

Процентная политика ЦБ РФ после 2017

29 августа 2017

- ЦБ РФ близок к достижению 4% цели по инфляции в декабре этого года
- Ожидается быстрое снижение ставки, но у ЦБ есть аргументы «против»
- Международный опыт показывает, что достижение цели и стабилизация инфляции – разные задачи. И успехи в их решении – разные
- Опыт стран, успешно таргетирующих инфляцию, говорит о вероятном продолжительном периоде высоких реальных ставок
- Высокая ключевая ставка и ее медленное снижение поддержат инвертированный вид кривой в ближайшие годы

ЦБ РФ достиг 4% инфляции в июле 2017 года...

В этой аналитической записке мы анализируем денежную политику центральных банков в момент достижения цели по инфляции. Это ровно та ситуация, в которой находится ЦБ РФ. При переходе к политике таргетирования инфляции, ЦБ РФ утвердил цель в 4% на конец 2017 года. В июле 2017 года эта цель была достигнута. Мы предполагаем, что международный опыт может быть использован регулятором при выработке подходов к политике ставок в России в будущем.

...но еще не анонсировал дальнейшей стратегии

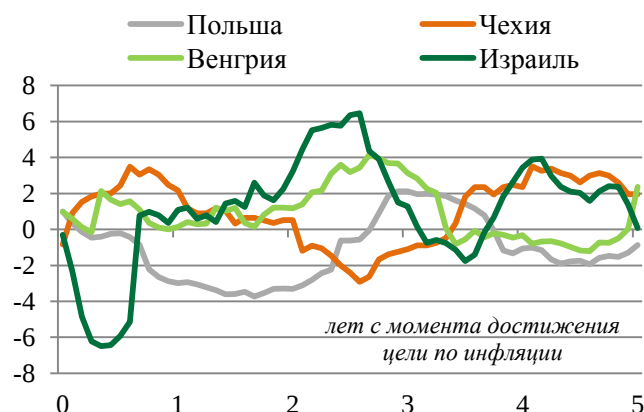
Свежие опросы экономистов говорят о существенном разбросе прогнозов российской ключевой ставки. Консенсус-прогноз Thomson Reuters на конец 2018 года – около 7%. При этом минимальный прогноз ставки – 6%, а максимальный – 8,5%. Наш анализ показывает, что ставки могут остаться высокими, причем достаточно долго.

Успешный опыт инфляционного таргетирования Австралии и Канады...

Опыт других стран: достичь цели – непросто, еще сложнее – удерживать

В начале 1990-х ряд центральных банков перешли к режиму инфляционного таргетирования. Но достигнутые результаты были различными. Во-первых, были страны, которые достигли цели по инфляции и удерживали ее около цели, «заякорив» инфляционные ожидания. Для нашего исследования наиболее показателен опыт Австралии и Канады. Обе страны были и являются крупными экспортерами сырья, у обеих стран достаточно исторических данных,

Трудно достичь, легко потерять... Отклонение от цели по инфляции с момента достижения, пп



...опыт Турции – 10 лет выше цели
%гг



Источник: Haver, Reuters, расчеты ЦМИ

*...и менее успешный
в других странах...*

*...говорят о том, что
достигнуть цели
мало. Ее нужно
удержать*

*В 1990-х многие
страны начали
борьбу с инфляцией*

*Австралия достигла
цели за 2 года...*

чтобы проанализировать динамику основных макроэкономических показателей до и после достижения цели по инфляции.

Во-вторых, была группа стран, где цель по инфляции была достигнута, но в последствии были значительные колебания инфляции. К этой группе стран относятся Венгрия, Израиль, Польша и Чехия (см. график на странице 1). В течение многих лет в этих странах инфляция уходила то ниже, то выше ориентира, отражая трудности формирования устойчивых инфляционных ожиданий и управления инфляционными процессами.

Отдельно стоит упомянуть свежий и близкий нам опыт Турции, в которой переход к политике инфляционного таргетирования был осуществлен в 2006 году. Но уже в 2011 году инфляция вышла из целевого диапазона $5 \pm 2\%$, и значительно ускорилась. В ближайшие годы рынок не ожидает замедления темпов роста цен до 7%.

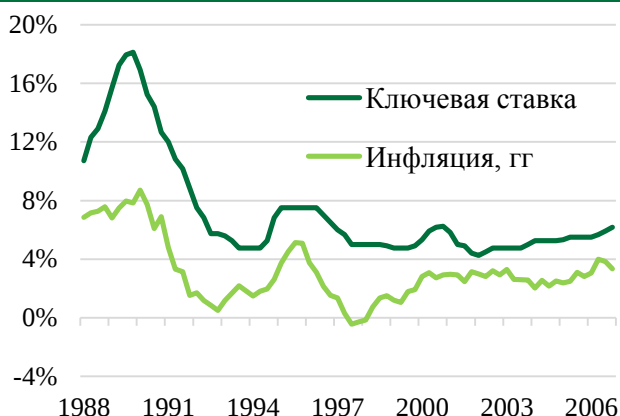
Мы считаем, что в своей политике Банк России, скорее всего, будет ориентироваться на успешный опыт инфляционного таргетирования. В этом плане анализ политики центральных банков Канады и Австралии приобретает особую важность, тем более, что она была достаточно похожей.

Успешный опыт: Австралия и Канада

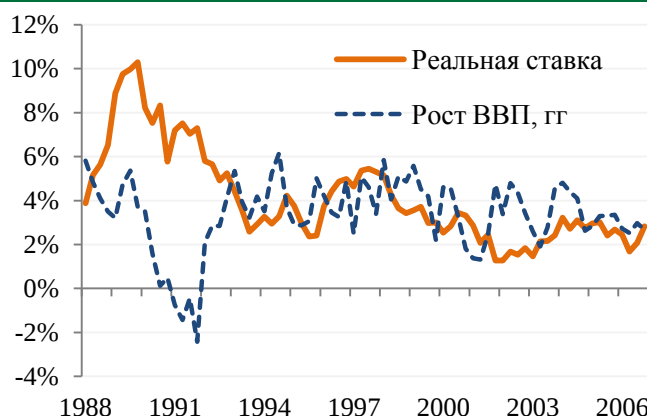
Переход к политике инфляционного таргетирования был объявлен в Канаде в 1991 году, а и в Австралии – в 1993 году. Существенное повышение ставок и торможение инфляции началось в обоих случаях чуть раньше, когда инфляция достигла около 10%гг.

ЦБ Австралии поднял ставку до 18% в конце 1989 года. Это привело к росту **реальной ставки**, т.е. разницы между ключевой ставкой и текущей инфляцией, до **10%**. Уже во 2 квартале 1990 года инфляция начала быстрое снижение. За неполные два года она снизилась с 8,7%гг до невиданных ранее 1,5%гг. Инфляция полтора года держалась ниже официально объявленной в 1993 году цели в 2,5%! Конечно, политика высоких процентных ставок имела негативные последствия для экономики. Рецессия 1991 года – единственная для Австралии за последние 30 лет. Но эту цену пришлось заплатить за обуздание инфляции.

Серьезное повышение ставок ЦБ Австралии привело к снижению инфляции...



...реальная ставка снижалась медленно, но всегда отвечала на колебания выпуска



Источник: Haver, МВФ, расчеты ЦМИ

...но и после этого денежная политика оставалась жесткой

С конца 1992 года австралийский ЦБ перешел к смягчению политики, но снижал ставки крайне медленно. Это можно увидеть, если посмотреть на динамику реальной ставки. Исходя из нашей оценки правила Тейлора для Австралии, при увеличении разрыва выпуска на 1пп (ниже потенциала), ЦБ снижал ставки на 0,3пп. Тем не менее, *уровень* реальной ставки оставался высоким и первые два года после достижения цели держался **около 5%**.

Канада быстро достигла цели...

История борьбы с инфляцией в Канаде во многом схожа, но высокие ставки имели куда более болезненные экономические последствия. В течение 1992-1995гг реальная ставка составляла **порядка 4,5%**, что существенно тормозило экономику. По оценкам МВФ, в течение почти 10 лет ВВП Канады находился стабильно ниже своего потенциального уровня (см. график ниже) при жесткой денежной политике центрального банка.

...но это стоило дорого

При этом стоит признать, что инфляция в Канаде была ближе к поставленной цели, чем в Австралии. Среднее абсолютное отклонение с момента достижения цели и до кризиса 2008-09 гг составило 60 бп в Канаде против 90 бп в Австралии. С большими или меньшими потерями длительное проведение жесткой денежной политики потерями позволило центральным банкам обеих стран устойчиво снизить инфляцию.

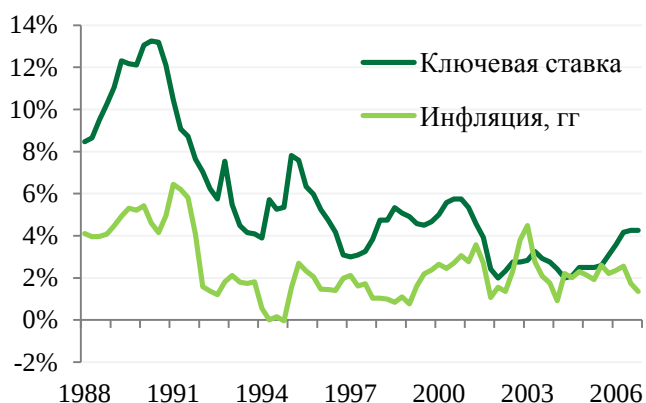
В обоих случаях на существенное снижение реальных ставок ушло порядка 8 лет

Ведь снижение реальных ставок произошло далеко не сразу. Они опустились **ниже 4% только в начале 2000-х**, когда снизились уровень и волатильность инфляции. Таким образом, на то, чтобы закорить инфляционные ожидания в экономике регуляторам потребовалось почти 8 лет. Лишь после этого центробанки смогли перейти к существенному смягчению денежной политики. С 2000 по 2006 годы реальная ставка в среднем составила 2,4% в Австралии и всего 1,1% в Канаде.

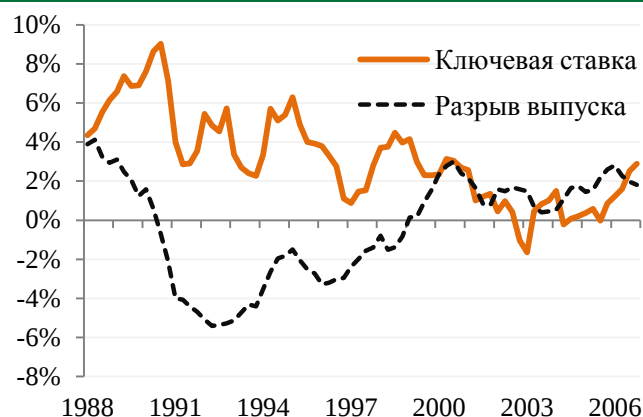
Реальные ставки в США в это время менялись не существенно

Здесь стоит отметить два фактора, которые потенциально могут повлиять на релевантность опыта этих двух стран. Во-первых, реальные ставки в мире тоже менялись, и снижение в Австралии и Канаде могло отражать общий тренд. Но мы не видим этого в данных. Оценки [Laubach et al \(2015\)](#) показывают, что в 1988-99гг реальная ставка в США составила 2,8%, а в 2000-06гг – 2,7% (их альтернативная оценка – 3,2 и 3,1% соответственно). Существенное снижение реальной ставки в США произошло только после кризиса 2007-08 (см. график на стр. 4). Отсюда следует, что денежная политика в двух странах действительно была существенно жестче в 1990-х, чем в начале 2000-х.

Канада боролась с инфляцией жестче...



...но высокая реальная ставка привела к серьезным потерям в ВВП



Источник: Haver, МВФ, расчеты ЦМИ

Структура корзины ИПЦ может повлиять на успешность действий ЦБ РФ

Во-вторых, потенциально важным фактором является состав корзины ИПЦ. В Австралии и Канаде начала 1990-х доля продуктов питания составляла около 15-17%, в России 2016 года – 31%. Другие страны из нашей выборки по этому показателю ближе к России (см. график ниже). Цены на продукты питания наиболее волатильны, т.к. зависят от погоды и мировых цен на продовольствие, неподвластных центробанку. Поэтому управлять инфляционными ожиданиями при большей доле продовольствия в потребительской корзине сложнее. Однако исследование [МВФ \(2011\)](#) показало, что эффекты второго порядка (ожидания, косвенное влияние курса на внутренние цены) центральный банк ограничить может.

ЦБ ждали устойчивого снижения инфляции...

Достижение цели и процентная политика: ослабить хватку?

Итак, что показал исторический опыт Канады и Австралии, которые закрепили свой успех таргетирования инфляции на протяжении двух десятилетий? В обоих случаях мы **не увидели быстрого и устойчивого снижения реальной ставки**. Почему? Для этого может быть несколько причин:

- ЦБ трудно принять решение и выбрать оптимальный момент для начала быстрого снижения ставки. Как правило, приходится действовать интуитивно и двигаться на ощупь;
- чтобы зафиксировать инфляционные ожидания и создать себе репутацию, регулятор склонен скорее держать ставки относительно высокими, несмотря на издержки для экономики.

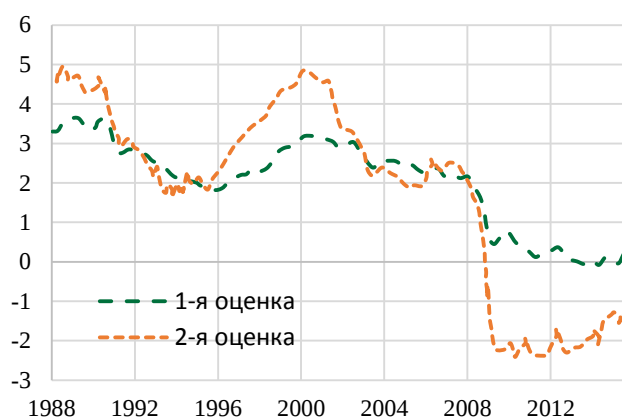
...и не торопились смягчать свою политику...

Исторические данные подтверждают это мнение. По достижении цели инфляции центральные банки постепенно снижали шаг изменения ключевой ставки. В нашем примере Австралии и Канады цикл смягчения политики растянулся на 10 лет.

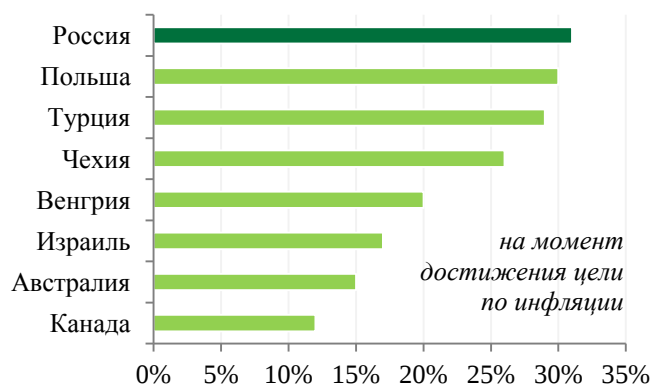
...даже если инфляция уходила ниже цели

Отметим, что за первичным достижением цели по инфляции обычно следует дальнейшее замедление инфляции против целевых значений. В случае Австралии и Канады это произошло спустя 2 квартала и 8 кварталов соответственно, но и тогда центральные банки этих стран не стали торопиться со снижением реальной ставки. Ведь, как показывает опыт Израиля (график на стр. 1), даже такое радикальное снижение инфляции, существенное против объявленной цели, не гарантирует устойчивости достигнутых темпов в будущем.

Реальные ставки в США были примерно на одном уровне в 1990-х и 2000-х, %



В России относительно высокая доля продуктов питания в корзине ИПЦ



Источник: Laubach & Williams (2015), ОЭСР

ЦБ ждали устойчивого снижения волатильности инфляции...

Что же тогда гарантирует стабильность достижения цели? Международный опыт показывает, что важно снижение волатильности инфляции *в принципе*. То есть, инфляция должна стать менее восприимчивой к макроэкономическим шокам до момента радикального снижения ставки. Тогда центральный банк может быть уверен в том, что риски высокой инфляции практически устранены. Т.к. для стран, перешедших к таргетированию инфляции, проблему представляла именно высокая инфляция, то высокие реальные ставки позволяли нивелировать многие риски и «приучить» экономику к низкой волатильности цен. В 2008 году в Австралии, Канаде и России снижение реального обменного курса составило 20%. Но в Австралии и Канаде это привело к ускорению инфляции лишь на 2-3пп, а в России рост цен ускорился на 7-8пп. А ведь и причина шока (снижение цен на сырьевых рынках), и последующая динамика реального курса национальных валют были очень схожими.

...повторяя опыт Пола Волкера в начале 1980-х

Корни жесткого подхода к закориванию инфляционных ожиданий уходят к опыту США начала 1980-х. Тогда председатель ФРС – Пол Волкер – боролся с высокой инфляцией, сократив ликвидность в банковской системе и подняв реальные процентные. За исключением короткой рецессии в начале срока его председательства, реальная ставка ФРС целенаправленно держалась на уровне 5% в течение 6 (!) лет.

Опыт инфляционного таргетирования в России: 2014-17

ЦБ РФ также начал с высоких ставок...

ЦБ РФ перешел к инфляционному таргетированию и плавающему валютному курсу в конце 2014 года. В отличие от своих австралийских и канадских коллег, он не стал держать реальные ставки на ультравысоких уровнях продолжительное время. Это связано с тем, что инфляционный шок (17%гг в марте 2015) был временным и был вызван немонетарными факторами. Действительно, уже с ноября 2015 года инфляция быстро пошла на спад.

...быстро достиг цели и снизил шаг изменения ключевой ставки

Но с августа 2015 ключевая ставка года снизилась лишь на 2пп с 11% до 9% в настоящее время. За это же время инфляция стремительно приближалась к цели, составив 3,9% в в июле 2017 года. Этот срок примерно соответствует срокам, за которые Австралия и Канада достигли своих целей по инфляции в начале 1990-х. Также в последние несколько месяцев ЦБ снизил шаг изменения ключевой ставки до 25бп, также как когда-то Австралия и Канада.

Текущая ситуация и риски для цели в 4%

Высокая реальная ставка – это страховка от...

По опыту других стран, перешедших к инфляционному таргетированию, реальная ставка в 5%, которую мы видим сейчас в России, не кажется слишком высокой. После достижения цели по инфляции и канадский, и австралийский ЦБ держали реальные ставки в среднем у отметки 4% в течение 5 лет.

И у Банка России есть несколько аргументов в пользу сохранения реальных ставок высокими.

...рисков ожиданий...

Инертность инфляционных ожиданий. Практически никто в России не ожидал такого быстрого достижения цели по инфляции. И даже сейчас среди аналитиков **нет консенсуса относительно стабильности достижения цели** (см. график ниже). Некоторые ждут инфляции в 4,5-5% в 2018, и практически никто – ниже 4%. Как следует из последнего доклада о денежно-кредитной политике, «для окончательного закрепления инфляционных ожиданий вблизи целевого уровня инфляции может потребоваться длительное время. Это объясняется в том числе их повышенной чувствительностью к колебаниям цен и валютного курса, даже краткосрочного и локального характера». ЦБ РФ, таким образом, фокусируется на *рисках* для инфляции, а не на успехах по ее снижению.

...рисков цен на нефть...

Зависимость цен от обменного курса сохраняется. Курс рубля, а следовательно и стоимость импорта, сохраняет высокую зависимость от цен на нефть. Поэтому ЦБ предпочитает оставаться консервативным с прогнозом \$42/барр до конца 2020 года. Снижение цен на нефть с текущего уровня до \$42/барр выглядит возможным и реалистичным сценарием, а ведь его реализация способна усилить инфляционное давление.

...риска оттока капитала...

Повышение ставок на рынках развитых стран. Ставки на российском долговом рынке были привлекательны на фоне нулевых ставок в Европе и США, но по мере ужесточения их денежной политики, дифференциал между российскими и западными рынками будет сокращаться. Дополнительное снижение ставок со стороны ЦБ может подстегнуть отток капитала с отечественного рынка, что, в свою очередь, создает риски для финансовой стабильности экономики.

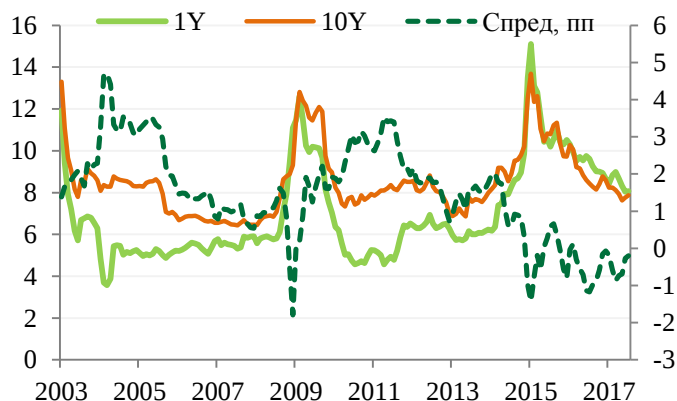
...рисков инфляционного давления спроса...

Экономика восстанавливается. Первая оценка ВВП во втором квартале 2017 года говорит об ускорении роста до 2,5%гг. У экономики сейчас относительно высокий потенциал восстановления. Например, число работников на неполной занятости все еще выше показателей 2013 года, а [индекс экономического настроения ВШЭ](#) находится в периоде растущего оптимизма. Вкупе с предвыборным бюджетным импульсом, это создает некоторые инфляционные риски, к которым ЦБ хочет подготовиться.

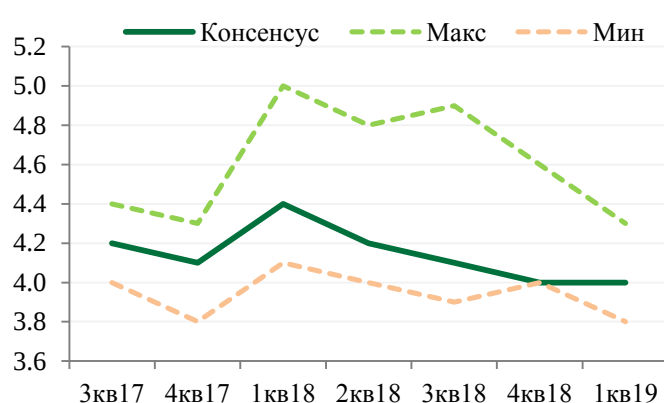
...и это не противоречит иностранному опыту

В пользу сохранения высоких ставок говорит не только осторожность ЦБ, но и опыт стран, чьи действия он фактически повторяет. Достижение цели по инфляции – важный этап, но еще не поворотный. Поэтому, вероятно, ЦБ РФ будет и дальше следовать опыту успешных регуляторов.

ЦБ поддерживает краткосрочные ставки высокими ... Доходность ОФЗ, %годовых



...но даже аналитики не верят в устойчивые 4% Прогноз инфляции (%гг), июл-авг 2017



Источник: Haver, Reuters, расчеты ЦМИ

Когда процентная кривая примет нормальную форму?

Медленное смягчение политики поддерживает инвертированную форму кривой...

...до кризиса спред составлял более 2пп

Фундаментальные факторы говорят о нормальном уровне около 1пп

Он может быть достигнут по мере смягчения денежной политики

Успешное закрепление инфляции у 4% также может снизить долгосрочные ставки

Практически непрерывно, начиная с декабря 2014 года, процентная кривая остается инвертированной. Доходность на коротких сроках (год и меньше) превосходит доходность на длинных сроках (10 лет). К этому привело два главных фактора: повышение ключевой ставки и снижение ожиданий экономического роста, связанное с геополитическими факторами и падением цен на нефть.

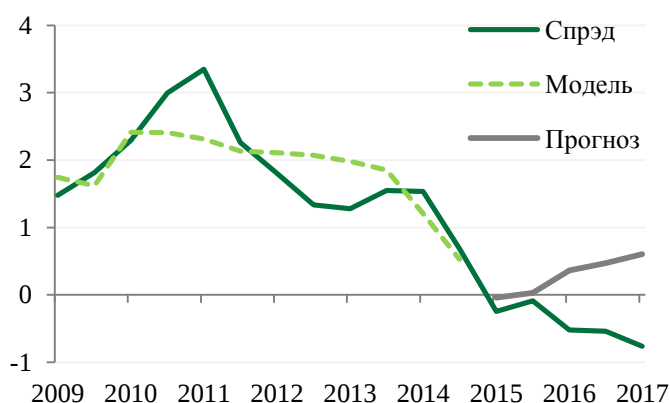
Вероятно, что по мере смягчения политики ЦБ и восстановления экономики, процентная кривая вернется к нормальному состоянию. Напомним, что средний спред между 10-летними и однолетними ОФЗ составил 2,4пп в 2003-06гг и 2,1пп в 2010-13гг. Последний год спред был отрицательным, всё лето он был близок к -0,2пп.

Но что говорят нам фундаментальные факторы? Мы оценили простую модель зависимости спреда от ожидаемых темпов роста ВВП и инфляции на 5-летнем горизонте (на основе прогнозов МВФ разных лет). Исходя из среднесрочного прогноза роста ВВП в 1,8-2% и инфляции около 4%, наши расчеты показывают, что нормальным уровнем спреда сейчас был бы спред 1пп+.

Текущий консенсус относительно ключевой ставки – постепенное снижение до 7% к концу 2018 года. Мы считаем, что если инфляция не замедлится существенно ниже 4% в течение 2017-18гг, то ЦБ может посчитать, что ключевая ставка на уровне 8-8,5% необходима, чтобы стабилизировать инфляцию и нивелировать риски возвращения роста цен к уровню 5%+. Иначе говоря, мы считаем, что процентные ставки могут снижаться медленнее и дольше, чем ожидает рынок. Если этот сценарий реализуется, то процентная кривая вернется к нормальной форме не ранее 2019-20 гг, а спред порядка 1пп может быть достигнут в течение 2020-21 гг. Долгий период инвертированной кривой – не редкость, в Венгрии она наблюдалась почти все 2000-е (см. график выше).

Повлияет ли политика инфляционного таргетирования на структуру процентных ставок? Очень вероятно. Ценовая стабильность поможет снизить риски для инвесторов и сузить спред между 10- и 1-летними облигациями. Динамика спреда тогда будет больше зависеть от перспектив роста экономики, и меньше – от инфляционных рисков.

Фундаментальные факторы указывают на нормальный спред около 1%... %



...хотя инвертированная форма кривой вполне может продержаться какое-то время, пп



Источник: Haver, МВФ, расчеты ЦМИ

Обзор подготовили

Юлия Цепляева

YVTseplyaeva@sberbank.ru

Алексей Киселев

AVKiselew@sberbank.ru

Юлия Матвеевская

YYMatveyevskaya@sberbank.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 (прямому 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 в праве 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.