

Новости глобальной экономики

Итоги 2021 года и ожидания на 2022 год



Восстановление мировой экономики	2
Пандемия Covid-19: новые волны и прогресс вакцинации	3
Всплеск инфляции и ужесточение ДКП	5
Синхронный рост цен и признаки «перегрева» на мировых рынках	7
Глобальные риски - 3 причины для беспокойства	11
Приложение. Страновые справки	12

Восстановление мировой экономики

Самый быстрый в истории отскок

В 2021 году мировая экономика восстанавливалась немного быстрее прогнозов. МВФ прогнозировал в конце 2020 года рост в 5,2% в 2021-м. Сейчас прогноз пересмотрен до 5,9%. Хотя на докризисный тренд вернулось мало стран, в среднем на восстановление предкризисного ВВП ушло всего полтора года. Как скорость, так и структура восстановительного роста значительно отличалась между странами. В США быстрый рост сопровождался недостатком работников. В Европе медленный рост сочетался с малыми потерями на рынке труда. Антиковидные меры оказывали положительное влияние на эпидемиологическую ситуацию, но замедляли восстановление экономики.

Ограничения способствовали изменению структуры потребительского спроса, от услуг к товарам. Сектор услуг из-за сохранения антиковидных мер полностью пока так и не восстановился. Из-за закрытых границ продолжает сильно страдать туристический сектор. С другой стороны, продолжается бурный рост онлайн-сервисов: выручка подписок на музыку выросла на 18,5%, сотни миллионов новых подписчиков появилось у онлайн-кинотеатров.

Неожиданностью оказался масштаб увеличения спроса на товары длительного пользования. Частичный переход на онлайн работу и образование привёл к дополнительным покупкам недвижимости, бытовой техники, стройматериалов, электроники и дал импульс мировой торговле.

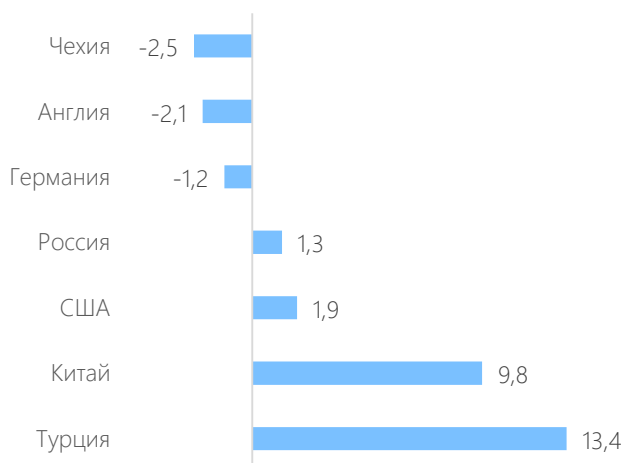
Торговля восстанавливается аномально быстро

В долларовом выражении международный экспорт и импорт по данным ООН в 2021 году вырос на 23% г/г, на 11% выше доковидного уровня. При этом, как и в прошлом году, торговые потоки были очень волатильными из-за логистических ограничений и резких изменений спроса. Больше всего выросла торговля энергоресурсами при резком росте цен на них. Кратно выросла цена на природный газ. Отдельного внимания заслуживает и дефицит чипов на мировом рынке, который может увеличиться в следующем году. С большой вероятностью на мировую торговлю в 2021 году могут повлиять и геополитические события в Азии и Африке.

График 1.

Эффект пандемии на рост оказался очень неоднородным

Рост ВВП за 2 года (Зкв21/Зкв2019)

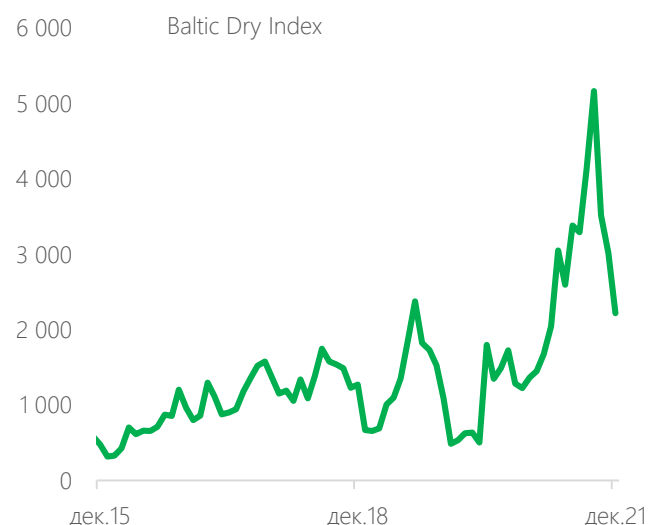


Источник: CEIC

График 2.

2021-й стал годом самой дорогой логистики в 21-веке

Baltic Dry Index



Источник: Refinitiv

Пандемия COVID-19

Новые вспышки вируса по всему миру

По данным ВОЗ, с начала пандемии COVID-19 было подтверждено 275,2 млн случаев заболевания, в том числе около 5,4 млн смертей. Официальные данные по смертности — скорее оценка снизу, так как исходя из [оценки избыточной смертности](#) получается от 11,5 до 21,4 млн смертей от COVID-19 за всё время пандемии (средняя оценка — 18,4 млн человек).

В 2021 г. мы наблюдали новые вспышки коронавируса, многие страны пережили сразу несколько новых волн (см. график3). Волны пандемии отличались разной степенью летальности: например, в Германии отношение смертей от COVID-19 к выявленным случаям достигало 5,7% в феврале, в летней волне на пике летальность составляла 5,3%, в осенней — около 1% (см. график 4). Большая часть вспышек в мире связана с новым штаммом коронавируса «дельта», который на данный момент является [доминирующим](#) вариантом, циркулирующим в глобальных масштабах. Этот штамм был выделен в качестве отдельного варианта в мае 2021г. По сравнению с более ранними вариантами вируса, «дельта» легче распространяется и вызывает больше случаев заражения и смертей.

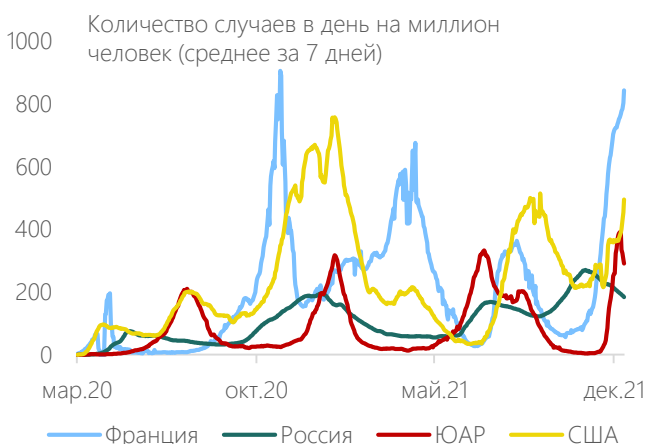
В ноябре был выделен штамм «омикрон», который, согласно последним данным, распространяется значительно [быстрее](#), чем вариант «дельта», хотя его опасность для человека, наоборот, пока представляется [меньшей](#). Согласно прогнозам, «омикрон» скоро станет доминирующим вариантом, в Великобритании доля данного штамма уже достигла 38%.

Вакцинация по-прежнему определяет ход пандемии

Одним из основных факторов, определяющих дальнейший рост мировой экономики, является вакцинация. Доля полностью вакцинированного населения в мире приближается к отметке в 50% (~48%), в то время как доля людей, получивших хотя бы одну дозу, уже превышает половину мирового населения (почти 57%). С начала кампании вакцинации в мире было введено уже 8,8 млрд доз вакцин. На текущий момент почти 34 млн доз вводятся ежедневно.

График 3.

Волны пандемии продолжались в течение 2021г



Источник: Johns Hopkins University

График 4.

В Германии летальность снижалась с каждой новой волной



Источник: Johns Hopkins University

При этом уровень вакцинации сильно различается между странами (см. график 5). Среди стран с высоким уровнем доходов и доходами выше среднего доля полностью вакцинированного населения составляет около 70%, в то время как в странах с низким уровнем доходов показатель в среднем составляет всего 4%. В группе стран с доходами ниже среднего доля вакцинированных составляет 32%. Россия отстает по уровню вакцинации от сопоставимых стран несмотря на то, что кампания вакцинации началась уже в январе 2021 г. Полностью вакцинировано 44% населения (49% получили хотя бы одну дозу). Для сравнения, в США уровень вакцинации составляет 61%, а 73% населения вакцинированы хотя бы одной дозой.

Одним из важных событий следующего года в контексте пандемии будет введение обязательной вакцинации населения в ряде стран. Первой страной, объявившей такую меру, стала Австрия (требование вступает в силу с февраля 2022 г. и будет распространяться на всё взрослое население страны). Аналогичное решение планирует принять Германия. Обязательная вакцинация для всех взрослых с 2022 г. также предполагается в Индонезии, Микронезии, Таджикистане, Туркменистане. Ряд других государств вводят обязательную вакцинацию для отдельных категорий работников или групп населения.

Согласно прогнозу ВОЗ, поставки вакцины должны быть достаточными, чтобы вакцинировать в I кв. 2022 г. все взрослое население мира и сделать бустерные прививки людям, входящим в группу риска. Генеральный директор ВОЗ Тедрос Гебреисус отметил, что в следующем году приоритетом должно быть достижение всеми странами уровня вакцинации в 70% к середине 2022 г. ВОЗ при этом допускает, что пандемия может закончиться уже в 2022 г. при должном темпе вакцинации и преодолении неравенства между странами в уровне вакцинации.

График 5.

Половина населения мира вакцинирована, однако уровень вакцинации сильно различается по странам

Доля полностью вакцинированного населения, %



Всплеск инфляции и ужесточение ДКП

Мировая инфляция начала ускоряться с начала текущего года

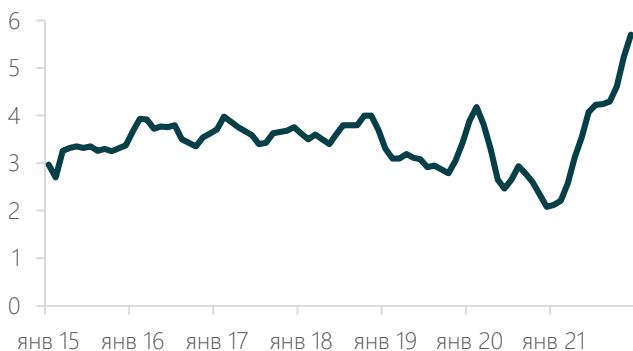
В условиях быстрого восстановления спроса мировая инфляция ускорилась с 2,1% до 5,7% г/г к середине декабря. Поддержку спросу оказывают накопленные сбережения и стимулирующая экономическая политика. Вторым важным фактором, стимулирующим инфляцию, стали логистические трудности, которые сдерживают предложение товаров. Учитывая смещение спроса от услуг к товарам, которые требуют больших транспортных издержек, это создает дополнительное инфляционное давление. Отметим, что нарушение производственных цепочек поставок вызвано одновременно двумя факторами: высоким спросом на промышленные товары и карантинными мерами, которые ведут к нехватке ресурсов для разгрузки судов и дефициту складских помещений. Напряженность на рынке логистических услуг демонстрирует индекс контейнерных перевозок Shanghai Containerized Freight. С начала года показатель вырос почти в два раза.

Наряду с нарушением мировых производственных цепочек наблюдается быстрый рост цен на сырьевые товары и металлы (см. подробнее в след. разделе). Нефть марки Urals подорожала на 37%, газ на европейском рынке почти в 9 раз, индекс Лондонской биржи металлов увеличился на 25%. Ускоренные темпы роста цен наблюдались и на продукты питания. Индекс ФАО за 11 месяцев вырос больше чем на 20%. Быстрее всего росли цены на масло, сахар и зерновые. Во многом это объясняется снижением экспортных поставок и более слабым урожаем.

Несмотря на ускорение инфляции, долгосрочные рыночные инфляционные ожидания в большинстве развитых стран находятся вблизи целевых показателей денежно-кредитной политики. В США пятилетние инфляционные ожидания находятся на уровне около 2,7%, что соответствует возвращению инфляции к цели в течение примерно двух лет. Ожидания в еврозоне выросли и достигли целевых значений. В Японии рыночные инфляционные ожидания остаются существенно ниже целевого уровня. Признаки фиксации инфляционных ожиданий наблюдаются в некоторых странах с формирующимся рынком, в том числе Индии, Индонезии, России и Южной Африке. В то же время, инфляционные ожидания населения и производителей выросли гораздо сильнее.

График 6.

Мировая инфляция выросла до 5,7% г/г



Источник: Bloomberg

График 7.

Накопленные сбережения поддерживают спрос



Источник: IMF

Центральные банки начали ужесточать денежную политику

В ответ на быстрый рост цен большинство центральных банков начали переходить к повышению ставок либо ужесточению риторики. В частности, Банки России, Казахстана, Чехии, Венгрии и Польши начали повышать ставки еще в середине года. Из развитых стран первой в августе повысила ставку Южная Корея, а Великобритания сделала это в декабре. Однако с учетом текущей инфляции и инфляционных ожиданий денежно-кредитная политика в странах пока остается нежесткой. В то же время ФРС заявила об ускорении сворачивания программы количественного смягчения: объем покупок с середины января снизится на \$30 млрд и составит \$60 млрд. Таким образом, при сохранении объявленных темпов программа завершится в марте и вскоре после этого ФРС планирует приступить к повышению ставок.

Вопрос, насколько всплеск инфляции является долгосрочным или временным, остается открытым. Большую часть года представители основных центральных банков утверждали, что всплеск временный и инфляция вскоре пойдет на спад без жестких мер с их стороны. Этому будет способствовать стабилизация спроса и предложения на фоне окончания мер бюджетной поддержки и улучшения ситуации с поставками. Однако ближе к концу года риторика изменилась, особенно в США. Рост цен на жилье и продовольствие, продолжающийся логистический кризис, ослабление валют в развивающихся странах могут держать инфляцию на повышенном уровне более длительное время. К этому важно добавить резко выросшие инфляционные ожидания потребителей и производителей, которые будут стимулировать потребительскую активность и повышение цен.

Центральные банки, вероятно, продолжат ужесточать денежную политику. Медианный прогноз ФРС предполагает три повышения ключевой ставки в 2022 г.: 10 из 18 членов Комитета по операциям на открытом рынке ожидают рост ключевой ставки до 0,75-1%. Ускорение нормализации денежно-кредитной политики в развитых странах может привести к оттоку капитала и ослаблению валюты в развивающихся странах. В свою очередь, это потребует большего ужесточения денежно-кредитных условий от развивающихся стран.

График 8.

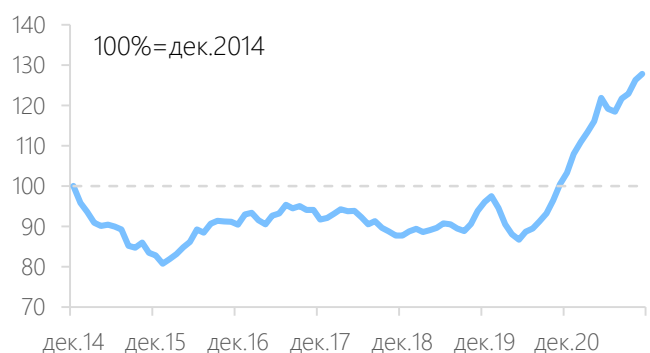
Индекс Лондонской биржи металлов (LMEХ) вырос с начала года на 25,4%



Источник: Bloomberg

График 9.

Индекс продовольствия ФАО на максимуме за последние несколько лет



Источник: FAO

Синхронный рост цен и признаки «перегрева» на мировых рынках

В 2021 г. цены на многие активы существенно выросли. Значительно подорожали сырьевые товары, металлы, финансовые активы, недвижимость. Такой «перегрев» на рынках сопряжён с рисками для мировой экономики. Резкое ужесточение денежной политики (повышение процентных ставок быстрее ожиданий) может привести к падению на фондовых рынках и рынке недвижимости. Кризисные явления в финансовом секторе могут впоследствии распространиться на реальный и привести к сжатию инвестиционного и потребительского спроса. Отдельной зоной риска является возможность массовых дефолтов компаний с большим объёмом заёмных средств. В то же время по состоянию на конец 2021 г., по нашим оценкам, предпосылок для масштабного финансового кризиса нет.

В 2022 г. мы ожидаем сохранение логистического кризиса, однако сбои в цепочках поставок могут «смягчиться». Кроме этого, дефицит на некоторых рынках может сжаться, либо смениться профицитом (например, на рынке нефти). Эти факторы, вероятно, будут способствовать снижению цен. Тем не менее котировки многих активов, по нашим оценкам, могут оставаться выше долгосрочных средних значений.

Фондовые рынки. Наиболее существенный рост — в США

Восстановление и дальнейший рост фондового рынка США значительно опережает другие страны (см. график 10). Рост индекса S&P500 с начала 2021 г. составил 23,4% (по состоянию на 21 декабря). В то же время индекс MSCI развитых стран без США прибавил только 5,1%. Показатель по развивающимся рынкам (MSCI Emerging Markets Index), напротив, снизился на 8,8%.

Показатель CAPE, отражающий отношение стоимости компаний относительно прибыли за 10 лет, для рынка США достиг отметки 39 — максимум с кризиса дотком. «Перегрев» наблюдается в основном в технологическом секторе: отношение цены акций к прибыли компаний Tesla, Booking, AT&T, Salesforce, NVIDIA существенно превышают среднее значение.

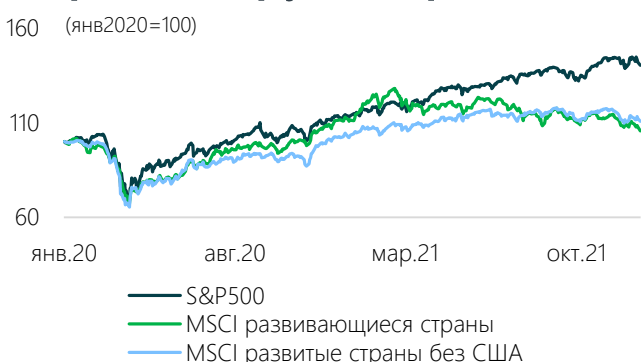
Ключевым драйвером роста рынка США стало снижение процентных ставок и запуск программ количественного смягчения. Вместе с тем такая динамика сопряжена с риском коррекции рынка, особенно в случае быстрого ужесточения денежной политики в США.

Системный риск в мире: выше \$5 трлн

По оценке лаборатории Vlab при New York University, при падении мирового фондового рынка на 40% финансовой системе понадобится докапитализация в размере ~\$5 трлн или 5% мирового ВВП. Этот показатель можно считать мерой системного риска. Наиболее уязвимыми странами при указанном падении мирового фондового рынка являются Япония, Китай и страны ЕС (см. график 11).

График 10.

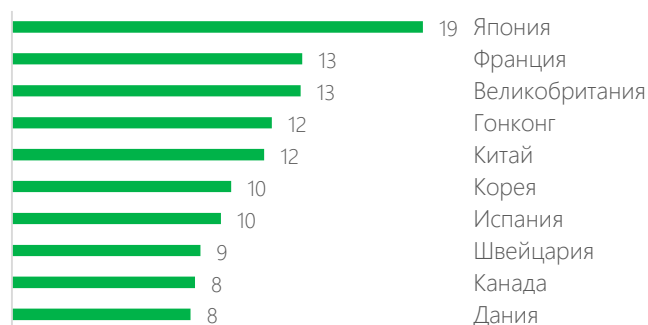
Рост фондового рынка США опережает другие страны



Источник: Bloomberg

График 11.

Системный риск по странам (% ВВП)



Источник: New York University

Рынок недвижимости: рекордный рост цен

Цены на недвижимость значительно выросли в 2021 г. во многих странах. В частности, рекордный рост цен наблюдался в США (в августе почти +20% г/г — выше предыдущего рекорда накануне кризиса 2008 г.). В 2022г участники рынка США ждут продолжения роста, но более низкими темпами. Zillow ожидают рост в 2022 г. на 13,6% г/г, Goldman Sachs — на 16%, Fannie Mae прогнозируют увеличение на 7,9%, Freddie Mac — на 5,3%.

Росту цен способствовало увеличение спроса на недвижимость (в частности — на фоне низких процентных ставок) при ограниченном предложении. В США ставки по ипотеке снизились до рекордно низких значений. Кроме этого, рост спроса был поддержан переходом на удалённый режим работы. Сбои в глобальных цепочках поставок также стали причиной роста цен, поскольку выросли цены на строительные материалы.

Цены на недвижимость в США растут быстрее, чем арендная плата, это может быть индикатором возникновения «пузыря». Отношение цен на недвижимость к арендной плате — повышенное, однако не такое высокое, как в середине 2000-х гг. (см. график 12).

Рынок нефти: ждём смены дефицита на профицит

Цена нефти Urals выросла с начала текущего года на 44,1%, газ на европейском рынке подорожал в 5,3 раза, на рынке Азии — в 3,3 раза (см. график 13). Рынок нефти в 2021 г. находился в дефиците, что способствовало росту цен на протяжении большей части года. В 2022 г. на рынке, вероятно, сложится профицит (по оценке МЭА, профицит будет уже с декабря 2021 г.). В большей степени смена баланса будет связана с увеличением добычи (прогноз МЭА).

Фактором давления на цену нефти в конце 2021 г. стало появление нового штамма COVID-19 «омикрон». По прогнозу МЭА, новая волна пандемии замедлит восстановление спроса на нефть (больше всего «пострадают» авиаперевозки и спрос на авиационное топливо). Давление на котировки в конце 2021 г. оказали также заявления крупнейших импортёров (включая США) о возможном скоординированном высвобождении части нефти из стратегических резервов.

В 2022 г. добыча США, Канады и Бразилии, по оценке МЭА, выйдет на максимальные объёмы (рост общего объёма предложения вне ОПЕК+ составит 1,8 мб/д). Саудовская Аравия и Россия также смогут побить рекорды добычи — при продолжении снятия ограничения ОПЕК+. В этом случае мировые поставки в 2022 г. вырастут на 6,4 мб/д против роста на 1,5 мб/д в 2021 г. Рост спроса на нефть в 2022 г. составит 3,3 мб/д (оценка МЭА за 2021 г. — 5,4 мб/д).

МЭА оценивает профицит на мировом рынке в I кв. 2022 г. в объёме 1,7 мб/д и во II кв. — 2 мб/д (из предпосылки, что страны ОПЕК+ продолжат отменять ограничение добычи). Страны ОПЕК оценивают размер профицита в I кв. заметно выше: 3 мб/д. Профицит в 2022 г., вероятно, будет способствовать снижению цен.

График 12.

Цены на недвижимость в США растут быстрее, чем аренда



Источник: FRED

График 13.

Газ на европейском рынке в 2021 г. подорожал в 5,3 раза



Источник: Reuters

Рынок газа: значительное истощение запасов в Европе подкрепляется геополитической напряжённостью

Ситуация на рынке газа различна в зависимости от региона мира (наиболее острый дисбаланс сложился в Европе). Резкому всплеску цен в IV кв. 2021 г. способствовало сочетание ряда факторов, которые в значительной степени усугубила геополитическая напряжённость.

Заполненность хранилищ газа в Европе в течение всего 2021 г. оставалась ниже среднего за 10 лет значения — в том числе из-за погодных условий, обстоятельств пандемии и т.д. (см. график 14). Участники рынка ждут возможных перебоев с поставками газа из России (на фоне задержки запуска трубопровода «Северный поток-2»). Ожидания рынка (по состоянию на конец декабря 2021 г.) предполагают, что объём запасов может не нормализоваться до ноября 2022 г.

Рост цен на газ в Европе в 2021 г. стал причиной сокращения экономической активности в промышленном секторе (что связано со всплеском цен на электроэнергию).

Логистические ограничения в 2022 г., вероятно, сохранятся

Ключевым фактором, поддерживавшим рост цен на товарных рынках в 2021 г., стали нарушения цепочек поставок. Логистический кризис связан, во-первых, с волнами карантина (нехватка ресурсов для разгрузки судов, дефицит складских помещений, удлинение сроков разгрузки и т.д.). Второй причиной стал высокий спрос в мире на промышленные товары (в том числе также связанный с пандемией): рост доли товаров в потреблении и снижение доли услуг).

Мы ожидаем смягчения кризиса в 2022 г., поскольку рынок грузоперевозок начал «подстраиваться» (в частности, США расширяют инфраструктуру портов и складов). Тем не менее логистические ограничения остаются масштабными, рынки ждут сохранения кризиса в течение не менее года.

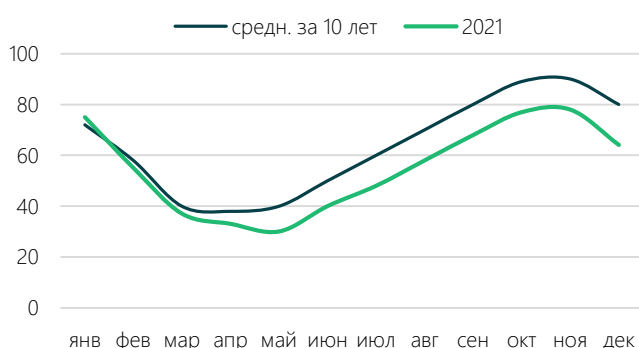
Металлы: рост цен на фоне логистического кризиса

Рост цен на металлы в 2021 г. во многом связан с теми же факторами, что и логистический кризис. На рынках ключевых металлов сложился синхронный дефицит — в том числе ввиду высокого мирового спроса на промышленные товары.

Кроме этого, рост цен на некоторые металлы связан с «зелёным» переходом (кобальт, литий, медь). МВФ [оценил](#) масштаб будущего дефицита металлов в связи с переходом к чистой энергетике в ближайшие десятилетия. Замена ископаемого топлива низкоуглеродным потребует восьмикратного увеличения инвестиций в ВИЭ и будет сопровождаться резким ростом спроса на различные металлы. С учётом ожидаемых потребностей в металлах, а также текущих темпов роста производства, МВФ прогнозирует существенный дефицит многих металлов (особенно таких как графит, кобальт, ванадий, никель).

График 14.

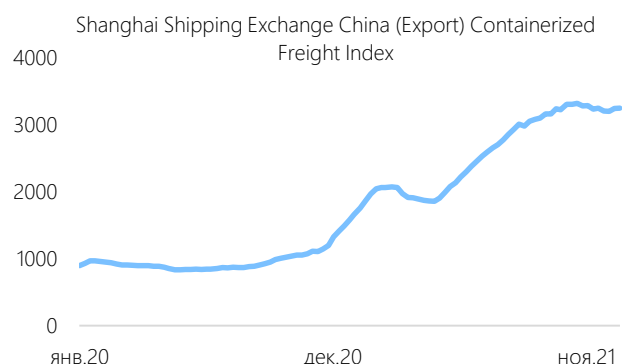
Заполнение хранилищ газа в Европе, %



Источник: Reuters

График 15.

Рекордный рост стоимости аренды грузовых контейнеров в 2021 г.



Источник: Bloomberg

Пандемия: возобновление роста корпоративного долга. Высокорисковый долг США — значимая угроза

Резкое ужесточение денежной политики в мире может привести к массовым дефолтам компаний с большим объёмом заёмных средств. Значимая угроза для мировой финансовой системы, на наш взгляд, связана с высокорисковыми долгами в США. Кроме этого, заметный риск — высокий корпоративный долг Китая (особенно в случае серии дефолтов крупных компаний). Негативным «сигналом» для рынков в 2021 г. стала ситуация вокруг китайской компании Evergrande.

В США в 2021 г. снизилась долговая нагрузка, чему способствовал рост выручки компаний, низкие процентные ставки и господдержка. В то же время чистый выпуск высокорисковых займов вырос из-за увеличения рынка leveraged loans. По данным S&P, уровень дефолтов в сегменте leveraged loans вырос в сентябре 2020 г. до 4,3% — максимум после 2014 г. и 2009 г. (4,5% и 10,8% соответственно). В первом полугодии 2021 г. уровень дефолтов существенно снизился — до 0,6%. Однако ухудшается кредитное качество компаний-заёмщиков, что может представлять угрозу.

Глобальные риски: 3 причины для беспокойства

Быстрое восстановление экономик к докризисным уровням вместе с оптимистичными ожиданиями дальнейшего роста создают обманчивое ощущение стабильности. Однако мы выделяем ряд рисков, способных значительно скорректировать наш базовый прогноз, в первую очередь, новые волны пандемии, быстрое ужесточение денежной политики в развитых странах и обострение конфликта между Китаем и Тайванем. На этих трех рисках подробнее остановимся в этой части.

Новые волны пандемии

Вакцинация в мире, как мы писали выше, идет крайне неравномерно. В странах с высоким уровнем дохода доля полностью вакцинированного населения составляет 70%, в бедных не превышает 4%. Это способствует появлению новых штаммов коронавируса, некоторые из которых обладают крайне неприятными способностями в виде более высокой скорости распространения или устойчивости к наличию иммунитета. Например, согласно последним доступным исследованиям, вакцина Pfizer/BioNTech значительно слабее противостоит штамму Омикрон по сравнению с предыдущими разновидностями COVID-19. Сохраняются повышенные риски появления новых мутаций с непредсказуемым набором свойств и последствиями распространения. Диапазон возможных сценариев предельно широк: от незначительных локальных очагов заболеваний с минимальной реакцией экономики до глобальных волн заражений с массовыми карантинами и значительным падением мирового ВВП.

Ускорение инфляции и рост ставок

Базовый прогноз предполагает постепенное замедление глобальной инфляции. Однако логистический кризис все еще продолжается, продовольственная инфляция остается на повышенном уровне, инфляционные ожидания потребителей и производителей также пока высоки. Если инфляционное давление усилится, то это потребует от центральных банков более решительных шагов в части ужесточения денежно-кредитной политики. Ускоренное повышение ставок развитыми странами создаст ситуацию, напоминающую taper tantrum 2013 г.: произойдет масштабный отток капитала с развивающихся рынков и ослабление их курсов валют. Но и для самих развитых экономик резкий рост ставок может создать серьезные проблемы. Решение ЕЦБ повысить ставку всего на 0,5 п.п. в 2011 г., в числе других факторов, спровоцировало в Еврозоне долговой кризис и двухгодичную рецессию.

Обострение конфликта между Китаем и Тайванем

На протяжении всего года росло напряжение в отношениях Китая и Тайваня. Количество полётов китайских военных самолётов вблизи Тайваня увеличилось с 380 в 2020 г. до 700 в январе-октябре 2021 г., а министр обороны Тайваня охарактеризовал ситуацию как самую тяжелую за сорокалетний период его работы. Увеличивается вероятность полноценного военного конфликта, целью которого для Китая станет возвращение контроля над островом. Подобный сценарий создаёт существенные риски для рынка полупроводников. Тайвань производит: 20% всех чипов в мире, 40% всех логических чипов, 47% чипов размером 28-45 нм и 92% 10-нанометровых чипов. Военная операция может привести к остановке производства, нарушив глобальные цепочки создания добавленной стоимости. По нашим оценкам, остановка производства полупроводников в Тайване на год будет стоить мировой экономике почти 0,8 п.п. роста или \$750 млрд. Ситуация значительно усугубится в случае жестких ответных санкций со стороны США Японии и других стран. По России шок ударит через два основных канала: остановка импорта чипов и связанного с ними оборудования; отток капитала на волне глобальной турбулентности. Первый — ключевой. У отдельных предприятий не будет возможности замкнуть производственный цикл из-за нехватки критических комплектующих. Могут пострадать инвестиционные планы компаний по причине дефицита IT-инфраструктуры.

Страновые справки

Россия

Быстрое восстановление активности

Российская экономика быстро восстановилась после падения в прошлом году. По нашим оценкам, уже в марте экономическая активность превысила уровень конца 2019 г. Произошло это благодаря ускоренному восстановлению потребительской активности на фоне смягчения ковидных ограничений. В дальнейшем экономика вернулась к умеренным темпам роста. Периодически поддержку активности оказывали расширение строительства на фоне роста спроса на ипотеку и завершения крупных строительных проектов, а также восстановление добычи из-за смягчения ограничений ОПЕК+. Потребительская активность во второй половине года получила дополнительную поддержку от разовых выплат пенсионерам, военным и семьям с детьми. С другой стороны, сдерживающим фактором стали новые ковидные ограничения и нерабочие дни. Заметным событием в 2021 году также стал спад сельского хозяйства в августе-сентябре в связи с плохими погодными условиями и сдвигом уборочной кампании.

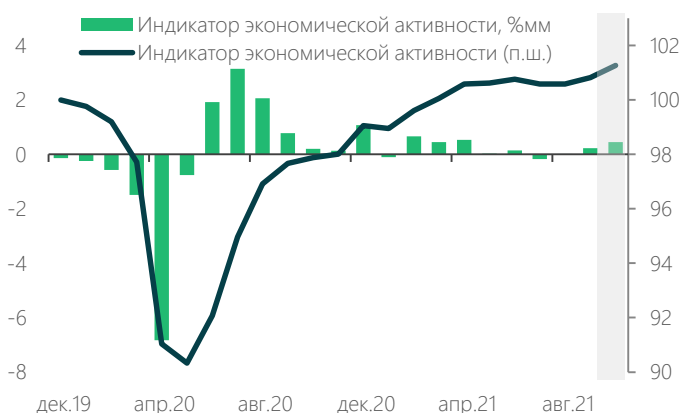
В 4 квартале уходящего года наметились признаки очередного ускорения экономики. Сельское хозяйство оправилось после падения, строительство возобновило рост, добыча продолжает расширяться на фоне смягчения ОПЕК+ и роста мирового спроса на сырье. По итогам года ожидаем рост ВВП в районе 4,4%.

Заметное ускорение инфляции

Темпы роста цен ускорились на протяжении всего 2021 г. Инфляция ускорилась с 4,9% г/г в декабре прошлого года до 8,4% г/г в ноябре. Это стало следствием как внутренних факторов, так и внешних шоков. Внутренний спрос рос опережающими темпами по сравнению с возможностями расширения предложения. Предложение было ограничено логистическими трудностями и ростом издержек производителей. Среди внешних факторов наибольшую роль сыграл рост мировых цен на товарных рынках, что повлекло за собой ускорение продовольственной инфляции. Повышательное давление на продовольственную инфляцию оказал также спад сельского хозяйства в августе-сентябре. Регулирование цен на продовольствие, в свою очередь, несколько сдержало перенос роста мировых цен на внутренний рынок. По итогам года ожидаем инфляцию в 8,3% г/г.

График 16.

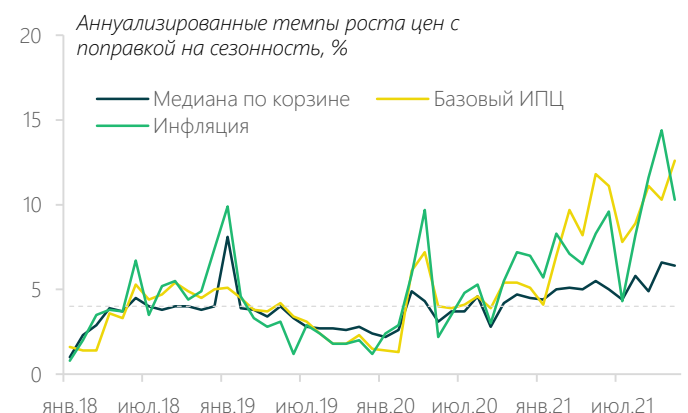
Экономика быстро восстановилась



Источник: CEIC, расчеты ЦМИ

График 17.

Инфляция сильно ускорилась



Источник: CEIC, расчеты ЦМИ

Ужесточение ДКП и макропруденциальной политики

В ответ на ускорение инфляции и возросших проинфляционных рисков Банк России перешёл к циклу ужесточения денежно-кредитной политики. Всего с начала года ЦБ повысил ставку на 7 заседаниях подряд с 4,25% до 8,5% годовых. При этом на декабрьском заседании Банк России подчеркнул, что с учетом возросшей инфляции и инфляционных ожиданий денежно-кредитные условия остаются нейтральными. В связи с этим, Банк России дал сигнал о возможном дальнейшем повышении ставки на ближайших заседаниях. Рост необеспеченного кредитования, в свою очередь, сподвигнул ЦБ также на ужесточение макропруденциальной политики. Регулятор сначала вернул надбавки к риску на докризисный уровень, а затем дополнительно их повысил. Тем не менее, темпы роста потребительского кредитования остаются высокими (1,6% м/м в ноябре).

Профицитный бюджет

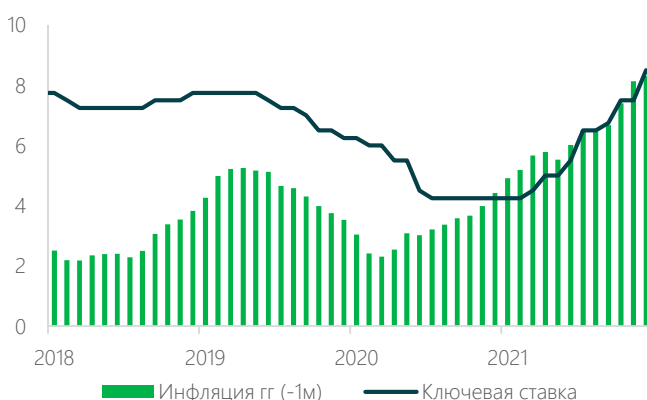
В 2021 году доходы федерального бюджета росли быстрыми темпами. По итогам января-ноября они выросли на 35,8%, достигнув 22,4 трлн руб. Основной вклад внес рост нефтегазовых доходов благодаря высоким ценам на нефть и газ, а также расширению добычи. Расходы выросли не так сильно — всего на 6,2% до 20,1 трлн. Больше всего увеличились расходы на общегосударственные вопросы и национальную экономику. Таким образом, профицит бюджета по итогам 11 месяцев составляет 2,3 трлн руб. (около 2% ВВП). В декабре он несколько сократится в связи с традиционным для конца года ростом расходов бюджета, но, по нашим прогнозам, останется положительным.

Столь значительный разрыв между ростом поступлений и расходов можно объяснить тем, что подавляющая часть прироста нефтегазовых доходов уйдет в ФНБ. Также в 2021 г. началась нормализация бюджетной политики. Допустимый первичный структурный дефицит бюджета (доходы за вычетом доп. нефтегазовых доходов и расходов по гос. долгу) был снижен с 3 трлн до 1,5 трлн руб. Наконец, ненафтегазовые доходы оказались значительно выше ожиданий на фоне быстрого восстановления экономики.

В уходящем году Правительство утвердило инвестиции на 2022-2024 г. из ФНБ в 1,6 трлн + 900 млрд на проект в Усть-Луге. Кроме того, было принято решение о повышении порога ликвидной части ФНБ, после которого средства ФНБ можно инвестировать в инфраструктурные проекты, с 7 до 10% годового ВВП. Однако это повышение не должно затронуть уже утвержденные инвестиции.

График 18.

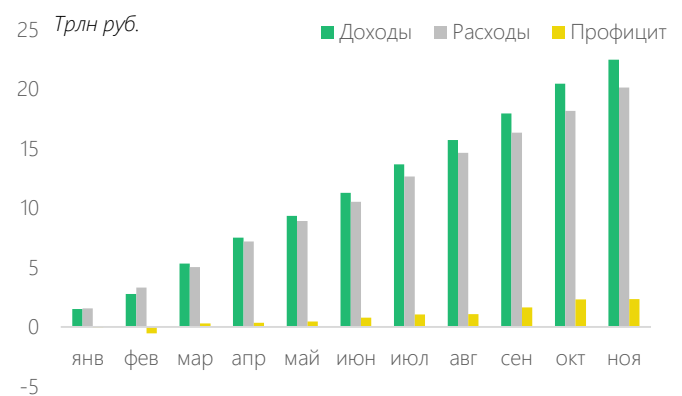
ЦБ заметно повысил ставку в ответ на ускорение инфляции



Источник: CEIC, Банк России

График 19.

Сильный рост доходов федерального бюджета



Источник: CEIC

Прогноз на 2022 год

В следующем году темпы роста экономики будут более умеренными из-за завершения восстановительного периода и постепенного выхода на долгосрочную траекторию. Сдерживающим фактором также станет ужесточение денежно-кредитных условий и постепенное возвращение к бюджетному правилу. По итогам 2022 года рост ВВП может оказаться ближе к 2,5%.

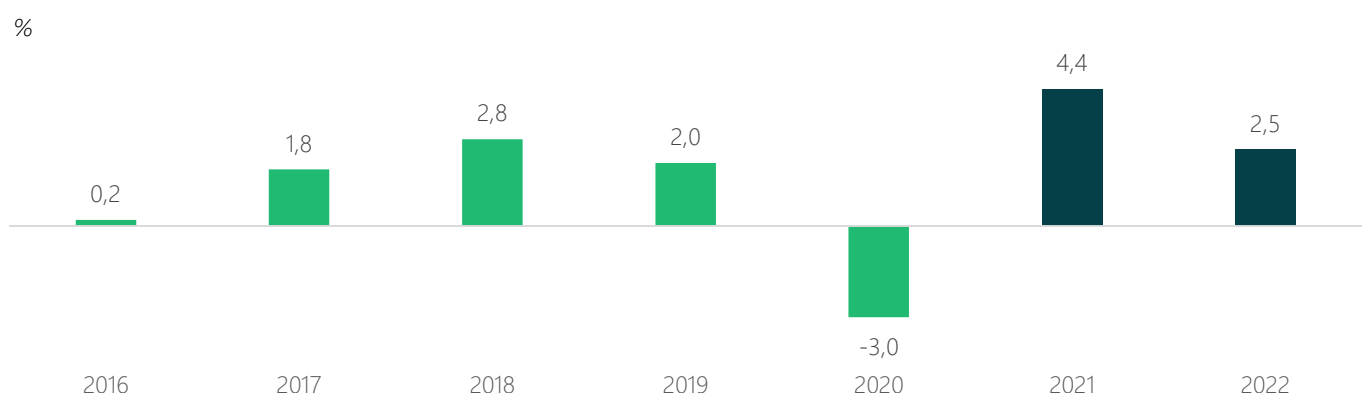
Одновременно с этим, инфляция может существенно замедлиться. Этому будут способствовать исчерпание временных проинфляционных факторов, замедление экономической активности, ужесточение денежно-кредитной и макропруденциальной политики. С другой стороны, риски длительного сохранения высокой инфляции также сохраняются. Среди основных рисков: закрепление возросших инфляционных ожиданий, дефицит рабочей силы, рост мировой инфляции, сохранение логистических ограничений. Учитывая совокупность факторов, ожидаем инфляцию в районе 4,5% на конец следующего года.

По мере замедления инфляция в 2022 году возможен переход ЦБ к циклу смягчения денежно-кредитной политики. Однако это вряд ли произойдет в первой половине года. Напротив, мы допускаем, что на февральском заседании ЦБ может повысить ставку еще на 50 б.п. если инфляция к тому моменту не покажет явных признаков замедления. Кроме того, Банк России, вероятно, продолжит работу по охлаждению рынка кредитования. Новым инструментом в 2022 году могут стать прямые количественные ограничения на выдачу кредитов для банков.

Касаемо бюджетной политики, следующий год, вероятно, станет годом завершения нормализации политики и полного возврата к бюджетному правилу, которое предусматривает максимальный первичный структурный дефицит бюджета в 0,5% ВВП. В связи с этим, мы не ожидаем большого роста расходов бюджета. С другой стороны, в следующем году Правительство может осуществить первые инвестиции из ФНБ. Но основные траты, запланированные на ближайшую трехлетку, скорее будут сделаны уже в 2023-2024 гг.

График 20.

Рост ВВП замедлится в 2022 году



Источник: CEIC, расчеты ЦМИ

США

Быстрое восстановление, ускорение инфляции и ужесточение ДКП

Экономика США превысила докризисный уровень по итогам I кв. после спада на 3,4% в 2020 г. Быстрое восстановление было достигнуто благодаря бюджетному стимулу, включая прямые выплаты населению и пособия по безработице. Рост ВВП в текущем году, по прогнозу ФРС, составит 5,5%.

Высокий потребительский спрос на фоне логистических проблем привел к ускорению инфляции. Рост цен достиг 6,8% г/г в ноябре, установив рекорд в годовом выражении с 1982 г. Изначально ускорение инфляции в апреле-июне было связано с ценами на подержанные авто из-за проблем в цепочках поставок, однако рост цен осенью распространился уже на широкий круг товаров. Это привело к росту инфляционных ожиданий всех экономических агентов. Рынок труда в течение года восстанавливался неравномерно. Число новых рабочих мест росло в среднем на 550 тыс. несмотря на ограниченное предложение труда, но разрыв в занятости пока остаётся высоким (сейчас занято на 3,9 млн человек меньше, чем до пандемии). Безработица снизилась до 4,2% в ноябре, что можно считать полной занятостью. Таким образом, разрыв занятости, скорее, вызван пониженным предложением труда, а не спросом на него — многие американцы пока сами не готовы вернуться на работу, и это является важным ограничением предложения и проинфляционным фактором.

На фоне ускорения инфляции и постепенного восстановления рынка труда ФРС приступила к сворачиванию стимулов. Джером Пауэлл на заседании в ноябре объявил о начале сокращения покупок активов на \$15 млрд ежемесячно. Напомним, объем покупок составлял \$120 млрд, из которых \$80 млрд приходились на казначейские облигации и \$40 млрд — на ипотечные бумаги. В декабре было объявлено об ускорении сокращения на \$30 млрд с середины января. Планируется, что программа завершится в марте 2022 г. Более того в последнем макропрогнозе в декабре ФРС закладывает три повышения ставки в 2022 г.: 10 из 18 членов Комитета по операциям на открытом рынке ожидают рост ключевой ставки до 0,75-1%. С вероятностью >60% рынок также предполагает три или более повышений ключевой ставки к концу 2022 г. (по данным рынка фьючерсов на ключевую ставку).

В следующем году рост экономики ожидается на уровне 4%. Инфляция сохранится повышенной, однако постепенное решение логистических проблем способствует замедлению роста цен к концу года. Кроме того ужесточение ДКП охладит потребительский спрос. В долгосрочном периоде поддержку экономике будут оказывать бюджетные расходы. В 2021 г. был принят инфраструктурный план, предполагающий расходы на \$1,2 трлн в течение пяти лет. На рассмотрении также находится план инвестиций в социальную и экологическую инфраструктуру Build Back Better на \$1,75 трлн на 10 лет.

Еврозона

Достижение докризисного уровня экономики и ускорение инфляции

Экономика еврозоны активно восстанавливалась в течение 2021г, показав рост на 2,2% к/к и во втором, и в третьем кварталах (после небольшого провала в первом). Росту способствовали высокий уровень вакцинации (который в среднем по ЕС достиг 70%) и меры государственной поддержки. В четвертом квартале отмечено замедление экономической активности в связи с распространением штамма «омикрон», введением новых ограничений в странах еврозоны на фоне новых волн пандемии. Ограничивали рост ВВП также проблемы с поставками и рост затрат на электроэнергию. Тем не менее ожидается, что по итогам 4 квартала 2021 г. экономика достигнет докризисного уровня. Восстановительный рост по итогам года ожидается на уровне 5,1%. В 2022 г. прогнозируется рост экономики на 4,2%.

Инфляция в 2021 г. достигла рекордных уровней: по итогам ноября показатель составил 4,9% г/г, базовая инфляция — 2,6% г/г. Основными факторами высокой инфляции, как и везде, являются логистические проблемы на фоне восстанавливающегося спроса и значительно возросшие цены на энергоносители. В декабре прогнозы по инфляции были сильно пересмотрены по сравнению с более ранними версиями: по итогам текущего года ожидается инфляция на уровне 2,6% г/г против 2,2% г/г в сентябрьском прогнозе, по итогам 2022 г. – 3,2% г/г против 1,7% в предыдущем прогнозе. ЕЦБ при этом ожидает стабилизацию цен на энергоносители и улучшение ситуации с поставками в 2022 г., что уменьшит ценовое давление.

В отличие от ряда центральных банков, которые либо уже повысили ключевые ставки, либо анонсировали подобные планы, ЕЦБ не давал сигналов по ужесточению ДКП, ключевые процентные ставки оставались на прежнем уровне в течение всего 2021 г. ЕЦБ предполагает временный характер высокой инфляции и прогнозирует постепенное снижение в 2022 г. Кроме того, ЕЦБ объявил о некотором расширении стимулов в следующем году: после завершения покупок активов в рамках программы PEPP в марте 2022 г. будут увеличены темпы покупок в рамках APP. А именно: во втором квартале 2022 г. ежемесячные покупки будут увеличены до €40 млрд, в третьем квартале — до 30 млрд. В октябре 2022 г. планируется возвращение к текущим темпам в €20 млрд. Чистые покупки закончатся незадолго до того, как ЕЦБ начнет повышать ключевые процентные ставки. При этом повышение ставок в 2022 г. очень маловероятно. Ориентиром ЕЦБ остаётся ожидаемое достижение целевого уровня инфляции в 2% задолго до конца прогнозного горизонта и в течение оставшейся части прогнозного горизонта.

Китай

Существенное замедление экономики на фоне госрегулирования

Рост экономики Китая существенно замедлился в текущем году. Квартальный рост ВВП в январе-сентябре составил в среднем 0,6% по сравнению с 1,5% до пандемии. По итогам года рост ВВП ожидается на уровне 8% за счёт эффекта базы. Во многом текущая ситуация объясняется масштабным ужесточением гос. регулирования: были затронуты технологический сектор, частное образование, финансы, недвижимость. В частности, власти приняли более строгий закон о конфиденциальности персональных данных, а также правила, ограничивающие деятельность компаний, занимающиеся частным репетиторством по основным школьным предметам. Как результат, капитализация многих китайских компаний значительно потеряла в стоимости в текущем году.

Торможение экономического роста во втором полугодии было вызвано энергетическим кризисом в стране. Рекордный рост мировых цен на уголь и газ, отказ от импорта угля из Австралии, возросший спрос на электроэнергию со стороны предприятий, ужесточение экологических стандартов перед Олимпиадой и в рамках «зеленого перехода» — всё это привело к нехватке электроэнергии в стране. Ограничения на потребление электроэнергии для предприятий и домохозяйств были введены как минимум в 20 провинциях. Дефицит отразился, по [оценкам](#), более чем на 40% промышленной активности в стране, поскольку заводы ограничивали или приостанавливали работу. Для решения проблемы власти наращивают импорт угля (+10,6% г/г в январе-ноябре), а также повысили потолок роста цен на электроэнергию с 10 до 20% для стимулирования производства энергии.

Фактором риска как для китайской, так и для мировой экономики стали проблемы в корпоративном секторе страны, долг которого достиг 157% в 1П 2021 г. Первым негативным сигналом стал технический дефолт одного из крупнейших частных застройщиков Evergrande Group на \$82,5 млн. Это результат госрегулирования крупных компаний в строительном секторе, направленного на снижение долговой нагрузки и охлаждение рынка недвижимости. Производство и услуги в секторе недвижимости, по [оценкам](#), составляют 29% ВВП Китая, поэтому спад в секторе существенно повлияет на экономическую активность даже при отсутствии финансового кризиса. Кроме того, уязвимым к резким изменениям в секторе является потребительский спрос, так как 78% активов китайских граждан сосредоточено в недвижимости по сравнению с 35% в США. Высокая доходность (+16% в реальном выражении за последние пять лет) и ограниченные возможности инвестирования сделали китайский рынок недвижимости выгодной инвестицией для граждан. В целом, ситуация на рынке недвижимости выглядит управляемой с точки зрения властей. Однако увеличение количества дефолтов и реструктуризаций долгов частных застройщиков в следующем году кажется неизбежным.

Перечисленные выше факторы сохранятся и в 2022 г., оказывая дальнейшее давление на экономический рост страны. Кроме того, среди ограничивающих факторов остаются пандемия, нехватка полупроводников и сбои в цепочках поставок. По [оценкам](#), рост ВВП составит около 5%. Более резкое замедление Китая, а также эскалация вокруг Тайваня являются рисками для мировой экономики в 2022 г. В этих условиях для поддержки экономики потребуется смягчение бюджетной политики, в том числе для ограничения влияния проблем застройщиков на связанные сектора. Среди ожидаемых событий в технологическом секторе стоит отметить введение цифровой валюты во время зимней олимпиады в феврале.

Казахстан

Быстрое восстановление и ускорение инфляции

На протяжении 2021 г. Казахстан восстанавливался после двойного шока 2020 г.: глобальной пандемии и сокращения добычи нефти. Рост экономики в январе-ноябре 2021 г. составил 3,8% г/г, по итогам года ожидается его сохранение около текущих значений. Другими словами, Казахстан пополнит список стран, вернувшихся на докризисный уровень за 1 год. Поддержку экономике оказывал масштабный пакет антикризисных мер, включавший прямые денежные выплаты, адресную помощь пострадавшим секторам, льготные кредиты и налоговые послабления.

Субсидирование ставок по ипотечным кредитам вместе с программой снятия пенсионных накоплений увеличили активность в строительной отрасли. Напомним, население получило возможность воспользоваться частью своих пенсионных накоплений для покупки недвижимости и оплаты медицинских услуг. С начала года с пенсионных счетов было снято около 2 трлн тенге или 2,5% ВВП, а средний размер выплаты превысил \$10 тыс. В результате, количество сделок на рынке недвижимости, как и цены, существенно выросли. Добавленная стоимость строительного сектора увеличилась в январе-ноябре на 6,2% г/г.

Новые волны пандемии ограничивали скорость восстановления экономики, заставляя руководство страны возвращать отдельные карантинные меры. Однако жесткость ограничений была значительно ниже, чем в 2020 г. Сейчас практически все регионы находятся в зеленой зоне уровня эпидемиологической обстановки, количество новых заболевших и смертей постепенно снижаются. Вакцинация все еще идет медленными темпами. На текущий момент вакцинировано 44% населения.

Как и большинство других стран, Казахстан столкнулся с проблемой высокой инфляции. Рост цен в ноябре составил 8,7% г/г, значительно превысив целевой коридор НБРК (4-6%). Причиной подобной динамики стала комбинация внешних и внутренних факторов, которая очень схожа с ситуацией в России, о чем мы писали выше. Для борьбы с инфляцией правительство реализует комплекс мер антиинфляционного реагирования (от запрета экспорта отдельных товаров до оказания финансовой поддержки производителям социально значимых товаров), а Национальный Банк перешел к циклу ужесточения денежно-кредитной политики. Регулятор трижды повысил базовую ставку, суммарно на 0,75 пп.

Базовый прогноз на 2022 г. предполагает постепенное замедление инфляции из-за снижения инфляционного давления со стороны глобальных факторов, ужесточения ДКП и вероятного введения ограничений на рынке потребительского кредитования. Мы ожидаем возвращения инфляции к целевому коридору НБРК летом 2022 г. Тем не менее отрыв инфляционных ожиданий от текущей инфляции может потребовать дополнительного повышения ставки Национальным Банком в начале 2022 г. Экономический рост в условиях сильного внутреннего спроса и ожидаемого роста добычи нефти может составить 4,1%. Ненефтяной дефицит бюджета снизится с 8,7% в 2021 г. до 7,3% в 2022 г., объем госдолга незначительно увеличится. Ключевыми рисками базового прогноза остаются новые волны пандемии, высокая инфляция, цены на товарно-сырьевых ранках и слабый экономический рост у основных торговых партнеров.

Состав Центра макроэкономических исследований

Олег Замулин	Директор	OZamulin@sber.ru
Николай Фролов	Заместитель директора	NikVFrolov@sber.ru
Юлия Матвеевская	Финансовые и товарные рынки	YYMatveyevskaya@sber.ru
Несипли Кулаева	США, Китай, редакция	Kulaeva.N.M@sber.ru
Елизавета Карнаухова	Еврозона	EEKarnaukhova@sber.ru
Армен Авакян	Россия	ARoAvakyan@sber.ru
Мария Прислонова	Россия	Prislonova.M.K@sber.ru
Кирилл Маврин	СНГ	KPMavrin@sber.ru

По всем возникающим вопросам можно обратиться по телефону ЦМИ 8(495)665-56-00 или по электронной почте ответственным за разделы обзора.

Стандартная оговорка об ограничении ответственности, в обязательном порядке прилагаемая ко всем аналитическим продуктам.

Отказ от ответственности

Данные, приведенные в настоящем документе, не являются рекомендацией о вложении денег. Информация предоставлена исключительно в ознакомительных целях. Любая информация, представленная в настоящем документе, носит ознакомительный характер и не является предложением, просьбой, требованием или рекомендацией к покупке, продаже, или предоставлению (прямого или косвенному) ценных бумаг или их производных. Продажа или покупка ценных бумаг не может осуществляться на основании информации, изложенной в настоящем документе, и указанных в нем цен. Информация, изложенная в настоящем документе, не может быть использована в основе какого-либо юридически связывающего обязательства или соглашения, включая, но не ограничиваясь обязательством по обновлению данной информации. Она не может воспроизводиться, распространяться или издаваться любым информируемым лицом в целях какого-либо предложения, мотива, требования или рекомендации к подписке, покупке или продаже любых ценных бумаг или их производных. Будет считаться, что каждый, получивший информацию, провел свое собственное исследование и дал свою собственную оценку перспектив инвестиций в инструменты, упомянутые в настоящем документе. Сбербанк России не берет на себя никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки, затраты или ущерб, понесенные в связи с использованием информации, изложенной в настоящем документе, включая представленные данные. Информация также не может быть рассмотрена в качестве рекомендации по определенной инвестиционной политике или в качестве любой другой рекомендации. Информация не может рассматриваться как обязательство, гарантия, требование, обещание, оферта, рекомендации, консультации и т.д.

Банк не должен нести ответственность за последствия, возникшие у третьих лиц при использовании информации, изложенной в настоящем документе. Банк вправе в любое время и без уведомления изменять информацию, изложенную в настоящем документе. Третьи лица (инвесторы, акционеры и пр.) должны самостоятельно оценить экономические риски и выгоды от сделки (услуги), налоговые, юридические, бухгалтерские последствия, свою готовность и возможность принять такие риски. Банк не дает гарантии точности, полноты, адекватности воспроизведения информации третьими лицами и отказывается от ответственности за ошибки и упущения, допущенные ими при воспроизведении такой информации. Информация, изложенная в настоящем документе, не может быть интерпретирована как предложение / оферта или как рекомендация / консультация по инвестиционным, юридическим, налоговым, банковским и другим вопросам. В случае возникновения потребности в получении подобных консультаций следует обратиться к специалистам.