Январь 2017

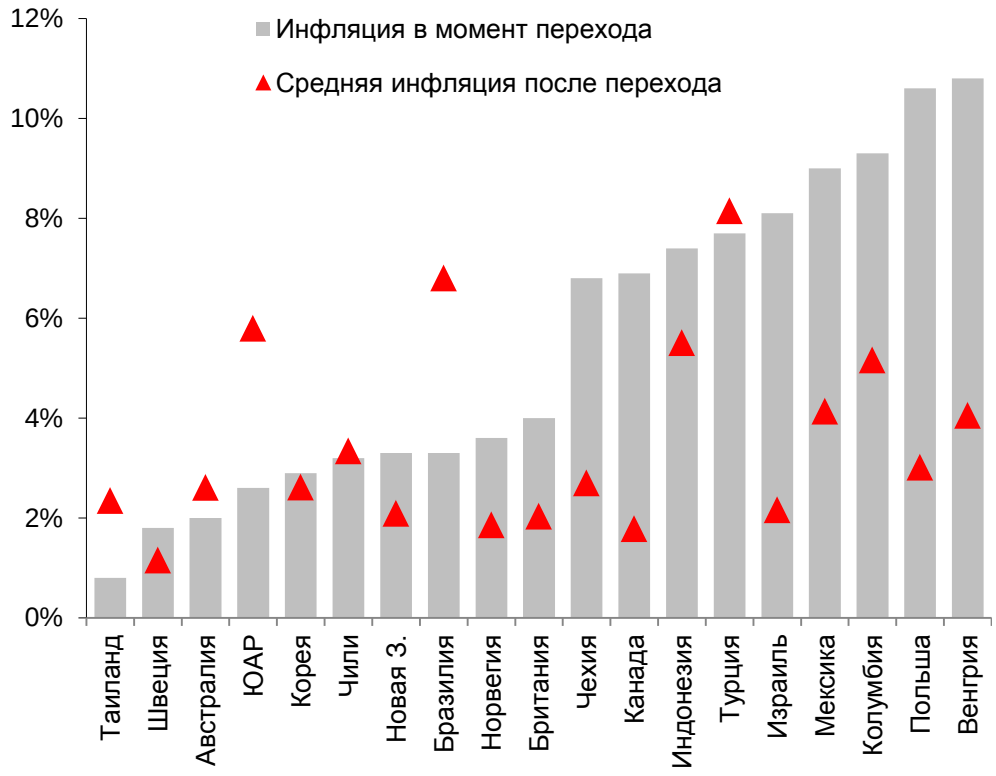
Альфа·Банк

Таргетирование инфляции: Вызовы для ЦБ

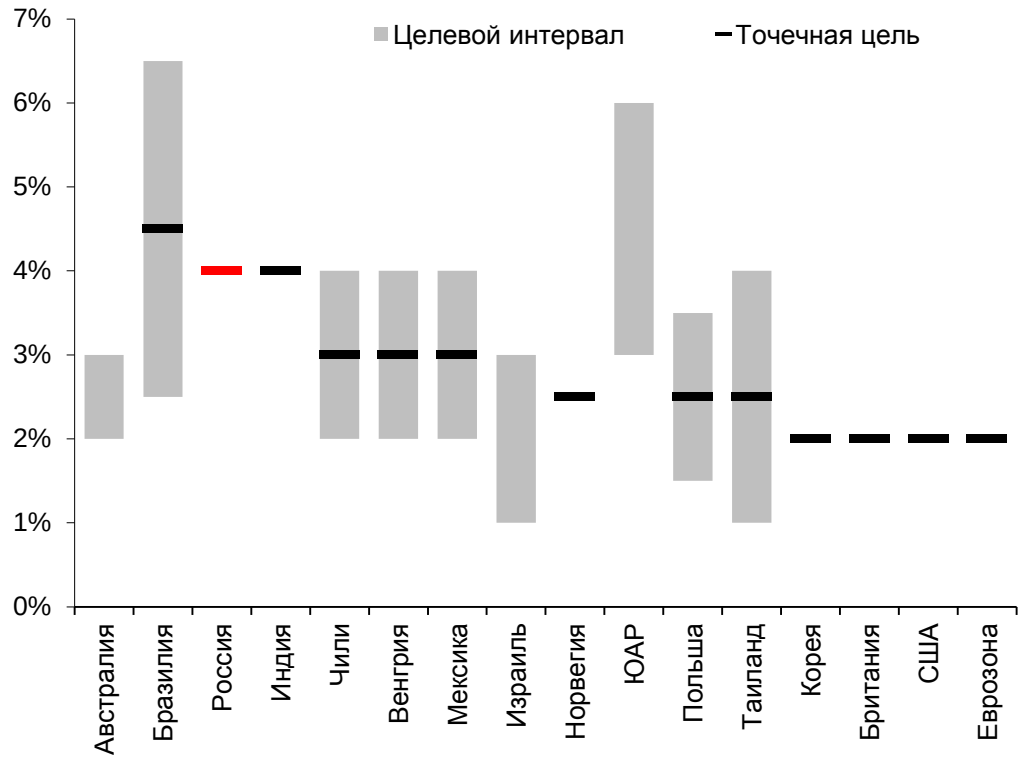
Наталия Орлова, Ph.D.
Руководитель Центра макроэкономического анализа

Цель по инфляции в РФ не выглядит невыполнимой

Инфляция до и после ИТ по странам



Точечные и интервальные цели ИТ по странам



- Большинство стран успешно справлялись с переходом к инфляционному таргетированию
- 4%-ная цель по инфляции в РФ не является слишком амбициозной на фоне других стран

Источники: МВФ, Блумберг, Альфа-Банк

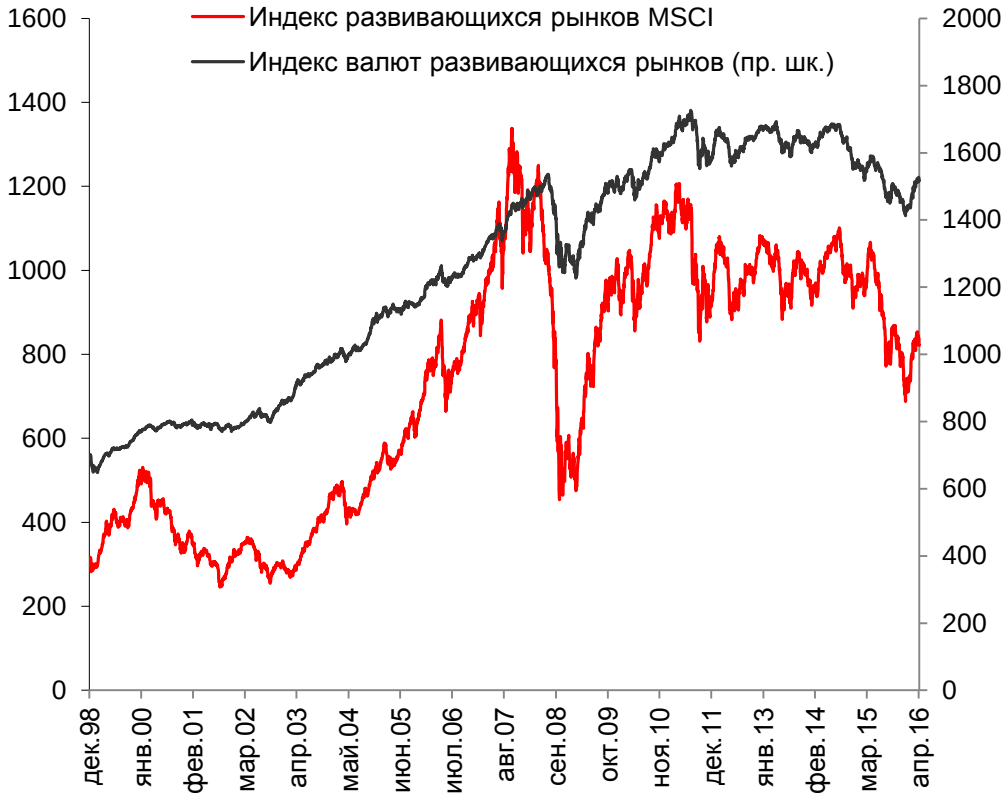
Внешняя среда не благоприятна для ИТ в России

Число запусков политик ИТ в год

- Приток капитала в страны развивающихся рынков обеспечивал укрепление их валют, что также работало в пользу успешного достижения новых, более низких ориентиров по инфляции

- Большинство стран перешли на таргетирование инфляции до середины 2000х, когда глобализация набирала обороты и обеспечивала поддержку дезинфляционным тенденциям

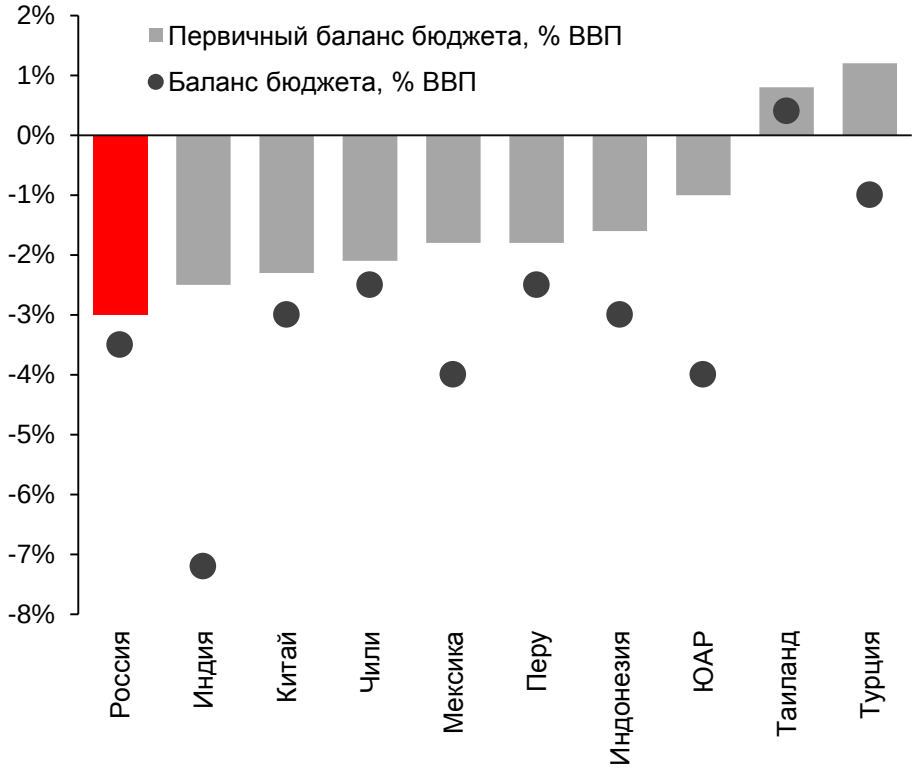
Валюты развивающихся стран и индекс MSCI



Источники: МВФ, Блумберг, Альфа-Банк

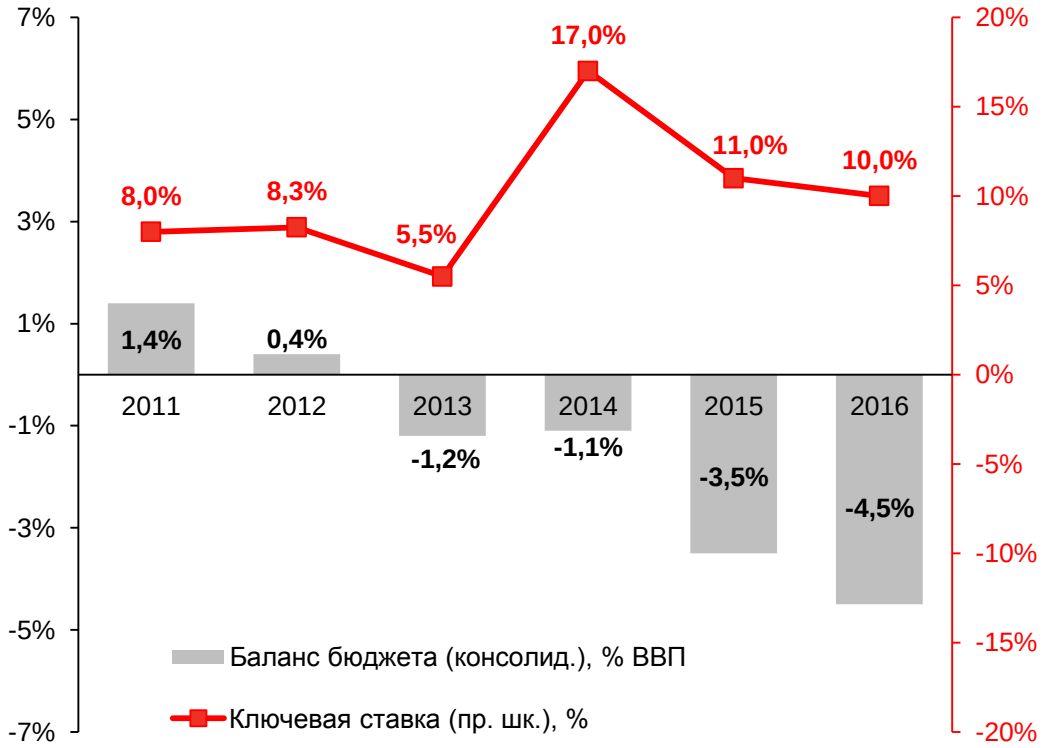
Фактор бюджетной политики

Общий и первичный баланс бюджета, % ВВП



- Хотя общий дефицит консолидированного бюджета РФ сопоставим с уровнями дефицита в других странах, первичный дефицит бюджета выглядит высоким

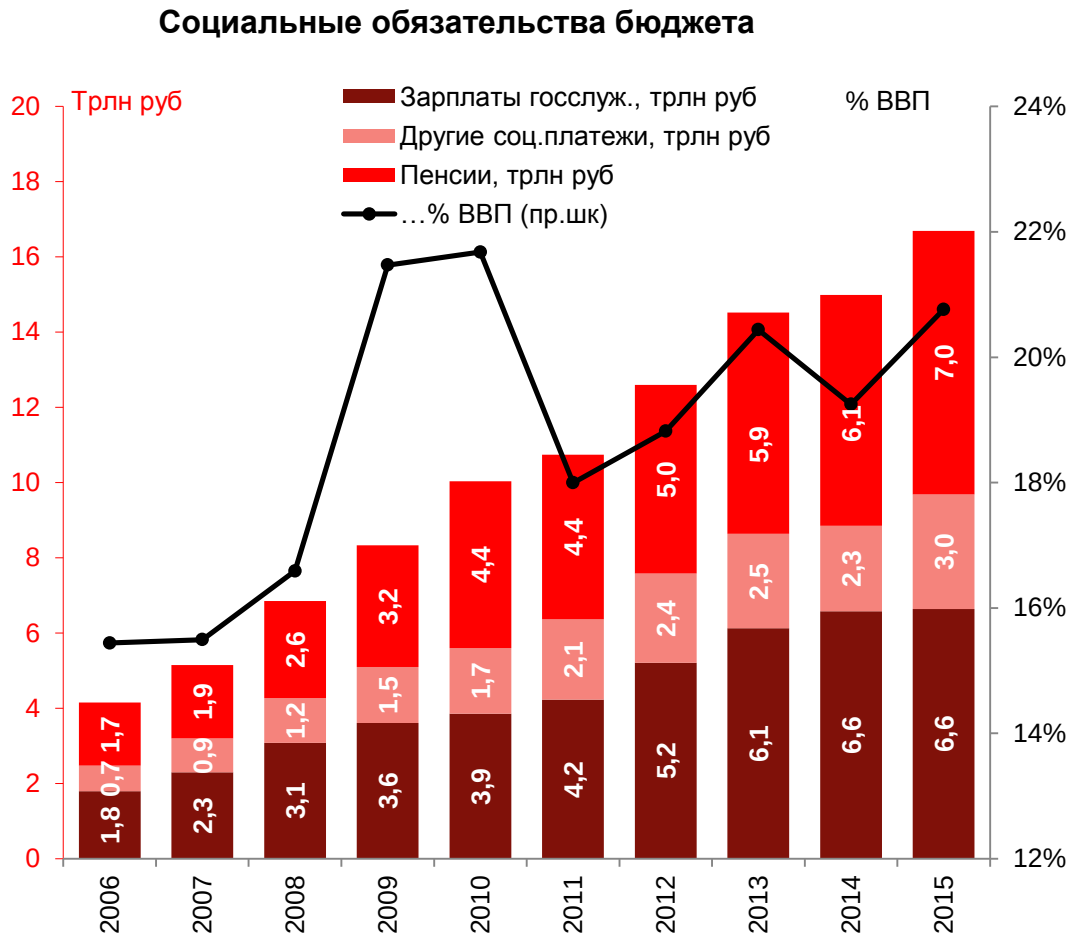
Дефицит федерального бюджета РФ, % ВВП и ключевая ставка ЦБ РФ



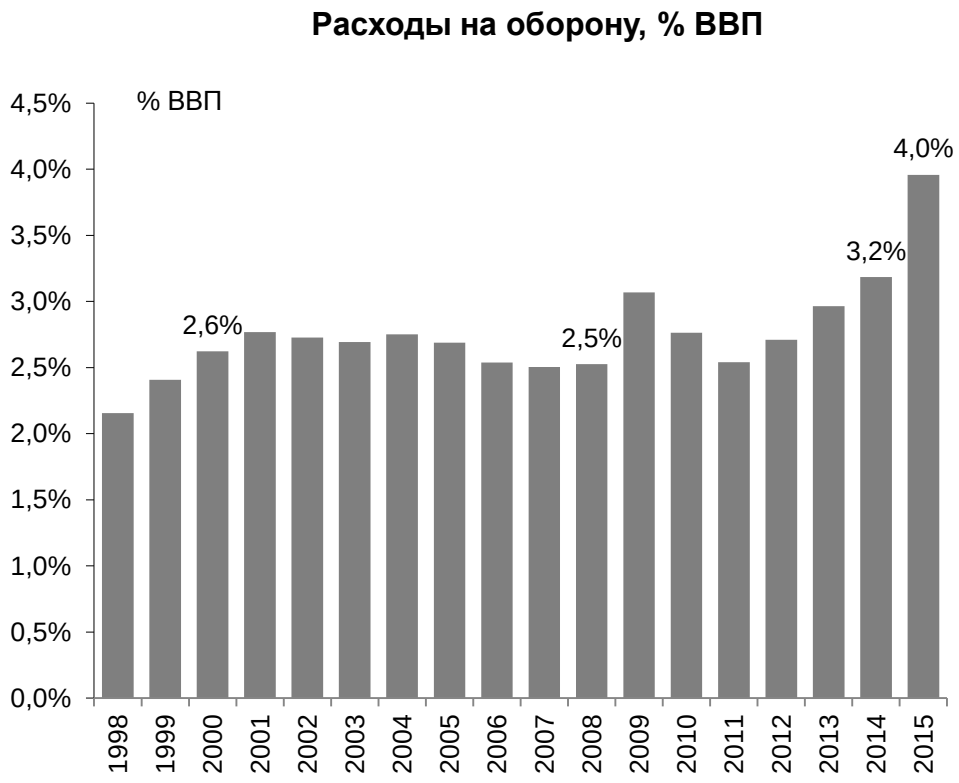
- Повышение процентной ставки ЦБ в 2014-2015гг. выглядит как компенсация увеличения бюджетного дефицита РФ

Источники: МВФ, Минфин, Альфа-Банк

Социальные обязательства – 21% ВВП



- Суммарные соцобязательства бюджета составляют 21% ВВП, или 57% расходов консолидированного бюджета. В госсекторе занято 18 млн человек, численность пенсионеров – около 40 млн человек

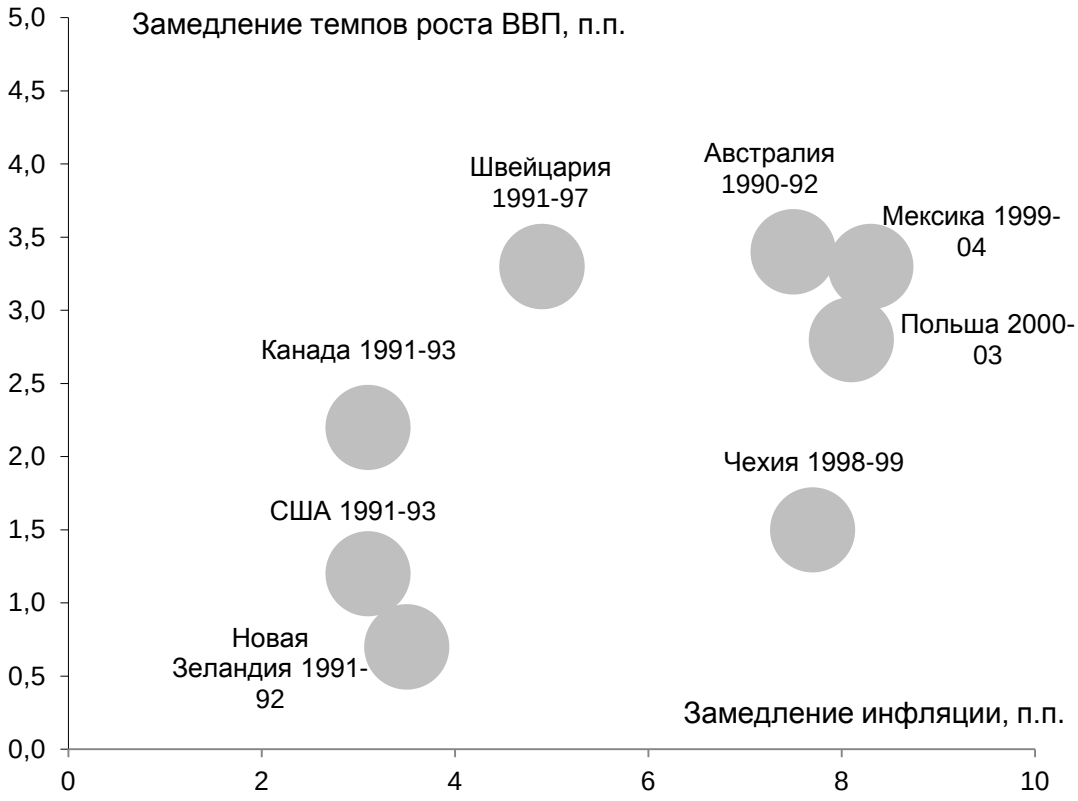


- Расходы на оборону в 2015 году выросли до 4% ВВП или до 20% расходов федерального бюджета

Источники: Минфин, Альфа-Банк

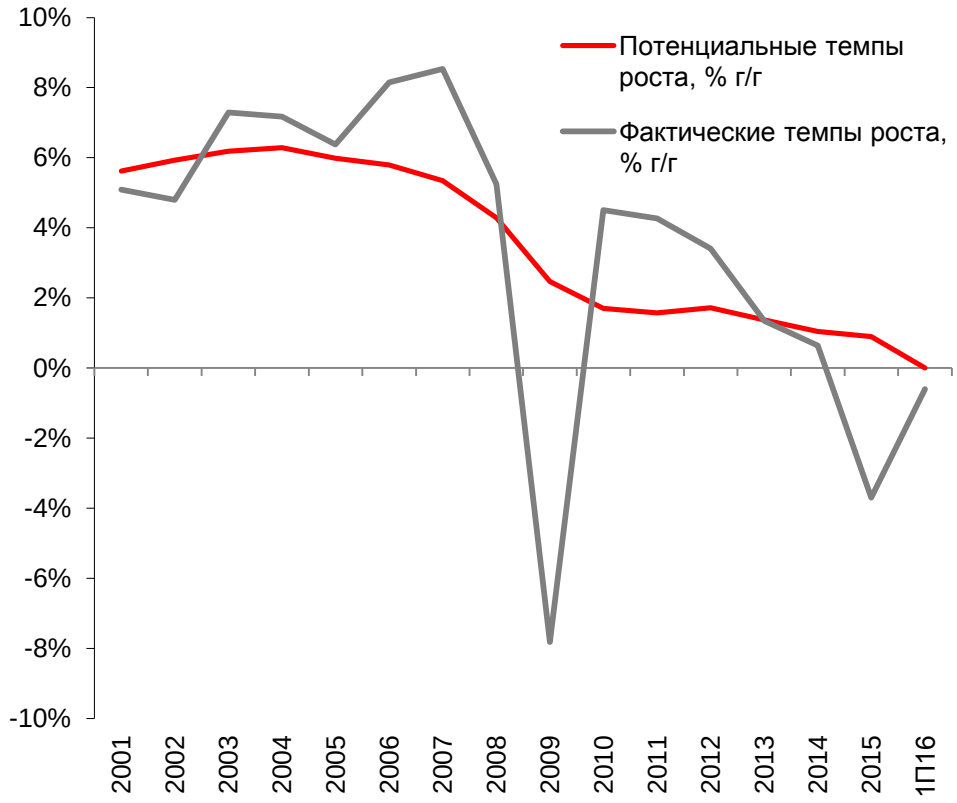
ИТ требует пожертвовать ростом

Таргетирование инфляции и замедление темпов роста



- Все страны, переходившие к таргетированию инфляции, в начале этого перехода были вынуждены жертвовать темпами экономического роста для установления контроля за динамикой цен

Фактические и потенциальные темпы роста РФ, % г/г

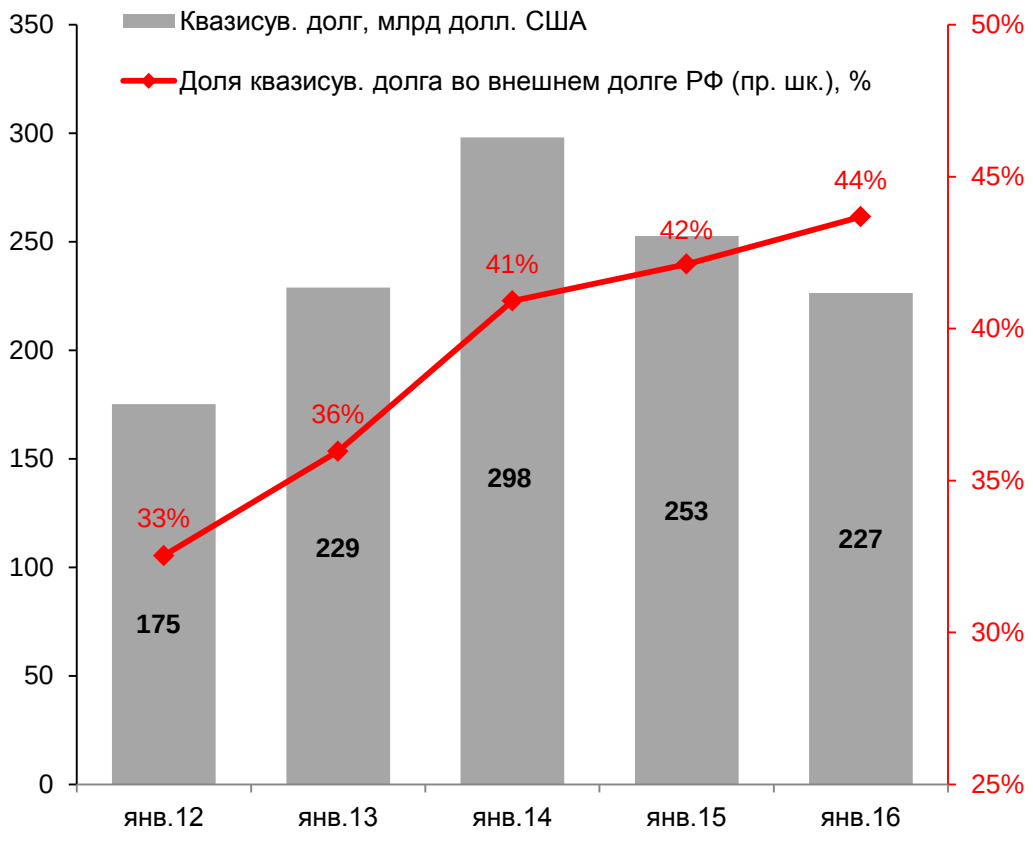


- Переход к таргетированию инфляции в условиях нулевого потенциального роста – в случае России – означает не просто замедление темпов роста, но усиление рецессионных тенденций в экономике

Источники: Росстат, Минфин, Альфа-Банк

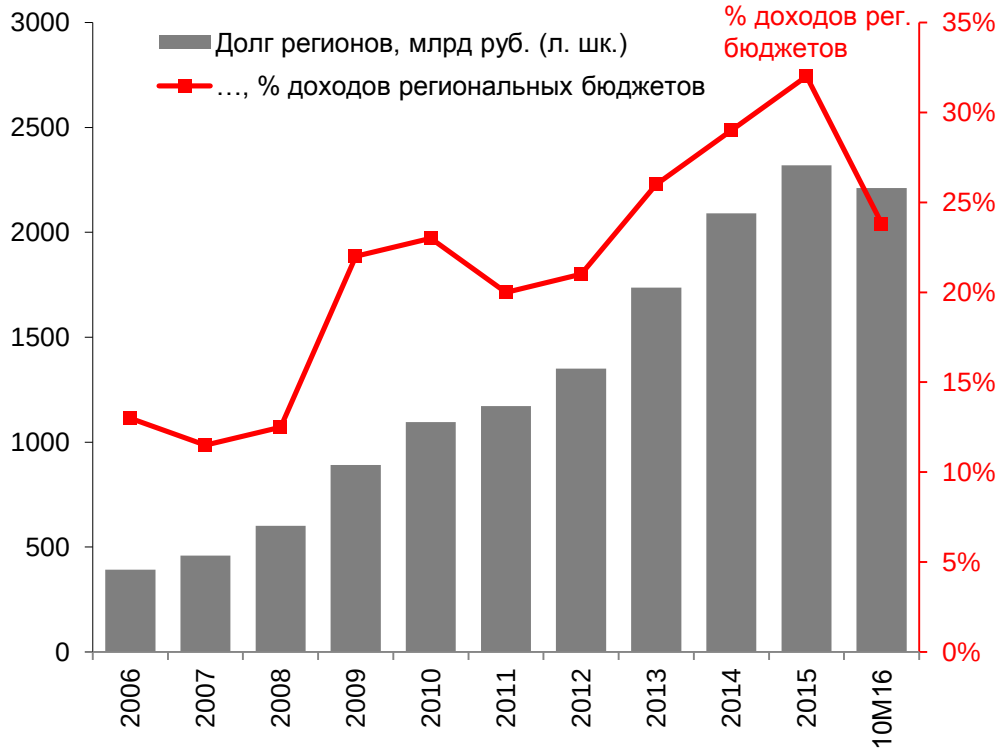
«Забалансовые» обязательства бюджета

Динамика квазисуверенного долга РФ



- Если частный сектор с 2014 года существенно сократил объемы внешнего долга, то квазисуверенный долг сейчас составляет около $230 млрд против $175 млрд в 2012 году

Рост задолженности регионов

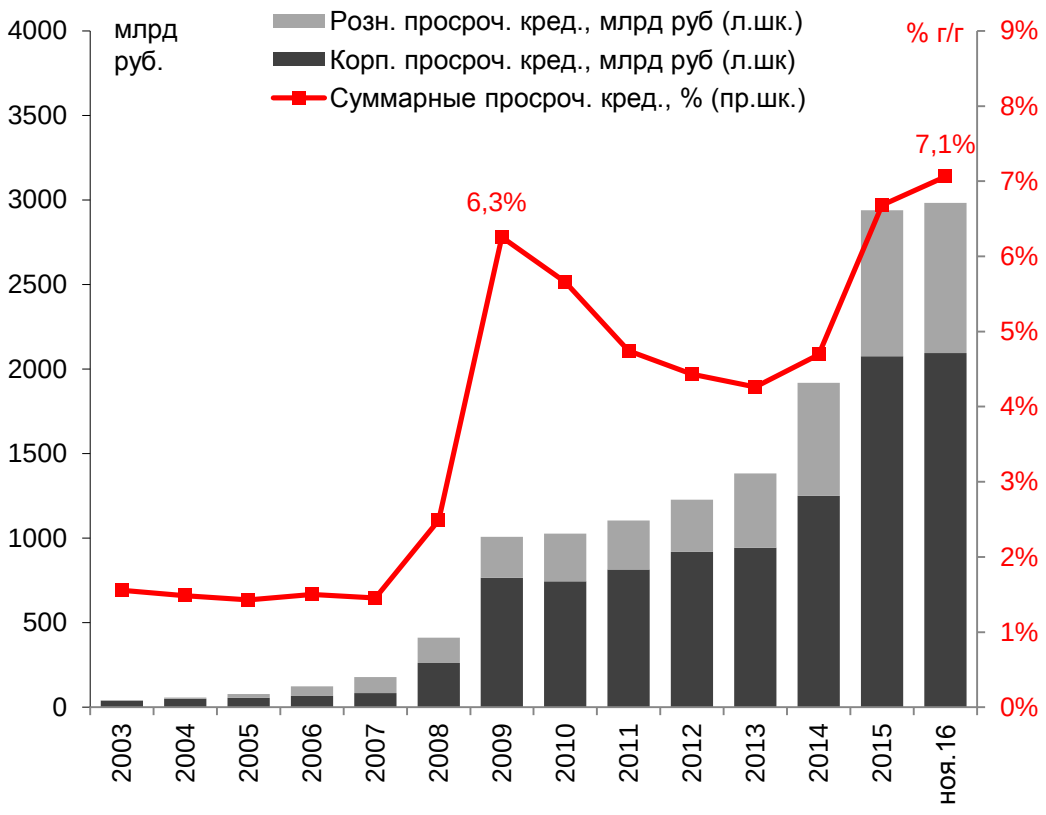


- Долг региональных бюджетов также может стать дополнительным бременем для федерального бюджета в будущем

Источники: Минфин, ЦБ РФ, Альфа-Банк

Проблемный банковский сектор?

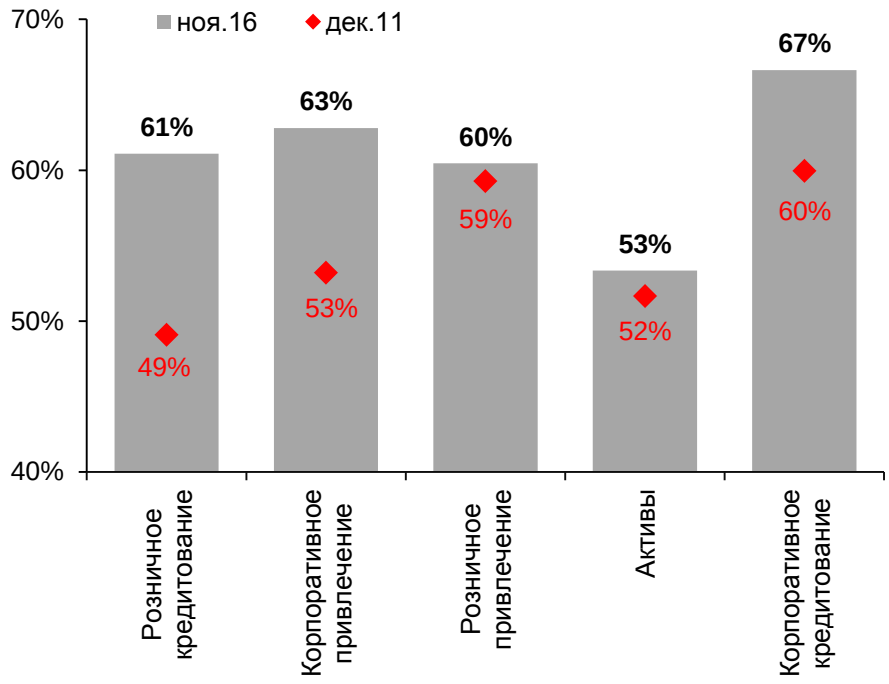
Просроченные кредиты в банковском секторе, млрд руб и %



- Уровень просроченных кредитов в банковском секторе вышел на новый максимум и сопровождается ростом доли государственных банков в секторе

- Активный отзыв лицензий вынуждал ЦБ предоставлять кредитную поддержку АСВ. Кроме того, рассматривается вариант переоформления кредита ЦБ РФ ВЭБу в бессрочный субординированный займ, что создает негативный прецедент

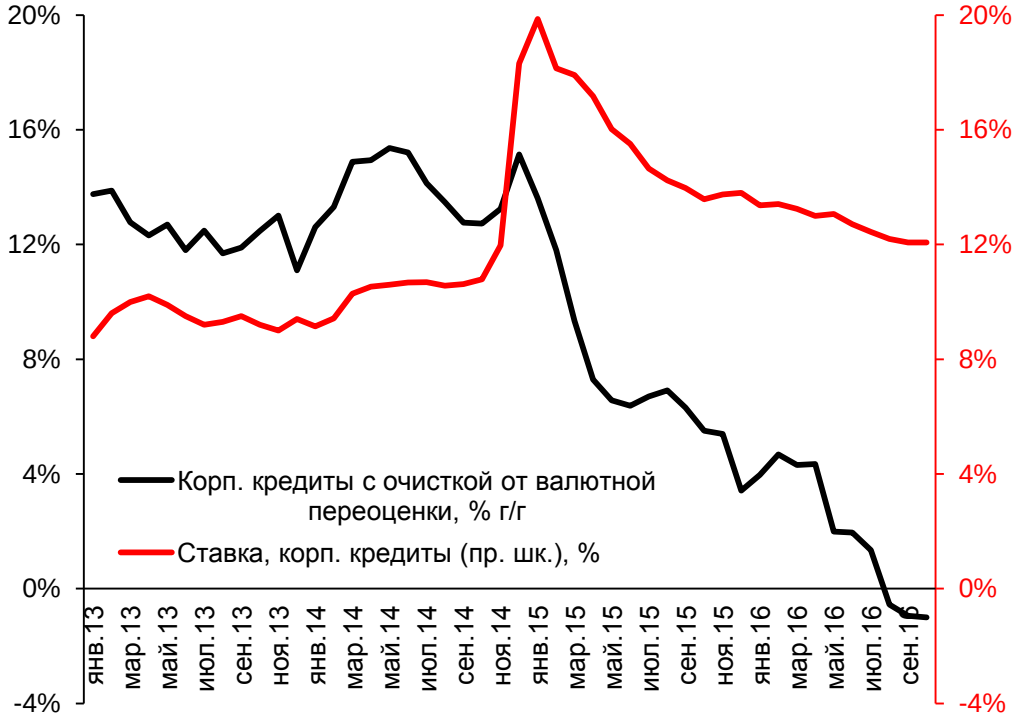
Доли госбанков в банковском секторе, %



Источники: Минфин, Альфа-Банк

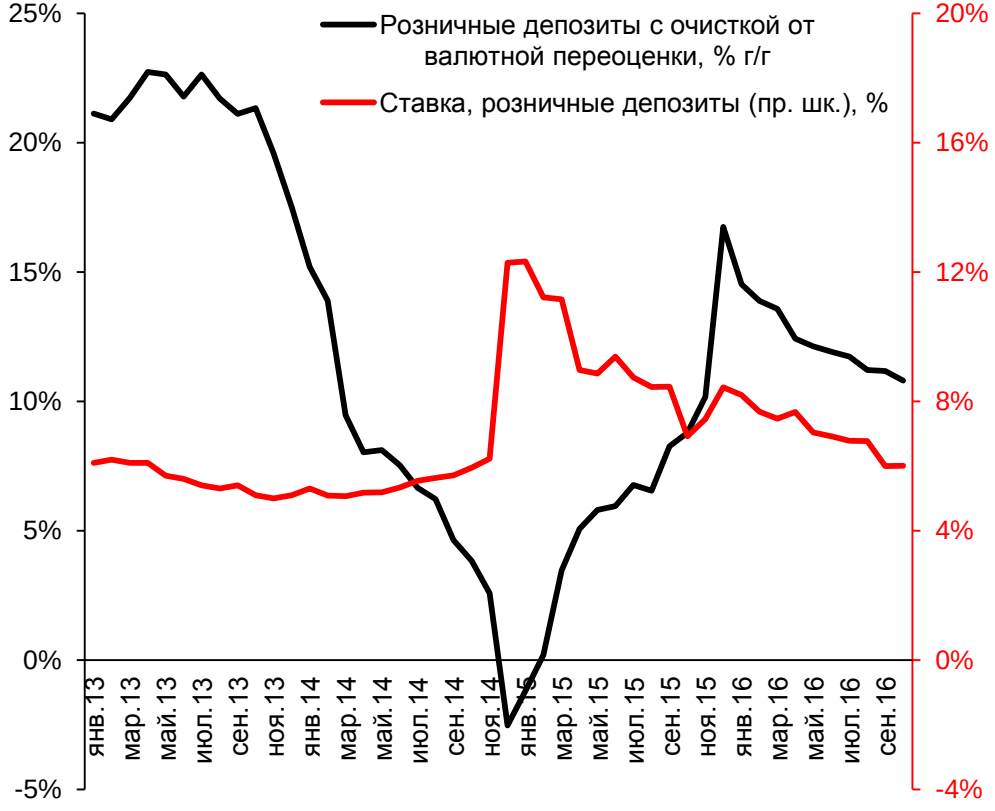
Монетарная трансмиссия – пока не работает

Корпоративные кредиты, % г/г и процентные ставки, %



- Спрос на корпоративные кредиты продолжает падать, несмотря на некоторое снижение кредитных ставок

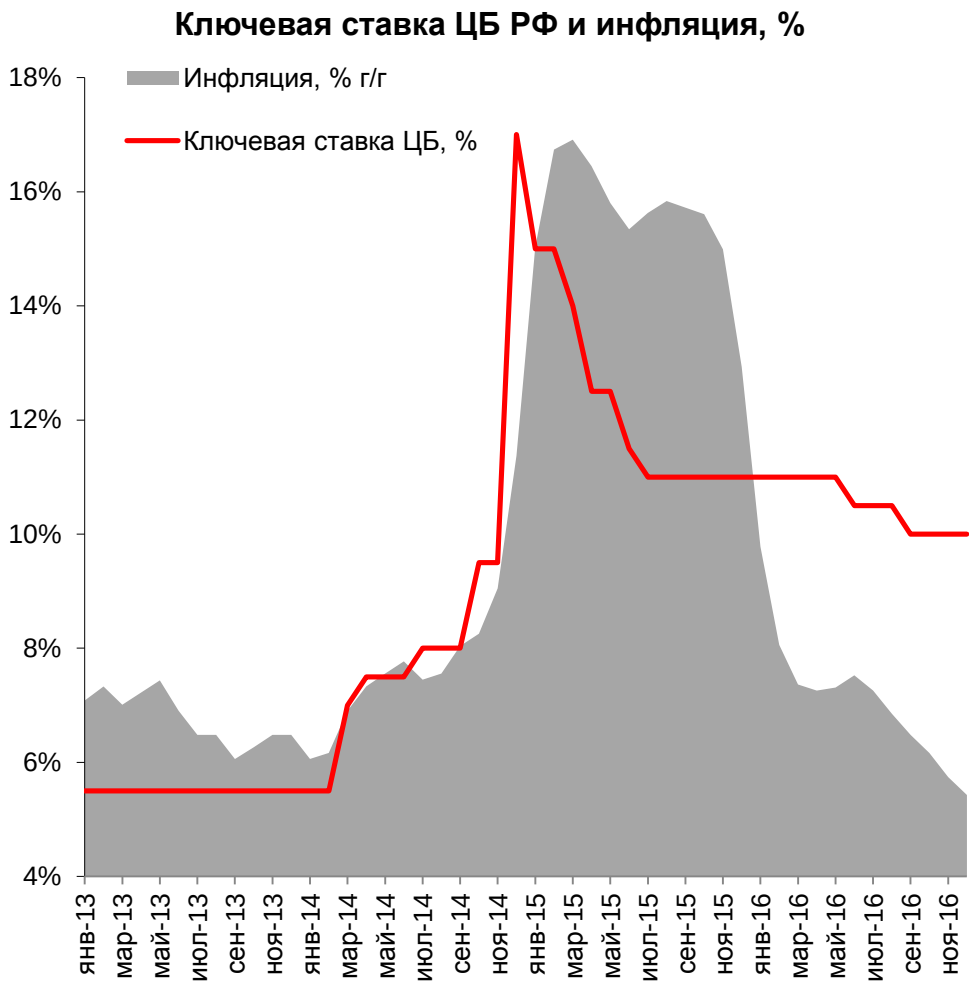
Розничные депозиты , % г/г и процентные ставки, %



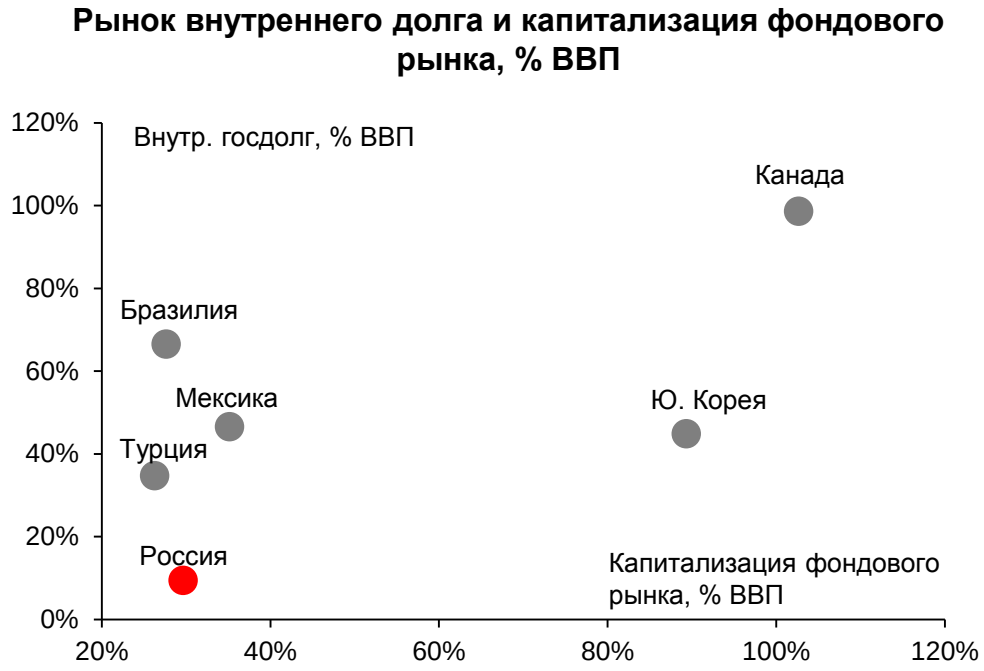
- С другой стороны, снижение процентных ставок не обеспечило замедления притока розничных депозитов, который держится устойчиво высоким

Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

Коммуникация ЦБ



- ЦБ значительно повысил уровень коммуникации с рынком и определяет формат экономической дискуссии в России, чего не наблюдалось в предыдущие годы
- Коммуникация ЦБ создает якорь ожиданий для финансовых рынков, в меньшей степени, для всей экономики – с учетом мало развитых финансовых инструментов в России это усложняет эффект монетарной трансмиссии



Источники: Росстат, Минфин, World Bank, Альфа-Банк

Выводы

- Цель по инфляции в 4% не выглядит недостижимой по опыту других стран. ЦБ РФ демонстрирует значительные усилия по улучшению коммуникации с экономическими агентами.
- Тем не менее, внешний и внутренний контекст перехода к инфляционному таргетированию не выглядит благоприятным.
- Осторожное отношение международных капиталов к развивающимся рынкам на данный момент не оказывает политики ИТ в России ту поддержку, которую оказывало в других странах.
- Бюджетная политика, хотя в целом остается взвешенной, демонстрирует избыточный первичный дефицит бюджета и обремененность неснижаемыми обязательствами бюджета. Высокий уровень квазисуверенного долга и долг региональных бюджетов также являются факторами риска.
- Таргетирование инфляции усложняется слабой эластичностью кредитно-депозитных рынков к изменениям процентной ставки.
- Увеличение доли государственных банков чревато дополнительным давлением на ЦБ в случае усугубления проблемы плохих долгов.