



Національний
банк України

Кон'юнктура світових фінансових ринків в умовах нормалізації монетарної політики та вплив на ЕМ

Інна Співак

Д.е.н., начальник відділу аналізу міжнародної
економіки Національного банку України

11 квітня 2019, Львів

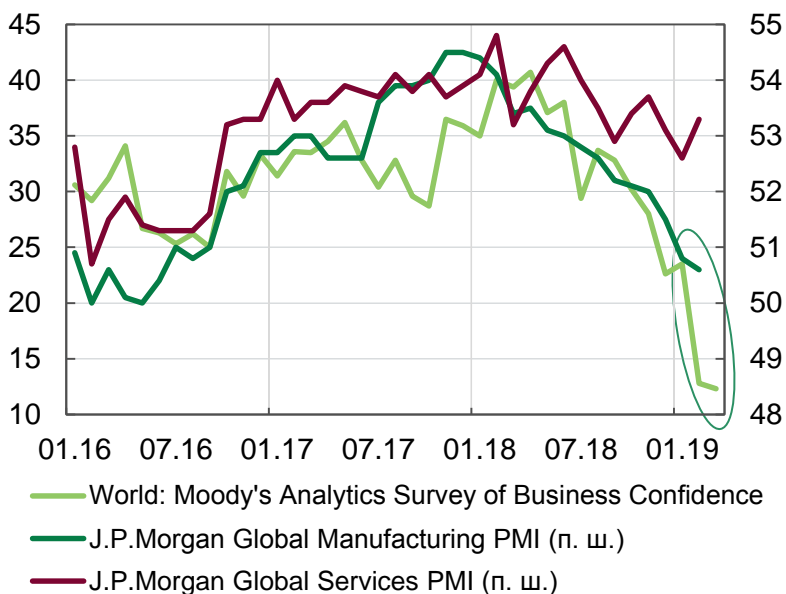


Коктейль “ринкове тремтіння” (investing.com)



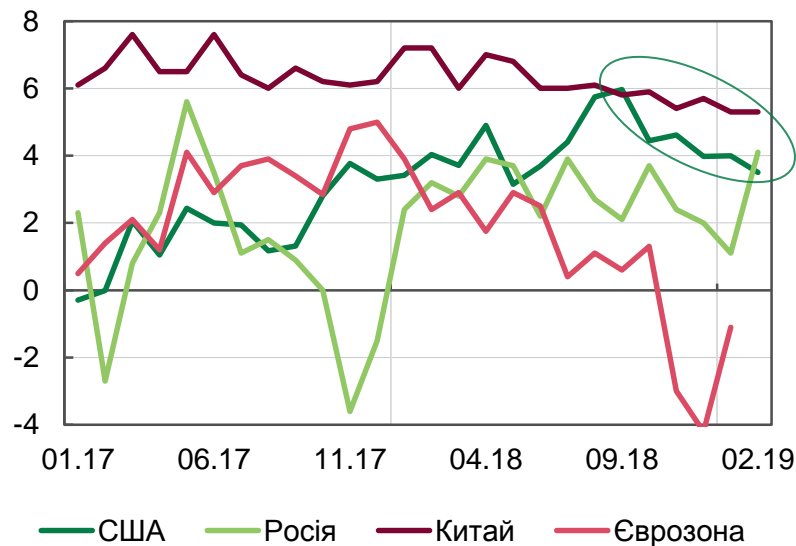
Темпи зростання світової економіки поволі уповільнюються

Глобальний PMI та рівень ділової довіри за результатами опитування Moody's



Джерело: Markit, Moody's.

Темпи зростання промислового виробництва в окремих країнах, % р/р

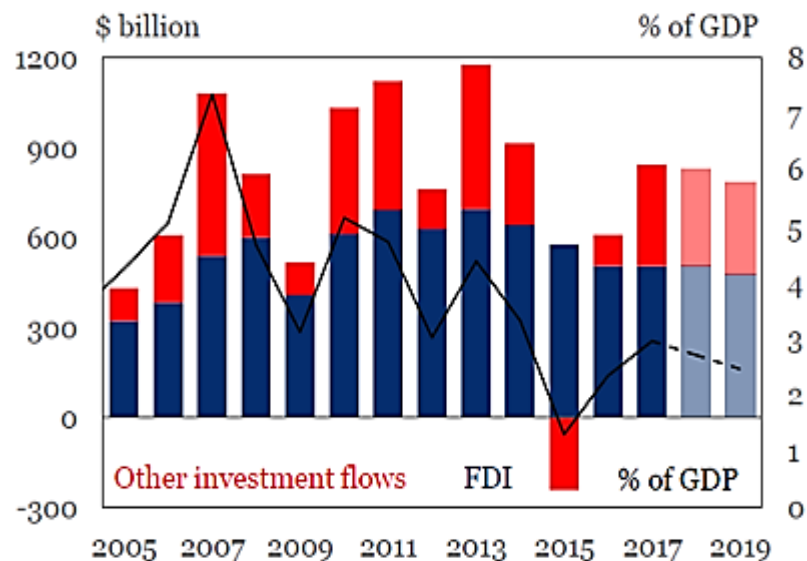


Джерело: Національні статистичні агенції.

- Причому одні з найбільших двигунів фінансового капіталу – США та Китай – через торговельні війни втрачають імпульс

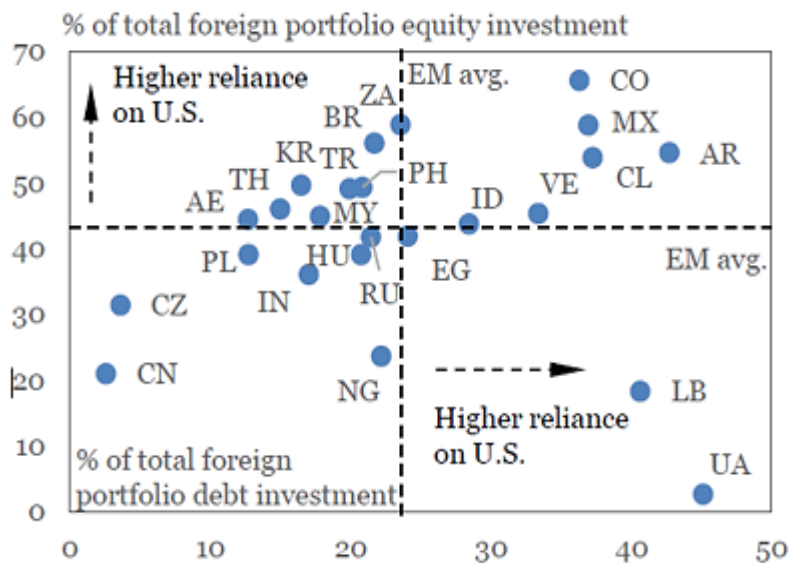
Хоча прямі іноземні інвестиції й залишатимуться головним джерелом фінансового капіталу, їх приплив до ЕМ зменшиться

Потоки капіталу в світі за структурою




Джерело: Twitter IIF.

Частка американських інвестицій в країни, ринки яких розвиваються, %



Джерело: Twitter IIF, IMF.

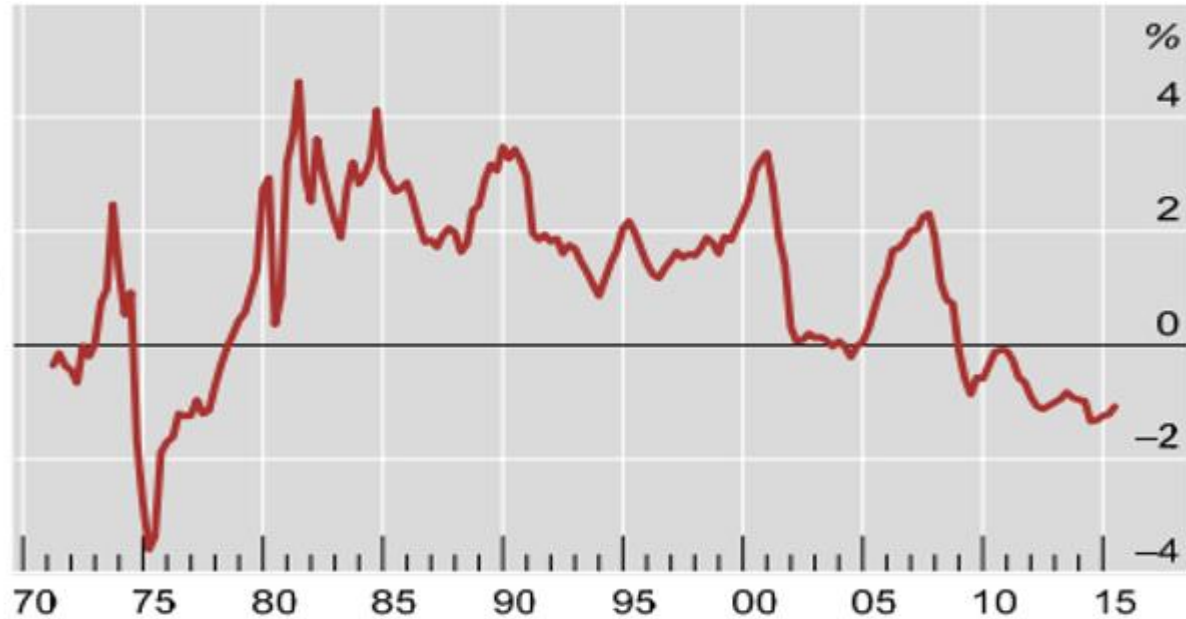
- Україна є суттєво залежною від боргового американського капіталу



Передумови відходу від нетрадиційних інструментів монетарної політики

Критика низьких процентних ставок

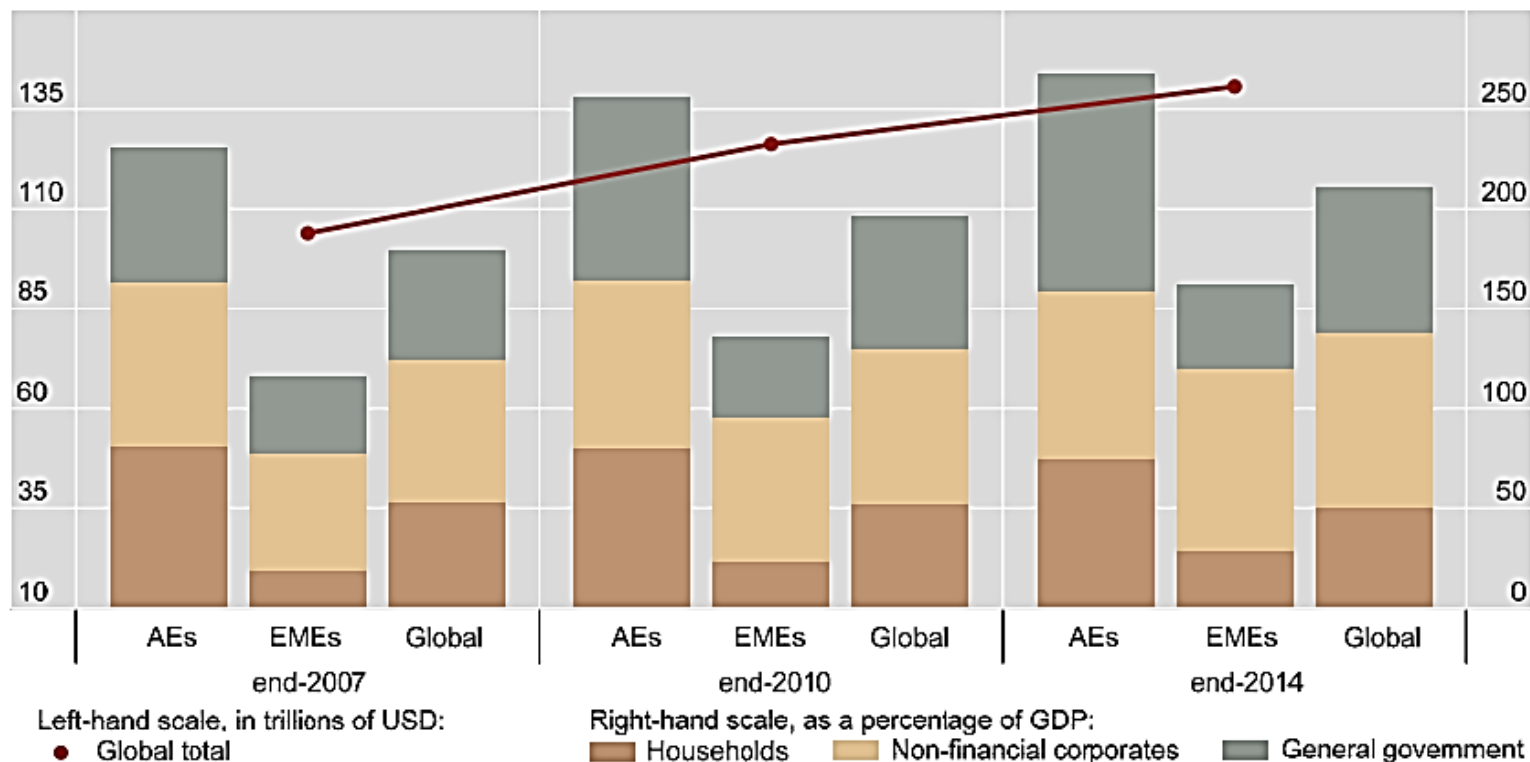
Реальні процентні ставки ЦБ, %



BIS 85th Annual Report, 2014/15, June 28, 2015:

- винятково низькі процентні ставки, незбалансоване глобальне економічне зростання і високий рівень заборгованості є симптомами провалу політики, що проводиться ЦБ, і загрожує посилити фінансову нестабільність та хронічну економічну слабкість;
- підриє рентабельності банків, страхових компаній і пенсійних фондів, що призводить до некоректного ціноутворення на фінансових ринках;
- тимчасове вирішення боргових питань замість проведення реформ із підвищення продуктивності праці, що на тлі старіння населення робить все важчим борговий тягар та збільшує спокусу політиків до тимчасового підвищення споживчого попиту.

Боргове навантаження зростало



The global sample of countries includes: Argentina, Australia, Brazil, Canada, China, the Czech Republic, Denmark, Germany, France, Greece, Hong Kong SAR, Hungary, India, Indonesia, Ireland, Italy, Japan, Korea, Malaysia, Mexico, Netherlands, Norway, Poland, Portugal, Russia, Saudi Arabia, Singapore, Spain, South Africa, Turkey, the United Kingdom and the United States. AEs = advanced economies; EMEs = emerging market economies.

Sources: national data; BIS debt statistics.



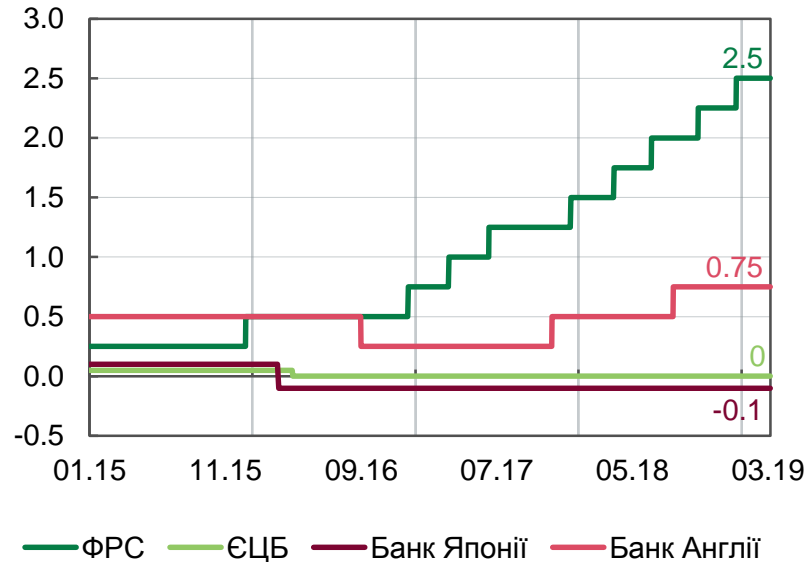
ФРС та перші кроки провідних центральних банків щодо нормалізації монетарної політики

Що таке нормалізація?

- У вересні 2014 року ФРС опублікував документ щодо нормалізації монетарної політики – “Policy Normalization Principles and Plans”.
- Нормалізація означає перехід до більш “нормального” рівня процентних ставок (3% за дослідженням ФРС) та скорочення активів.
- **Першим кроком** на шляху до нормалізації має стати підвищення процентних ставок федеральних фондів, які з грудня 2008 року утримувалися на рекордно низькому рівні - 0-0,25%.
- **Другим кроком** за планом буде скорочення портфеля облігацій, яким володіє ФРС – на початок нормалізації 4,5 трлн дол. Це повинно відбуватися “поступово і прогнозовано” шляхом відмови від реінвестування відсотків і основної суми від погашення облігацій.
- Координація цього процесу буде залежати від “еволюції економічних і фінансових перспектив”.

Провідні ЦБ світу розпочали нормалізацію монетарної політики

Базові процентні ставки провідних центральних банків світу, %



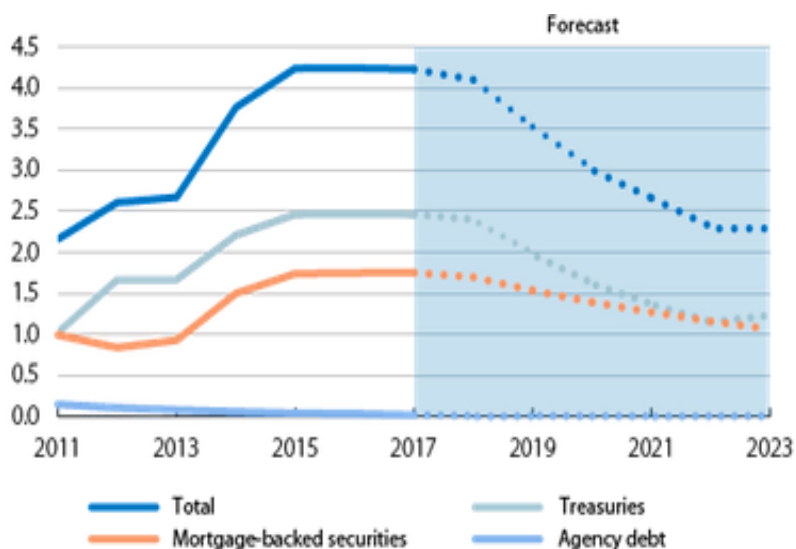
Джерело: Офіційні сторінки центральних банків

Попри стабільність викупу ЦП відбулося зростання базової процентної ставки Банку Англії

- програма купівлі активів обсягом 435 млрд фунтів
- програма купівлі нефінансових корпоративних облігацій інвестиційного класу на загальну суму до 10 млрд фунтів, що фінансуються за рахунок емісії центрального банку.

Темпи скорочення активів ФРС

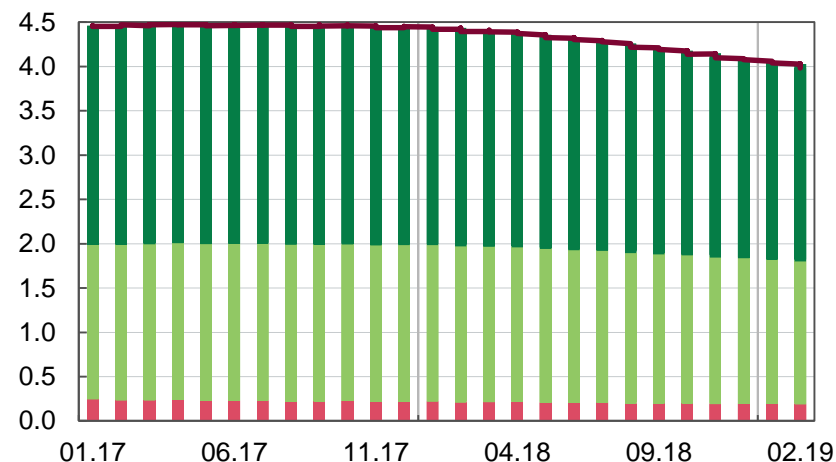
США: проект щодо портфелю активів ФРС, трлн дол.



Note: * Projections by the New York Fed. The projection assumes that (total or partial) reinvestment will continue until 2018.

Source: CaixaBank Research, based on data from the Federal Reserve of New York

Активи ФРС, трлн дол.



Державні цінні папери США Іпотечні цінні папери
Інші активи Сукупні активи

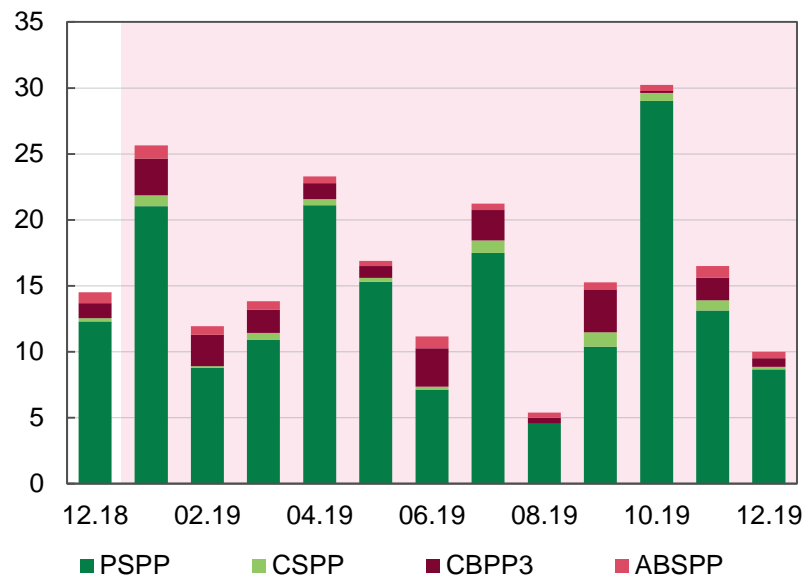
Джерело: ФРС

- Щомісячно реінвестуватимуться суми, що перевищуватимуть надходження у 6 млрд дол. для державних цінних паперів та 4 млрд дол. для іпотечних паперів і боргових зобов'язань різних держагенцій США.
- Кожні три місяці “стеля” буде збільшуватися ще на 6 млрд дол. та 4 млрд дол. на місяць відповідно доти, доки щомісячні суми не досягнуть 30 млрд дол. та 20 млрд дол. відповідно.

ЄЦБ з початку 2019 року також скоротила програму кількісного пом'якшення, однак залишила реінвестування доходів

- Обсяги викупу цінних паперів на початковому періоді – 80 млрд. євро
- 3 квітня 2017 року – 60 млрд. євро.
- З початку 2018 року – 30 млрд євро.
- З січня 2019 року припинено QE, продовжено реінвестування основних платежів від цінних паперів, термін дії яких настав.
- Мінімальна сума реінвестування основного боргу для казначейських облігацій залишилася 30 млрд дол., зобов'язань іпотечних агенцій – 20 млрд дол.
- Загальний обсяг активів у балансі ЄЦБ за кожною з підпрограм залишатиметься на рівні грудня 2018 року (сукупно близько 2.5 трлн євро).
- Forward guidance: ключова ставка утримуватиметься на поточному рівні щонайменше до кінця 2019 року.
- Погіршені оцінки балансу ризиків, знижено прогнози інфляції та економічного зростання на 2019-2020 роки.
- Введено програму надання довгострокової ліквідності з вересня 2019 року (TLTRO-III).
- Ринок очікує підвищення ставки не раніше травня-червня 2020 року

Щомісячні очікувані виплати за програмою викупу цінних паперів ЄЦБ, млрд євро



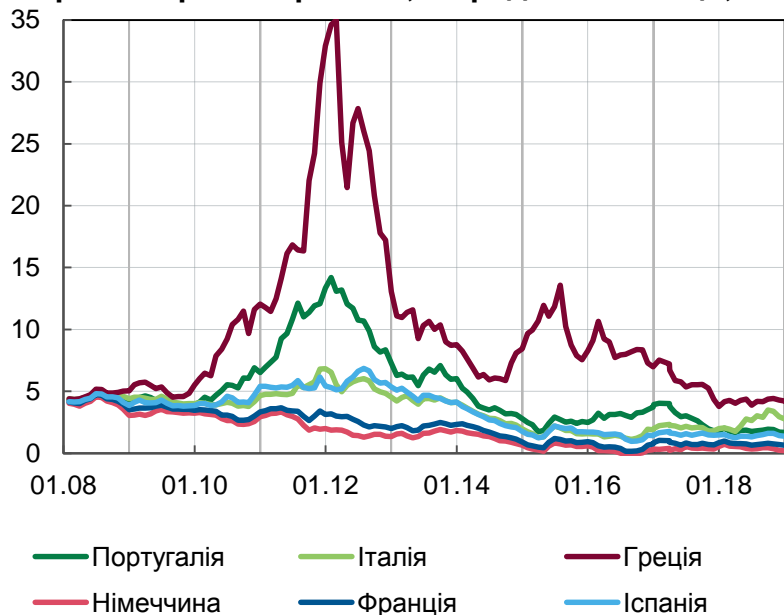
PSPP – за програмою викупу державних цінних паперів, CSPP – за програмою викупу корпоративних цінних паперів, CBPP3 – за програмою викупу забезпечених облігацій, ABSPP – за програмою викупу цінних паперів, забезпечених активами. Фактичні дані за грудень 2018 року. Джерело: European Central Bank.

Паралельний викуп ЄЦБ корпоративних цінних паперів дозволив банкам отримувати додатковий прибуток, інвестуючи отримані кошти в державні облігації під високі процентні ставки

- Рішення ЄЦБ від 10 березня 2016 року - TLTRO II – операції спрямовані на більш довгострокове рефінансування .
- Операції проводяться щоквартально.
- Термін погашення за кредитами - чотири роки з можливістю погашення через два роки.
- Банки мають можливість запозичувати кошти на загальну суму до 30% від попередньо визначеної частини своїх кредитів станом на 31 січня 2016 року, за вирахуванням суми, яка була раніше запозичена під попередню програму TLTRO I, проведену в 2014 році.
- Рівень ставки за TLTRO II встановлюватиметься для кожної окремої операції.
- Базою розрахунку ставки буде ставка за основними операціями рефінансування, скоригована залежно від того, наскільки активно конкретний банк видає кредити населенню.
- **Банки, які перевищуватимуть за обсягами наданих кредитів кредитний орієнтир, будуть отримувати кошти за ставкою, яка дорівнюватиме ставці за депозитами в момент виділення.**
- **Ураховуючи від'ємний рівень процентних ставок, фактично ЄЦБ доплачує банкам за те, що вони беруть у нього гроші.**

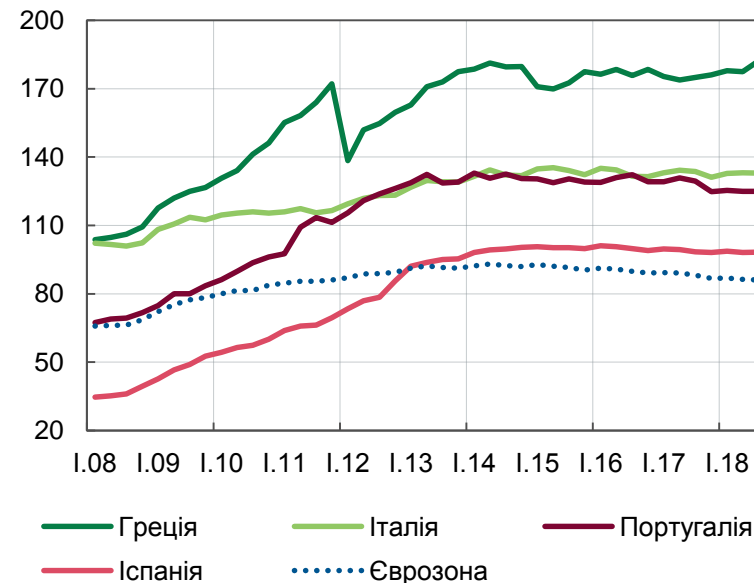
Зростання доходності боргових цінних паперів оголило боргові проблеми Єврозони

Дохідність 10-річних державних облігацій окремих країн Єврозони, середня за місяць, %



Джерело: Thomson Reuters

Консолідований державний борг найбільших боржників Єврозони, % ВВП, кінець III кв. 2018

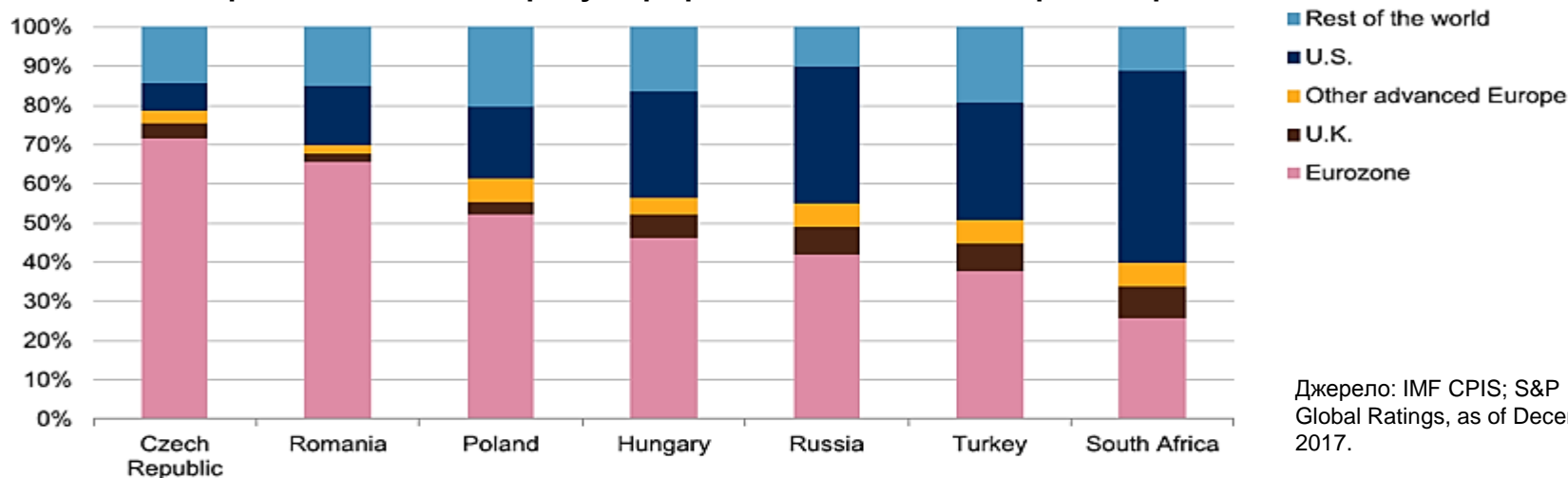


Джерело Eurostat.

- Хоча державний борг Єврозони, досягнувши максимального рівня в II кварталі 2014 року (93.1% ВВП) поволі знижувався, він залишається доволі загрозливим – 86.1% ВВП за III квартал 2018 року).
- Значна частка боргових цінних паперів у структурі боргу, які в основному випущені під плаваючу процентну ставку, робить його залежним від динаміки ринкових процентних ставок

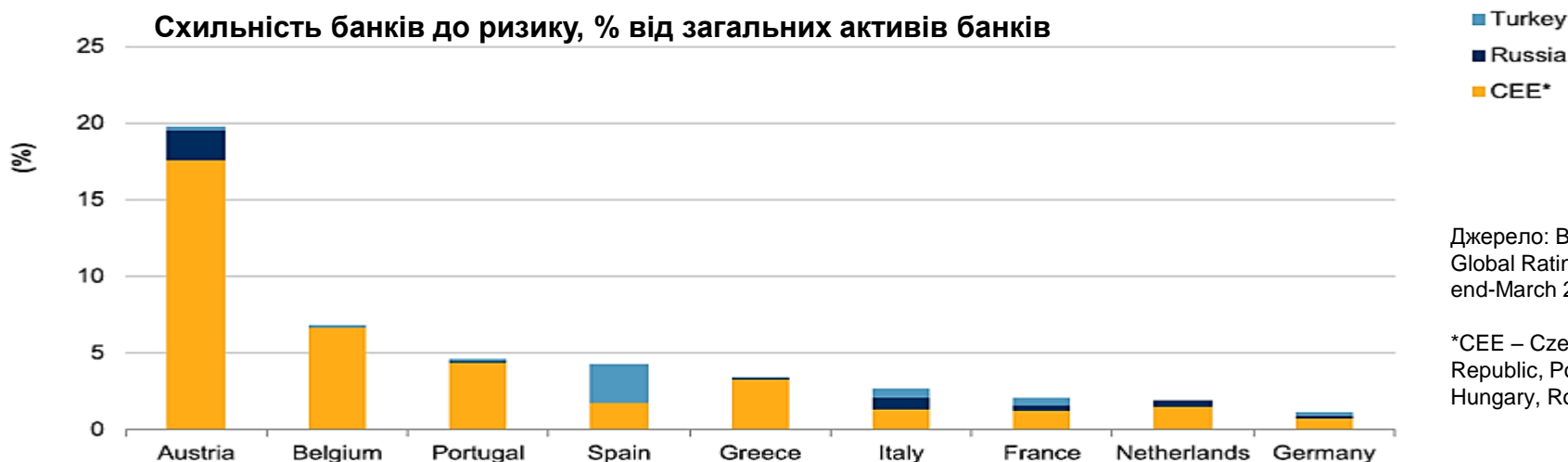
Європейські інвестори мають значну частку непогашених портфельних інвестицій у країнах, ринки яких розвиваються

Частка європейських інвесторів у портфельних інвестиціях окремих країн



Джерело: IMF CPIS; S&P Global Ratings, as of December 2017.

Схильність банків до ризику, % від загальних активів банків



Джерело: BIS; S&P Global Ratings, as of end-March 2018.

*CEE – Czech Republic, Poland, Hungary, Romania.

Банк Японії – єдиний зі світових лідерів, що не скорочуватиме найближчим часом QE

- Наприкінці 2016 року Банк Японії відмовився від орієнтуру грошової бази в якості одного з основних цільових показників, перейшовши до таргетування прибутковості 10-річних держоблігацій на рівні близько нуля.
- Курс на кількісне і якісне пом'якшення (QQE - Quantitative and qualitative easing) з контролем кривої прибутковості держоблігацій.
- Для контролю кривої прибутковості запускаються нові ринкові інструменти Банку Японії, при цьому Банк відмовляється від обмежень терміну обігу придбаних держоблігацій (раніше максимальна строковість була 1 рік). Надалі викуп держпаперів може бути розширений в разі потреби.
- Такі обсяги становлять близько 80 трлн. єн.
- Банк продовжить викуп цінних паперів exchange-traded funds та Japan real estate investment trusts на суму 6 трлн. єн та 90 млрд. єн відповідно, а також корпоративних облігацій – на 3.2 трлн. єн.
- На початку 2019 року змінено інфляційний таргет – з 2% до 1%.

Дохідність за 10-річними державними облігаціями Японії, %



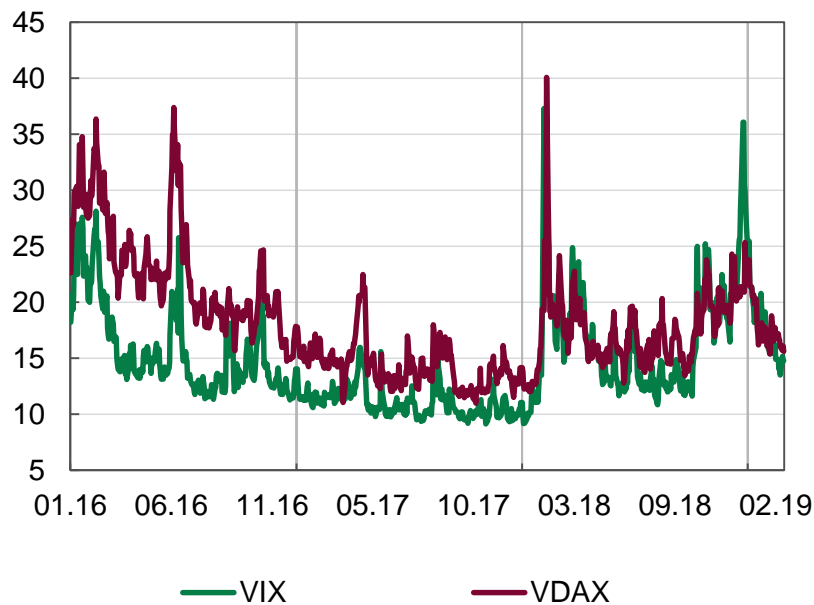
Джерело: Thomson Reuters.

Реакція фінансових ринків на дії провідних центральних банків



Тенденція до прискорення інфляції в розвинених країнах та очікуване підвищення ставок ФРС збільшили волатильність ...

Індекси волатильності фондових ринків США та Європи



Джерело Thomson Reuters.

Індекси фондових ринків світу, 01.01.2016=100



Джерело Thomson Reuters, станом на 04.04.2019.

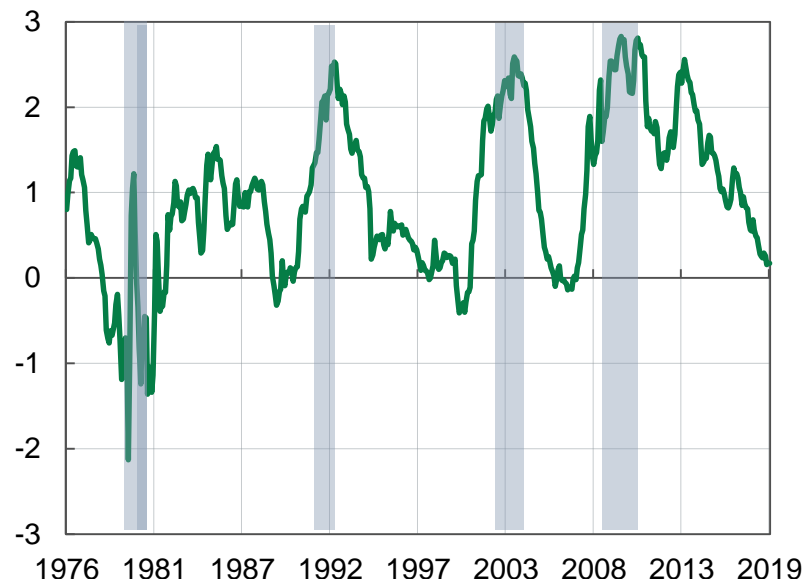
... та ризики, пов'язані з набуттям кривої доходності казначейських облігацій США плоскої / інвертованої форми

Доходність 10-річних державних облігацій США та Німеччини



Джерело: Thomson Reuters, станом на 04.04.2019.

Різниця між доходністю 10 та 2 річних облігацій Казначейства США та періоди рецесії



Джерело: ФРС.

- Доходність 2-річних казначейських облігацій США підвищилася до найвищого рівня з кінця 2008 року, у той час як доходність 10-річних відновила зниження, незважаючи на посилення монетарної політики ФРС наприкінці 2018 року.

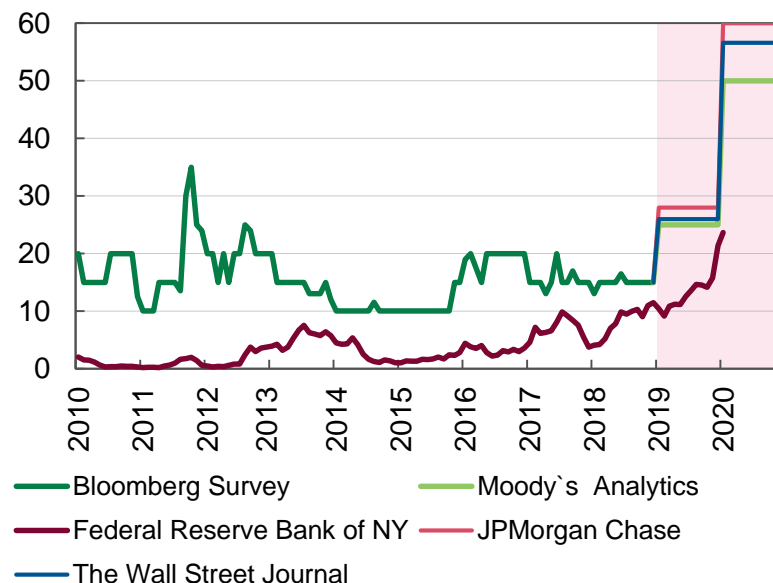
Зростання ставок на довгому відрізку кривої доходності стримується все ще нестійкою інфляцією у США та ризиком рецесії

10 річні інфляційні очікування споживачів у США



Джерело: ФРС

Ймовірність рецесії в США, %

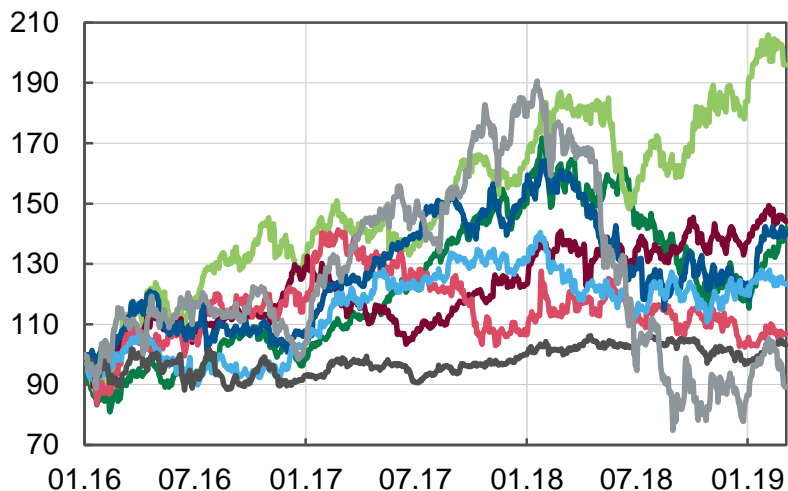


Джерело: Bloomberg Survey, Moody's Analytics, Federal Reserve Bank of NY, JP Morgan Chase, The Wall Street Journal

- Інфляційні очікування в США є добре заякореними, що також стримує підвищення довгострокових ставок.
- Ще одним чинником є попит на урядові облигації, передусім, з боку закордонних інвесторів, пенсійних фондів та страхових компаній, підтриманий тривалим розширенням балансів центральних банків світу, а також зменшенням премії на термін

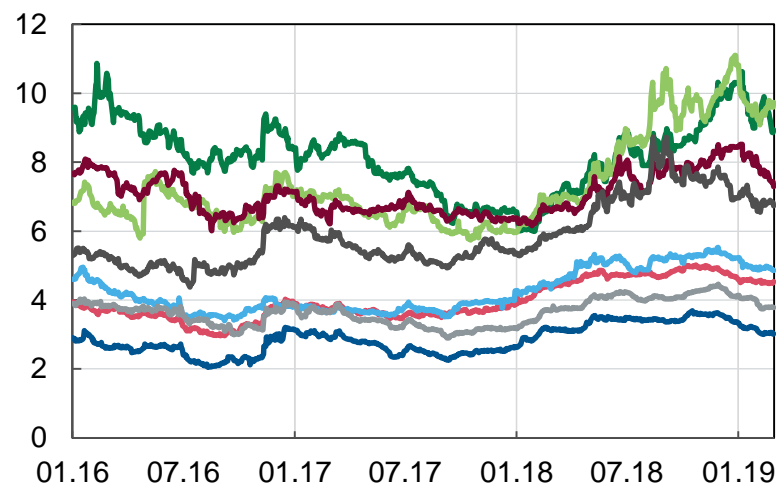
За таких умов інтерес інвесторів до країн, ринки яких розвиваються, зменшився

MSCI окремих країн, ринки яких розвиваються, 01.01.2016=100



Джерело Thomson Reuters.

J.P.Morgan EMBI+ окремих країн, ринки яких розвиваються, %



Джерело Bloomberg.

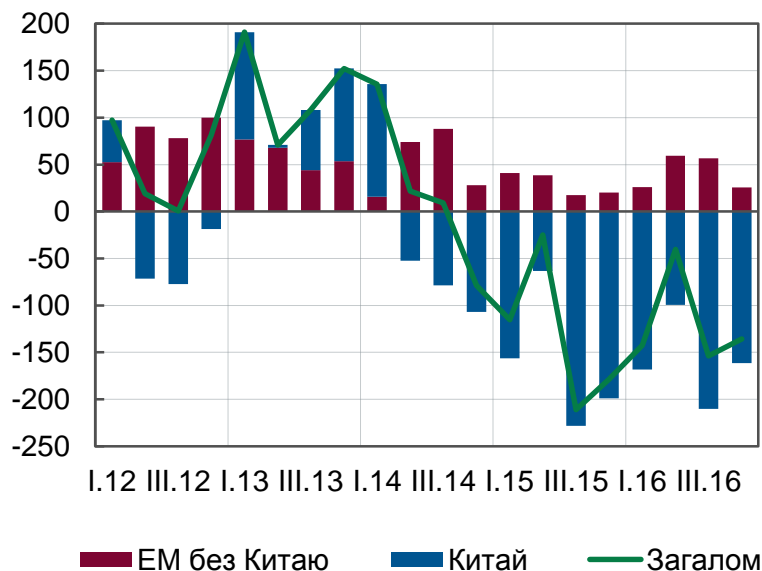
- Відповідно до розрахунків Goldman Sachs, зростання на 20 б. п. премії за ризик за облігаціями країн, ринки яких розвиваються, зумовлює уповільнення темпів економічного зростання цієї групи країн на 1. в. п., прискорення інфляції на 2 в. п., зростання відношення боргу до ВВП на 6 в. п.

Очікування від посилення фінансових умов для країн, ринки яких розвиваються, та реакція центральних банків



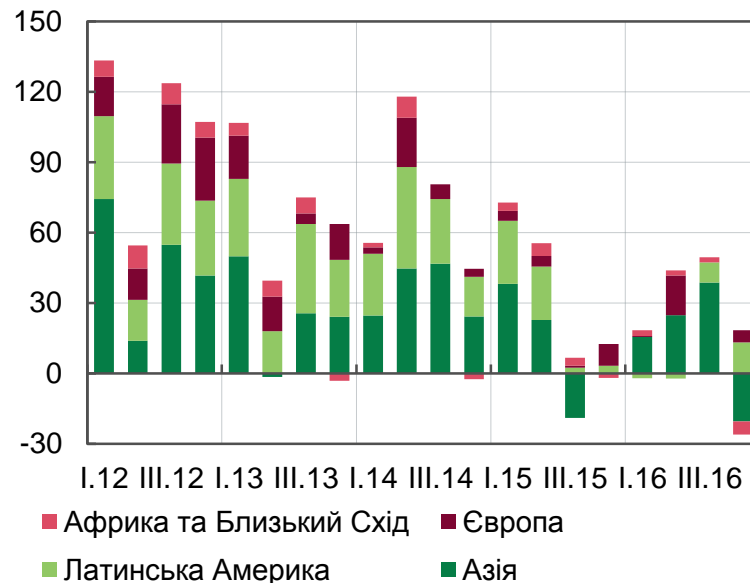
Попередня хвиля погіршення фінансових умов для ЕМ була в 2014 – 2015 роках після згортання програми QE ФРС

Чисті потоки капіталу до країн, ринки яких розвиваються, млрд. дол



Джерело: на основі даних IIF.

Структура чистих портфельних інвестицій від нерезидентів до ЕМ, млрд. дол



Джерело: на основі даних IIF.

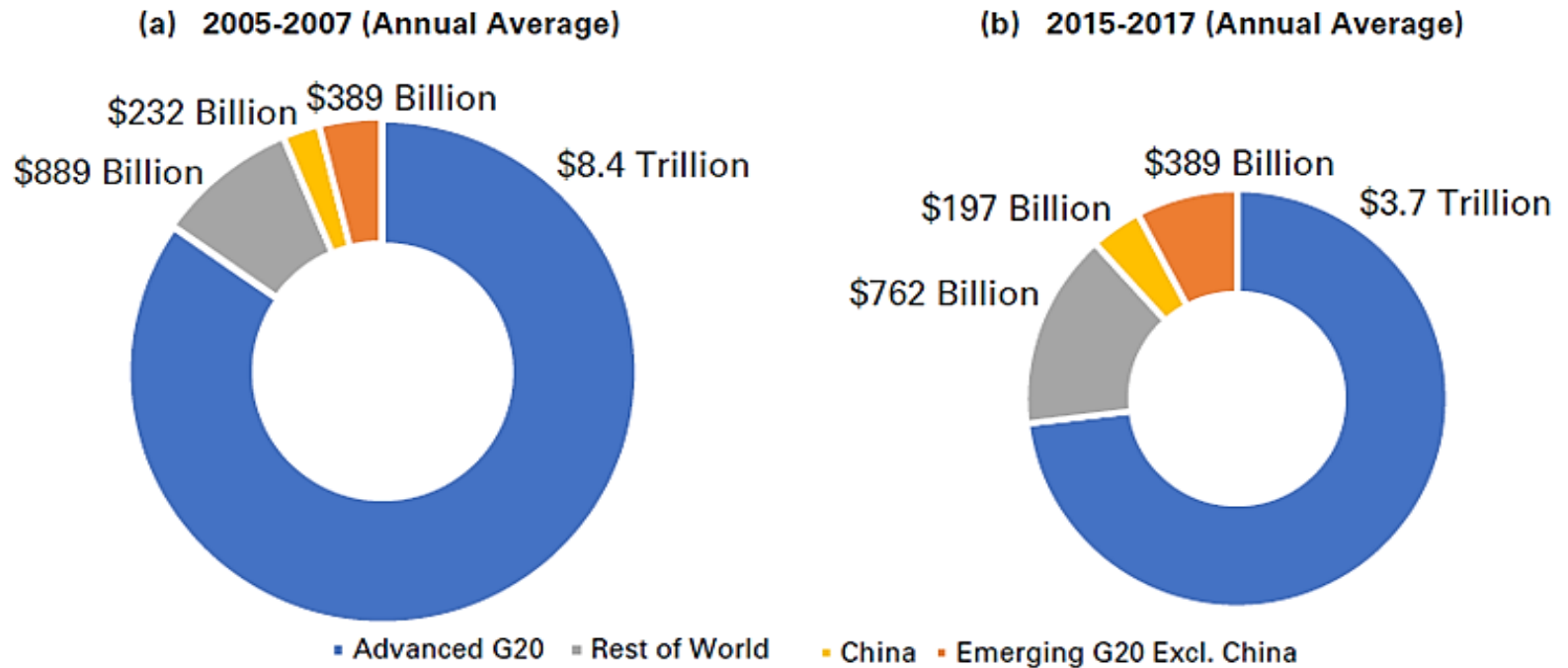
- Згортання QE сигналізувало про поліпшення економіки США, сприяло зміцненню долара США, стало додатковим чинником стрімкого зниження цін на біржові товари, зокрема нафту та чорні метали.
- Це відобразилося на уповільненні економічної активності ЕМ та девальвації їх національних валют.
- Схильність інвесторів до ризикових активів зменшилася, що призвело до відпливу капіталу з ЕМ
- 2016 рік з фінансової точки зору для ЕМ, попри слабке відновлення припливу капіталу, видався найгіршим після кризового 2008 року

Очікувалося, що продовжуватиметься дія факторів, які стримуватимуть приплив капіталу до ЕМ

- тенденція до прискорення інфляції в розвинених країнах та очікуване пришвидшення підвищення ставок ФРС, що відобразиться на зміцненні долара США та продовжуватиме чинити тиск на світові довгострокові процентні ставки в бік зростання;
- звуження спреда дохідності між борговими інструментами країн, ринки яких розвиваються, та розвинених країн;
- прискорення економічної активності розвинених країн. Як наслідок обсяги прямих іноземних інвестицій та портфельних інвестицій у акціонерний капітал країн, ринки яких розвиваються, на який припадає майже половина всього припливу капіталу, може знизитися до найнижчого рівня з початку фінансової кризи;
- зміцнення долара США до провідних валют збільшуватиме девальваційний тиск на валюти ЕМ;
- ймовірність торговельних війн між США та Китаєм, Мексикою, Південною Кореєю.

G20 охоплює близько 85% загального світового притоку капіталу, серед них частка країн, ринки яких розвиваються, збільшилася більш ніж удвічі за останні 10 років до 15%

Глобальні потоки капіталу залежно від групи країн



Джерело: розрахунки на підставі МВФ Jonathon Adams-Kane and Claude Lopez. Global Opportunity Index 2018: Emerging G20 Countries and Capital Flow Reversal (January 2019).

- Поступово зменшуються обсяги ПІІ та збільшується портфельний капітал до EM
- Проте потоки портфельних інвестицій є дуже циклічними

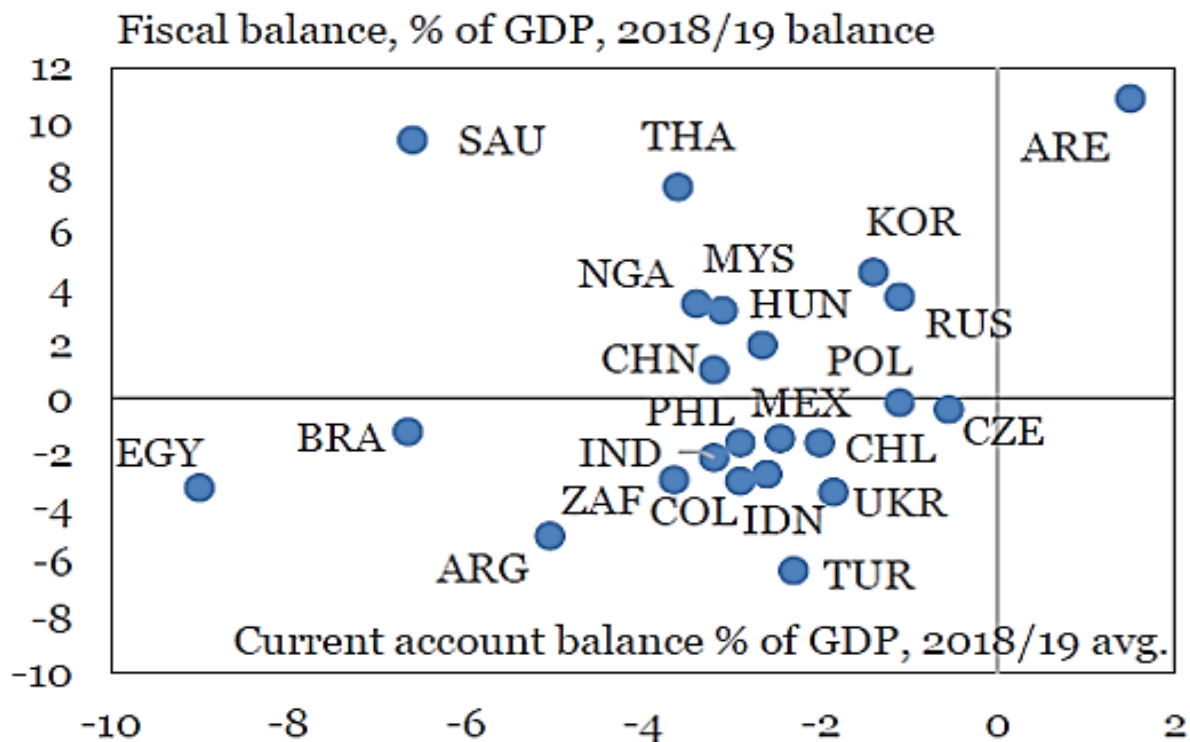
Голова Financial Stability Board підкреслив, що 2018 рік був роком перехідного періоду для інвестицій у EM: від припливу до відпливу

- Використання іноземного капіталу залишається життєво важливим для багатьох країн, ринки яких розвиваються
- Однак залучення іноземних інвесторів до EM завжди було важким через недостатньо розвинені національні ринки капіталу
- Це завдання стало більш важким через зростання процентних ставок США та посилення геополітичних ризиків
- Хоча причини залучення капіталу в багатьох країнах різняться. Відповідно розроблений Milken Institute Індекс Глобальної Можливості (GOI), щоб визначити деякі з характерних для країни особливостей, які мають найбільше значення для економік. Індекс включає п'ять аспектів: (1) економічні показники країни; (2) здатність інвесторів отримати доступ до фінансових послуг; (3) витрати на ведення бізнесу; (4) рівень підтримки, яку надають установи країни; (5) ступінь сприяння міжнародній інтеграції інституцій, політики та правової системи країни.

	Business Perception	Financial Services	Institutional Framework	Economic Fundamentals	International Standards and Policy	GOI Rank 2018
Australia	8	1	14	34	3	4
U.K.	10	5	4	40	7	5
Canada	22	2	2	43	12	9
South Korea	3	11	24	20	38	15
United States	11	17	7	46	22	17
Germany	18	39	21	31	4	18
Japan	7	4	23	59	23	19
France	15	30	25	64	26	26
China	33	14	73	28	83	40
Italy	42	20	77	95	9	43
Saudi Arabia	89	43	43	53	43	48
Russia	54	32	80	47	88	55
Mexico	58	53	72	68	66	61
India	112	65	33	72	44	63
Indonesia	79	84	56	67	56	66
South Africa	61	9	28	124	120	67
Turkey	71	66	92	62	96	74
Argentina	130	75	101	73	55	86
Brazil	137	29	88	145	69	95

Найбільше від посилення фінансових умов постраждали країни з високими рівнями від'ємного сальдо поточного рахунку, дефіциту державного бюджету та зовнішнього боргу

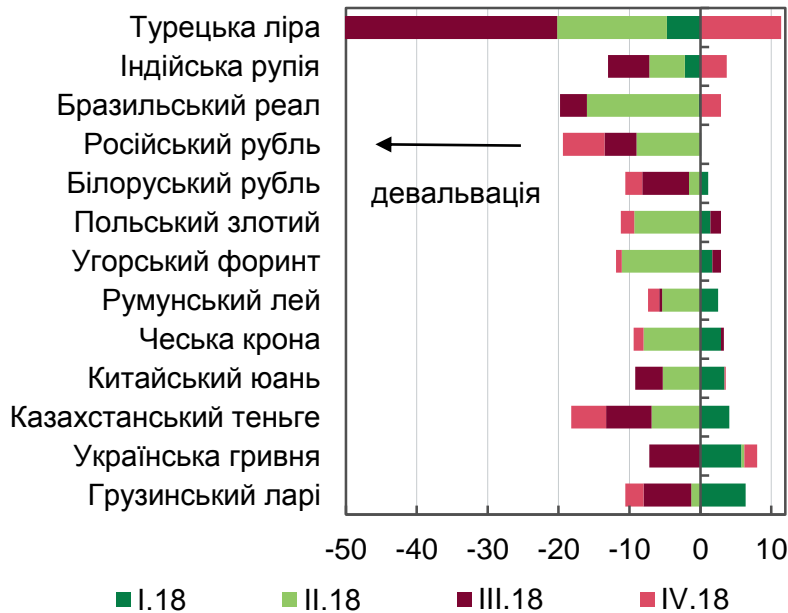
Сальдо державного бюджету та поточного рахунку окремих країн, ринки яких розвиваються, % ВВП, 2018



Джерело: Twitter IIF.

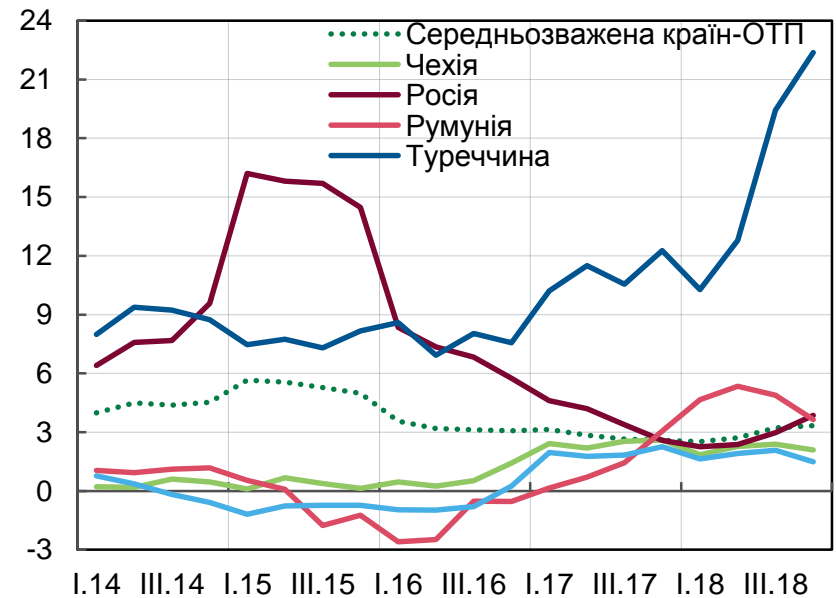
Збільшення девальваційного та інфляційного тиску призвело до...

Зміна обмінних курсів валют країн, ринки яких розвиваються, до долара США, на кінець періоду, %



Джерело: Thomson Reuters, розрахунки НБУ.

ІСЦ країн – ОТП України та середньозважений показник ІСЦ країн – ОТП України, % р/р



Джерело: Національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

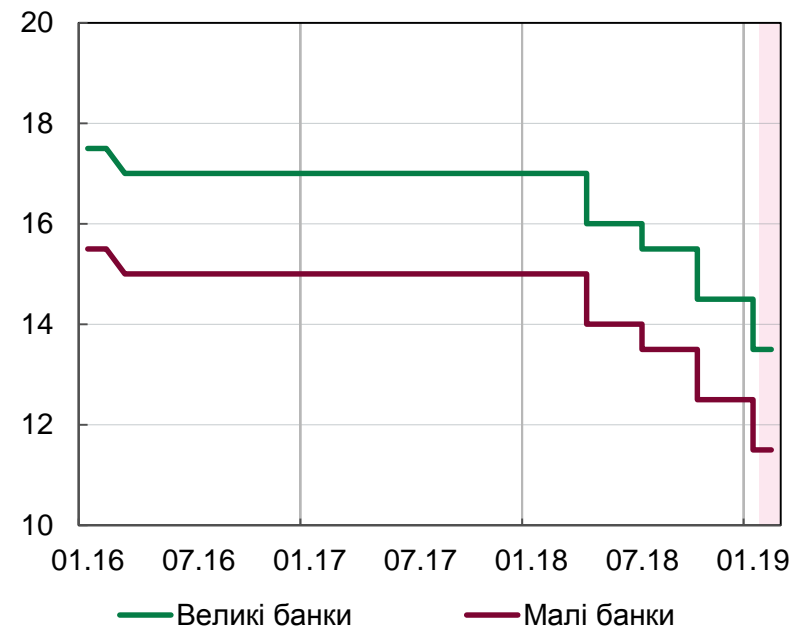
...зміни монетарної політики країн, ринки яких розвиваються

Базові процентні ставки центральних банків окремих країн, ринки яких розвиваються, %



Джерело: Офіційні сторінки центральних банків

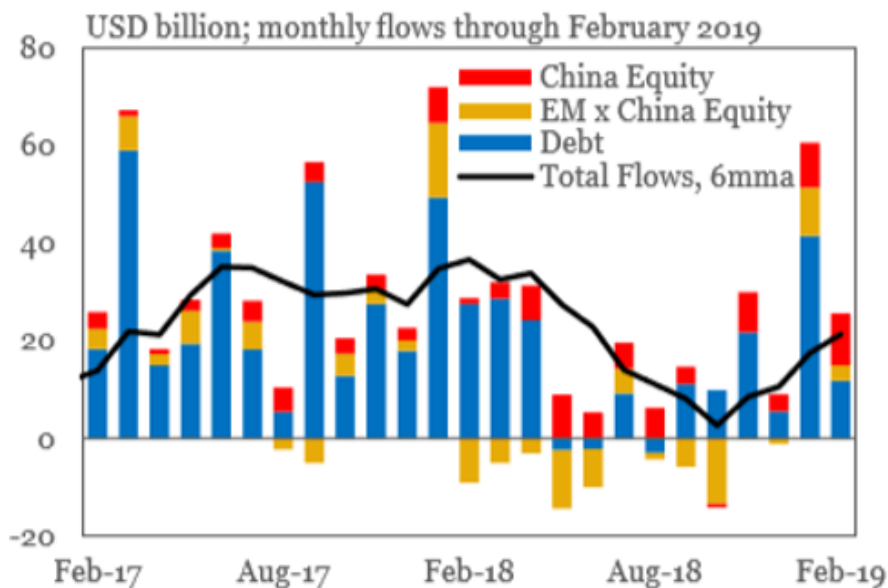
Вимоги до резервування, встановленні Національним банком Китаю, %



Джерело: Народний банк Китаю, Thomson Reuters.

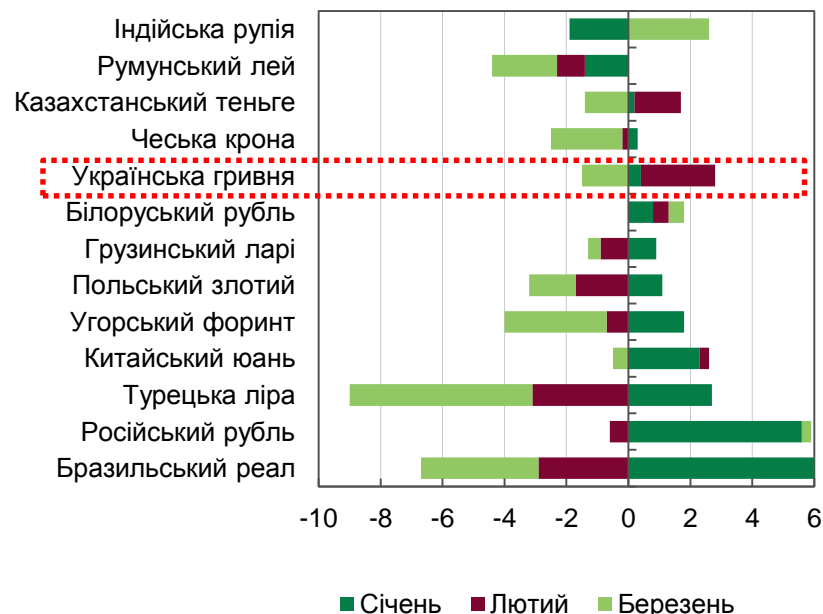
Наростання геополітичної напруги та невизначеність щодо торговельних війн зменшила інтерес до ризикових активів...

Чисті портфельні інвестиції нерезидентів у країни, ринки яких розвиваються, млрд. дол



Джерело: Haver, Twitter Institute of International Finance

Зміна обмінних курсів валют країн, ринки яких розвиваються, до долара США, %, на кінець періоду, 2019

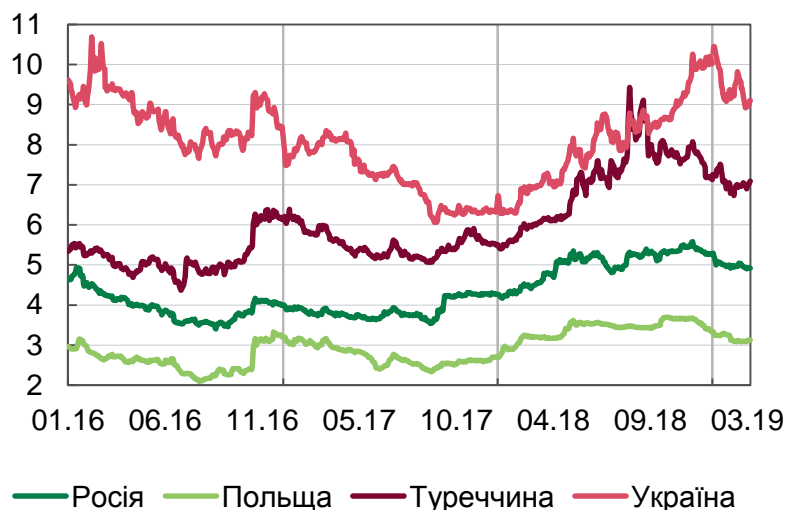


Джерело: Thomson Reuters, розрахунки НБУ.

- ...однак пом'якшення риторики ФРС та певне торговельне перемир'я дещо підтримало приплив капіталу до EM

Спостерігалася підвищена зацікавленість нерезидентів у облігаціях країн, ринки яких розвиваються

Середньозважена дохідність до погашення суверенних єврооблігацій EM



Джерело: Cbonds.

Спреди за прибутковістю зовнішніх облігацій країн, ринки яких розвиваються, б. п.



Джерело: Merrill Lynch.

- Інвестори продовжували інвестувати в облігації EM у пошуках вищих рівнів прибутковості
- Причому вони є чи не єдиними активами на світовому ринку облігацій, які залишаються привабливими для інвесторів в умовах все ще низьких світових процентних ставок
- Низька вартість залучень коштів на глобальних ринках капіталу та зростання схильності інвесторів до ризиків дозволили корпоративним та суверенним позичальникам EM активізувати розміщення облігації в доларах США на первинному ринку
- З початку року відповідні угоди уклали Узбекистан, Туреччина, Індонезія, Єгипет, Бенін, Малайзія тощо

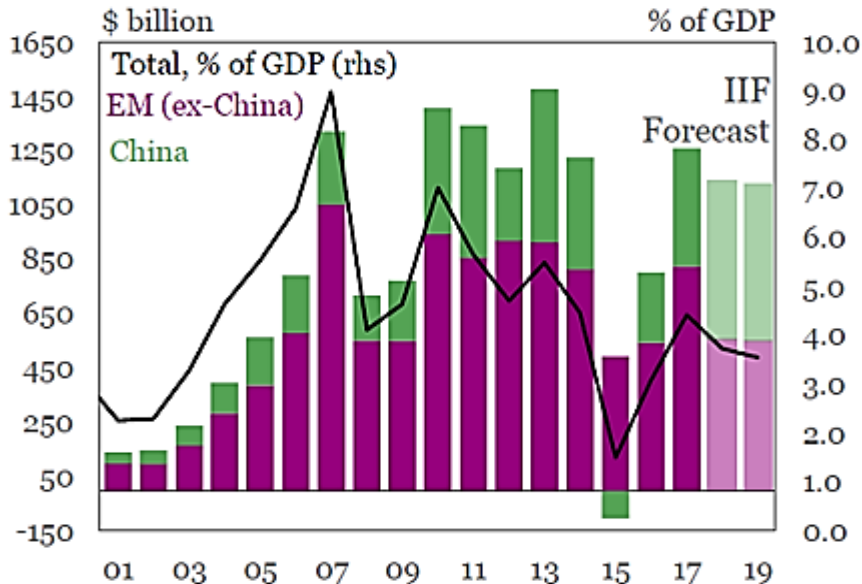
Інтерес інвесторів до активів країн, ринки яких розвиваються, залишатиметься

- все ще висока різниця в рівнях дохідності між країнами, ринки яких розвиваються, та розвиненими країнами, незважаючи на її певне звуження;
- вища економічна активність цієї групи країн порівняно з провідними на тлі відносно високих світових цін на товари, незважаючи на динаміку окремих до їх зниження;
- значний потенціал до зміцнення обмінних курсів валют цієї групи країн (після тривалого падіння у 2014 – 2015 роках);
- збереження стимулюючої монетарної політики ЄЦБ та Банку Японії;
- відсутність підвищення ставки ФРС у поточному році;
- наявні політичні ризики у Євросоні, слабкість її банківського сектору та **невизначеність щодо Brexit**, що залишають привабливими країни, які менш залежні від цих процесів.



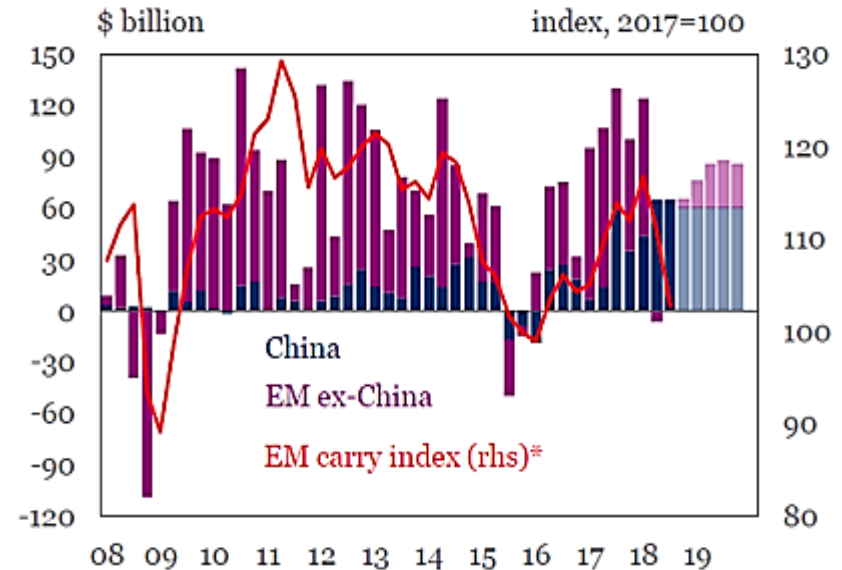
Попит на активи EM з відносно вищим ризиком інвестицій підтримуватиметься з огляду на нестачу високоприбуткових активів на світових ринках

Потоки капіталу від нерезидентів до EM



Джерело: IIF, 2018.

Потоки портфельних інвестицій від нерезидентів до EM



Джерело: IIF, 2018, Bloomberg EM-8 Carry Index.

За оцінками Bloomberg станом на початок лютого 2019 року в обігу на світових фінансових ринках знаходилося 8.6 трлн дол. фінансових активів з від'ємним рівнем прибутковості



Поведінка НБУ в нових умовах

НБУ впливає на рівень інфляції шляхом зміни облікової ставки

- У липні 2018 року Рада НБУ ухвалила Стратегію монетарної політики, якою затверджено середньострокову інфляційну ціль на рівні 5%, а також здійснення монетарної політики на основі ІТ
- Національний банк досягатиме встановленої цілі насамперед шляхом коригування **ключової (облікової) процентної ставки** – процентної ставки за операціями з регулювання ліквідності банків, які найбільше впливають на вартість кредитних ресурсів на міжбанківському ринку



Процентна політика складається з двох основних елементів:

- ✓ **ключової** процентної ставки монетарної політики
- ✓ **коридору** процентних ставок за операціями постійного доступу

НБУ реагує на інфляційні ризики

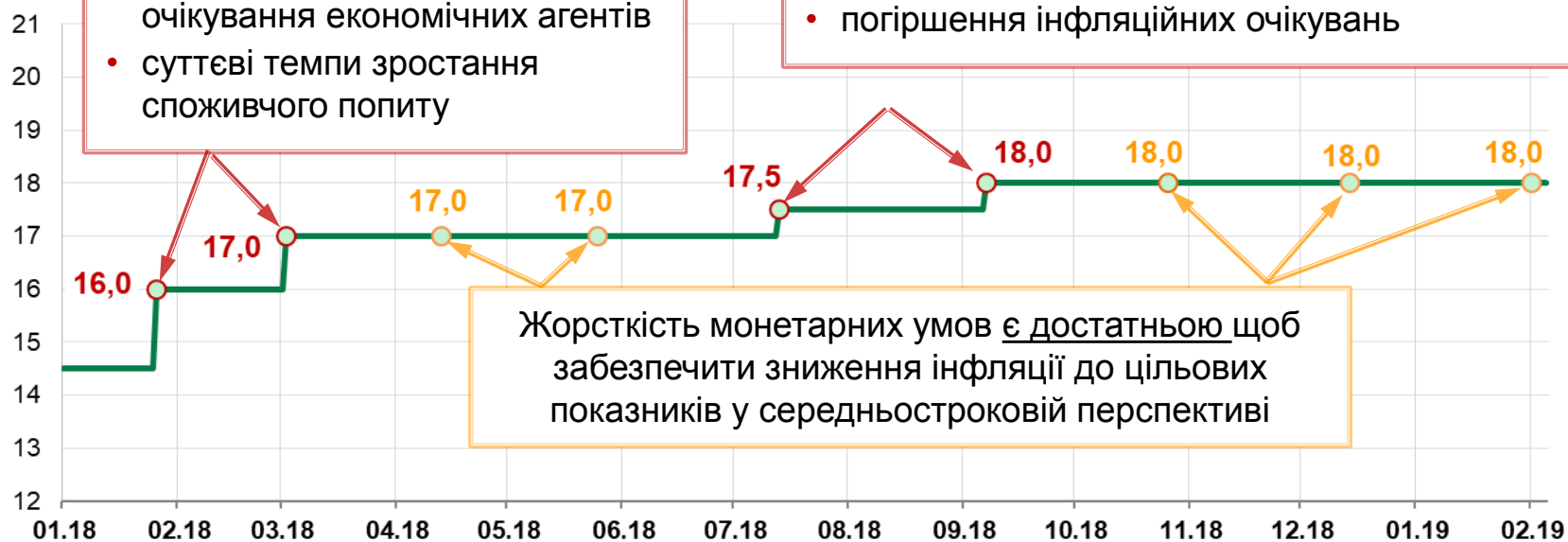
Підвищення облікової ставки

Реакція на суттєві інфляційні ризики:

- зростання вразливості економіки України у зв'язку з відтермінуванням отримання чергового траншу за програмою співпраці з МВФ
- підвищені інфляційні очікування економічних агентів
- суттєві темпи зростання споживчого попиту

Реакція на додаткові фактори тиску на інфляцію:

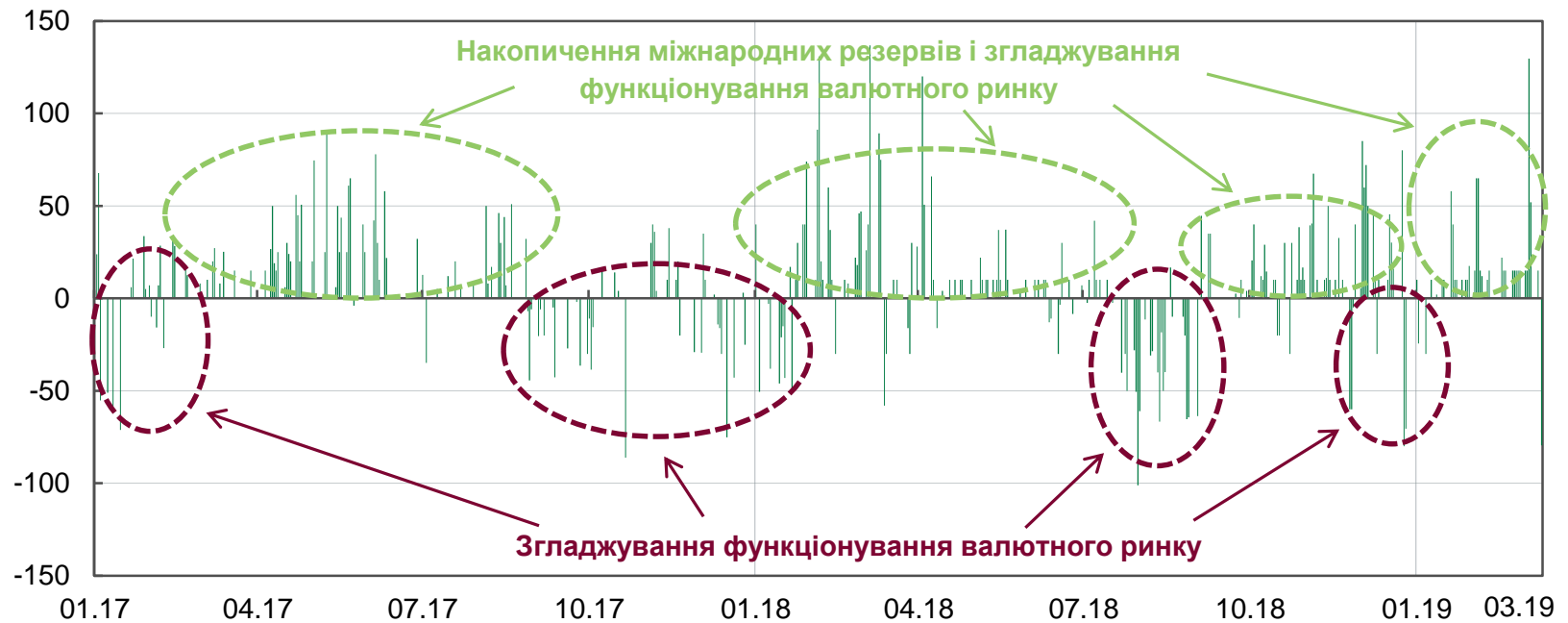
- збереження вищого, ніж очіувалося, внутрішнього попиту, у тому числі за рахунок зростання заробітних плат і переказів від трудових мігрантів
- глобальна тенденція виходу інвесторів з активів ЕМ
- відтермінування отримання фінансування за програмою співпраці з МВФ
- погіршення інфляційних очікувань



Жорсткість монетарних умов є достатньою щоб забезпечити зниження інфляції до цільових показників у середньостроковій перспективі

Валютні інтервенції використовуються для поповнення міжнародних резервів та згладжування значної волатильності

Сальдо інтервенцій, млн дол. США



Джерело: НБУ.

Дякую за увагу!