

Глобальная инфляция: современный детерминизм и вызовы для политики

Смирнов Евгений Николаевич

Д-р экон. наук, и.о. зав. каф. мировой экономики и международных экономических отношений

ORCID: 0000-0002-9325-7504, e-mail: smirnov_en@mail.ru

Государственный университет управления, 109542, Рязанский пр-кт, 99, г. Москва, Россия

Аннотация

Настоящая статья посвящена исследованию детерминант глобальной инфляции, обуславливающих ее в последние десятилетия и на современном этапе под воздействием каскадных шоков в мировой экономике и финансовой системе. Актуальность проблем, обобщенных и проанализированных в статье, объясняется значительными рисками продолжительности инфляции на современном этапе, на которую воздействует все большее количество шоков со стороны спроса, предложения, глобальной финансовой системы, и в этих условиях даже адаптивная монетарная политика может перестать быть эффективной. Цель исследования — на основе ретроспективного анализа оценить характер и масштабы уязвимости экономик развитых и развивающихся стран вследствие инфляционных потрясений и выявить фундаментальные детерминанты инфляции в условиях кризиса. Достижение указанной цели предполагало решение таких приоритетных задач, как: выявление факторов динамики глобальной инфляции с учетом рисков стагфляционных и рецессионных тенденций в мировой экономике; определение новых детерминант инфляции в условиях изменения масштабов и структуры мирового финансового рынка; оценка механизмов корректировки и адаптации монетарной политики в условиях нынешней инфляции; рассмотрение современного характера шоков спроса и предложения и их воздействия на глобальную инфляцию. Нынешний инфляционный шок является беспрецедентным, и в настоящем исследовании дана его оценка в историческом контексте и на предмет его схожести и отличий со значимыми эпизодами инфляции, наблюдавшимися в послевоенные десятилетия. Проанализированы ключевые факторы инфляции на современном этапе в их взаимосвязи с ключевыми трендами монетарной политики.

Ключевые слова: инфляция, стагфляция, экономический рост, монетарная политика, мировые цены, мировой финансовый рынок, центральный банк, заработная плата, международная торговля, глобальные цепочки создания стоимости

Для цитирования: Смирнов Е.Н. Глобальная инфляция: современный детерминизм и вызовы для политики // Управление. 2024. Т. 12. № 2. С. 40–50. DOI: [10.26425/2309-3633-2024-12-2-40-50](https://doi.org/10.26425/2309-3633-2024-12-2-40-50)

Received: 28.02.2024

Revised: 13.04.2024

Accepted: 20.04.2024

Global inflation: modern determinism and challenges for policy

Yevgeny N. Smirnov

Dr. Sci. (Econ.), Acting Head of the World Economy and International Economic Relations Department

ORCID: 0000-0002-9325-7504, e-mail: smirnov_en@mail.ru

State University of Management, 99, Ryazansky prospekt, Moscow 109542, Russia

Abstract

The article studies global inflation determinants, causing it in recent decades and at the present stage under the influence of cascading shocks in world economy and financial system. The relevance of the problems summarized and analyzed in the article is explained by the significant risks of the inflation duration at the present stage, which is affected by an increasing number of shocks from demand, supply, and global financial system. In these conditions, even adaptive monetary policy may cease to be effective. The purpose of the study is to assess the nature and extent of developed and developing countries' economies vulnerability due to inflationary shocks and to identify the inflation fundamental determinants in crisis conditions on the basis of retrospective analysis. Achievement of the goal implied the solution of such priority tasks as: global inflation dynamics factors identification considering the risks of stagflationary and recessionary trends in world economy; inflation new determinants identification in the context of changes in the scale and structure of the global financial market; assessment of monetary policy adjustment and adaptation mechanisms in the current inflationary environment; consideration of the current nature of supply and demand shocks and their impact on global inflation. The current inflationary shock is unprecedented, and the study assesses it in its historical context and for its similarities and differences with significant inflation episodes observed in the post-war decades. The key factors of inflation at the present stage have been analyzed in their relationship with the monetary policy key trends.

Keywords: inflation, stagflation, economic growth, monetary policy, world prices, global financial market, central bank, wages, international trade, global value chains

For citation: Smirnov Ye.N. (2024). Название. *Upravlenie / Management (Russia)*, 12 (2), pp. 40–50. DOI: 10.26425/2309-3633-2024-12-2-40-50



Введение / Introduction

В послевоенной ретроспективе первый инфляционный шок начался в 1973 г. со скачка мировых цен на нефть, и далее наблюдался резкий рост инфляции, сопровождавшийся девальвацией долл. США в номинальном эффективном выражении; при этом глобальная инфляция была стабильной до наступления рецессии в 1982 г. Позднее в мире наблюдалось серьезное снижение глобальной инфляции (в 1974–2019 гг. – с 16,9 до 2,3 %), в качестве причин которой в научной литературе справедливо указываются четкая направленность монетарной политики на достижение стабильности цен, а также растущая и быстрая глобализация рынков товаров, услуг, капитала и рабочей силы [Ha et al., 2019]. В период так называемой «Великой умеренности» (1990–2000-е гг.) инфляция снизилась настолько, что к 2000-м гг. в ряде развитых стран серьезной проблемой стала дефляция. В преддверии пандемического кризиса COVID-19 инфляция во всех развитых странах была ниже целевых диапазонов, а в половине развивающихся стран, применявших таргетирование, оставалась в пределах этих диапазонов.

Проблемы, затрагиваемые в настоящем исследовании, актуализировались в связи с новым серьезным инфляционным шоком, произошедшим с началом проведения специальной военной операции (далее – СВО) на Украине в феврале 2022 г. Однако изменение факторов инфляции наблюдалось уже с начала пандемии, когда глобальная инфляция снижалась по мере уменьшения потребления и инвестиций в мире, что частично компенсировал инфляционный эффект перебоев в поставках. Эти перебои позднее (с мая 2020 г.) начали проходить по мере восстановления международной торговли и глобального производства, однако спрос стал резко восстанавливаться (в том числе за счет онлайн-торговли), оказывая повышательное давление на инфляцию. В 2021 г. инфляция ускорилась вследствие восстановления глобального экономического роста, роста мировых цен на нефть и потрясений предложения. После начала СВО скачки мировых цен на нефть еще в большей степени подстегнули инфляцию, и краткосрочные инфляционные ожидания усилились (частично оттого, что Российская Федерация (далее – РФ, Россия) – значительный экспортер многих видов сырья).

Сбои в отгрузке и дефицит предложения усугубили рост мировых цен на сырье и усилили глобальную инфляцию. Большинство развитых и развивающихся стран по мере замедления роста ужесточили монетарную политику. Существуют риски сохранения высокой инфляции в течение длительного времени, например, вследствие сохранения перебоев

с поставками или роста мировых цен на сырье, если конфликт затянется. При сохранении высокой инфляции возрастет риск встраивания более высоких инфляционных ожиданий в поведение по установлению цен и заработной платы.

Исторические параллели стагфляции и инфляции / Historical parallels of stagflation and inflation

Нынешний быстрый рост цен вызвал опасения по поводу окончания эпохи низкой инфляции. В последние десятилетия ряд дезинфляционных сил (глобализация, технологические достижения, быстрый рост населения) стимулировал глобальное расширение производства. По мере ослабления их действия наряду с потрясениями предложения инфляция может продолжить рост, как и в 1970-е гг., когда адаптивная политика и потрясения предложения вызвали длительную стагфляцию. Аналогии с 1970-ми гг. прослеживаются в том, что, помимо шоков предложения и стабильно высокой краткосрочной инфляции, имеют место перспективы ослабления долгосрочного роста мировой экономики, а развивающиеся страны уязвимы к ужесточению монетарной политики развитых стран, необходимому для сдерживания инфляции.

В связи с этим возникают опасения по поводу стагфляции на основе комбинации инфляции и замедления экономического роста. Точного определения стагфляции нет, однако под этим в самом общем виде принято понимать одновременный комбинированный шок низкого роста и высокой инфляции (либо же рост и вовсе является отрицательным), при этом некоторые авторы указывают, что высокого уровня достигает и безработица [Barsky, Kilian, 2002; Welsch, 2007].

Ситуация со стагфляцией также имеет историческую аналогию, поскольку более жесткая политика по сдерживанию инфляции в начале 1980-х гг. спровоцировала глобальную рецессию в 1982 г. и ряд долговых кризисов в развивающихся странах. Нынешние перебои с поставками и шоками предложения напоминают энергетические кризисы 1970-х гг. с беспрецедентным ростом мировых цен на нефть. Замедление глобального роста в свою очередь еще больше выражено, чем после рецессии 1975 г. Мировая экономика вышла из глобальной рецессии уже в 2020 г., как это было после рецессии 1975 г. Нынешняя рецессия была менее резкой, чем ранее, а прогнозируемое замедление роста намного круче. В 1975 г. глобальная рецессия последовала за беспрецедентным потрясением мирового рынка нефти. Цена на нефть многократно возросла после нефтяного

эмбарго Организации стран-экспортеров нефти в конце 1973 г., и, хотя оно закончилось уже в начале 1974 г., шок предложения, вызванный ростом мировой цены на нефть, обусловил существенный рост инфляции и глубокое сокращение производства.

В 2021–2024 гг. ожидается замедление глобального роста, в два раза большее, чем было в 1976–1979 гг., и оно будет особенно заметным в развитых странах. Структурное ослабление роста в 2020-х гг. по сравнению с 2010-ми гг. также будет напоминать его ослабление во время стагфляции в 1970-е гг. (справочно: в 1960–1970-е гг. глобальный рост замедлился в среднем на 1,2 %, в 1980-е гг. — еще на 1,1 %) [Kose, Ohnsorge, 2020].

И сейчас, и тогда в преддверии потрясений проводилась крайне адаптивная монетарная политика, тогда как процентные ставки долгое время были отрицательными. Прошлый опыт показал, что поддержка с повышением ставок потребовала в итоге еще большего их увеличения. Ввиду того, что в развитых странах наблюдаются несколько месяцев инфляции выше целевого уровня, может потребоваться еще более жесткая политика (то есть более высокие ставки), чтобы вернуть инфляцию к целевым значениям, что может спровоцировать так называемую «жесткую посадку» в форме стагфляции.

Нынешняя ситуация наводит также на сравнения с переоценкой потенциального роста и недооценкой разрыва производства в 1970-е гг. Тенденция к замедлению потенциального роста также связана с постоянным снижением нейтральной реальной процентной ставки, которое является, как это отмечено в литературе, «международным явлением», то есть обусловлено общими для многих стран событиями, а не национальными факторами [Holston, Laubach, Williams, 2017, p. 71]. Разрыв между фактическими и нейтральными реальными ставками указывает на степень адаптивности монетарной политики. В 2020 г. были более отрицательные реальные процентные ставки (– 3,4 %), чем в 1970-е гг. (около 0 %), и также наблюдался разрыв между нейтральными ставками. Л. Саммерс и Л. Рэйчел отмечают, что, поскольку нейтральная ставка ненаблюдаема, ее трудно оценить, что зависит от многих факторов и они лишь незначительно связаны с трендом роста выпуска [Summers, Rachel, 2019].

Наконец, развивающиеся страны вновь перегружены заимствованиями, что может привести к кризису. В 1970–1980-х гг., как и сегодня, повышенная инфляция, слабое финансовое положение и повышенный долг развивающихся стран сделали их крайне уязвимыми перед ужесточением финансовых условий. В некоторых исследованиях особо указы-

вается, что в 1970-е гг. стагфляция совпала с первой волной накопления глобального долга в современном мире (позже было четыре волны — 1970–1989 гг., 1990–2001 гг., 2002–2009 гг. и после 2010 г.) [Kose et al, 2020]. Низкие глобальные реальные процентные ставки и бурное развитие рынков синдицированного кредитования обусловили стремительный рост долга развивающихся стран Латинской Америки и Африки, причем большей частью этот долг был краткосрочным и номинирован в иностранной валюте.

В конце 1970-х гг., когда Федеральная резервная система Соединенных Штатов Америки (далее — ФРС США) начала резко ужесточать монетарную политику для сдерживания инфляции, мир столкнулся с каскадом долговых кризисов. В 2010-е гг. наблюдалась четвертая (нынешняя) волна глобального роста долга, и это накопление долга стало самым масштабным за последние пять десятилетий. Как скорость накопления, так и величина долга усиливают связанные с этим риски; возросла зависимость от нетрадиционных кредиторов частного сектора. Эти обстоятельства повышают вероятность нового каскада долговых кризисов, как это было в 1980-е гг.

Ускорение инфляции, потрясения фондовых рынков, замедление глобального экономического роста, нестабильность политической ситуации в ряде развивающихся стран-поставщиков сырья, а также сбои в глобальных цепочках создания стоимости (далее — ГЦСС) напоминают стагфляционные тенденции 1970-х гг. В связи с этим часто слышны рекомендации о том, что необходимо ужесточать, делать более агрессивной монетарную политику, что позволит закрепить инфляционные ожидания и избежать издержек периода роста процентных ставок, как это было в 1979–1981 гг., когда совокупное повышение процентных ставок ФРС США составило почти 9 %.

Эти рекомендации с большим акцентом на фискальной политике повторяют ошибки 1980-х гг., которые привели к росту бедности, неравенства и замедлению экономического роста, особенно в развивающихся странах. Основная ошибка — убежденность в том, что монетарная политика исключительно способна обеспечивать продолжительный и стабильный рост стран, не воздействуя на объем валового выпуска в той или иной экономике, как это указывает в своих исследованиях О. Бланшар [Blanchard, 2018]. В действительности переход к более агрессивной и жесткой монетарной политике в начале 1980-х гг. привел к глубоким структурным сдвигам в распределении между странами, поэтому данный подход не всегда может быть правильным.

Исторический опыт указывает на значительный риск продолжительности инфляции, поскольку ее факторы могут сохраниться в перспективе вследствие сбоев на товарных рынках, а также потому, что факторы, долгое время способствовавшие низкой инфляции, постепенно исчезают. В мире наблюдается замедление роста ППС, производительности и научно-технического прогресса. Кроме того, монетарная и фискальная политика может стать менее дисциплинированной. Есть риск сохранения вялой глобальной экономической активности и замедления роста, поскольку многие страны испытывают побочные вторичные эффекты от конфликта. Многие структурные детерминанты экономического роста ослабевают. Так, отмечается снижение производительности труда после глобального кризиса 2008–2009 гг. как следствие ослабления совокупной факторной производительности и инвестиций [Dierpe, 2021]. В результате пандемии сократились инвестиции и разрушились цепочки поставок, что в долгосрочной перспективе окажет понижающее давление на экономический рост.

В 1970-е гг. центральные банки развитых стран резко повысили процентные ставки, что обусловило глобальную рецессию и долговые кризисы развивающихся стран, однако, если стагфляция усилится в современных условиях, развивающиеся страны столкнутся с новыми проблемами ввиду слабо закрепленных инфляционных ожиданий, ослабления фундаментальных детерминант роста и растущей финансовой уязвимости. Это заставляет развивающиеся страны укреплять свои внешние и фискальные резервы, а также основы монетарной политики.

Глобальные перебои с поставками сохраняются, тогда как действие структурных факторов, подавляющих инфляцию в последние десятилетия, проходит. Это вызывает опасения по поводу стагфляции и ущерба от нее для мировой экономики, о чем свидетельствует исторический опыт. Между тем текущие риски стагфляции вызывают все более серьезные споры и дискуссии, в частности опасения, что нынешняя инфляция может стать постоянной после двух десятилетий стабильно низкой инфляции. Можно также провести параллели с историей, указывая на то, что и сегодня, и в 1970-е гг. наблюдались отрицательные реальные процентные ставки, усиливающие риск спирали цен и заработной платы. Следует также учитывать нелинейный характер кривой Филлипса, характеризующей взаимосвязи между инфляцией и безработицей, поэтому при ограниченном росте безработицы текущие ожидания снижения инфляции могут быть слишком оптимистичными.

Кроме того, если продолжать проводить параллели с 1970-ми гг., необходимо указать, что в стимулировании инфляции большую роль играют политически мотивированные расходы. Однако могут иметь место и серьезные отличия от того периода, поскольку характер монетарной политики был иным, а с 1980-х гг. в мире был накоплен серьезный опыт борьбы с инфляцией, который может предотвратить нынешнюю стагфляцию, в пользу чего также свидетельствует стабильность долгосрочных инфляционных ожиданий (по крайней мере так рассуждают Д. Райфеншнайдер и Д. Уилкоккс) [Reifenschneider, Wilcox, 2022]. К тому же необходимо остерегаться неправильной интерпретации исторического опыта: сильное ужесточение политики в ответ на потрясения предложения (дабы компенсировать предыдущее чрезмерное ослабление политики) может вызвать рецессию.

Специфика и характер глобальной инфляции в современных условиях / Specifics and nature of global inflation in modern conditions

Вместе с тем между нынешней ситуацией и 1970-ми гг. есть и несколько отличий.

1. Меньшая степень потрясений. Нынешний скачок цен на нефть не сопоставим с 1970–1980-ми гг., когда цена на нефть быстро и многократно увеличивалась (сегодня базовая инфляция и уровень безработицы все еще остаются ниже уровня 1970-х гг.).

2. Более надежная монетарная политика. В 1970-х гг. обусловленность инфляции считалась особыми факторами, тогда как постоянству инфляции и степени давления спроса не придавалось значения. К. Каттнер и Т. Робинсон отмечали, что в 1970-е гг. стало очевидно, что взаимосвязь между инфляцией и безработицей нестабильна вследствие изменений инфляционных ожиданий, поэтому конкретный уровень безработицы мог сопровождаться разными результатами инфляции [Kuttner, Robinson, 2010]. В итоге сегодня центральные банки оценивают инфляцию посредством концепции «естественного уровня безработицы». Эта концепция теоретически задает уровень безработицы, при уменьшении которого растет инфляция. Таким образом, центральные банки не считают себя способными навсегда изменить естественный уровень безработицы, а акцентируются на достижении целей инфляции.

Следует также отметить, что почти все центральные банки развивающихся стран ранее стремились поддерживать привязку обменного курса или жестко регулировать его режим для сдерживания инфляции, но у центральных банков зачастую не было таких возможностей [Ilzetki, Reinhart, Rogoff, 2019].

Сегодня центральные банки развитых стран имеют широкие полномочия по обеспечению ценовой стабильности, принимают прозрачные процедуры и настраивают учетную ставку после многих обсуждений в рамках монетарной политики. В связи с этим в последние десятилетия многие страны достигли надежных результатов в борьбе с инфляцией.

Кроме того, ужесточение монетарной политики в 1970–1980-е гг. привело к снижению инфляции в развитых странах в 1974–1986 гг. с 15 до 3 %, однако в США пиковые значения инфляции были выше Германии, Великобритании и других стран Европы, хотя в этих странах ужесточение монетарной политики также сопровождалось рецессиями. Монетарная политика центральных банков Германии и Швейцарии была более дискреционной и прозрачной; она учитывала исторический опыт инфляции. Центральные банки удерживали рост денежной массы, и поэтому инфляция в этих странах была ниже уровня США. Однако в развивающихся странах инфляция оставалась высокой и сопровождалась долговыми кризисами. Некоторые развивающиеся страны могли обслуживать свои долги только в периоды высоких доходов от экспорта сырья, и, если мировые цены на него снижались либо росли процентные ставки (как это было в странах Южной Америки в 1980-е гг.), это существенно осложняло обслуживание долга.

Когда мы говорим о прогрессивности монетарной политики с точки зрения ее связи со сдерживанием инфляции, следует упомянуть, что в последние годы возобновились дискуссии по поводу воздействия монетарной политики США на зарубежные экономики и в основном доказаны значительные последствия этой политики для развивающихся стран. Таким образом, представляются теоретические основы исследования глобального финансового цикла, показывающие, что уменьшение денежной массы в США ведет к ужесточению финансовых условий за рубежом и эти эффекты сильнее в развивающихся, нежели в развитых странах¹. Действие вторичных эффектов происходит преимущественно через финансовые каналы (то есть снижение цен на зарубежные рискованные активы, ужесточение финансовых условий в развивающихся странах или отток капитала из их экономик). Глобальный финансовый цикл оказывает большее влияние на развивающиеся страны, чем на развитые, поскольку

более высокие директивные ставки США непропорционально больше воздействуют на ставки в развивающихся странах.

Есть два канала передачи эффектов шока монетарной политики в развивающиеся страны — торговый и финансовый. Первый действует за счет снижения экспорта из стран Ближнего Востока и Европы вследствие снижения спроса в США. Данный эффект частично компенсируется удешевлением экспорта развивающихся стран по мере укрепления американского доллара. Финансовый канал действует благодаря более низким инвестиционным расходам ввиду роста кредитных спредов и премий за риск. Кроме того, в настоящее время снижение курсов валют развивающихся стран после роста процентной ставки в США ведет к дополнительным убыткам в балансах заемщиков в развивающихся странах, поскольку на их балансе имеется определенный долг, номинированный в долл. США. Поскольку активы заемщиков развивающихся стран номинированы в национальной валюте, ее обесценивание к долл. США (вследствие ужесточения монетарной политики в США) ведет к росту реального бремени долларового долга и собственный капитал заемщиков еще больше уменьшается.

3. Существенное изменение структуры мирового финансового рынка. Во-первых, следует указать на фактор автономности центральных банков, поскольку сегодня в мире намного больше независимых центральных банков, которые могут самостоятельно устанавливать степень «прозрачности» монетарной политики, таргетировать инфляцию и закреплять инфляционные ожидания. Во-вторых, за последние годы многие коммерческие банки также стали ключевыми участниками мирового финансового рынка, и появились многие небанковские финансовые организации, ставшие кредиторами и слабо поддающиеся регулированию. Эти небанковские посредники часто выполняют те же функции, что и регулируемые банки, и эта так называемая «теневая банковская система» проявилась в период глобального кризиса 2008–2009 гг., когда небанковские посредники оказались в центре ипотечного рынка США, а финансовый кризис распространился по теневым банковским каналам и усугублялся спекуляциями со стороны хедж-фондов, поставив под угрозу коммерческие банки.

Вместе с тем после глобального кризиса теневой банкинг значительно увеличился в масштабах и географии, а доля глобальных финансовых активов в организациях теневой банковской системы возросла в 2008–2019 гг. с 42 до 50 %. Д. Кэллэхер и Ф. Бэзил отметили, что в 2020 г. именно теневыми

¹ Akinci O., Queralto A. How does US monetary policy affect emerging market economies? Режим доступа: <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2021/05/how-does-us-monetary-policy-affect-emergingmarket-economies/> (дата обращения: 01.02.2024).

банковскими учреждения выдано свыше 2/3 всех ипотечных кредитов в США². В 2021 г. из совокупного объема в 469 трлн долл. США глобальных финансовых активов 27 трлн долл. США находилось под контролем теневого банков.

Расширение теневого банкинга влечет дополнительные и серьезные риски для мировой финансовой стабильности, и, если в период кризиса 2008–2009 гг. давление теневых структур наблюдалось в США, сегодня крупные развивающиеся страны, например, Китай, столкнулись с такой же проблемой развития теневого банковского сектора, роль которого в экономике за полтора последних десятилетия серьезно возросла, требуя жесткого вмешательства со стороны регуляторов, особенно в крупных развивающихся странах. Рост масштабов теневого банкинга усложняет монетарную политику, а развивающиеся страны все еще во многом зависят от экзогенных факторов (например, долгов, номинированных в долл. США). Развивающиеся страны начали повышение процентных ставок к началу 2022 г., но это не способствовало снижению инфляции, что во многом объясняется продолжающимся влиянием теневого банкинга.

Международные финансовые институты, проводя детальное исследование денежно-кредитной политики за почти 40 лет, установили, что риски глубокой рецессии особенно высоки в условиях чрезмерно накопленной задолженности домохозяйств в периоды, когда процентные ставки были низкими, то есть до ужесточения монетарной политики³. С учетом того, что в начале текущего ужесточения реальные ставки были низкими, фактически нет никаких условий для «мягкой посадки».

4. Более эффективное закрепление инфляционных ожиданий вследствие усовершенствованной монетарной политики, когда базовая инфляция стала намного менее чувствительной к инфляционным «неожиданностям».

5. Большая гибкость экономики, поскольку в 1970-е гг. для экономики была характерна большая структурная жесткость, чем сегодня. Так, в развитых странах в качестве инструмента контроля над инфляцией широко использовалась политика доходов и цен (например, контроль над ценой и заработной

платой был введен в США в 1973 г. в ответ на скачок цен на нефть). Как отмечают А. Абиад, Э. Детрагиаче и Т. Трессель, контроль над кредитом и процентными ставками в 1973 г. существовал во всех развитых и в ряде развивающихся стран [Abiad, Detragiache, Tressel, 2008]. Также за последние десятилетия регулирование рынков товаров, рабочей силы и финансовых рынков ослаблялось, то есть постепенно было либерализовано. Контроль над процентными ставками был отменен в большинстве развивающихся стран, а кредитный контроль — в половине из них [Calice, Diaz Kalan, Masetti, 2020]. Нынешняя большая гибкость экономики с финансовыми репрессиями и менее централизованным управлением позволяет четче и быстрее реагировать на изменения предложения и спроса в отраслях, где цены растут очень быстро, что снижает возможности для закрепления спирали заработной платы и цен. Наконец, энергоемкость производства снизилась в 1970–2020 гг. примерно на 40 %, что защитило многие страны от ценовой волатильности на рынках сырья [Igan et al, 2022].

6. Изменение фискальной политики, которая раньше была экспансионистской. В ближайшие годы, напротив, такая политика будет ужесточаться вследствие отказа от беспрецедентной фискальной поддержки, сложившейся во время пандемии (реализованные с начала пандемии пакеты фискальной поддержки в среднем составили 6,8 % валового внутреннего продукта)⁴. К 2024 г. большинство стран отменят большую часть этого стимулирования, что может затормозить спрос и смягчить ценовое давление.

Нынешняя инфляция останется высокой в краткосрочной перспективе вследствие продолжающегося воздействия на нее потрясений спроса и предложения, однако в современных условиях инфляционные ожидания могут быть четче закреплены. По мере ужесточения монетарной политики и сворачивания фискальной поддержки давление со стороны спроса снизится, поскольку перебои в поставках, связанные с СВО, учитываются в ценах, которые, хотя и останутся высокими, стабилизируются. Указанные перебои будут устраняться по мере корректировки международного производства и узких мест в ГЦСС. Однако новые шоки предложения могут продолжить рост инфляции. Также следует учесть, что не все центральные банки способны достичь своих целей по инфляции по мере утраты доверия населения. Несмотря на то что за пределами США до сих пор

² Kelleher D., Basil P. The Increasing Dangers of the Unregulated 'Shadow Banking' Financial Sector. Banking Report. Режим доступа: <https://bettermarkets.org/analysis/report-release-the-increasing-dangers-of-the-unregulated-shadow-banking-financial-sector> (дата обращения: 01.02.2024).

³ Bank for International Settlements. Annual Economic Report 2022. Режим доступа: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2022e.htm> (дата обращения: 01.02.2024).

⁴ World Bank. Global Economic Prospects. Режим доступа: <https://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects> (дата обращения: 01.02.2024).

наблюдался в целом умеренный рост заработной платы, рост инфляционных ожиданий может привести к повышению зарплаты и, по мнению экспертов, закрепиться в таком механизме, как автоматическая индексация заработной платы [Boissay et al, 2022].

Следует учитывать риск прекращения действия детерминант дезинфляции, то есть структурных сил, подавлявших инфляцию в последние десятилетия. Среди них, во-первых, стоит отметить демографические изменения, обусловившие рост рабочей силы и сдержавшие рост заработной платы, как отмечали Г. Гудхарт и М. Прадхан [Goodhart, Pradhan, 2020]. Во-вторых, наступила цифровизация, расширившая применение новейших технологий, что, по мнению Д. Автора, Д. Дорна, Д.Г. Хэнсона, привело к снижению спроса на работников, выполняющих рутинные задачи, и к снижению заработной платы и ценового давления [Autor, Dorn, Hanson, 2015]. Более того, согласно А. Гулсби и П. Кленоу, цифровизация услуг обусловила конкуренцию и прозрачность цен, что предопределило снижение инфляции в ряде развитых стран [Goolsbee, Klenow, 2018]. Наконец, экономическая глобализация в последние десятилетия привела к интеграции экономик Китая и стран Восточной Европы в международную торговлю, и это снизило цены на большинство промышленных товаров. Вместе с тем развитие ГЦСС замедлило рост торговли, а рост торгового протекционизма (эмбарго, новых тарифов) может обратить вспять дезинфляционное влияние экономической глобализации.

Несмотря на рассмотренный исторический опыт, необходимо предостерегаться повтора ряда рекомендаций, поскольку в период энергетического кризиса 1970-х гг. цены на энергоносители выросли намного сильнее, чем сегодня, а их роль в экономике была гораздо больше, поэтому влияние энергоносителей на динамику цен не такое серьезное. Ведется неоднозначная дискуссия по поводу того, какие сектора и отрасли все же определяют инфляцию в экономике⁵. В любом случае глобальная инфляция 2022 г. гораздо ниже тех уровней, которые регистрировались четыре десятилетия назад. Однако заработная плата сегодня растет быстрее цен, являясь фактором и катализатором раскручивания инфляционной спирали.

Наконец, еще одно различие заключается в том, что долговая нагрузка стран сегодня намного выше, чем ранее, тогда как по развивающимся странам

этот показатель в 1980 г. составлял лишь 65 % валового внутреннего продукта (при одинаковом соотношении частного и государственного долга), и ужесточение монетарной политики ФРС США в ответ на рост инфляции в стране спровоцировало известный долговой кризис стран третьего мира. В сегодняшней ситуации условия заимствований развивающихся стран на мировых рынках капитала стали более жесткими, и это происходит на фоне высоких уровней задолженности.

Фундаментальные детерминанты инфляции в условиях кризиса / Fundamental determinants of inflation in times of crisis

Замедление глобального экономического роста, усугубляемое растущей инфляцией, и резкая волатильность на рынках — одни из ключевых рисков, подорвавших восстановление мировой экономики после пандемии. Высокие мировые цены на сырье усугубляют перебои в поставках и актуализируют проблемы глобальной бедности и продовольственной безопасности — все это ведет к ужесточению финансовых условий, росту финансовой уязвимости и усилению неопределенности в экономической политике. Риски усиления геополитической напряженности, стагфляции, финансовой нестабильности лишь омрачают нынешнюю картину развития все более фрагментирующейся мировой экономики. Геополитические проблемы по-разному сказываются на развивающихся странах, воздействуя на объемы производства, мировую торговлю, цены, процентные ставки и инфляцию. Однако замедление роста по мере продолжения конфликта на Украине становится все более инклюзивным, охватывая, помимо Европы, и другие регионы, например, Африку и Центральную Азию.

Вследствие восстановления мирового спроса после пандемии, резкого нынешнего роста мировых цен на продовольствие и энергоносители, а также проблем с поставками глобальная инфляция резко выросла. Пик инфляции уже пройден, и она снижается, но останется на высоком уровне после нейтрализации шоков и ужесточения монетарной политики. Глобальный рост имеет обратный вектор, и до 2030 г. его средние темпы останутся ниже аналогичных значений 2010-х гг. В данном контексте возрастает риск стагфляции. Исторически в развитых странах борьба с инфляцией посредством жесткой монетарной политики привела к кризисам в ряде развивающихся стран и глобальной рецессии. В случае усиления нынешнего стагфляционного давления развивающиеся страны вновь могут испытать проблемы вследствие слабо закрепленных инфляционных

⁵ Bank for International Settlements. Annual Report 2021/22: Promoting Global Monetary and Financial Stability. Режим доступа: <https://www.bis.org/about/areport/areport2022.htm> (дата обращения: 01.02.2024).

ожиданий, ослабления фундаментальных факторов роста и повышенной финансовой уязвимости. В этих условиях развивающиеся страны стремятся укрепить свои внешние и фискальные резервы, проводить реформы для активизации экономического роста и укреплять свою монетарную политику.

На фундаментальном уровне всплеск цен в условиях кризисных явлений последних лет обусловливается наличием шоков со стороны предложения и спроса, а также изменениями заработной платы.

Если рассматривать шоки предложения, то внезапная остановка мировой экономики после пандемии, а затем постепенное ее открытие серьезно нарушило мировые цены, однако первая часть пандемического шока имела дефляционный характер, когда комбинированно снижались и спрос, и предложение. Позднее спрос восстановился, но продолжающиеся сложности в глобальных цепочках поставок привели к неустойчивой динамике цен, в том числе на сырье.

В первом квартале 2022 г. в целом наблюдался рост цен вследствие постпандемического интенсивного бума спроса, снижения процентных ставок, спровоцировавшего спекулятивные настроения на рынках, и СВО, что обусловило рост мировых цен на сырье. Жесткая денежно-кредитная политика ограничила инфляцию, однако в настоящее время ее перспективная динамика зависит от завершения текущих геополитических конфликтов, а ценовая динамика все же является повышательной. Рост мировых цен на продовольствие делает наименее развитые страны наиболее уязвимыми. В 2022 г. бедными стали до 95 млн чел., однако, по некоторым подсчетам, рост мировых цен на энергоносители довел до крайней нищеты около 260 млн чел.^{6,7} Такая динамика существенно замедляет потребление развивающихся стран. В итоге стагфляция и рецессия могут спровоцировать социальные беспорядки в развивающихся странах, применяющих валютные ограничения и являющихся нетто-импортерами продовольственных товаров.

Шоки спроса также оказывали значимое влияние. В частности, после пандемии в крупнейшей экономике — США — возникли некоторые опасения, связанные с этими шоками. В первую очередь они были обусловлены изначальным дефляционным

влиянием пандемии и ростом среднего дохода (ввиду безработицы среди беднейших слоев населения), что привело к росту реальной заработной платы. Позднее, в 2021–2022 гг., по мере восстановления экономики и роста цен, наблюдалось падение заработной платы, и покупательная способность снизилась по сравнению с допандемическим уровнем. Также следует указать на возврат экономики США к полной занятости, когда к середине 2022 г. был достигнут рекордный уровень безработицы в размере 3,6 % (принято считать, что, если показатель безработицы составляет менее 4 %, это усиливает риск инфляционного давления). В США наблюдался резкий рост потребительского спроса, а также спроса на инвестиции в жилье, но спрос на услуги еще не достиг допандемического уровня.

Что касается развивающихся стран, то в некоторых из них после пандемии низкие поступления налогов и высокие социальные расходы способствовали росту дефицита бюджета. Разные формы денежных переводов были самой большой категорией фискальных послаблений. Несмотря на то что эти послабления отличались в разных странах, это не привело к разнице по уровням инфляции (аналогично не наблюдалось взаимосвязи между уровнем инфляции и государственным долгом)⁸.

Стоит принимать во внимание и такой фактор, как динамика заработной платы. Даже если высокая инфляция обусловлена предложением, необходимо увеличение процентных ставок, чтобы предотвратить раскручивание инфляционной спирали, однако жесткая монетарная политика в США способна фактически привести к росту цен на сырье. Обычно для анализа последствий жесткой монетарной политики используют показатель удельных затрат на рабочую силу (далее — ULC) — при их росте монетарная политика еще больше ужесточится, создавая риски рецессии. Отметим, что в период кризисов почти всегда появляются новые факторы инфляции. Фирмы, устанавливая более высокую норму прибыли, провоцируют рост инфляции, и в данном случае денежные ограничения являются особенно несправедливым и неэффективным инструментом.

Кризис в период пандемии снизил производительность компаний, что привело к росту ULC, тогда как заработная плата была относительно постоянна. По мере восстановления экономики ULC во всех развитых странах уменьшались, а производительность

⁶ Mahler D., Yonzan N et al. Pandemic, prices, and poverty. Режим доступа: <https://blogs.worldbank.org/opendata/pandemic-prices-and-poverty> (дата обращения: 01.02.2024).

⁷ Oxfam International. First crisis, then catastrophe. Режим доступа: <https://www.oxfam.org/en/research/first-crisis-then-catastrophe> (дата обращения: 01.02.2024).

⁸ UNCTAD. Trade and Development Report 2022: Development prospects in a fractured world: Global disorder and regional responses. Режим доступа: <https://www.un-ilibrary.org/content/books/9789210021623> (дата обращения: 01.02.2024).

труда росла, затем стали проявляться различия в отдельных странах. В США наблюдался опережающий рост номинальной заработной платы по отношению к производительности труда, и это обусловило существенный рост ULC, даже несмотря на то что реальная заработная плата снизилась. В странах Европейского союза и Японии, напротив, ежегодный темп роста ULC на начало 2022 г. соответствовал инфляции, а в Великобритании снижался.

Однако изменения ULC автоматически не означают колебания цен, а их воздействие зависит от того, решают ли компании установить надбавку к издержкам производства. Теоретически цены могут расти по мере снижения ULC, если фирмы увеличивают валовую прибыль быстрее динамики снижения ULC. Если рассмотреть совокупную маржу наценки (измеряемую как отношение прибыли к стоимости валовой продукции, включая промежуточное потребление), случай США демонстрирует снижение этого показателя в начале 2020 г. и его быстрое восстановление в 2021 г. Если до пандемии отношение прибыли корпораций к валовому внутреннему продукту составляло 6,25 %, то к середине 2022 г. оно достигло 7 %. В 2020–2022 гг., по оценке Дж. Бивенса, более 50 % роста цен в США было обусловлено увеличением прибыльности (в предыдущие 40 лет – лишь 11 %) [Konczal, Lusiani, 2022]⁹.

Продолжающиеся риски инфляции в развивающихся странах актуализируют несколько важных для этой группы стран проблем политики, в том числе слабая привязка инфляционных ожиданий по сравнению с развитыми странами, что подтверждается результатами исследований [Gürkaynak, Levin, Swanson, 2010; Beechey, Johannsen, Levin, 2011]. Таким образом, сохраняется риск того, что рост мировых цен на продовольствие и энергоносители или перебои с поставками будут вести к росту долгосрочных инфляционных ожиданий в развивающихся странах. Чтобы сдержать эти ожидания, развивающимся странам придется корректно ужесточать монетарную политику, чтобы не замедлить в условиях кризиса возвращение стран к полной занятости. При этом следует учитывать, что за последние десятилетия инфляция стала более глобально синхронизированной и ее природа изменилась, поэтому простого ужесточения монетарной политики в данном случае будет недостаточно. Кроме того, возросла финансовая уязвимость развивающихся

стран вследствие быстрого ужесточения политики, которое будет понижательно влиять на цены активов и обуславливать отток капитала и девальвацию валют.

В целом нынешняя глобальная инфляция есть результат комбинации ряда факторов – сохранения неопределенности после пандемии и в результате начала СВО (это ведет к более высоким наценкам), удорожания перевозок и возросших сбоев в ГЦСС. В данном контексте у центральных банков нет возможностей снизить инфляцию до уровней, приемлемых обществом. Дефицит рабочей силы и сбои ГЦСС требуют пересмотра промышленной политики, которая способствовала бы росту предложения основных товаров в ближайшие годы. Мы согласны с позицией К. Галлахера и Р. Козул-Райта, утверждавших, что также необходима координация политики стран на глобальном уровне, чтобы страны смогли управлять этими изменениями [Gallagher, Kozul-Wright, 2022].

Заключение / Conclusion

Отличие нынешней ситуации с глобальной инфляцией от ее исторических всплесков заключается в росте доверия к центральным банкам за последние десятилетия, что способствовало закреплению инфляционных ожиданий. Бюджетная консолидация во многих странах также будет способствовать дезинфляции. Кроме того, несколько десятилетий назад процентные ставки, цены и заработная плата жестко контролировались, однако со временем экономика становилась более гибкой, снижая вероятность спирали цен и заработной платы, усугубляющей инфляцию.

Настоящее исследование показало, что фундаментальными детерминантами инфляции в условиях кризиса стали неопределенность и чрезмерная волатильность мировых цен на сырье, усиление финансовой уязвимости многих стран вследствие ужесточения глобальных финансовых условий, сложная геополитическая ситуация (многогранно воздействующая на цены через торговлю, цены и процентные ставки) и высокая скорость трансляции инфляционных шоков между отдельными странами. В то же время в условиях изменения масштабов и структуры мирового финансового рынка мы отмечаем такие новые факторы глобальной инфляции, как снижение управляемости мирового финансового рынка за счет увеличения числа субъектов на нем (в частности, небанковских финансовых посредников), расширение теневого банка, усложняющего традиционную монетарную политику, чрезмерную перегруженность многих стран мира внешними заимствованиями.

⁹ Bivens J. Corporate profits have contributed disproportionately to inflation. How should policymakers respond? Режим доступа: <https://www.epi.org/blog/corporate-profits-have-contributed-disproportionately-to-inflation-how-should-policymakers-respond/> (дата обращения: 01.02.2024).

В перспективе директивные органы могут в целях обуздания инфляции рассмотреть стратегический контроль цен, механизмы сокращения спекуляций на основных рынках, продолжение адресной поддержки уязвимых групп населения и снижение бремени долга. Вместе с тем дальнейшее ужесточение монетарной политики в развитых странах усиливает потенциал глобального спада, который нанесет ущерб экономическому развитию развивающихся стран.

Ключевой урок, который можно извлечь из исторического опыта, заключается в необходимости упреждающего действия со стороны центральных банков, чтобы не потерять уверенность в своих обязательствах по поддержанию низкой инфляции и не допустить ослабления инфляционных ожиданий. Фискальная политика также играет свою роль, поскольку, если она будет неустойчива, не будет доверия и монетарной политике.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ / REFERENCES

- Abiad A., Detragiache E., Tressel T. A New Database of Financial Reforms. IMF Staff Papers; 2008. 28 p.
- Autor D.H., Dorn D., Hanson G.H. Untangling Trade and Technology: Evidence from Local Labour Markets. *Economic Journal*. 2015;125(584):621–646. <https://doi.org/10.1111/ecoj.12245>
- Barsky R.B., Kilian L. Do We Really Know that Oil Caused the Great Stagflation? A Monetary Alternative. *NBER Macroeconomics Annual*. 2002;16:137–197.
- Beechey M.J., Johannsen B.K., Levin A.T. Are Long-Run Inflation. *American Economic Journal: Macroeconomics*. 2011;2(3):104–129. <https://doi.org/10.1257/mac.3.2.104>
- Blanchard O.J. Should we reject the natural rate hypothesis? *Journal of Economic Perspectives*. 2018;1(32):97–120. <https://doi.org/10.1257/jep.32.1.97>
- Boissay F. et al. Are Major Advanced Economies on the Verge of a Wage-Price Spiral? *BIS Bulletin*. 2022;53.
- Calice P., Diaz Kalan F., Masetti O. Interest Rate Repression: A New Database. Washington, DC, USA: World Bank; 2020. 23 p.
- Dieppe A. (ed.). *Global Productivity: Trends, Drivers, and Policies*. Washington, DC, USA: World Bank; 2021. 435 p.
- Gallagher K., Kozul-Wright R. *The Case for a New Bretton Woods*. Cambridge: Polity Press; 2022. 140 p.
- Goodhart G., Pradhan M. *The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival*. London: Palgrave Macmillan; 2020. 280 p.
- Goolsbee A.D., Klenow P.J. Internet Rising, Prices Falling: Measuring Inflation in a World of E-Commerce. *AEA Papers and Proceedings*. 2018;108:488–492. <https://doi.org/10.1257/pandp.20181038>
- Gürkaynak R.S., Levin A., Swanson E. Does Inflation Targeting Anchor Long-Run Inflation Expectations? Evidence from the US, UK, and Sweden. *Journal of the European Economic Association*. 2010;6(8):1208–1242. <https://doi.org/10.1111/j.1542-4774.2010.tb00553.x>
- Ha J., Ivanova A., Ohnsorge F., Unsal F.D. *Inflation: Concepts, Evolution, and Correlates*. Washington, DC, USA: World Bank; 2019. 78 p.
- Holston K., Laubach T., Williams J.C. Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants. *Journal of International Economics*. 2017;108:59–75. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2017.01.004>
- Igan D., Kohlscheen E., Nodari G., Rees D. Commodity Market Disruptions, Growth and Inflation? *BIS Bulletin*. 2022;54.
- Ilzetzki E., Reinhart C., Rogoff K.S. Exchange Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold? *Quarterly Journal of Economics*. 2019;2(134):599–646. <https://doi.org/10.1093/qje/qjy033>
- Konczal M., Lusiani N. Prices, profits, and power: An analysis of 2021 firm-level markups. *Roosevelt Institute Research Brief*. 2022;6.
- Kose M.A., Nagle P., Ohnsorge F., Sugawara N. *Global Waves of Debt: Causes and Consequences*. Washington, DC, USA: World Bank; 2020. 283 p.
- Kose M.A., Ohnsorge F. *A Decade after the Global Recession: Lessons and Challenges for Emerging Market and Developing Economies*. Washington, DC, USA: World Bank; 2020. 411 p.
- Kuttner K., Robinson T. Understanding the Flattening Phillips Curve. *The North American Journal of Economics and Finance*. 2010;2(21):110–125. <http://dx.doi.org/10.1016/j.najef.2008.10.003>
- Reifenschneider D., Wilcox D. *The Case for a Cautiously Optimistic Outlook for U.S. Inflation*. Washington, DC, USA: Peterson Institute for International Economics; 2022. 20 p.
- Summers L.H., Rachel L. On Falling Neutral Real Rates, Fiscal Policy and the Risk of Secular Stagnation. *Brookings Papers on Economic Activity (BPEA) Conference Drafts*, March 7–8, 2019. 66 p.
- Welsch H. Macroeconomics and Life Satisfaction: Revisiting the “Misery Index”. *Journal of Applied Economics*. 2007;2(10):237–251. <https://doi.org/10.1080/15140326.2007.12040489>