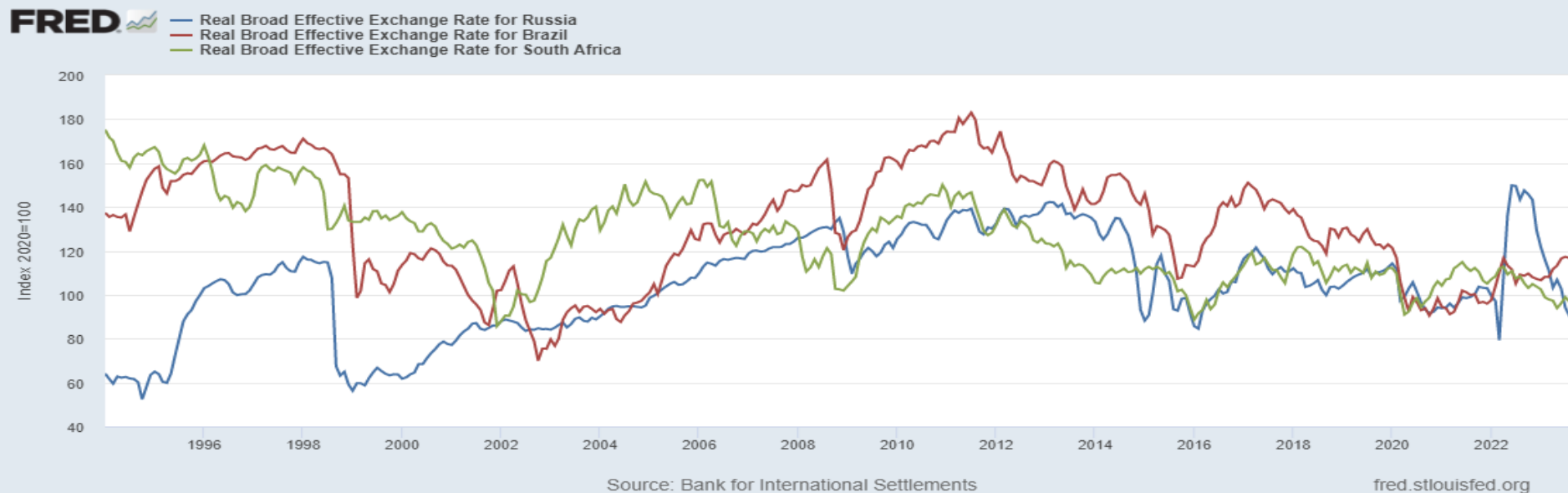
Как выглядит Sacrifice Ratio после 2023?

- [Банк Италии](#): «On the same note, I do not believe that a **recession** is inevitable for reducing inflation.» ([МВФ](#), окт 2023: Еврозона +0,7% в 2023, +1,2% в 2024; в Германии -0,5% в 2023, +0,9% в 2024)
- Обычная оценка по странам ОЭСР ([Ball 1993](#)) – падение инфляции на 1% означает снижение ВВП временно на **0-3.6%**

- [Статья 2023](#)
- Данные по США, Германии, Великобритании и Канаде
 1. Судя по всему, повышение ставок для борьбы с инфляцией «всегда» заканчивалось сильным падением роста или рецессией
 2. Модели, которые они оценивают, показывают лучшие результаты по инфляции в 2020-2022, если их обучать на данных до 1985 (а высокая инфляция была в 1970-начале 1980)
 3. Симуляции моделей показали, что ставку ФРС в 2023 придётся повышать выше, чем до 5,5%

А что мы знаем про перенос из курса в цены? (2019, 2020)

- Для стран BRICS есть дополнительные оценки переноса из изменения курса в инфляцию
 1. Даже в Бразилии и ЮАР, других странах с плавающим курсом, перенос из курса в инфляцию ниже (20% vs 60% в России за три года)
 2. И есть существенная нелинейность, перенос сильный в сложных условиях (рецессии, сильное изменение курса)
- Но: реальный курс задаёт вопрос «где начинать». За много лет перенос фактически 100% - реальный курс не изменился в трёх



Выводы

1. Качество прогнозов пострадало. Нужны разные модели, может быть, машинное обучение тоже будет помогать
2. Время «после Великой Рецессии» оказалось слишком успокаивающим. Обучать модели только на 2010-2019 и без инфляционных периодов опасно
3. Асимметрия реакции на отдельные рынки не нужна. Лучше сконцентрироваться на деловой активности «в целом»
4. Повышать ставку «когда-то потом» не имеет смысла. Это, вероятно, приведёт к росту и спирали инфляции. Поэтому при получении новых данных стоит сразу реагировать, а не использовать «temporary»
5. В развивающихся странах, вероятно, валютный курс играет существенную роль, поэтому интересно, будет ли он важным дальше