

О.К. Шибанов

РЭШ, Программа «Финансы, инвестиции, банки», Москва

Уроки для центральных банков: инфляция 2021–2023 гг.

Аннотация. Инфляция в мире в 2021–2023 гг. оказалась неожиданно высокой — это самый серьезный эпизод глобального роста цен с нефтяных шоков 1970-х годов. В ответ на это центральные банки постепенно повышали ставки, и к концу 2023 г. инфляция существенно затормозилась. Но центральным банкам пришлось признать, что было сделано несколько ошибок, в том числе со слишком поздним стартом роста ставок (ФРС и ЕЦБ — только с весны 2022 г.), неточными моделями оценки инфляции и слишком большими опасениями по поводу потенциальной рецессии. В статье обсуждаются вопросы вклада спроса и предложения в инфляцию США, Европы и России, оценивается скорость реакции центрального банка на повышенный рост цен и предлагается несколько выводов для центральных банков. Главные задачи на будущее — применять более широкие ансамбли моделей, более оперативно реагировать на инфляционные процессы и не игнорировать исторических данных, которые могут казаться слишком устаревшими.

Ключевые слова: инфляция, центральные банки, прогнозные модели, денежно-кредитная политика.

Классификация JEL: E00, E31, E52, E58.

Для цитирования: Шибанов О.К. (2024). Уроки для центральных банков: инфляция 2021–2023 гг. // Журнал Новой экономической ассоциации. № 1 (62). С. 240–245.

DOI: 10.31737/22212264_2024_1_240-245

EDN: ACGROB

Введение: инфляция в 2021–2023 гг.

Период 2021–2023 гг. стал эпизодом самой высокой глобальной инфляции с 1980-х годов (рис. 1). При этом под ценовым давлением оказались и развитые, и развивающиеся страны. Например, в США в 2021–2022 гг. инфляция по итогам года достигла соответственно 7 и 6,5%, в Германии — 4,9 и 8%, в России — 8,4 и 11,94%. Но в развитых странах эта проблема оказалась особенно неожиданной — казалось, что после нефтяных шоков 1970-х годов и дезинфляции Волкера в 1980-х годах центральные банки (ЦБ) уже научились работать с ростом цен, и даже в финансовый кризис 2007–2009 гг. или в пандемию 2020 г. инфляция оставалась низкой. Но именно пандемия и стала отправной точкой дальнейших изменений.

Почему сложилась такая ситуация? Дискуссия экономистов отмечает многие факторы: бюджетные расходы для поддержки граждан и бизнеса в 2020 г., рост цен на энергетические товары, особенно в странах Европы, ухудшение и удорожание логистики, резкое восстановление спроса на товары в конце 2020 и 2021 г., рост заработных плат из-за жесткого рынка труда в США и России, структурная перестройка торговли и т.д. Дополнительную роль сыграла и инерционность высокой инфляции, и повышение инфляционных ожиданий, что помогало бизнесу повышать цены,

а гражданам — торговаться за более высокие заработные платы.

Отдельную роль сыграли низкие ставки, которые в США и Европе начали повышать только в 2022 г., когда уже минимум год было понятно, что инфляция значительно превышает цели ЦБ. Реальные ставки, которые примерно аппроксимированы как разница текущей ставки ЦБ и инфляции за последние 12 месяцев, долгое время в развитых странах оставались отрицательными (рис. 2). Это медленное ужесточение денежно-кредитной политики стало дополнительной движущей силой быстрого роста цен. Но какие факторы были основными в отдельных экономиках?

Причины инфляции — заметно разные по странам

Причины высокой инфляции в США, странах Европы и России несколько отличаются — исследования показывают, что везде факторы спроса сыграли существенную роль, но со стороны предложения влияние было неодинаковым.

В США председатель Совета управляющих Федеральной резервной системы Джером Пауэлл использовал термин «transitory» («временная») по отношению к инфляции с марта по ноябрь 2021 г. При этом к концу этого времени она превысила 6,8% (при цели ФРС в 2%). Тот факт, что ФРС не повышала ставки до марта 2022 г., стал существен-

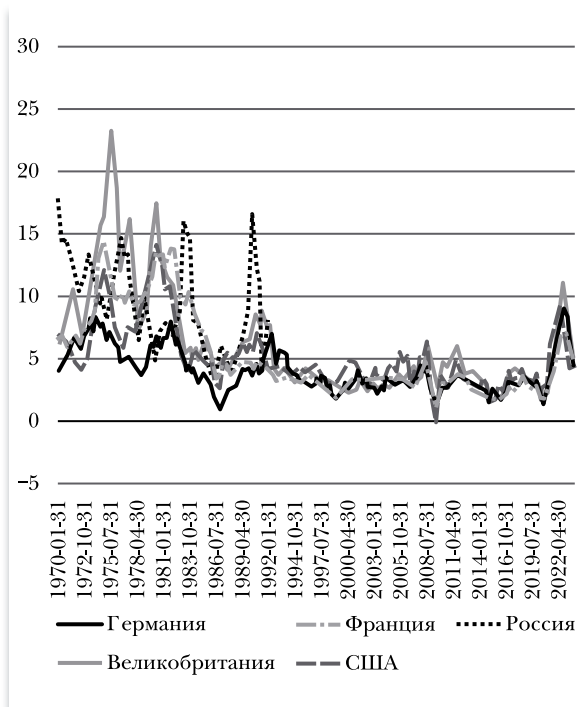


Рис. 1.

Динамика инфляции за последние 12 месяцев в отдельных странах

Источник: Bank for International Settlements.

ной составляющей роста спроса в США. Оценки вклада факторов спроса и предложения в рост цен сделаны в том числе в статье МВФ (Firat, Hao, 2023), – и в США, и в странах Европы около половины вклада давал спрос (рис. 3). При этом в США именно спрос на товары после пандемийного 2020 г. быстро восстановился, в том числе в результате большой фискальной поддержки государства и недоступности услуг (кино, рестораны и т.п.). Рост спроса заставил компании нанимать и повышать заработные платы, – в результате безработица снизилась менее чем до 4% уже в 2022 г.

Авторы (Blanchard, Bernanke, 2023) оценили количественно отдельные компоненты – недостаточное предложение товаров, энергетика в 2021 г., жесткий рынок труда, и даже цены на продовольствие, внесли свои вклады в инфляцию в США (рис. 4). Энергетические цены сыграли не столь значительную роль, хотя их влияние по годам было разным – с большим вкладом в 2021 г. и скорее нулевым – в остальные годы.

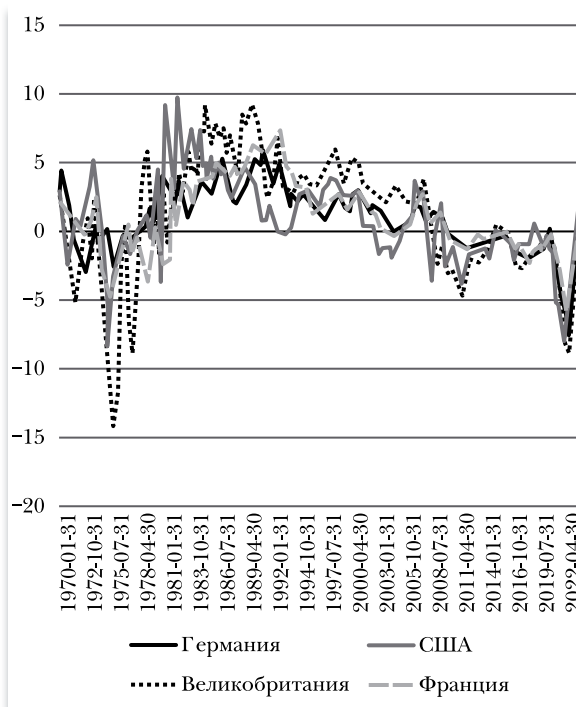


Рис. 2

Реальные ставки посчитаны как разница текущей ставки ЦБ и инфляции за последние 12 месяцев

Источник: Bank for International Settlements.

График на рис. 1 показывает, что спрос существенно повлиял на рост цен также и в странах Европы. Но здесь влияние предложения существенно отличалось от его влияния в США. Во-первых (Bańbura, Bobeica, Hernández, 2023), цены на энергетические товары сильно выросли, как из-за внутреннего спроса, так и из-за разрыва цепочек поставок с Россией. На пике цены на газ увеличивались в десять раз по сравнению с 2020 г. Во-вторых, сыграли роль глобальные цепочки поставок – логистика после пандемии стала сложнее, а сотрудничество с Китаем постепенно усложняется из-за взаимных ограничений. Рынок труда оставался достаточно гибким, а заработные платы росли медленно из-за высокой безработицы.

Наконец, в России решение повышать ставку уже в 2021 г. было адекватно ценовому давлению (рис. 5). Но высокая инфляция (8,4% – в 2021 г.; 11,94% – в 2022 г.; 7,42% – в 2023 г.) была связана в том числе со структурной перестройкой, поиском новых торговых партнеров и значитель-

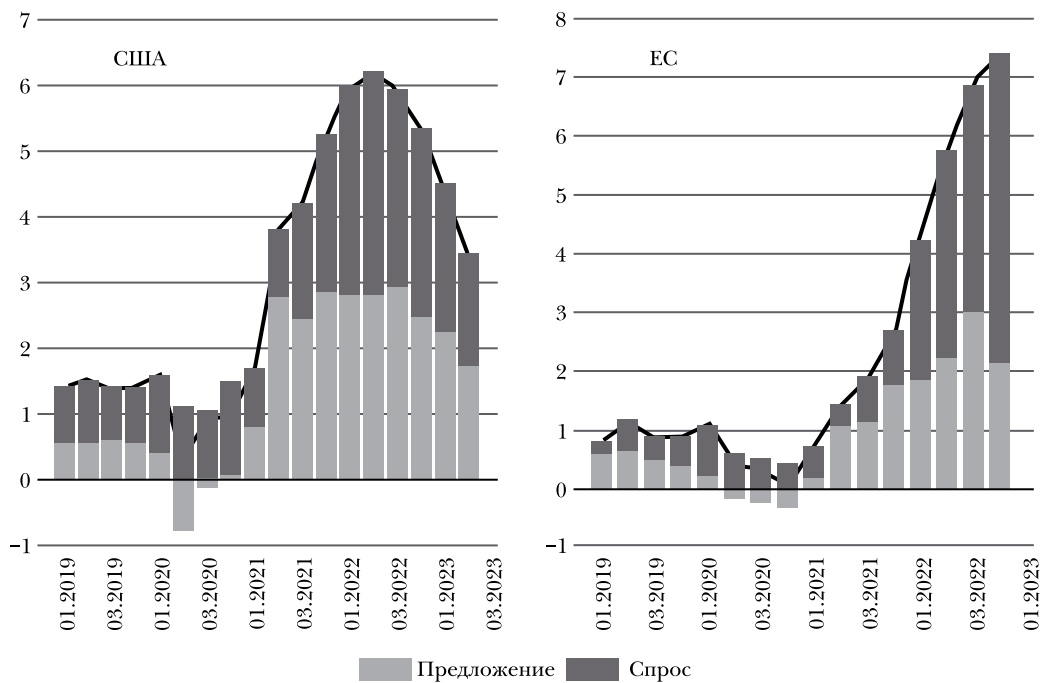


Рис. 3.

Вклад в инфляцию (черная кривая, %) факторов спроса и предложения в странах Европы и США

Источник: Firat, Hao, 2023.



Рис. 4.

Вклад в квартальную инфляцию (на графике – черная кривая) отдельных факторов в Европе и США

Источник: Blanchard, Bernanke, 2023.

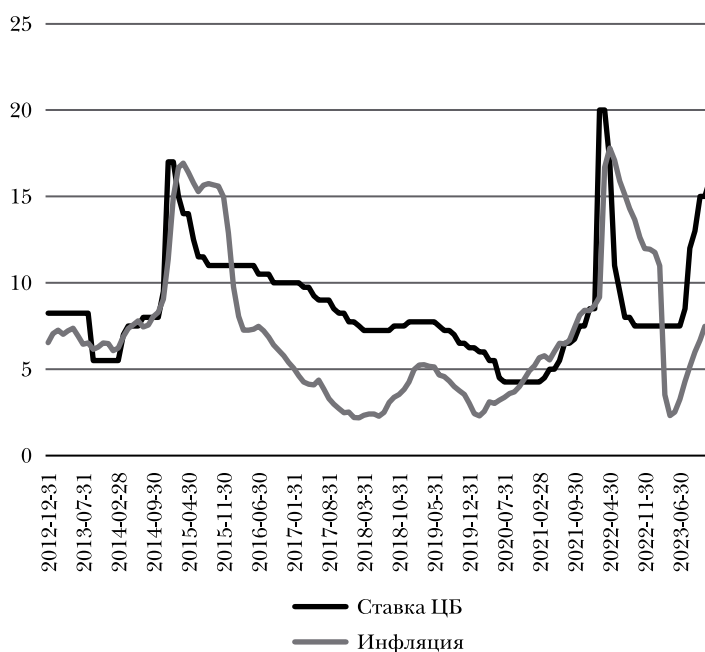


Рис. 5.

Инфляция за последние 12 месяцев и ставка Банка России, %

Источник: Bank for International Settlements.

ным удорожанием логистики. Ослабление рубля исторически примерно соответствовало разнице накопленного уровня инфляции в России и США. При этом в эпизоде 2021–2023 гг. курс снижался из-за изменения торговли и был частью объяснения повышенной инфляции. Оценки исследований (Jiménez-Rodríguez, Morales-Zumaquero, 2019; Balcilar et al., 2020) показывают, что до 2020 г. в России перенос (pass-through) из изменения курса в инфляцию был существенно выше, чем в других странах БРИКС. Может быть, это свойство сохранилось и в 2021–2023 гг.

Какие выводы можно сделать?

Можно ли выделить какие-то специфические свойства макрополитики, которые особенно сильно повлияли на такой рост инфляции и медленную реакцию на них ЦБ? На мой взгляд, таких свойств три: некоторое изменение в подходах ФРС по итогам обзора макрополитики 2020 г.; прогностические модели инфляции; опасность попасть в новую рецессию после кризиса 2020 г.

Начнем с первого. ФРС провела обзор макрополитики в 2018–2020 гг. В августе 2020 г.

были опубликованы результаты этого исследования¹. Вот его основные выводы:

1) возможно, «полная занятость» в ближайшие годы будет более важным показателем, чем инфляция;

2) ФРС готова пойти на повышенную инфляцию после периодов пониженной инфляции;

3) поскольку количественно не получается точно оценить «полную занятость», то сложно выявить, при каком уровне безработицы рынок труда является сбалансированным. Поэтому ФРС смотрит на многие параметры, определяя равновесие.

Я думаю, что эти выводы ФРС привели к тому, как она затем действовала в 2021–2023 гг. Высокая, но временная безработица в пандемию 2020 г. привела к ожиданию медленного восстановления занятости в соответствии с кризисом 2007–2009 гг., поэтому ФРС решила не повышать ставку, пока рынок труда не придет в равновесие. Однако безработица очень быстро снизилась, и уже к концу 2021 г. она достигла 3,9%. Решению не повышать ставку помогло и то, что инфляция с 2010 по 2020 г. была низкой, — в среднем около 1,7%. Поэтому можно утверждать, что концентрация на рынке труда и его

¹ «Основные выводы обзора макрополитики ФРС», 2020 г. (<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/guide-to-changes-in-statement-on-longer-run-goals-monetary-policy-strategy.htm>).

устойчивость затруднила ФРС повышение ставки в соответствии с динамикой инфляции.

Второй проблемой для реакции ЦБ были прогностические модели. Что в США, что в Европе они не были настроены достаточно хорошо, чтобы предсказывать эпизод 2021–2023 гг. с необходимой точностью. Например, «Обзоры профессиональных прогнозистов» (Survey of Professional Forecasters), ФРС и аналитиков одинаково предполагали значительно более быстрое снижение инфляции, чем происходило в реальности (Eggertsson, Kohn, 2023). ЕЦБ даже обучал свои модели на данных 2010–2019 гг. (Visco, 2023), т.е. на времени с низкой инфляцией, и поэтому ошибки прогноза в 2022 г. оказались выше в 5–7 раз, чем для предыдущих лет. Это еще раз напоминает, что нам нужны как наборы моделей (вероятно, в том числе с новыми методами – машинного обучения и т.п.), так и длинные ряды данных. Для России подобная проблема может быть менее важной, потому что наша инфляция постоянно подвержена внешним шокам – то из-за перестройки экономики, то из-за изменения цен на экспортные товары, и мы в любом случае будем работать с высокой инфляцией. Модели машинного обучения для прогноза инфляции в России уже используются (Павлов, 2020) и, по моему опыту, дают хорошие результаты на год вперед.

Третья причина сложности в повышении ставок также часто оказывается мотивом поведения центральных банков. Они оказываются в ситуации сложного выбора – между быстрым снижением инфляции и рецессией или – медленным снижением инфляции с положительным ростом ВВП. Как показывает статья (Cecchetti et al., 2023), с 1950 г. и до 2022 г. в крупных экономиках (США, Великобритания, Германия и Канада) не было ни одного примера замедления инфляции без одновременного сильного падения экономического роста или рецессии. Кажется, мы наблюдаем, как борьба с инфляцией и международная конкуренция уже затормозили европейские экономики: рост ВВП 2023 г. для Германии (–0,3%) и Франции (0,8%) заметно ниже потенциального роста. После кризиса 2020 г. с большими падениями ВВП в богатых странах могла сформироваться очень осторожная позиция по борьбе с инфляцией – похожая, конечно, на первый мотив – см. выше о рынке труда.

Заключение

Итак, из истории инфляционного давления 2021–2023 гг. мы можем сделать следующие выводы.

Качество прогнозов, даже у ЦБ, существенно пострадало как из-за использования ограниченного круга данных, так и из-за не очень успешно работав-

ших моделей. Возможно, понадобится расширение круга моделей. Может быть, машинное обучение тоже поможет прогнозировать точнее.

Время после Великой рецессии оказалось слишком успокаивающим. Обучать модели только на данных 2010–2019 гг. (и любого другого «тихого периода») и совсем без высоко инфляционных эпизодов опасно.

Асимметрия реакции на отдельные рынки (например, на безработицу) не нужна. Если инфляция начинает повышаться, ЦБ выгоднее сконцентрироваться на деловой активности в целом и помогать экономике прийти в равновесие при растущих ставках.

Повышать ставку «когда-то потом» не имеет смысла. Это, вероятно, приведет к спирали инфляции. Поэтому при получении новых данных реагировать стоит сразу, а не использовать слова вида «temporally».

Если США удастся снизить инфляцию без замедления экономики в 2024–2025 гг., это будет редкий случай мягкой посадки, почти уникальный после 1950 г.

В развивающихся странах, вероятно, валютный курс все еще играет существенную роль в динамике инфляции. Поэтому интересно, останется ли он важным фактором и дальше. Многие годы таргетирования инфляции в Бразилии снизили эффект переноса из курса в инфляцию, но в России до 2021 г. он оставался значительным.

ЛИТЕРАТУРА / REFERENCES

- Павлов Е.** (2020). Прогнозирование инфляции в России с помощью нейронных сетей // *Деньги и Кредит*. Т. 79 (1). С. 57–73. Режим доступа: <https://rjmf.econs.online/2020/1/forecasting-inflation-in-russia-using-neural-networks/> [**Павлов Е.** (2020). Forecasting inflation in Russia using neural networks. *Russian Journal of Money and Finance*. 79 (1), 57–73. Available at: <https://rjmf.econs.online/2020/1/forecasting-inflation-in-russia-using-neural-networks/> (in Russian).]
- Balcilar M., Roubaud D., Usman O., Wohar M.E.** (2020). Testing the asymmetric effects of exchange rate pass-through in BRICS countries: Does the state of the economy matter? *The World Economy*. Available at: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/twec.12990>
- Bañura M., Bobeica E., Hernández C.M.** (2023). What drives core inflation? The role of supply shocks. *ECB Working Paper 2875*. Available at: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2875-e585ae652b.en.pdf>

- Blanchard O.J., Bernanke B.S.** (2023). What caused the US pandemic-era inflation? *NBER Working Paper*. Available at: <https://www.nber.org/papers/w31417>
- Cecchetti S.G., Feroli M.E., Hooper P., Mishkin F.S., Schoenholtz K.L.** (2023). Managing disinflations. *U.S. Monetary Policy Forum. Working Paper*. Available at: <https://www.chicagobooth.edu/-/media/research/igm/docs/usmpf-2023-conference-version.pdf>
- Eggertsson G.B., Kohn D.** (2023). The inflation Surge of the 2020s: The role of monetary policy. *Working Paper*. Available at: https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2023/07/WP87-Eggertsson-Kohn_7.25.pdf
- Firat M., Hao O.** (2023). Demand vs. supply decomposition of inflation: Cross-country evidence with applications. *IMF Working Paper*. Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4619832
- Jiménez-Rodríguez R., Morales-Zumaquero A.** (2019). BRICS: How important is the exchange rate pass-through? *The World Economy*. DOI: 10.1111/twec.12885
- Visco I.** (2023). Monetary policy and the return of inflation. *Bank of Italy and ECB*. Available at: https://i2.res.24o.it/pdf2010/Editrice/ILSOLE24ORE/ILSOLE24ORE/Online/_Oggetti_Embedded/Documenti/2023/02/11/Governor-Visco-Warwick-110223.pdf

Поступила в редакцию 29.02.2024

Received 29.02.2024

O.K. Shibarov

New Economic School (NES), Program “Master of Arts in Finance”, Moscow, Russia

Lessons for the central banks: Inflation in 2021–2023

Abstract. The world inflation in 2021–2023 was unexpectedly high – and that was the most serious global inflation episode after the oil shock of 1970th. The response of the Central banks (CB) was to increase interest rates, and by the end of 2023 inflation has hampered. Yet CBs had to accept that they made a number of errors – namely, too late start of the rate rising (in the US and EU – from the Spring of 2022), inaccurate inflation modelling, and too strong expectations of possible recession. I show how the literature thinks about the contribution of supply and demand factors into inflation in the US, EU and Russia. The speed of CB reaction to higher price increase is estimated, several steps for the CBs are valued. The main ones – use more distinct models, react fast to the inflation processes, and do not ignore historic data that might seem outdated.

Keywords: *inflation, Central banks, forecasting models, monetary policy.*

JEL Classification: E00, E31, E52, E58.

For reference: **Shibarov O.K.** (2024). Lessons for the central banks: Inflation in 2021–2023. *Journal of the New Economic Association*, 1 (62), 240–245 (in Russian).

DOI: 10.31737/22212264_2024_1_240-245

EDN: ACGROB