



Національний
банк України

Агресивна монетарна політика центрального банку: "дуємо на холодне чи гаряче"

Інна Співак

Доктор економічних наук

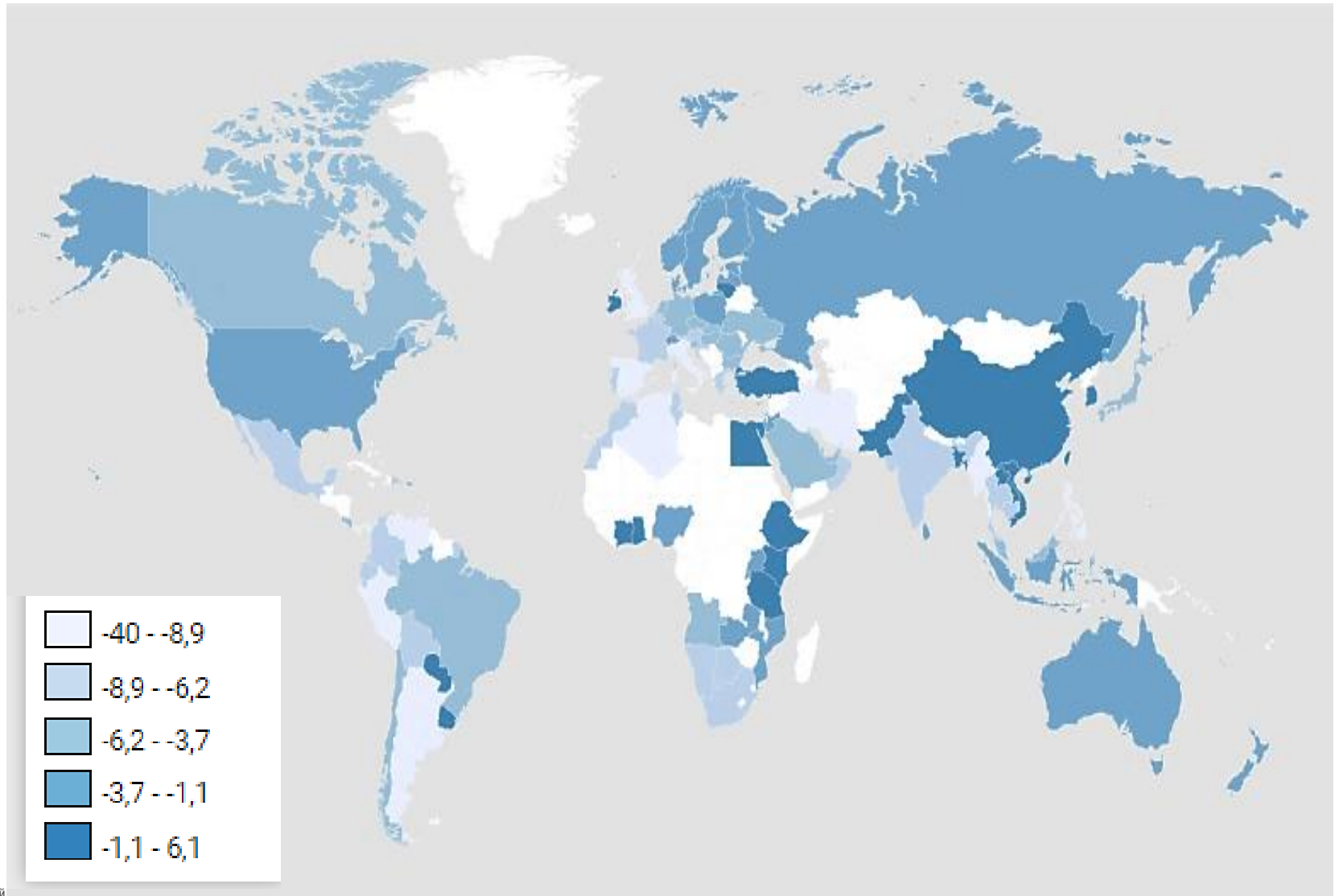
Начальник відділу аналізу міжнародної економіки

Департамент монетарної політики та економічного аналізу

02 червня 2023 року

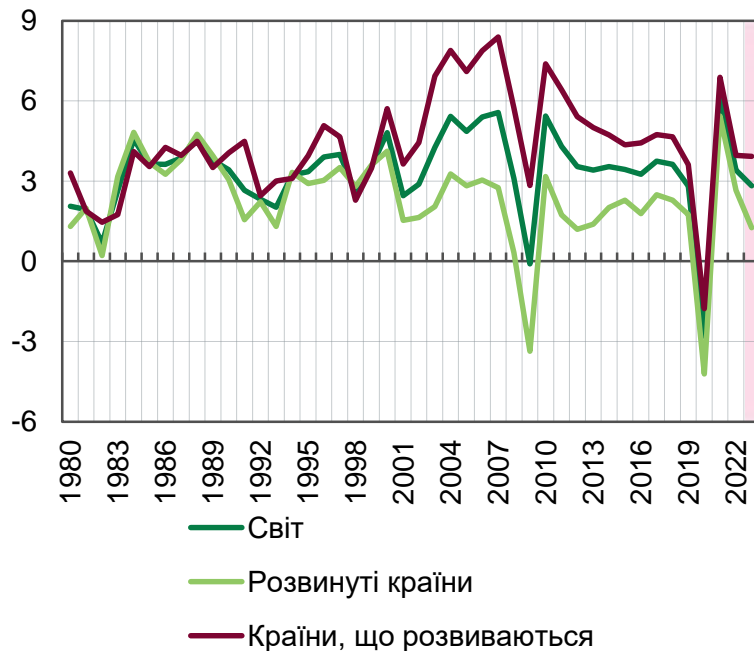


Реальний ВВП за 2020 рік, %



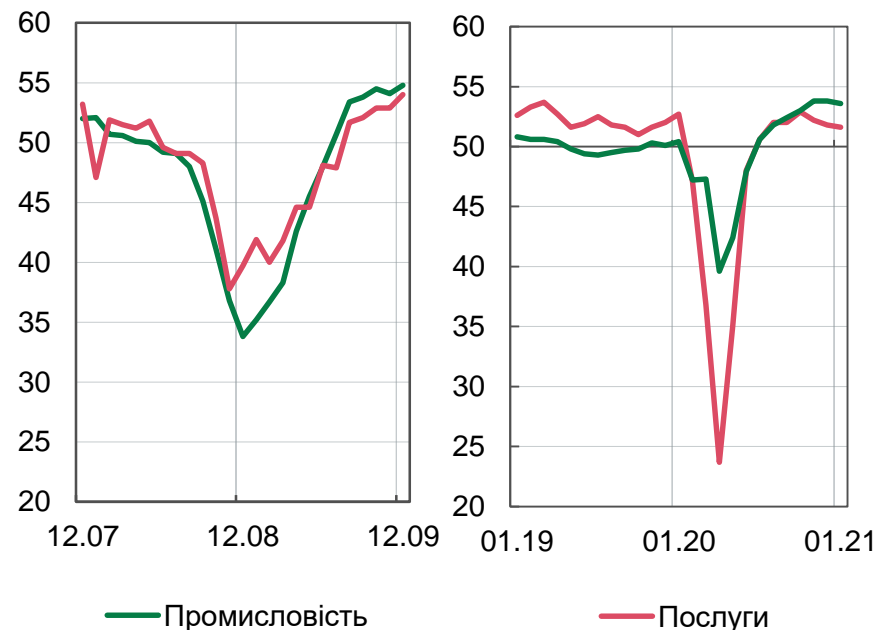
Найглибше падіння глобальної економіки з часів Другої світової війни

Реальний ВВП, % р/р



Джерело: WEO IMF, April 2023.

Глобальний PMI у різні кризові періоди



Джерело: S&P Global, JP Morgan.

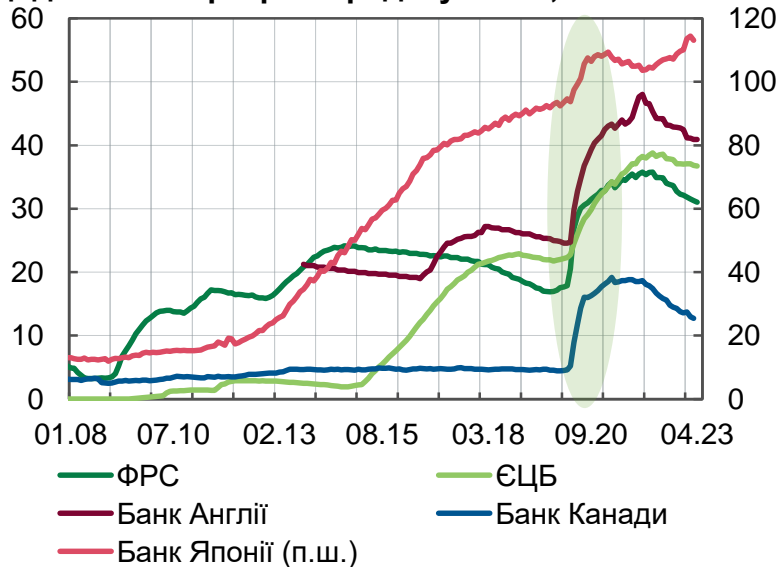
- Особливість 2020 року – глибше зниження у сфері послуг порівняно з промисловістю

**Ми ненавидимо інфляцію, проте нам подобається усе, що її
викликає**
William Simon



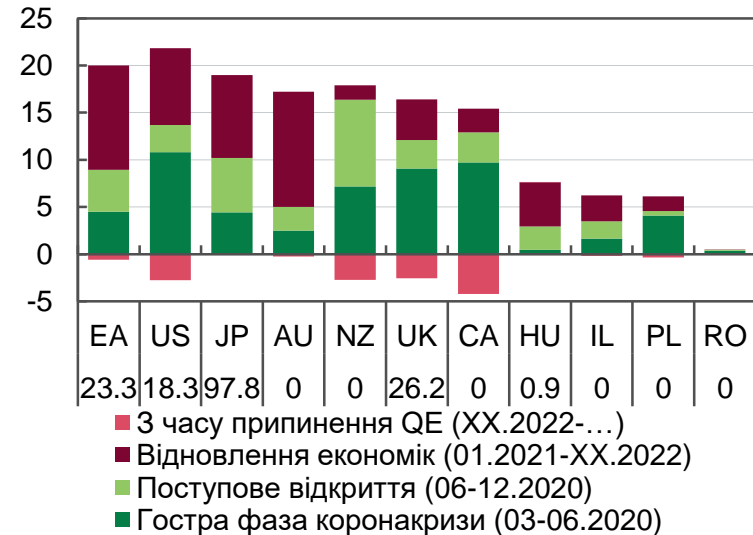
Кількісне пом'якшення стало активним інструментом провідних центральних банків у пандемічну кризу

Обсяги програм викупу цінних паперів та додаткових програм кредитування, % ВВП



Джерело: офіційні сторінки центральних банків, національні статистичні агенції (станом на 21.04.2023).

Викуп активів*, % ВВП 2020 року

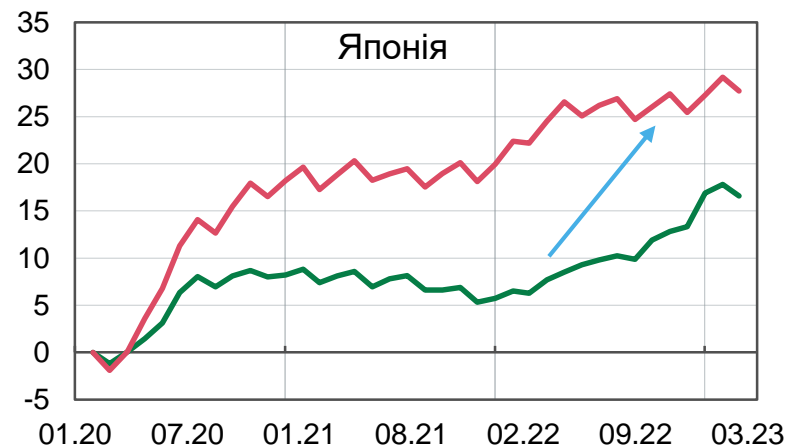
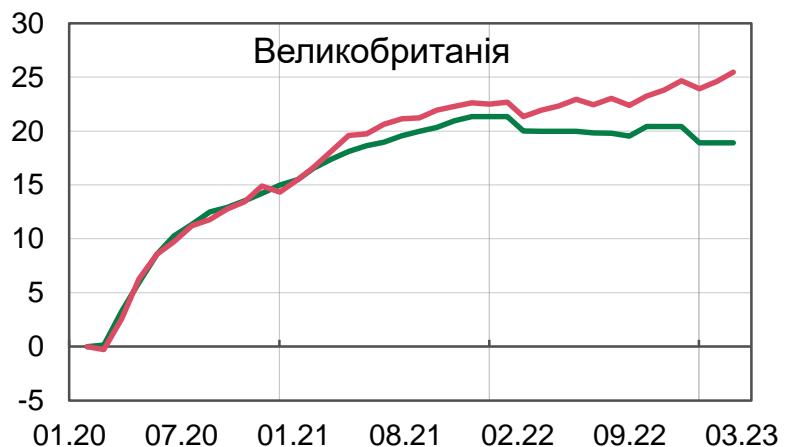
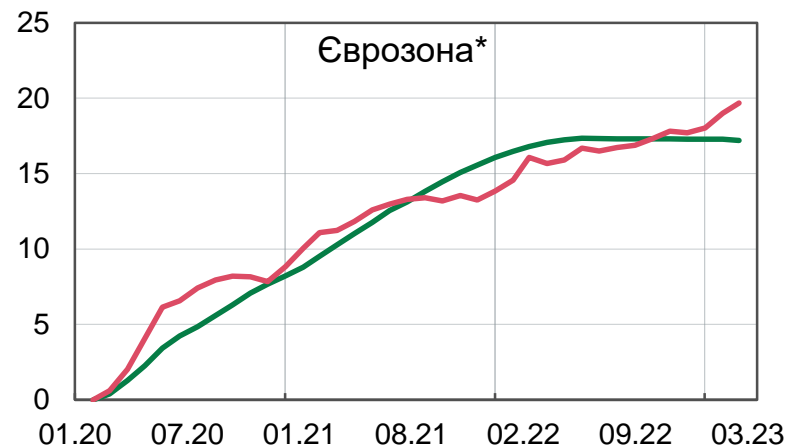
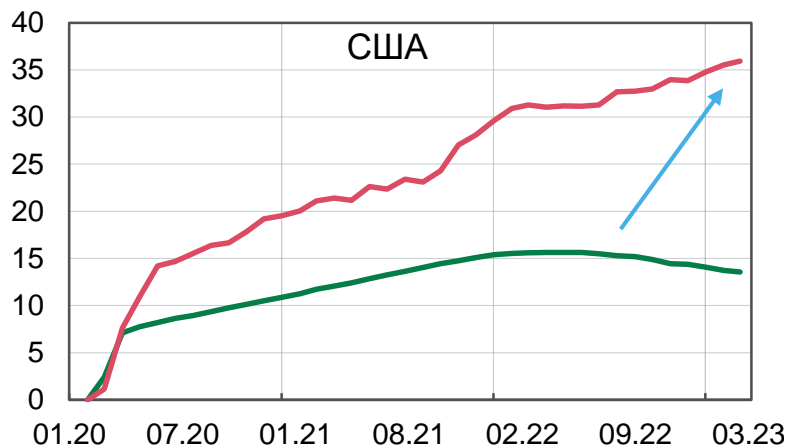


* Обсяг активів попередніх програм QE у власності ЦБ станом на лютий 2020 року за кодами країн. XX.2022 позначає місяць завершення викупу активів, переважно початок – перша половина 2022 року. Джерело: офіційні сторінки ЦБ, розрахунки НБУ.

- Уже з середини 2022 року більшість ЦБ перейшли до поступового скорочення обсягу активів для посилення впливу підвищення ключових ставок на економіки
- Водночас прямиий ефект продажу активів загалом оцінюється як незначний, порівняно із безпосереднім підвищенням ставок ([Crawley et al., 2022](#); [Wei, 2022](#))
- Лише у Японії, де інфляційний тиск залишається порівняно слабким, ЦБ продовжує купувати державні облігації для контролю кривої доходності

Низькі ключові ставки та QE спростили урядам фінансування фіскальних стимулів

Чистий випуск державних ЦП та їх викуп ЦБ у 2020–2023 рр., кумулятивно з початку лютого 2020 року, у % від ВВП 2020 року



— Викуп ЦБ — Розміщення ЦП

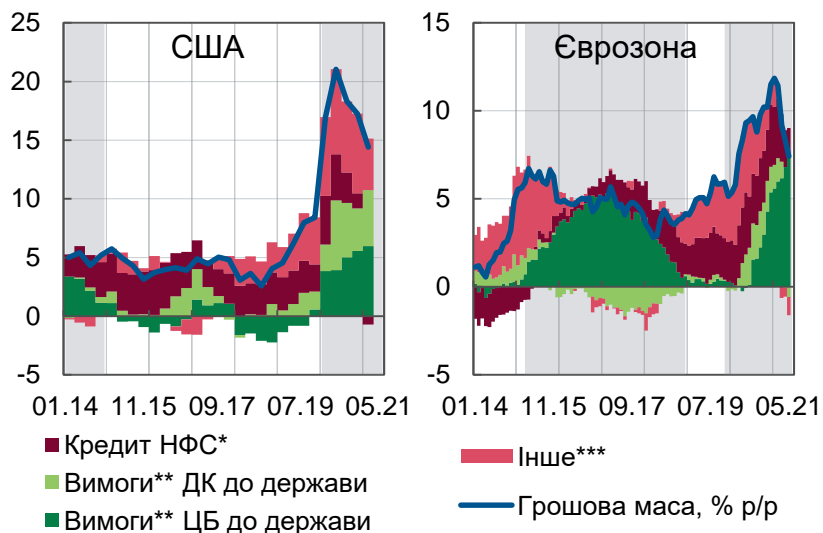
— Викуп ЦБ — Розміщення ЦП

*Без урахування цінних паперів наднаціональних органів.

Джерело: ФРБ Сент-Луїса, SIFMA, Банк Англії, DMO, ЄЦБ, Банк Японії, МВФ, розрахунки НБУ.

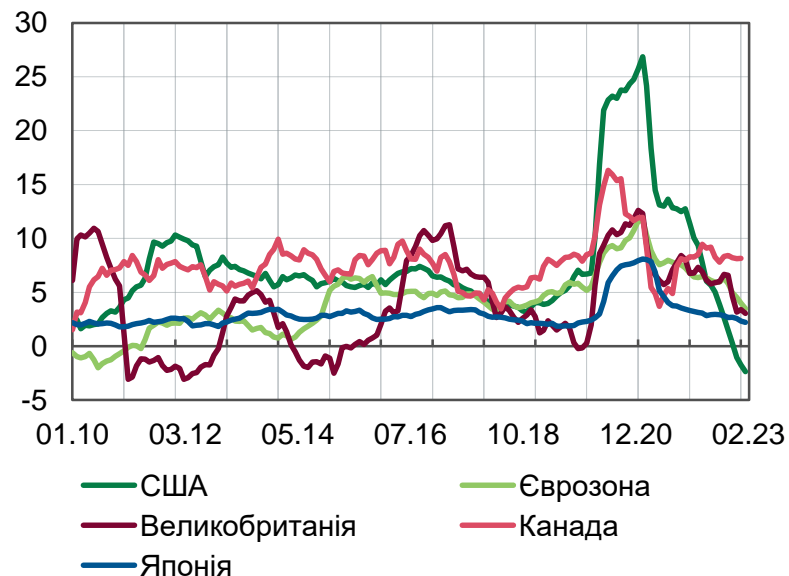
Уповільнення темпів зростання МЗ завдяки зменшенню QE при фіскальній консолідації мало обмежити надмірну інфляцію

Внески окремих компонентів у річні темпи зростання грошової маси, в. п



* Кредит НФС – вимоги депозитних корпорацій до приватного нефінансового сектору. ** Чисті вимоги. *** Інше включає зовнішні активи, вимоги до інших секторів крім НФС, інші статті (чисті).
Джерело: IMF IFS, ЄЦБ. Сірим виділені періоди QE.

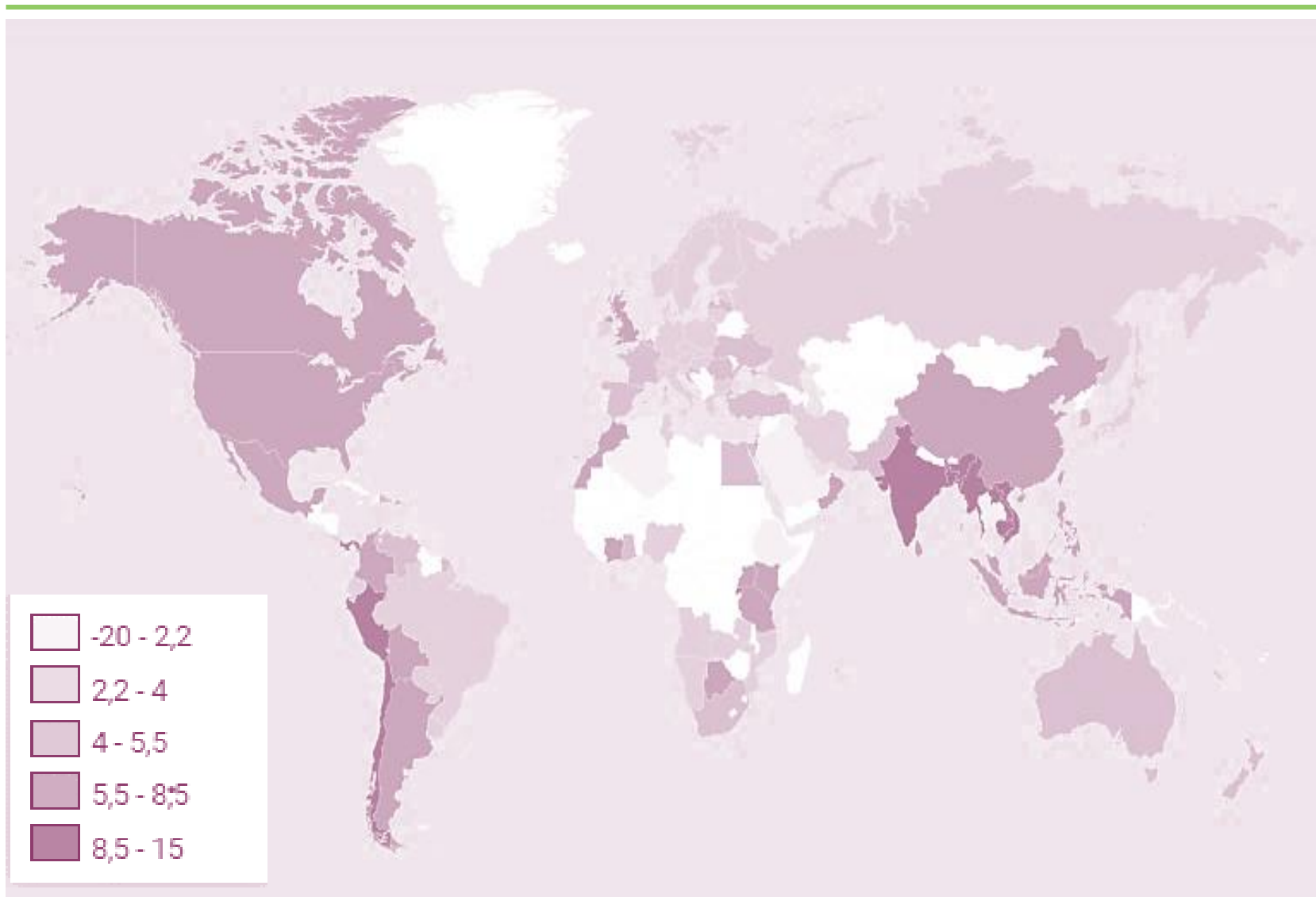
Темпи зростання грошової маси*, % р/р



* Грошовий агрегат МЗ.
Джерело: OECD.

- Зростання грошової маси підтримувало насамперед кредитування приватного сектору, у той час як додатний внесок QE знизився майже до нуля у 2023 році

Реальний ВВП за 2021 рік, %



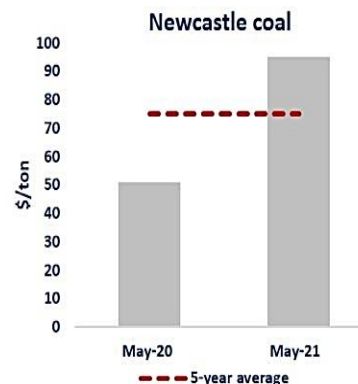
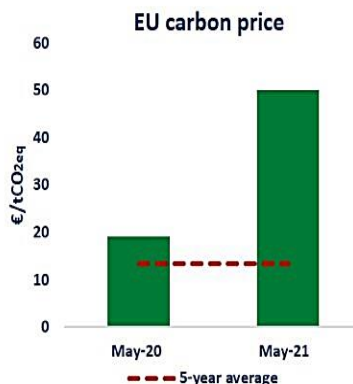
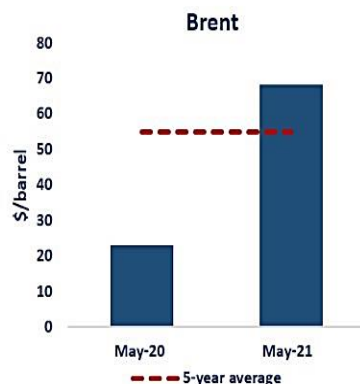
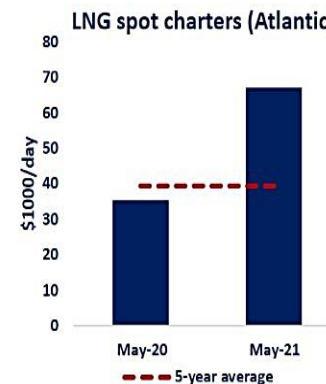
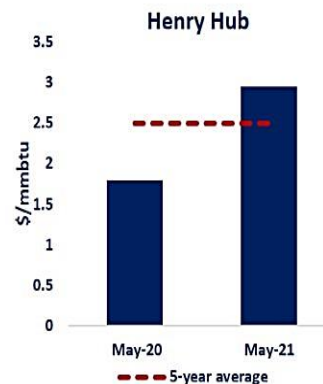
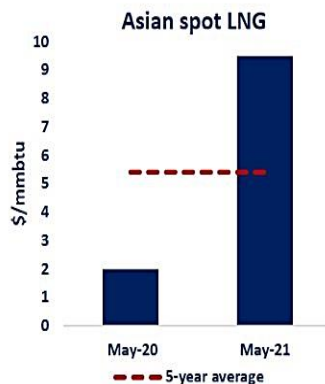
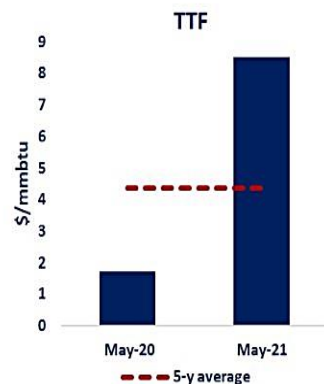
Прискорене відновлення попиту порівняно з нарощуванням пропозиції призвело до стрімкого подорожчання енергоресурсів



Who let the bulls out?

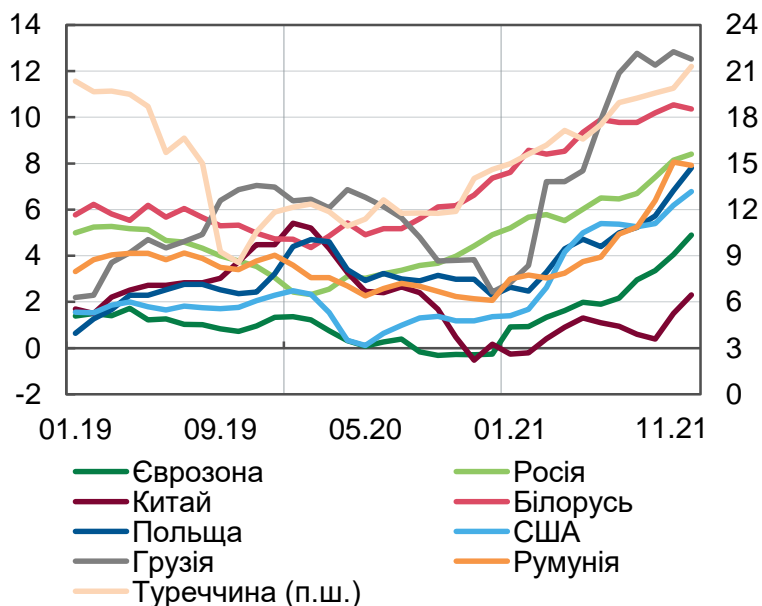


Commodity prices booming over 5-y averages across key energy markets



“Тимчасовість” зростання інфляції дещо затягнулася

ІСЦ в окремих країнах, % р/р



Джерело: національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Глобальний ІСЦ (% р/р) і глобальний індекс виробничих витрат (п.ш.)



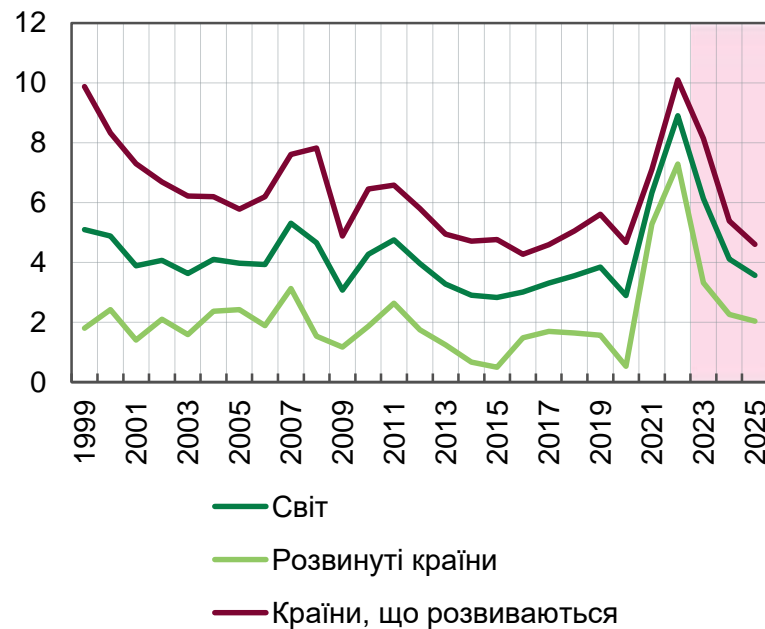
Джерело: IHS Markit, J.P.Morgan.

Інфляція – єдина форма покарання без законної підстави

Milton Friedman



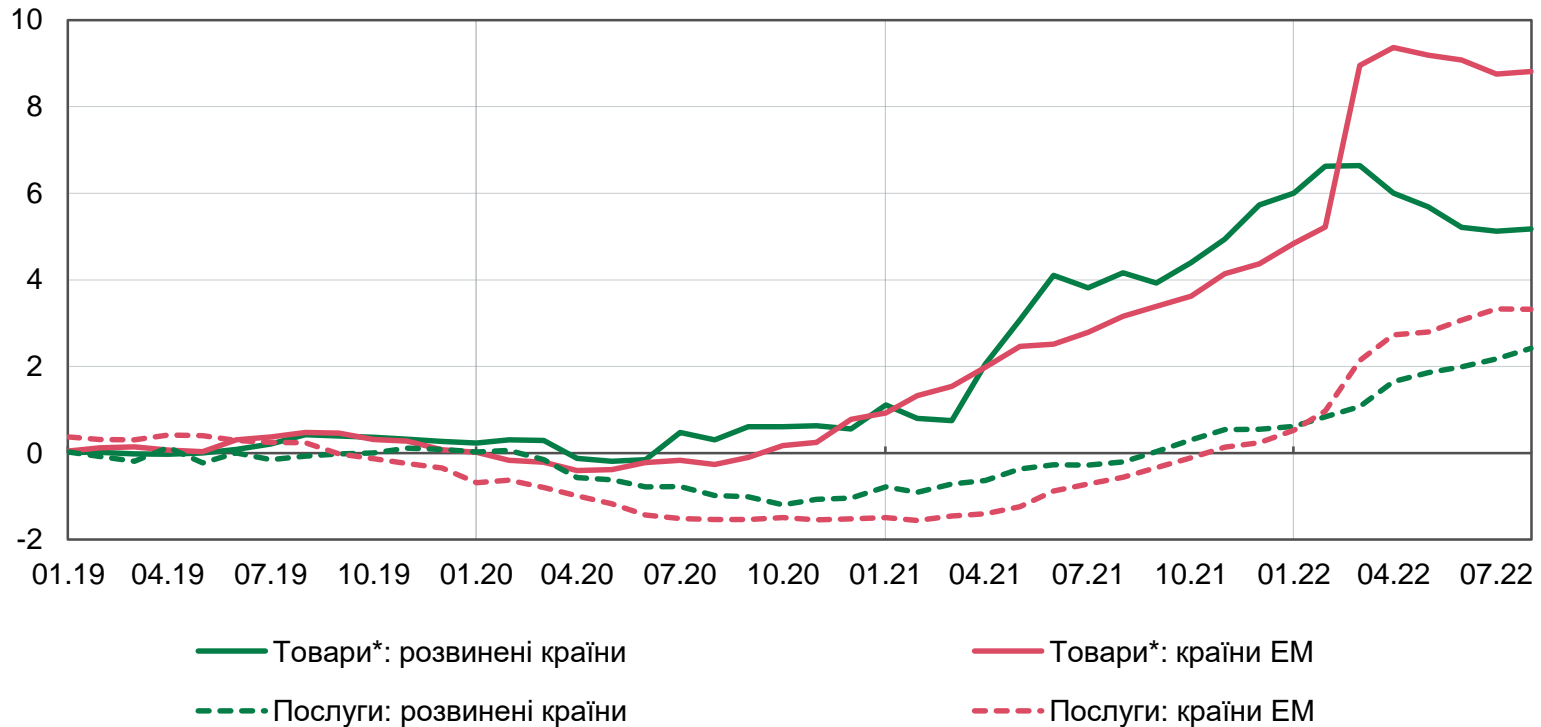
ІСЦ, % р/р



Джерело: WEO IMF, April 2023.

Порушення глобальних ланцюгів постачання в умовах високого попиту на товари підживлювали інфляцію

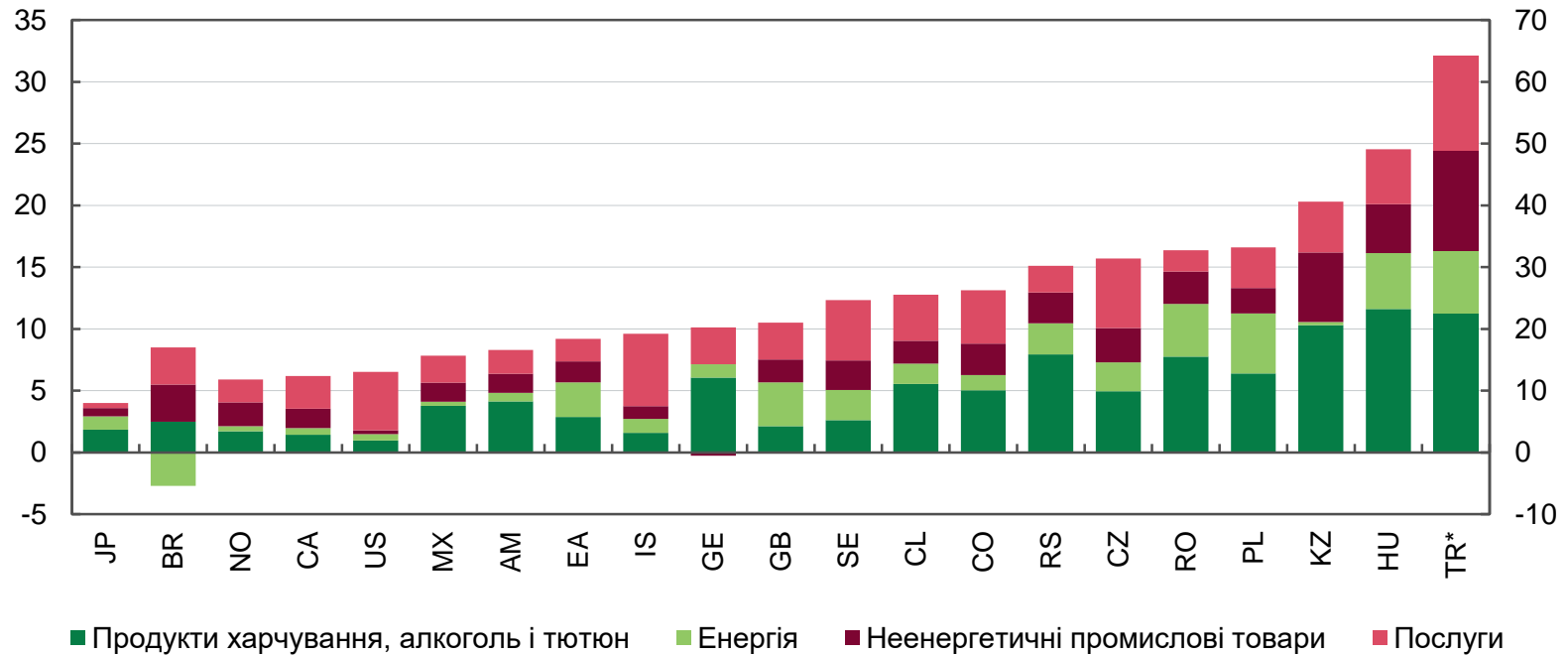
Відхилення інфляції у річному вимірі від середніх значень у 2018-2019 роках, в.п.



* За виключенням продовольчих товарів та енергії.
Джерело: МВФ.

У 2022 році світ стикнувся зі стійким і рекордним за декілька десятиліть інфляційним тиском

Внески компонент у річну зміну ІСЦ окремих країн, в.п.



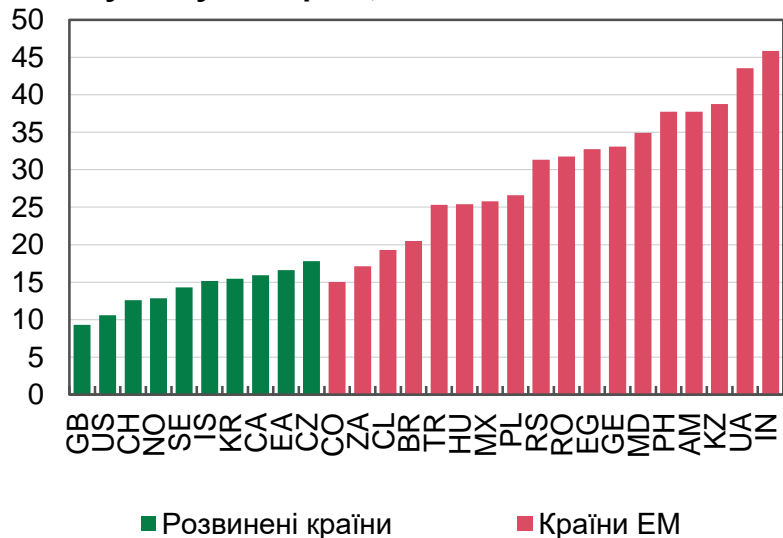
* Туреччина – права шкала.

Джерело: ОЕСР, національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

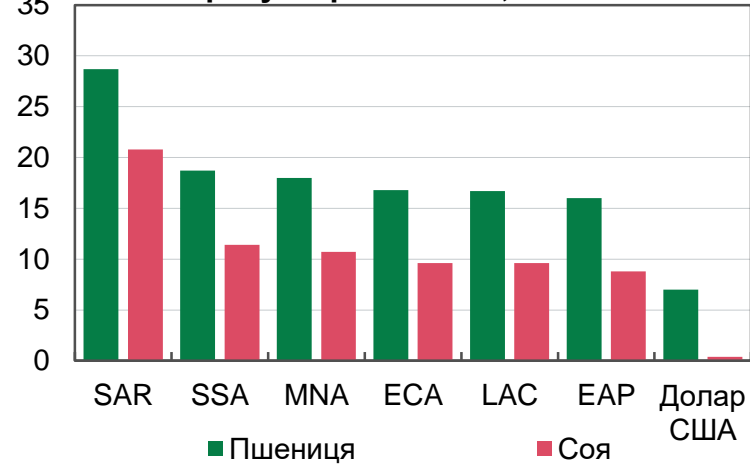
- Темпи зростання цін у декілька разів перевищували цілі центральних банків не лише у країнах ЕМ, а і у більшості розвинених країн, де лише два роки тому вони ледь сягали 1%
- За розрахунками [МВФ](#), середня вартість життя у світі зросла за 18 місяців з початку 2021 року більше, ніж сукупно протягом попередніх 5 років

Першочерговими драйверами інфляції виступали волатильні компоненти, зокрема вартість продовольчих товарів

Вага продуктів харчування та безалкогольних напоїв у ІСЦ у 2022 році, %



Зміна цін у національних валютах у лютому-вересні 2022 року за регіонами*, %



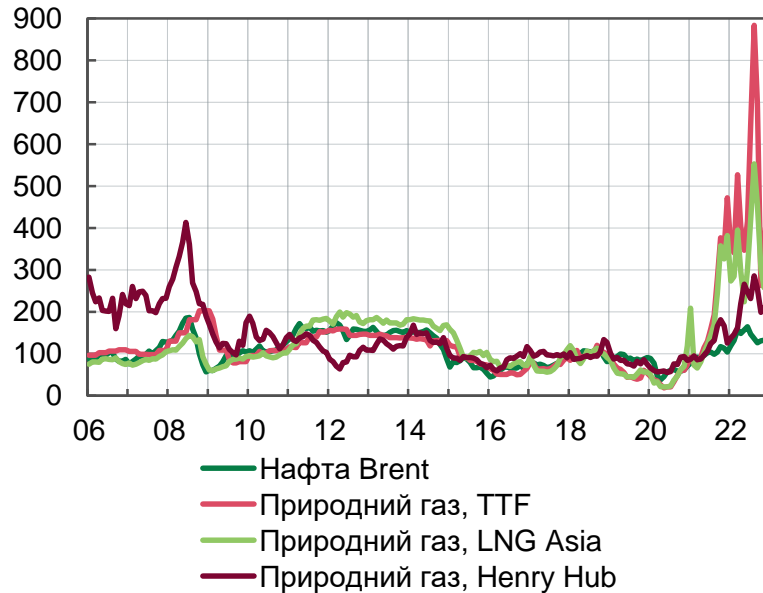
*-SAR – Південна Азія, SSA – Африка нижче Сахари; MNA – Близький Схід і Північна Африка, ECA – Європа і Центральна Азія, LAC – Латинська Америка, EAP – Азійсько-Тихоокеанський регіон.
Джерело: Світовий банк.

Джерело: ОЕСР, національні статистичні агенції.

- Особливо підвищення цін на продукти позначилося на інфляції у країнах EM, де їх вага у споживчих наборах є більшою, а продовольчі системи вразливіші до наслідків агресії росії проти України
- Важливу роль відігравали також розбіжності у раціоні харчування. Так, значна частка рису, вартість якого зростала помірно, стримувала інфляцію у країнах Азії
- Додатковим проінфляційним фактором виступала девальвація більшості валют до долара США на тлі активного посилення монетарної політики ФРС та зниження апетиту до ризику

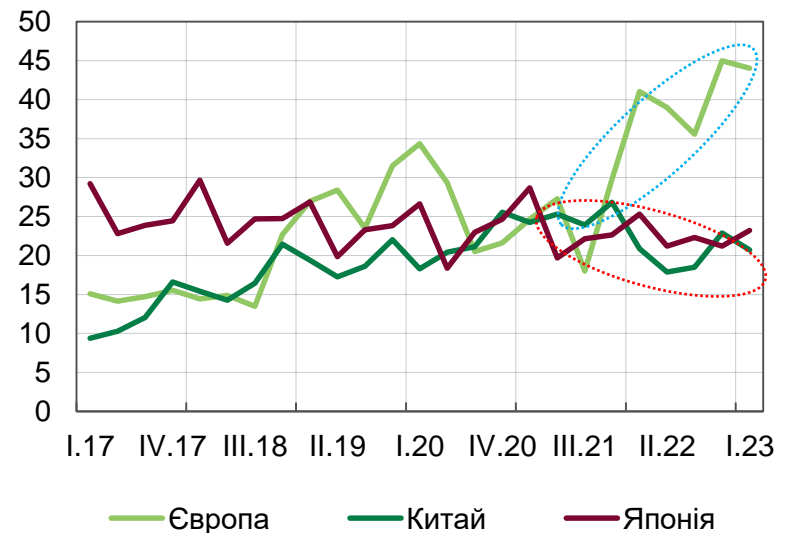
Європа витримала скорочення поставок трубопровідного газу з росії на майже 80% р/р

Індекси цін на окремі енергоносії, 2018 = 100



Джерело: Vneugel на основі ENTSO-G.

Імпорт СПГ, млрд м³



Джерело: Bloomberg.

Впоратися з втратою поставок російського газу в сезоні 2022/2023 Європі вдалося завдяки:

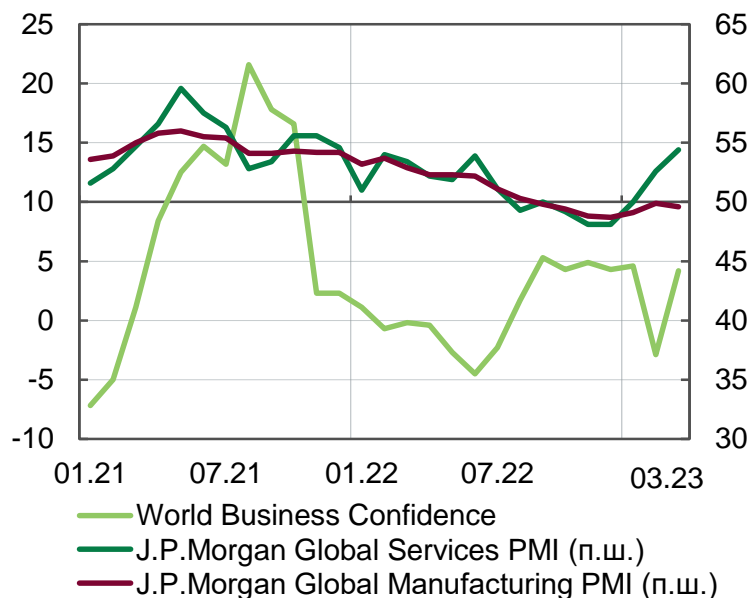
- значним накопиченим запасам газу, що перевищили 90% заповнених сховищ в ЄС на початок опалювального сезону;
- рекордним обсягам імпорту скрапленого природного газу (СПГ);
- теплій зимі та відповідно суттєвому – на 15% у 2022 році – падінні попиту на газ;
- свідомому зменшенню споживання



© DAVE GRANLUND.COM
POLITICAL CARTOONS.COM

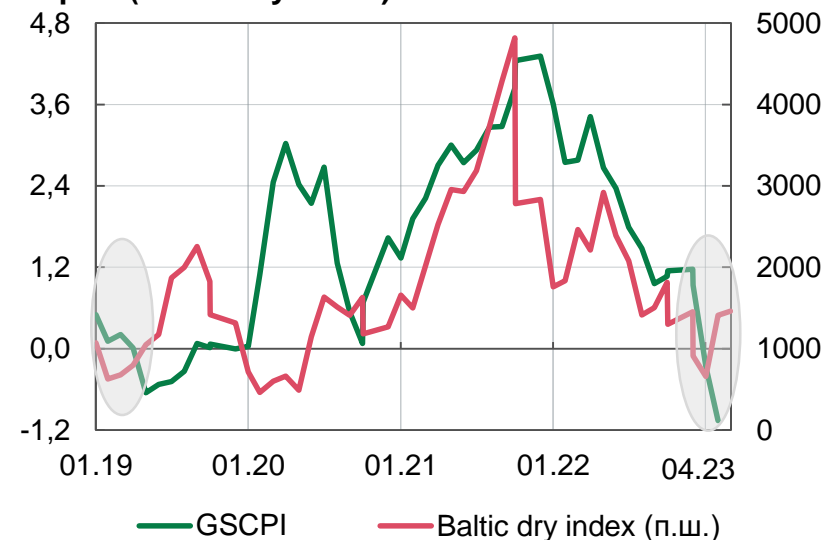
Глобальна економіка зростає, проте мляво

Глобальний PMI та глобальний індекс ділової впевненості



Джерело: J.P.Morgan, S&P Global, Moody's.

Глобальні індекси тиску ланцюгів постачання (GSCPI) та вартості перевезень сухого вантажу морем (Baltic Dry Index)

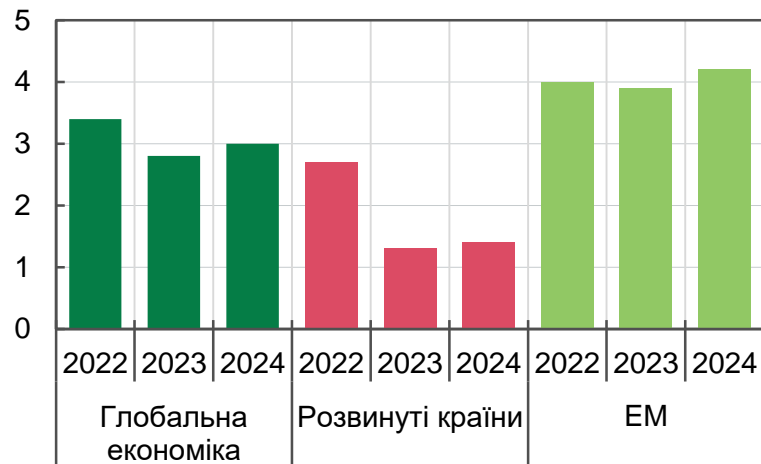


Джерело: FRB of New York, Investing.

- Драйвером зростання була сфера послуг, насамперед споживчих (подорожі та туризм)
- Падіння у промисловості призупинилося завдяки поліпшенню ланцюгів постачання
- Поступово поліпшується тенденція зростання глобального попиту на сировину та комплектуючі. Це дає підстави припустити, що глобальна економіка пройшла свою найнижчу точку наприкінці 2022 року

Очікується слабке зростання глобальної економіки у 2023 році в умовах високої невизначеності

Прогноз МВФ (квітень) щодо зростання світової економіки у 2023-24 роках – найоптимістичніший серед прогнозів організацій



Джерело: WEO IMF, April 2023.

Прогнози міжнародних організацій

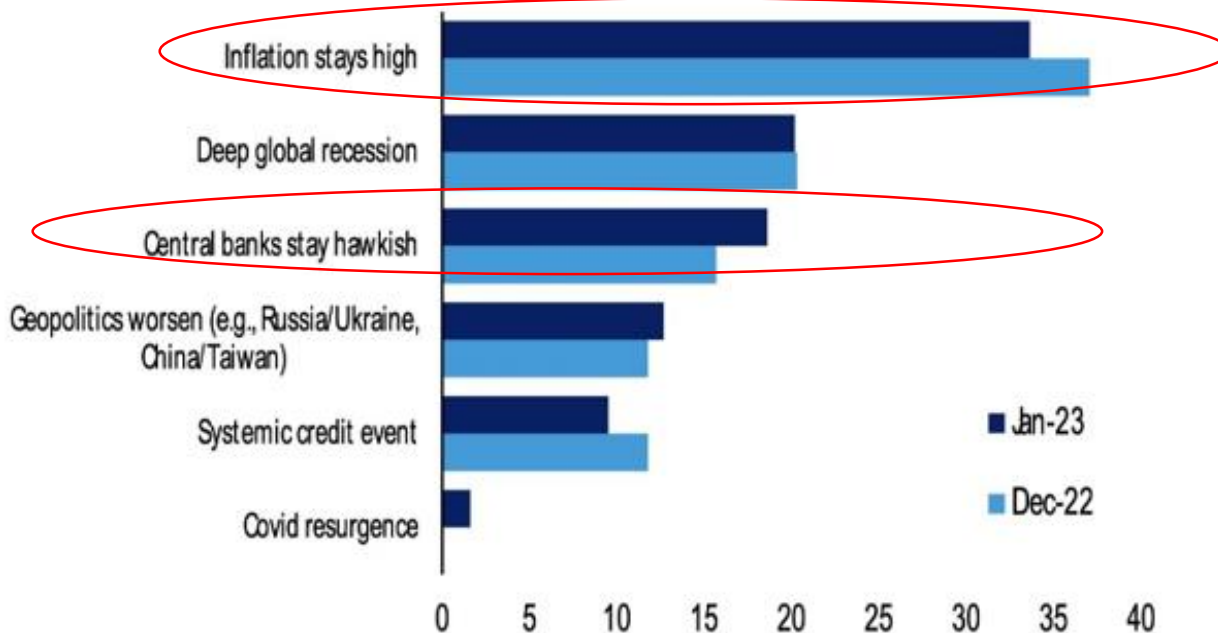
Зростання реального ВВП у 2023 році, %						
	Світ	DM	США	Єврозона	Китай	ЕМ
IMF WEO, April 2023	2.8	1.3	1.6	0.8	5.2	3.9
OECD, March 2023	2.6	2.6 (G20)	1.5	0.8	5.3	
World Bank, January 2023	1.7	0.5	0.5	0.0	4.3	3.4
J.P. Morgan (8.12.2022)	1.6	0.8	1.0	0.2	4.0	2.9

Очікується слабке зростання світової економіки через:

- Монетарне посилення та тривале утримання відсоткових ставок високими на тлі усе ще значної інфляції
- Нестабільність на фінансових ринках та більш жорсткі фінансові умови
- Ефекти трьох років пандемії
- Продовження впливу російської війни проти України на світові товарні ринки та суттєву переорієнтацію торгівлі

Висока інфляція залишається одним із найбільших світових ризиків

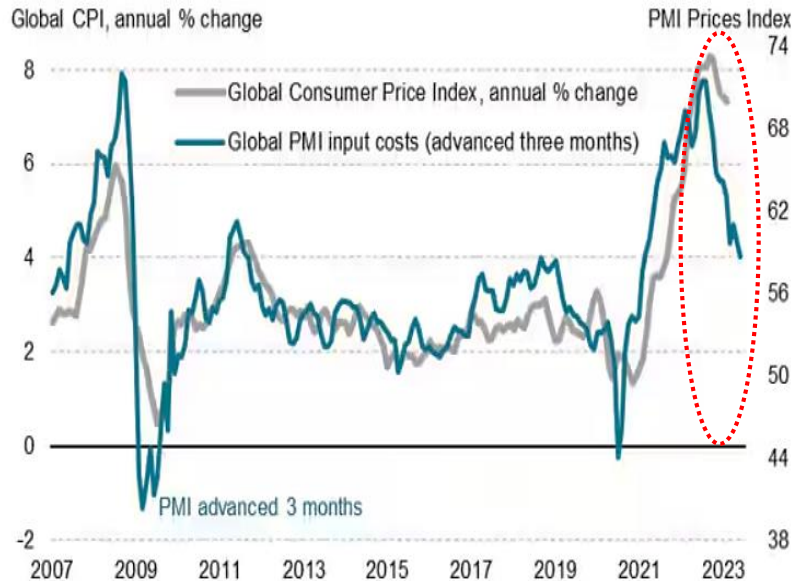
Найбільші ризики за опитуваннями менеджерів на початку 2023 року



Джерело: BoA Global fund manager survey.

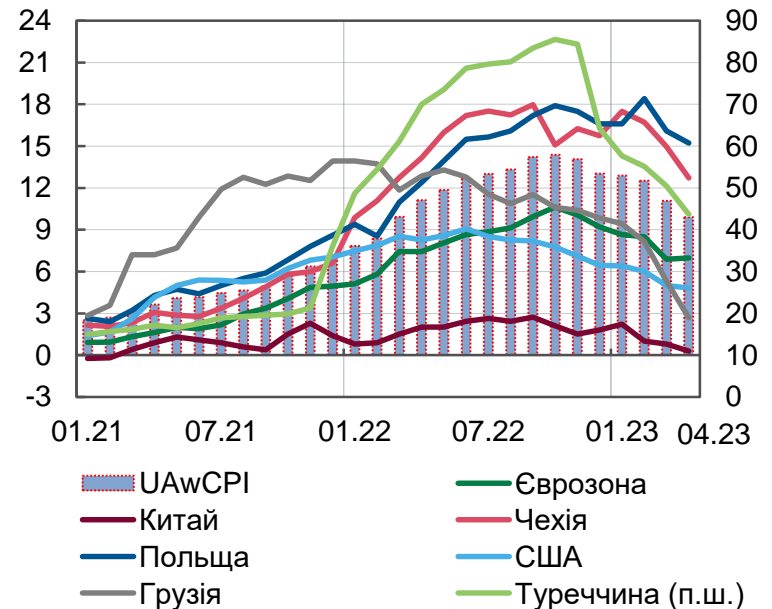
Послаблення світового попиту позитивно відобразилося на сповільненні глобальної інфляції

Глобальний PMI витрат та інфляція



Джерело: S&P Global.

ІСЦ в окремих країнах і середньозважена інфляція в країнах – ОТП (UAWCPI), % р/р

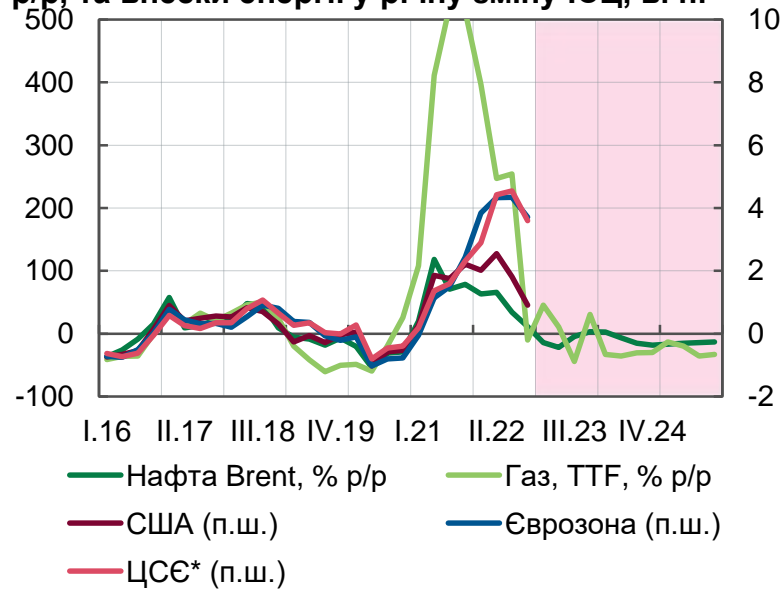


Джерело: національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

- Вагомим чинником сповільнення інфляції стало скорочення дефіциту пропозиції, у тому числі напівпровідників, та зниження тиску з боку виробничих витрат, насамперед через здешевлення енергоносіїв
- Утім, залишається тиск з боку заробітних плат через постійну нестачу персоналу

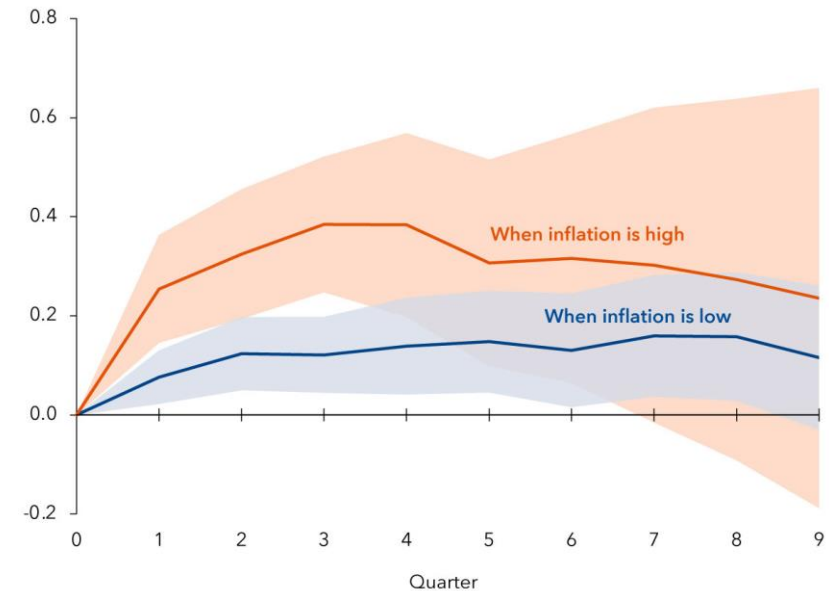
Безпосередній внесок цін на енергоносії скорочуватиметься, але вторинні ефекти можуть уповільнити зниження інфляції

Зміна ціни на нафту марки Brent і природного газу, р/р, та внески енергії у річну зміну ІСЦ, в. п.



Джерело: Eurostat, ОЕСР, МВФ, розрахунки НБУ.

Зростання зарплат у відповідь на 10-відсотковий шок цін на нафту, %



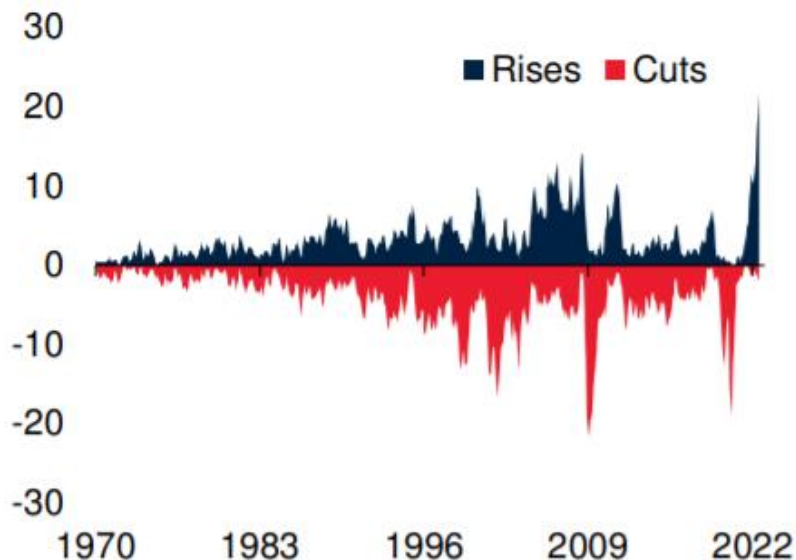
Джерело: МВФ.

- Нафта дешевшатиме під тиском слабого попиту, а поступове зменшення залежності країн Європи від російського газу на тлі скорочення його споживання сприятиме зниженню цін
- Враховуючи, що лише безпосередньо на енергію припадає 5-10% загальних витрат у багатьох секторах, а також додатково через енергоємні товари проміжного споживання (ЄЦБ), різке збільшення витрат може надалі перекладатися на споживачів
- За оцінками МВФ, шок цін на нафту може призвести до швидшого зростання зарплат в умовах високої інфляції, що у свою чергу підживлюватиме інфляційну спіраль



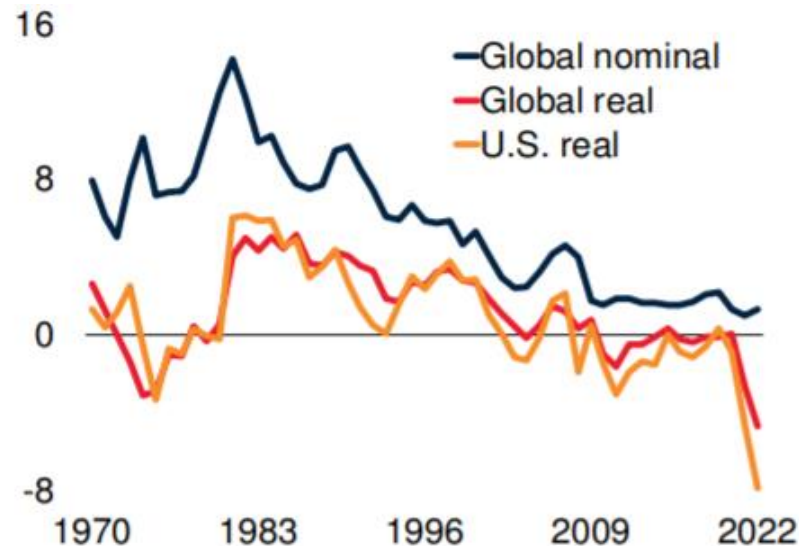
Центральні банки проводять найбільш агресивну монетарну політику з початку 1970-х років

Зміна ключових ставок: зростання/зниження (кількість)



Джерело: World bank.

Ключові процентні ставки, %



Джерело: World bank.

- Центральні банки підвищували процентні ставки, часто вибираючи більш значне, ніж зазвичай, підвищення – на 50 б. п. або більше
- Близько трьох із чотирьох центральних банків світу підвищили відсоткові ставки у 2022 році, що відображає глобальний характер поточного інфляційного середовища
- Однак реальні ставки все ще залишаються від’ємними

Якщо всі думають, що ціни піднімуться – ціни піднімуться

“Перший інфляційний закон”

Інфляційні очікування у США та ціль ФРС, %



* На основі TIPS, середня очікувана інфляція протягом 5 років через 5 років від сьогодні.

** На основі опитування професійних прогнозістів, середня інфляція протягом 10 років від сьогодні.

Джерело: ФРБ Сент-Луїса, ФРБ Філадельфії.

Інфляційні очікування в Єврозоні та ціль ЄЦБ, %



* На основі inflation swaps, середня очікувана інфляція протягом 5 років через 5 років від сьогодні.

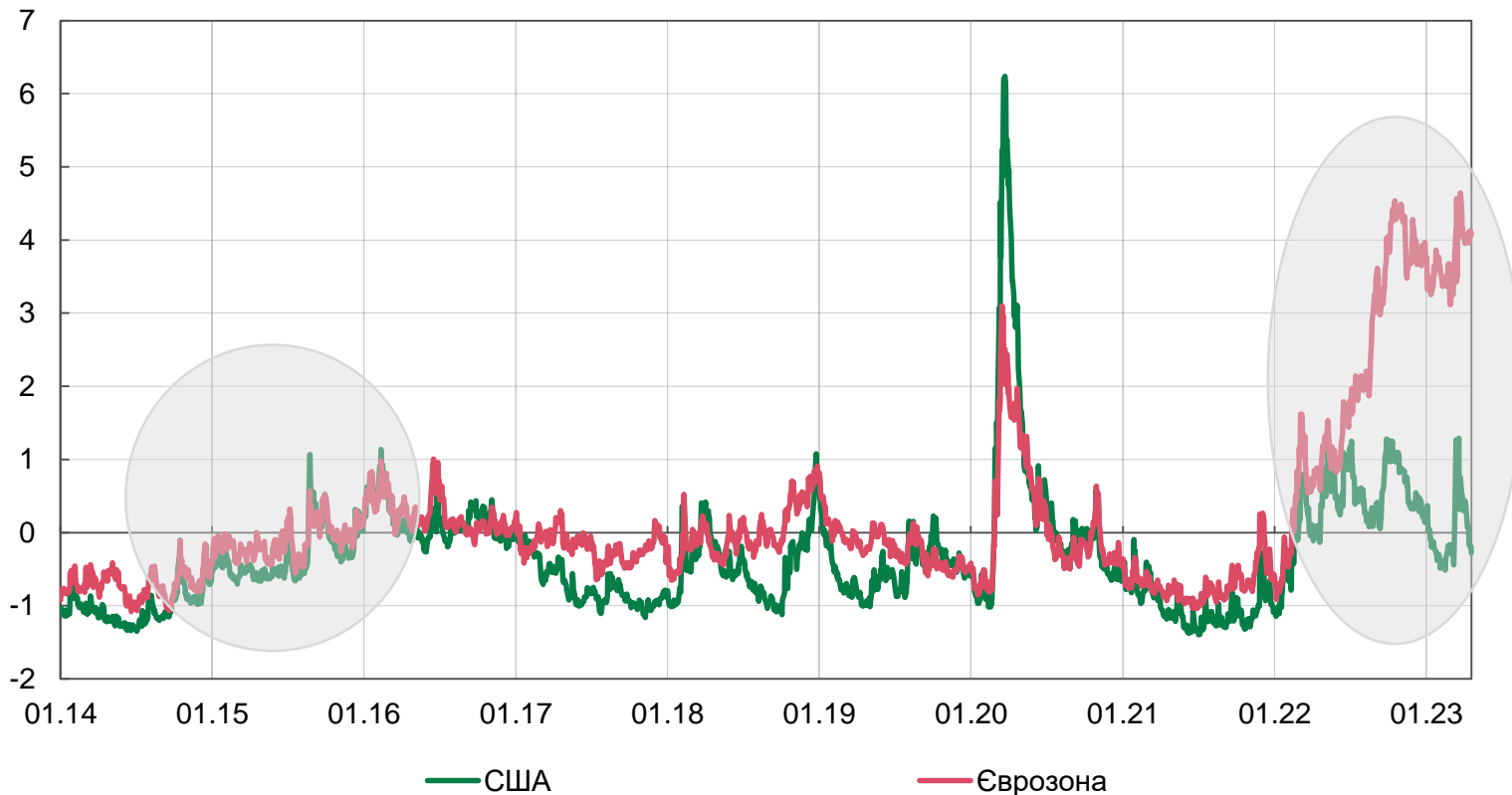
** На основі опитування професійних прогнозістів, середня інфляція через 5 років.

Джерело: Eurostat, Refinitiv, ECB.

- Попри високу поточну інфляцію, довгострокові очікування лише незначно перевищують цілі провідних ЦБ
- Перегляди стратегій монетарної політики ФРС та ЄЦБ, що були покликані запобігти подальшому відхиленню очікувань від цілі у бік зниження, фактично збіглися у часі зі стрімким зростанням інфляції, тому їх вплив на очікування наразі важко відокремити

Попри можливу рецесію, центральні банки "не мають іншого вибору" як продовжувати посилення монетарної політики

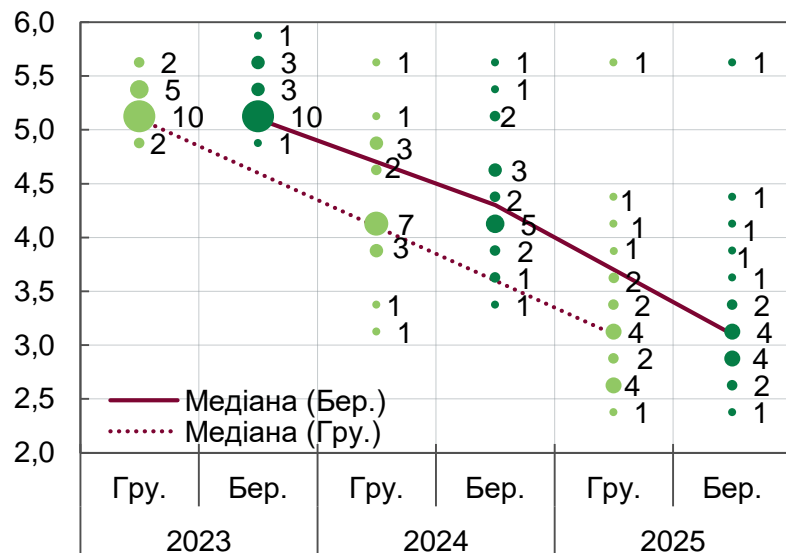
Індекси фінансових умов США та Єврозони (рівень фінансового стресу), обернений



Джерело: Bloomberg (+ посилення, - послаблення).

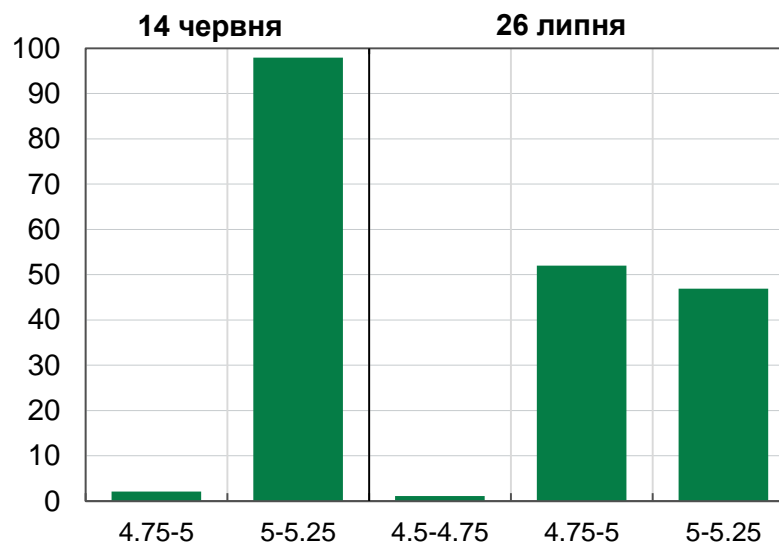
Провідні ЦБ мають рішучий намір побороти надмірну інфляцію попри ризики рецесії

Кількість учасників FOMC, що очікують відповідну ставку



Джерело: ФРС.

Очікуваний рівень цільового діапазону ставки ФРС на відповідному засіданні у 2023 році, % ймовірності

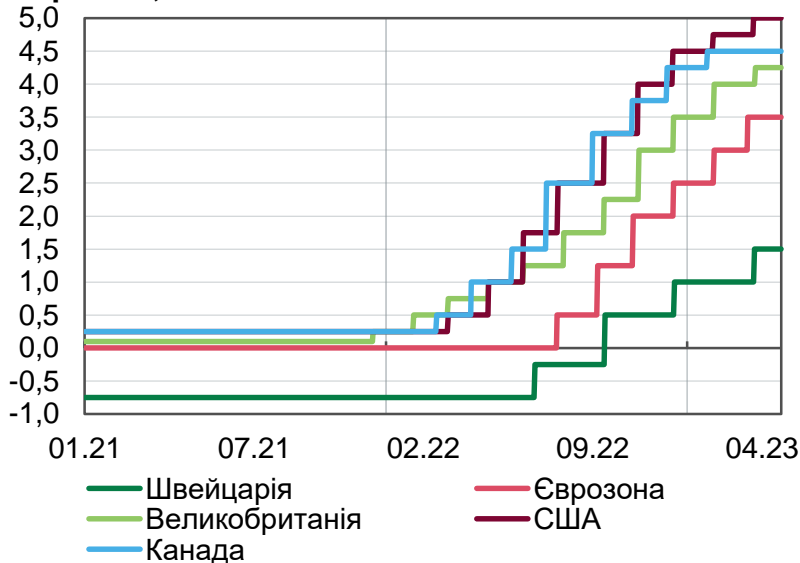


Джерело: CME FedWatch Tool, станом на 04.05.2023.

- **ФРС** підвищила цільовий діапазон ставки на 25 б.п. у березні та травні попри кризу у банківському секторі до 5 – 5.25%
- Згідно з Bloomberg та Reuters poll очікується подальша тривала пауза, однак ф'ючерсні ринки закладають зниження ставок уже в поточному році
- Представники ФРС і все більше експертів не бачать зниження інфляції за відсутності рецесії у США

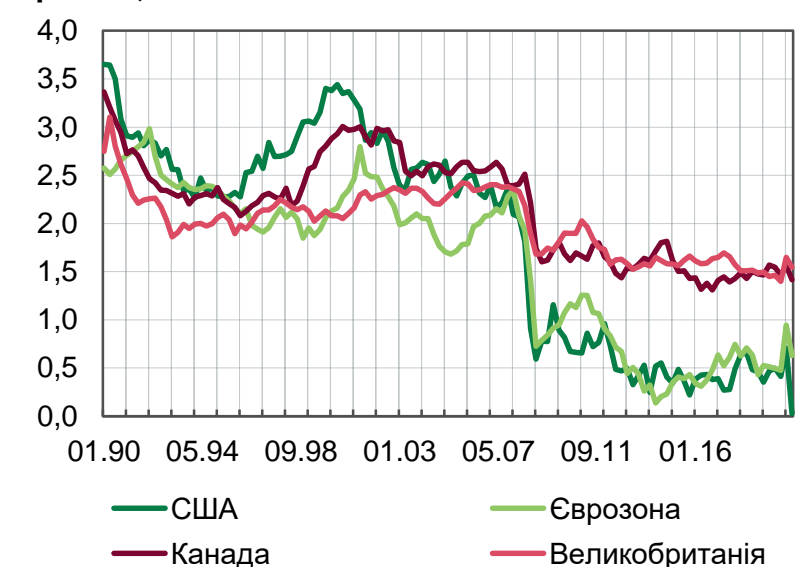
При цьому, вони наближаються до завершення циклу посилення монетарної політики

Ключові процентні ставки в окремих розвинутих країнах, %



Джерело: офіційні сторінки центральних банків.

Нейтральні реальні ставки в окремих розвинутих країнах, %

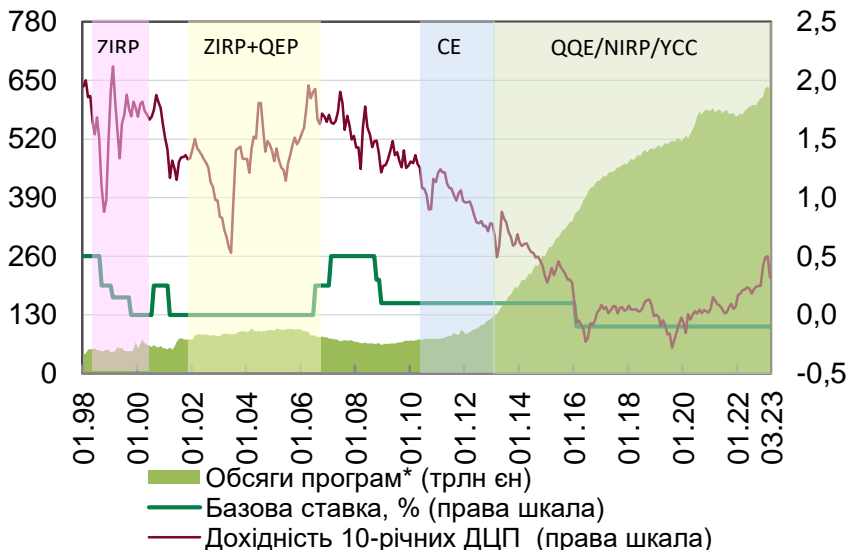


Джерело: NY Fed.

- **ЄЦБ** очікувано підвищив ставки на 50 б.п. у березні та на 25 б.п. у травні. Євро зміцнився до максимуму за останній рік (1.1 USD/EUR) з огляду на очікуване продовження підвищення процентної ставки ЄЦБ та на тлі помірнього покращення економічних настроїв у Єврозоні
- **Банк Англії** підвищив базову ставку на 25 б.п. до 4.25%. Оскільки очікується «значне падіння» рівня інфляції у II кварталі 2023 року, цикл підвищення ставок, схоже, наближається до кінця. Reuters poll прогнозує останній крок на 25 б.п. у травні
- **ЦБ Кореї, Швеції, Швейцарії, Канади та Австралії** також наближаються до завершення / або призупинили цикл посилення монетарної політики. Водночас, більшість зазначає про можливу необхідність подальших підвищень за умови наявності ознак більш стійкого інфляційного тиску

Банк Японії є світовим аутсайдером, зберігаючи ультра м'яку монетарну політику

Монетарні операції Банку Японії у 1998-2023 роках

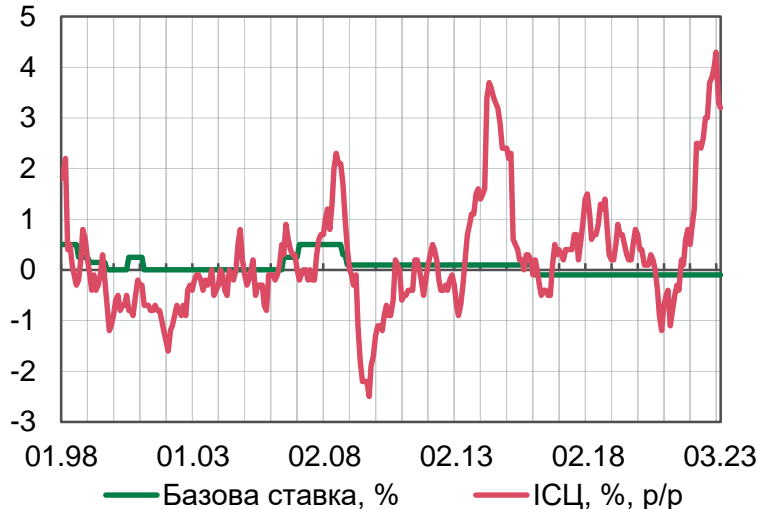


* - Обсяги програм викупу цінних паперів та додаткових програм кредитування

Джерело: Банк Японії, Refinitiv.

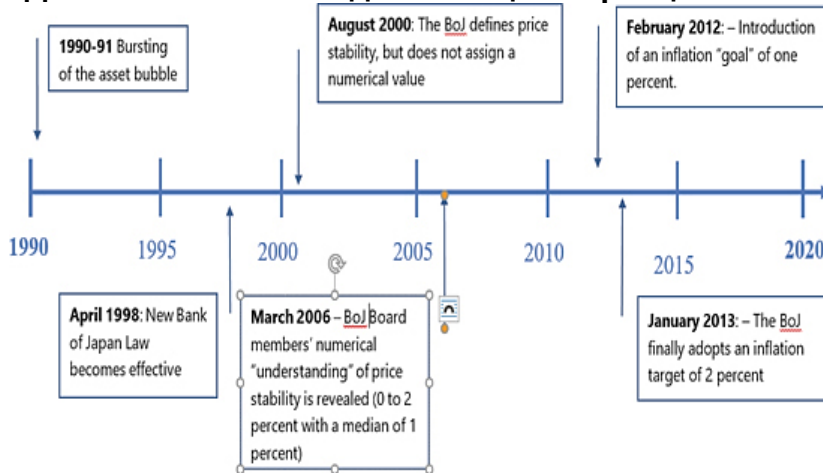
- Короткострокова базова ставка Японії (-0.1%) не змінювалася близько 7 років, і Банку належить більше половини ринку державних облігацій
- У вересні 2016 року запроваджено QQE з контролем кривої дохідності для посилення пом'якшення монетарної політики
- Вже у 2023 році можуть виникнути умови для корегування орієнтиру дохідності 10-річних ДЦП
- Прірва між монетарною політикою Японії та решти провідних країн світу призвела до падіння єни на 14.6% до долара у 2022 році та 1.9% з початку 2023 року

Базова ставка, ІСЦ Японії



Джерело: Refinitiv.

Довгий шлях Японії до чіткої цілі інфляції



Джерело: МВФ.

Інфляційні очікування залишаються найбільш чутливими до будь-яких шоків

Чутливість інфляційних очікувань до інфляційних шоків, п.п.



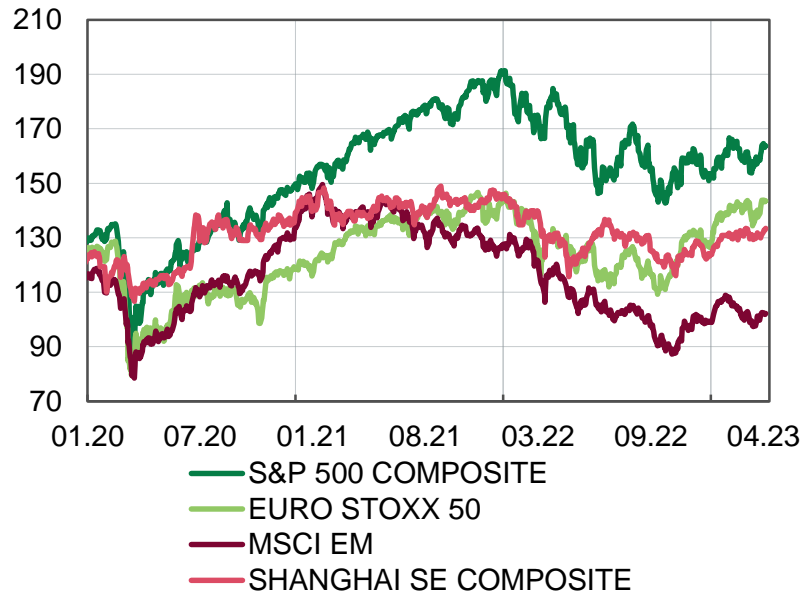
* Країни EM та країни, що розвиваються.

На основі дослідження Світового банку "Inflation in Emerging and Developing Economies"

Джерело: Світовий банк.

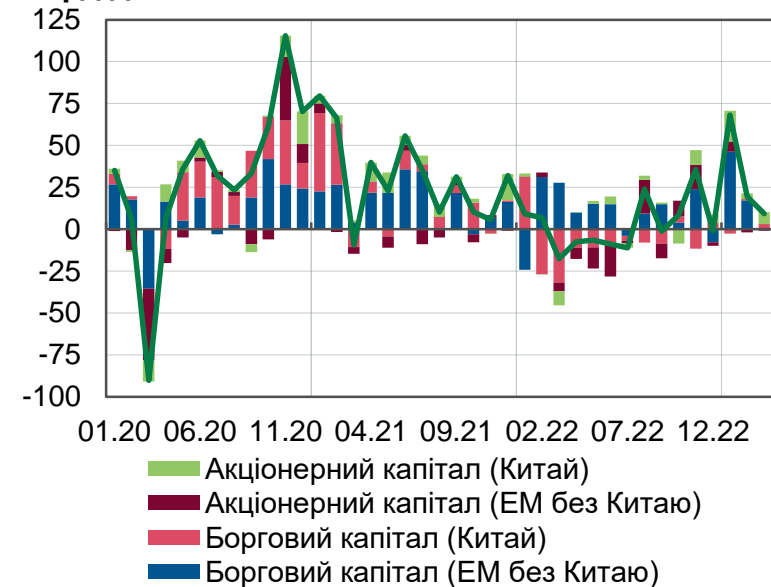
Інвестори демонструють доволі обережний підхід до активів країн EM

Провідні індекси фондового ринку, 01.01.2019=100



Джерело: Bloomberg.

Приплив портфельного капіталу до країн EM, млрд дол. США

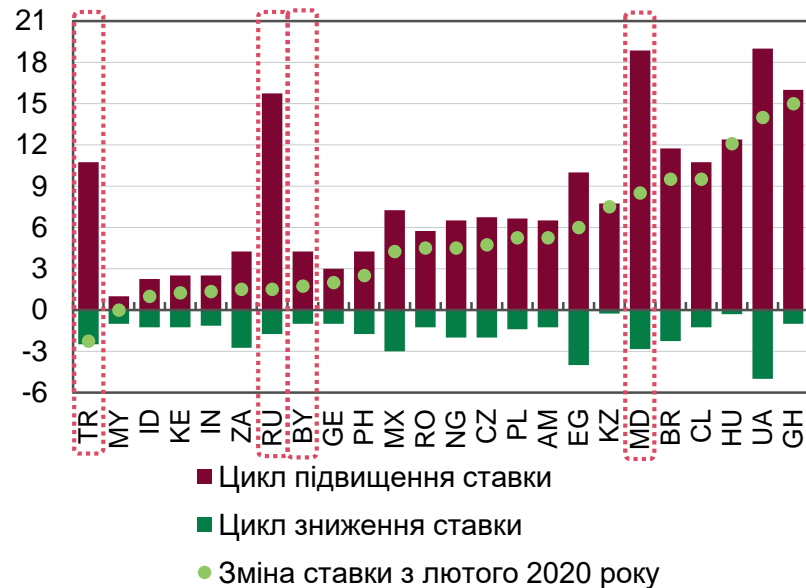


Джерело: IIF.

- Приплив капіталу до країн EM у березні скоротився до 9.4 млрд дол. США, а з країн EM за виключенням Китаю був зафіксований навіть невеликий відплив (0.9 млрд)
- Попитом користувалися облігації країн Азії та Латинської Америки (5.2 млрд та 2.1 млрд, відповідно), для останніх сприятливою є різниця у ставках із США
- Натомість відплив з облігацій країн Африки та Близького Сходу був найбільшим з жовтня 2022 року (-5.3 млрд)

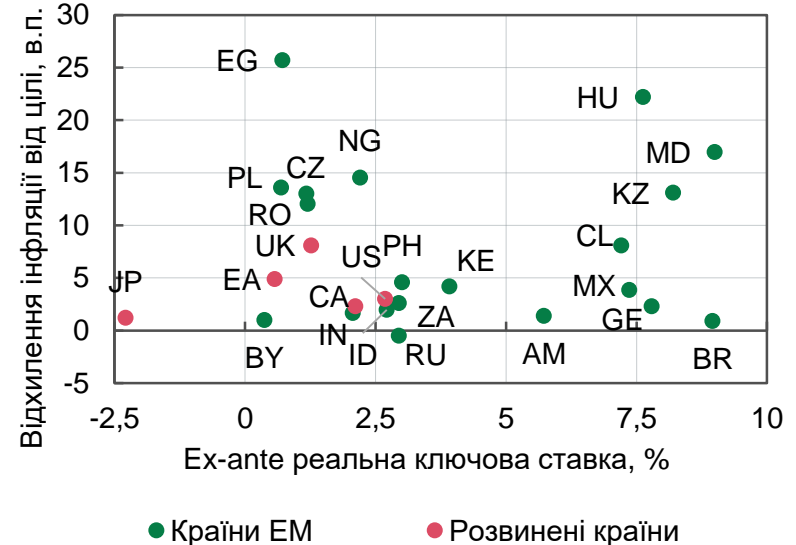
ЦБ країн ЕМ не поспішають послаблювати свою жорстку реакцію на зростання інфляції

Зміна ключових ставок ЦБ окремих країн ЕМ, в.п.



Цикл зниження ставки – з рівня кінця лютого 2020 року до найнижчого рівня у період 2020-21 років; цикл підвищення ставки – з найнижчого до найвищого рівня у 2022-23 роках.
Джерело: офіційні сторінки центральних банків.

Відхилення інфляції від цілі у березні 2023 року та ex-ante реальна ставка

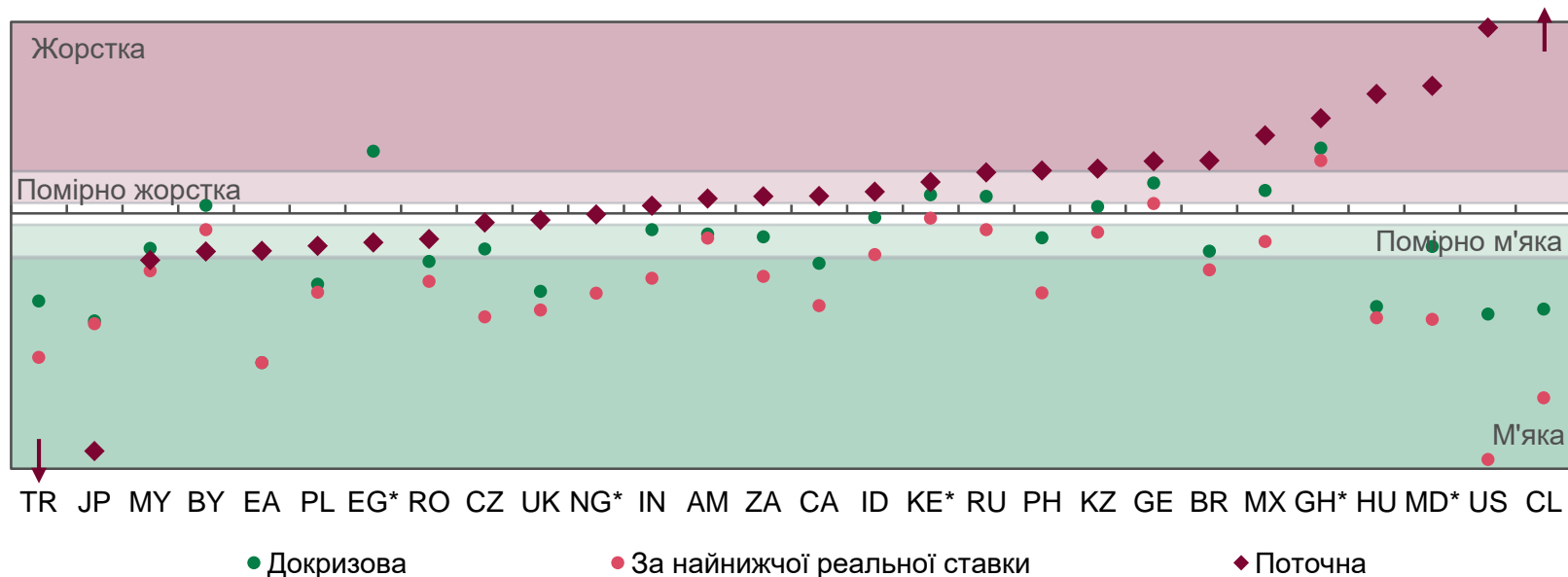


Джерело: офіційні сторінки центральних банків, прогноз МВФ.

- Лише окремі країни ЕМ, зокрема Туреччина, Молдова, росія і білорусь, почали знижувати ставки після досягнення ними максимуму у 2021-22 роках

Попри посилення монетарної політики, ставка у багатьох країнах ЕМ знаходиться у близькій до нейтральної зоні

Позиція монетарної політики



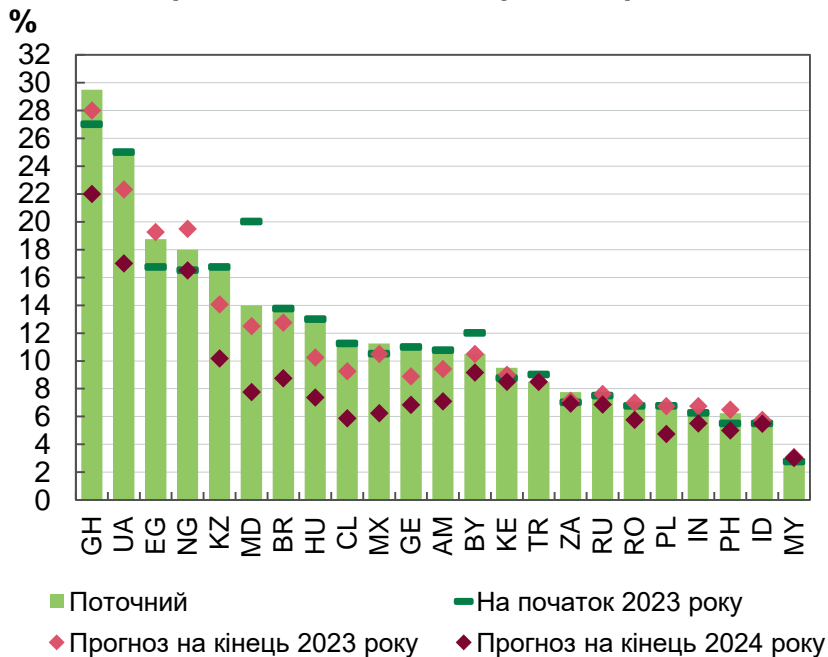
* Через відсутність досліджень, нейтральна ставка встановлена на рівні 2.25%, що є приблизно середнім рівнем нейтральної ставки в країнах ЕМ.

Розрахунки НБУ базуються на дослідженнях відповідних ЦБ та науковців щодо рівня нейтральної ставки, здійснених до пандемії Covid-19.

Джерело: сторінки центральних банків, розрахунки НБУ.

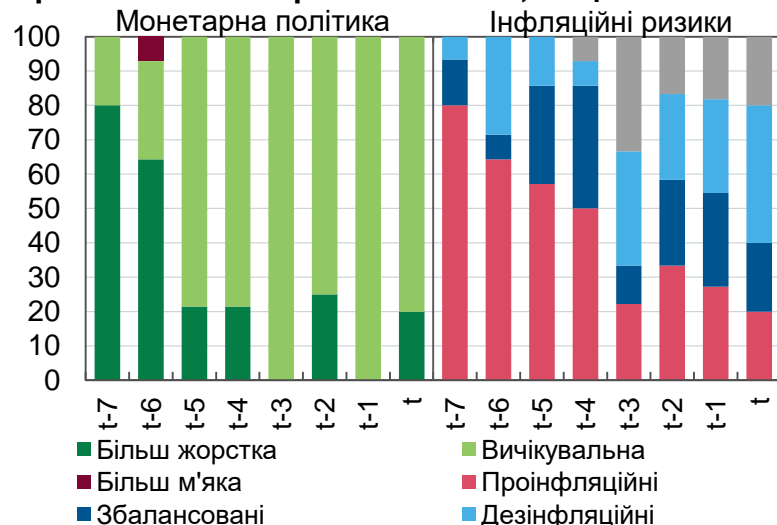
Більшість центральних банків країн ЕМ займають вичікувальну позицію

Ключові процентні ставки в окремих країнах ЕМ,



Джерело: офіційні сторінки центральних банків, Focus Economics, Oxford Economics, станом на 14.04.2023.

Баланс настроїв ЦБ відповідно до прес-релізів рішень з монетарної політики*, % ЦБ



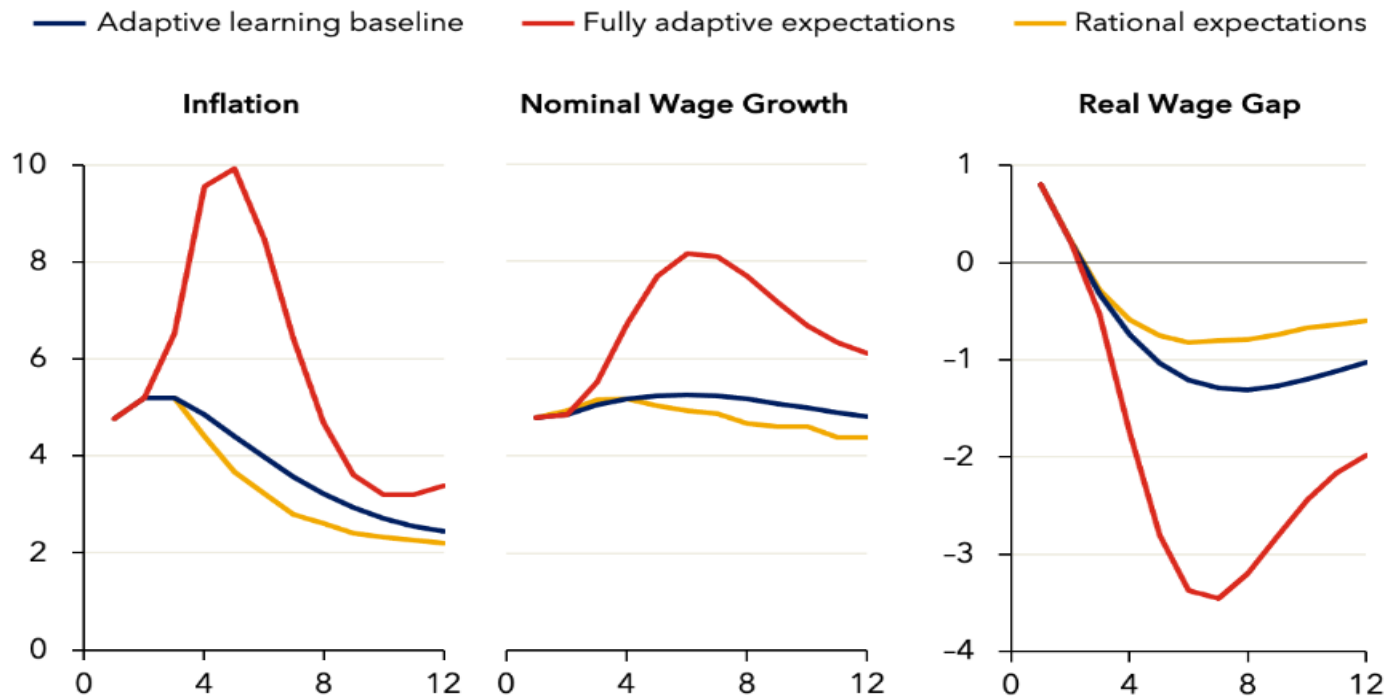
* t – засідання Квітень 2023, t-1 – Березень 2023, t-2 – Лютий 2023, t-3 – Січень 2023, t-4 – IV квартал 2022, t-5 – III квартал 2022, t-6 – II квартал 2022, t-7 – I квартал 2022.

Джерело: офіційні сторінки центральних банків.

- Погіршення світових фінансових умов, продовження зростання процентних ставок у розвинутих економіках і постійний інфляційний тиск обмежує простір для маневру в більшості країн ЕМ
- Тому наразі більшість ЦБ країн ЕМ зайняли вичікувальну позицію з метою аналізу глобальних шоків та економічного впливу сукупного проведеного посилення
- Винятком залишаються ЦБ Молдови та Білорусі, які знову знизили ставки, та ЦБ Китаю, що попри незмінні ставки зменшив норматив обов'язкового резервування для фінансових установ

Вічний рух заперечують лише ті, хто ніколи не бачив перегони руху цін та зарплат у період інфляції *Jean Delacour*

Інфляційні очікування



Джерело: WEO IMF, October 2022.

- Стійкий ринок праці тиснутиме на зростання заробітних плат
- Саме тому інфляційні цілі більшості центральних банків будуть досягнуті лише в 2024 році

Висновки

- Інфляція виявилася суттєво вищою та стійкішою за очікування як експертів ЦБ, так і ринкових аналітиків
- Причина: випереджаюче зростання попиту порівняно з пропозицією, що лише посилилося з війною росії в Україні
- Жорстка монетарна політика є виправданою з огляду на надмірно високий інфляційний тиск попри ризики сповільнення економічного зростання
- Використання традиційних монетарних інструментів для стримування інфляції залишається пріоритетом
- Ураховуючи довготривалість інфляційного шоку, досягнення цінових цілей центральних банків можливе лише у середньостроковій перспективі



Національний банк України

[Web](#) ▪ [Facebook](#) ▪ [Twitter](#) ▪ [Flickr](#) ▪ [Youtube](#) ▪ [Instagram](#)