

Makroekonomický vývoj a hospodárske politiky na Slovensku

24.10.2023



Menová politika v prostredí veľkých makroekonomických šokov

Časť 1

Ján Tóth

- Menová politika sa snaží zabezpečiť „stabilitu meny“
- Hodnota/kúpyschopnosť peňazí je daná cez cenovú stabilitu, čím vyššia inflácia, tým viac klesá kúpyschopnosť peňazí
- Väčšina centrálnych bánk vyspelého sveta chce stabilizovať infláciu na úrovni okolo 2% (výnimka Švajčiarsko – 1%, v minulosti Japonsko)
- **Cieľ ECB: 2% inflácia**
- Prečo 2% ?
 - Problém s odhadom rastu cien (nadhodnotený o cca 1%)
 - Potreba sa vyhnúť deflácií (nižšia inflácia je lepšia ako postúpiť riziko deflačnej špirály)

- **Stabilita cien/inflácie sa dosahuje nastolením ekonomickej stability** (vyrovnanej produkčnej medzery, kedy nezamestnanosť je na úrovni prirodzenej nezamestnanosti tzv. NAIRU)
- Konzensus do 2009/fin. krízy: menová politika (riadená technokratmi) sa snaží zabezpečiť stabilitu, fiškálna politika by akurát nemala byť príliš nezodpovedná (t.j. ostať v medziach dlhodobej udržateľnosti) – oddelenie menovej a fiškálnej politiky

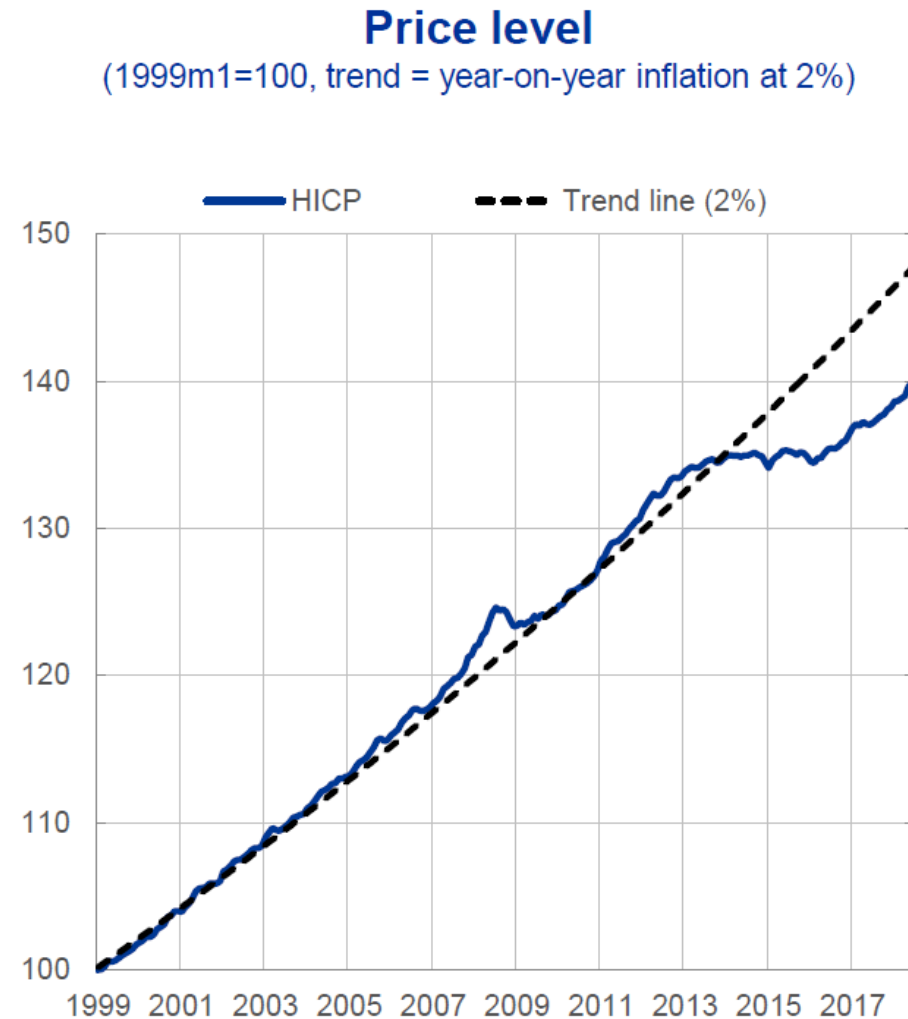
3 veľké makroekonomické šoky

- Veľká finančná kríza 2008-2009
- Pandémia 2020-2021
- Ruská agresia na Ukrajine 2022-2023

3 veľké makroekonomické šoky

- Veľká finančná kríza 2008-2009 – čo robiť, keď je rast-inflácia príliš nízka
- Pandémia 2020-2021
- Ruská agresia na Ukrajine 2022-2023 – čo robiť, keď je inflácia vysoká

Inflácia v EA bola dlhodobejšie pod cieľom do korona krízy

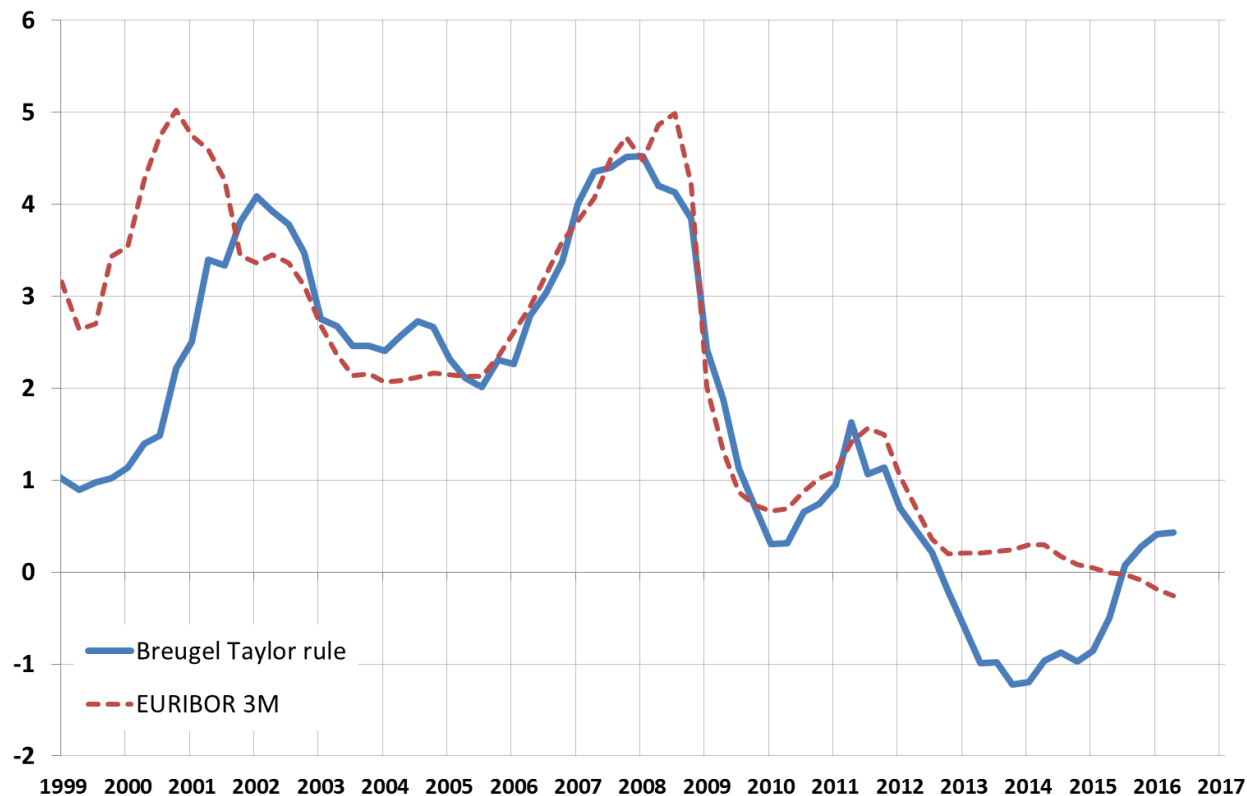


Sources: Eurostat and ECB calculations.
Latest observations: June 2018 (flash estimates)



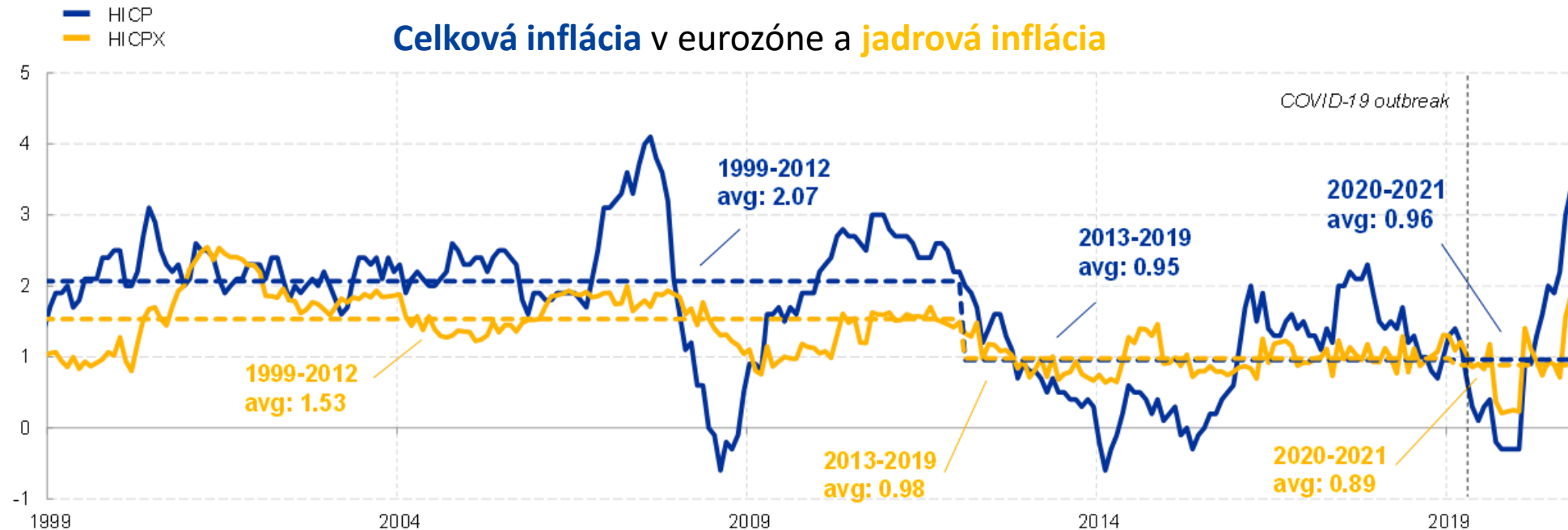
Menová politika

- Obdobie po finančnej kríze: **pre stabilizáciu ekonomiky** menovou politikou by boli **potrebné negatívne úroky**, čo môže menová politika robiť? -> tzv. **neštandardné menové opatrenia** (najčastejší príklad je kvantitatívne uvoľňovanie QE)



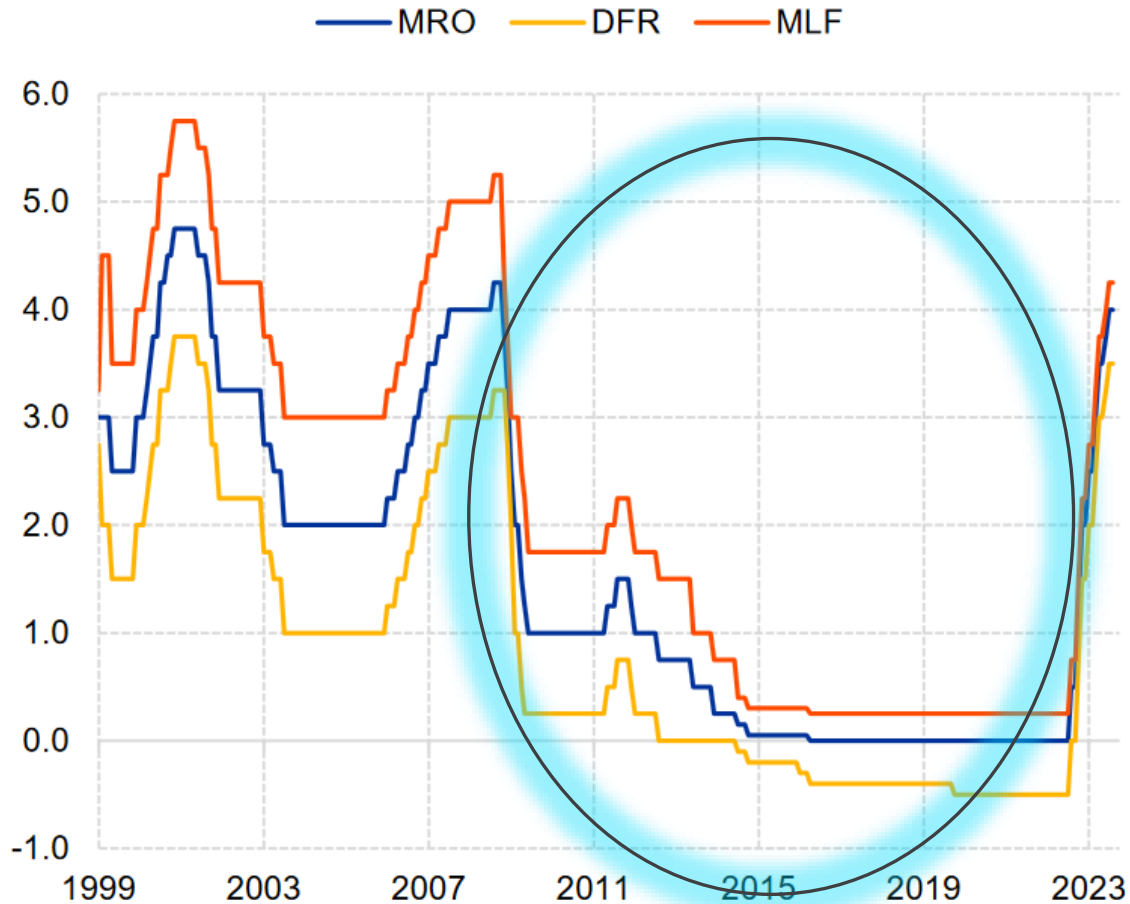
Posledné roky pred korona krízou sa nedarilo dosahovať inflačný cieľ

- Priemerná inflácia 1999-2012 – 2,1% (jadrová 1,5%)
- Priemerná inflácia 2013-2019 –1% (jadrová 1%) ←
- Korona kríza – najprv pokles, potom prudký nárast – „kýchnutie“ – prechodná záležitosť? Nie, aj preto, že nasledovala hneď energokríza (vojna na UA)



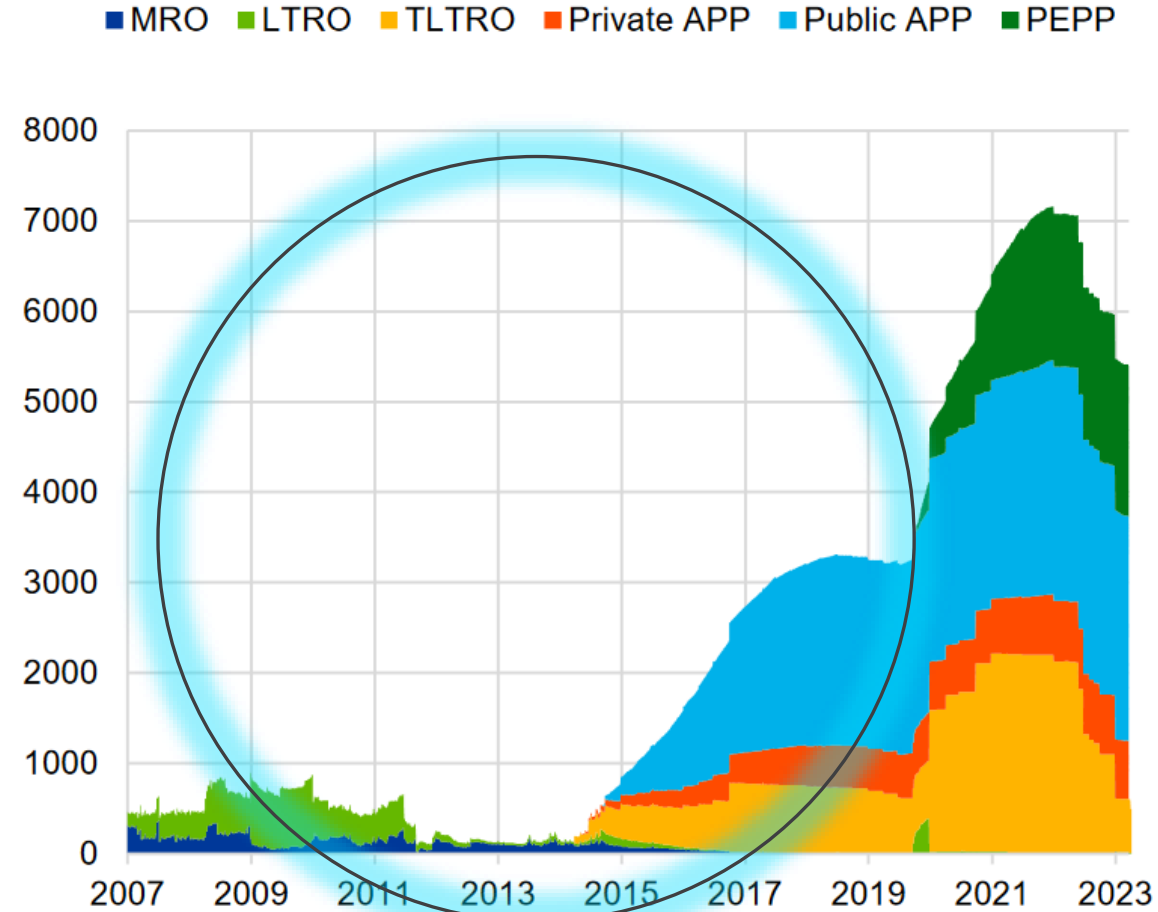
Reakcia menovej politiky počas fin. krízy

ECB key interest rates (%)



Source: ECB.
Latest observation: September 2023.

Monetary policy assets (€ billion)



Source: ECB.
Notes: Public APP is PSPP, Private APP is CBPP3, ABSPP and CSPP.
Latest observation: September 2023.

Odbočka 1 - Rovnovážne sadzby

Pre viac info, vid' Vitor Constancio, The challenge of low real interest rates for monetary policy, 15.6.2016

- Rovnovážna (reálna) sadzba je definovaná ako **sadzba, pri ktorej je ekonomika v rovnováhe** (kapacity primerane vyťažované, nešetrí sa veľa/málo, ekonomika generuje stabilnú infláciu).
- **Je to sadzba, ktorá nezávisí priamo od centrálnej banky (CB).**
- **Závisí od ochoty investovať a šetriť.**
- CB by mala sadzby nastavovať smerom k tejto rovnovážnej sadzbe. **Ak CB stanoví sadzbu nižšie ako je rovnovážna sadzba, ekonomika sa bude prehrievať a inflácia stúpne** (čiže to asi nie je dnešný prípad).
- **Táto sadzba sa nedá presne pozorovať.** Dva prístupy pre odhad:
 - A: pozrieť sa na dlhodobú sadzbu ako proxy rovnovážnej sadzbe (predpoklad: v dlhodobom horizonte sa prejaví rovnováha)
 - B: modelový prístup (teoretický a štatistický prístup)
- Je veľa náznakov, že táto rovnovážna reálna sadzba klesla

Explicitné modelovanie rovnovážnej sadzby

- **Rovnovážna sadzba klesá, ak:**
 - **Ochota investovať klesá**, napr. lebo:
 - Produktivita klesá.
 - Populácia (tj. veľkosť trhu) klesá.
 - Ekonomika produkuje viac cez služby, kde nie je taká potreba fyzického kapitálu.
 - Cena investičného tovaru klesá (v jednotkách tovaru určeného na spotrebu) – globálna konkurencia.
 - **Ochota šetriť stúpa**, napr. lebo:
 - Dožívame sa dlhšieho dôchodku.
 - Baby-boom populácia dosahuje stredný vek, kedy šetrí .
 - Príjmy stúpajú viac bohatšej časti obyvateľstva, ktorá zároveň však viac šetrí.

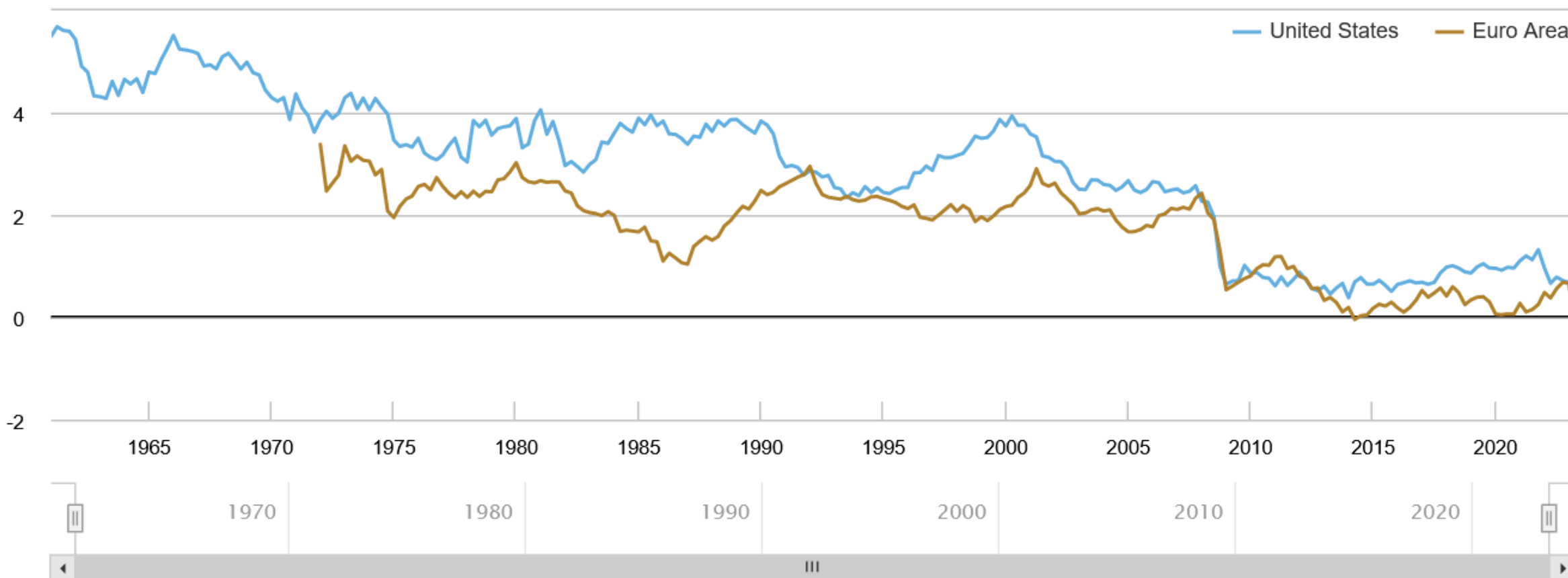
Posledné odhady rovnovážnej reálnej sadzby

- V USA okolo **+0,6%**, a v EA sadzba okolo **-0,2 %**

The Natural Rate of Interest, or R-Star

From To

Percent



Odbočka 2 - Neštandardné menové opatrenia

Čo to je ?

V posledných rokoch menová politika ECB používala 4 hlavné inštrumenty:

- Negatívnu depozitnú sadzbu
- APP
- PEPP
- TLTRO III

- **Negatívne úroky**
- **Kvantitatívne uvoľňovanie (QE) obyčajné a pandemické**
- **Dotovanie úverov**



Príklad: Recesia o 5 rokov vo vyspelom svete, ale úroky sú blízko 0%, čo by ste robili ?

- V USA bolo treba znížiť (reálne) úroky o 4-5%, aby sa ekonomika dostala z „priemernej“ recesie. Čo keď úroveň úrokov pred recesiou taký priestor neposkytne ?
- Aký by bol „rebríček“ neštandardných menových opatrení, založených na doterajších skúsenostiach s nimi ?

Osobný pohľad

- Mimo tejto úvahy:
 - **Zvýšenie inflačného cieľa** (problém s kredibilitou, keď viem raz zmeniť cieľ, nemôžem ho meniť potom opäť aj v budúcnosti ? – tzv. slippery slope argument). Výnimka: definovanie symetrického infl. cieľa na úrovni 2% v EA.
 - **Odstránenie hotovosti** (stálo by to veľa politického kapitálu, nie je lepšie ho využiť radšej na štrukturálne reformy?)

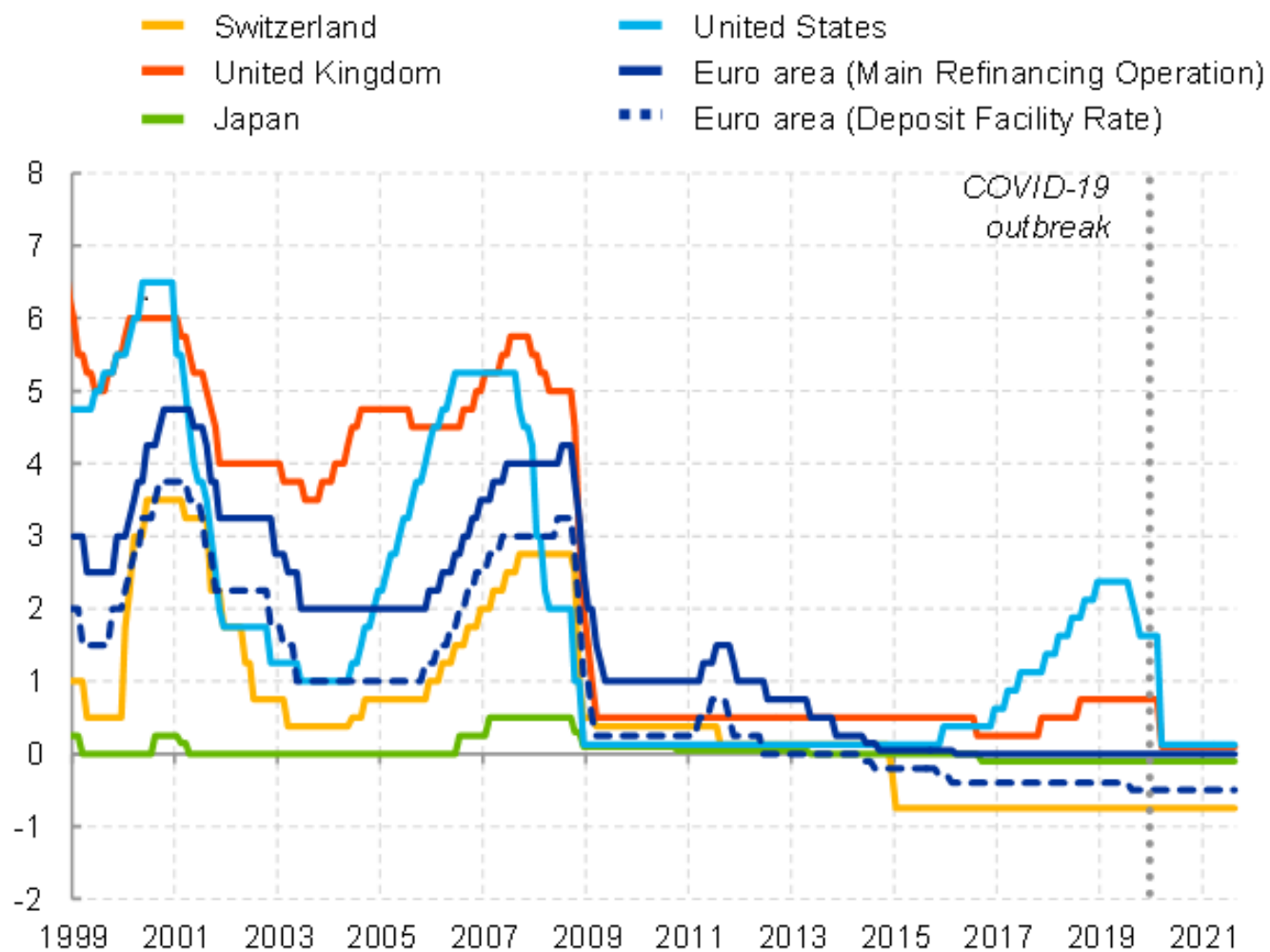
Neštandardné opatrenia (menu) pre zvýšenie inflácie

- 1 Negatívne sadzby
- 1 Kurz (malé otvorené ekonomiky)
- 2 Tzv. Forward guidance
- 3 Cielenie dlhodobějších sadzieb
- 4 Dotovanie úverov (TLTRO)
- 5 QE
- 6 Fiskálna politika musí pomôcť
- 7 Helicopter money

- Implementovať reformy (najmä na trhu produktov vs. trhu práce), ale potom ešte viac zvýšiť menový stimul.



Negatívne sadzby



Negatívne sadzby

- Plošné štandardné uvoľnenie menových podmienok
- Dlhodobejší silnejší vplyv na kurz (v porovnaní s QE)
- Zmiernenie rizík pre finančnú stabilitu pri zavedení dvoj-zložkového (2-tier) systému pre rezervy (dotácia bankovému sektoru)
- Praktický spodný limit nižšie ako sa predpokladalo – napr. pre malú ekonomiku aspoň na úrovni -1% (?)

- Časom však riziká pre finančnú stabilitu rastú (Japonsko – po 3-4 rokoch zväčšuje sa negatívny vplyv na ziskovosť bánk)

- **Spraviť čo najviac hneď, aby to bolo na čo najkratšie obdobie** – t.j. radšej riskovať, že sa pomýlim na strane príliš veľkého uvoľnenia (ako príliš malého)

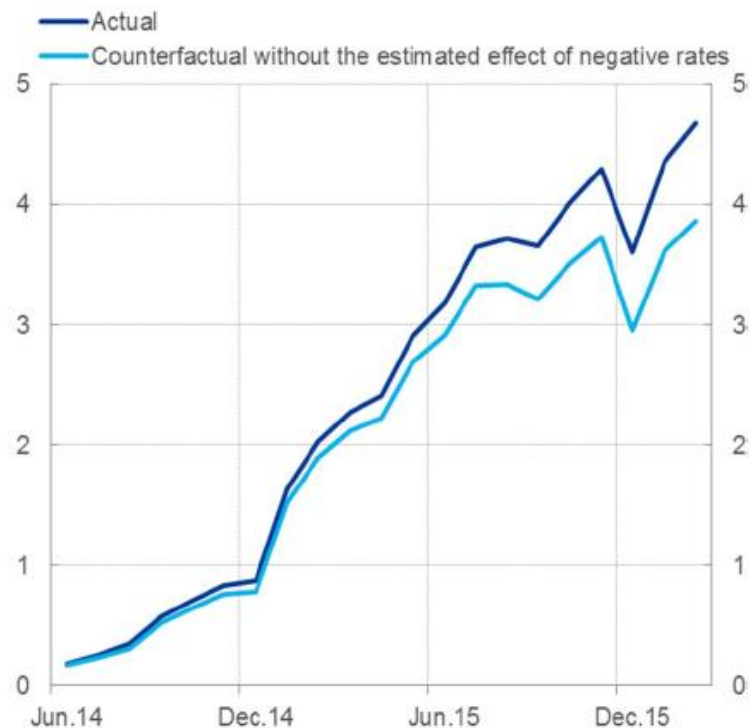
- EA: banky v jadre dali viac úverov ako keby sadzby neboli negatívne
 banky v jadre s veľkými prebytočnými rezervami investovali do nedomácich vládnych dlhopisov v EA (zníženie fragmentácie a zlepšenie transmisie menovej politiky v EA)

Negatívne sadzby



Negatívne sadzby

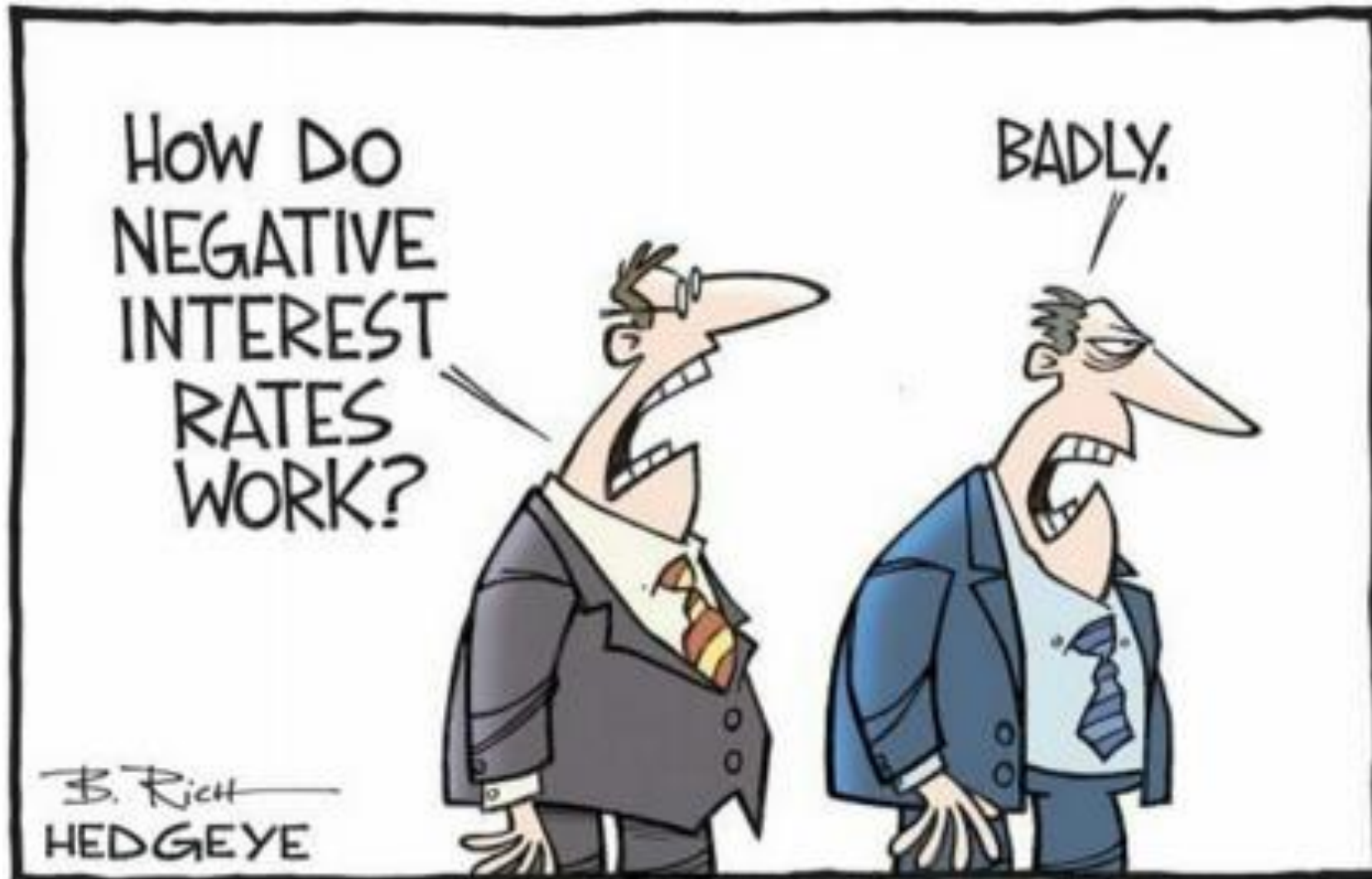
Cumulated changes in loans to companies
(percentage changes)



Sources: ECB estimates based on S. Demiralp, J. Eisenschmidt and T. Vlassopoulos, (2016), "The impact of negative interest rates on bank balance sheets: Evidence from the euro area", ECB mimeo.

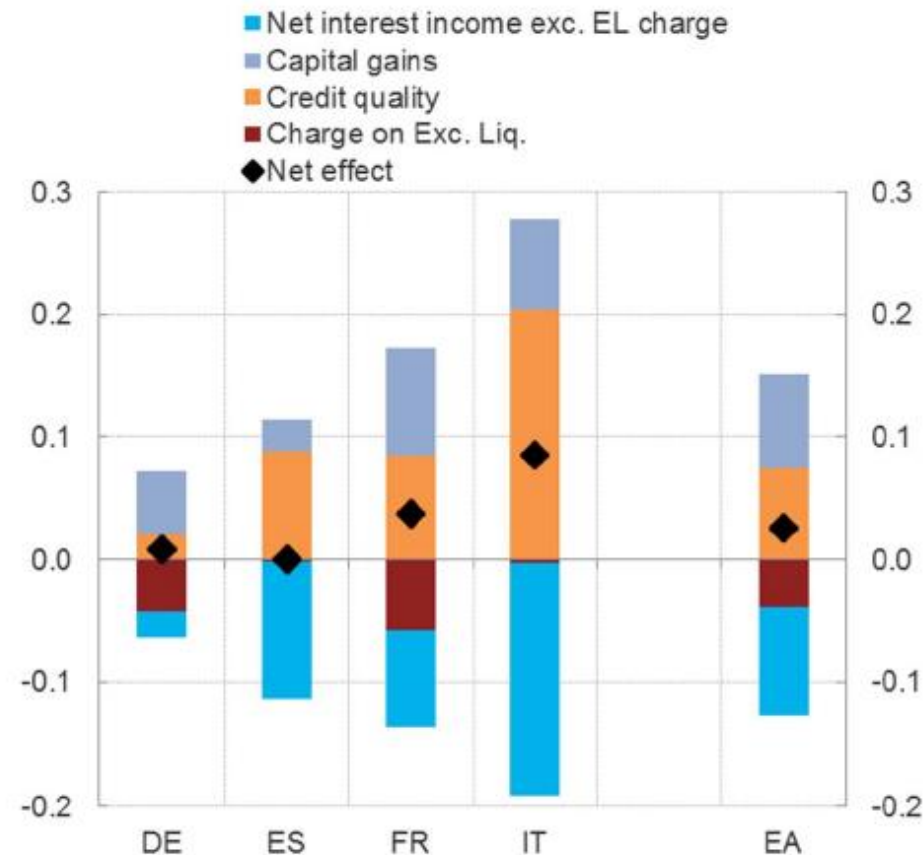
Note: The chart refers to the sample of banks for which individual bank data is available. Less vulnerable euro area countries are Belgium, Germany, Estonia, France, Latvia, Luxembourg, Malta, the Netherlands, Austria, Slovakia and Finland.





Počiatočný efekt na ziskovosť bánk

Bank profitability and monetary policy: 2014-2017
(contribution to ROA, percentage points)



- **Zníženie dlhodobějších sadzieb teoreticky bez zapojenia bilancie CB pri plnej kredibilite** (signalizačný kanál)
- **Time-consistency problém** (sľub, že sa budem správať inak počas určitého obdobia, aj keď to nemusí byť v tom čase stále optimálne)
- **Problém s hodnovernosťou** (dodržím sľub v budúcnosti, aj keď zloženie bankovej rady už bude iné?)
- Pre EA praktický príklad:
 - pokiaľ nebude bankový sektor plne funkčný, monitorovanie cieľa inflácie bude na základe x-ročného priemeru / inflačný cieľ sa môže zmeniť na symetrický

ECB forward guidance

uvidíme, že robustne splníme inflačný cieľ

Robustne = s veľkou dávkou pravdepodobnosti
Uvidíme = už je to vidieť v dátach jadrovej inflácie

tesne predtým sa skončí QE

začne sa zvyšovať sadzba

skončia sa reinvestície

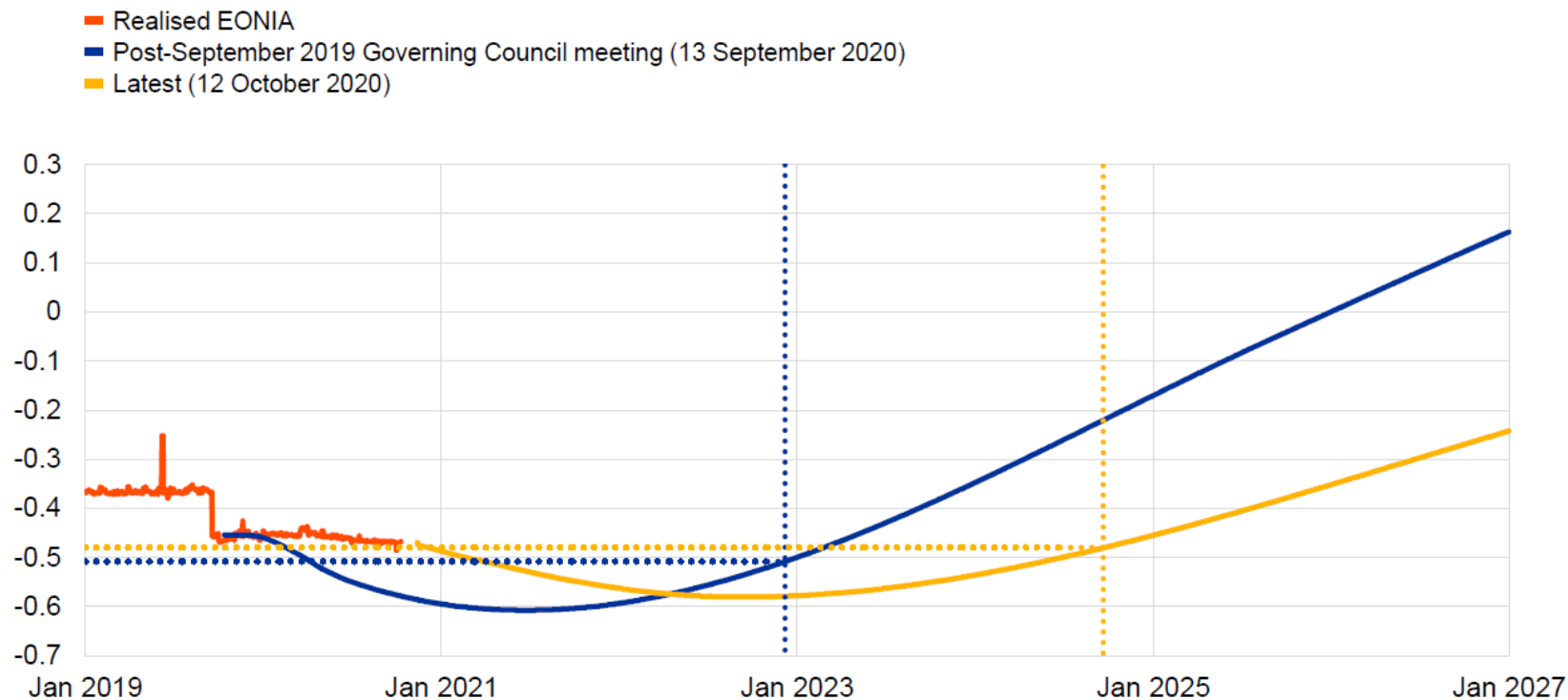
čas



Automatický stabilizátor?

- Automatický posun odhadov, kedy začne ECB zvyšovať sadzby

EONIA forward curve and lift-off dates
(percentages per annum)



Sources: Bloomberg and ECB calculations.

Notes: Dotted lines indicated lift-off dates based on the trough of the curve plus 10 basis points. The latest observations are for 12 October 2020.

ECB začne zvyšovať úroky ak uvidí, že:

- inflácia dosahuje 2% v dostatočnom predstihu pred koncom projektovaného obdobia (cca 3 roky)
- inflácia dosiahne 2% trvalo do konca obdobia
- realizované zvýšenie jadrovej inflácie je dostatočne pokročilé, aby bolo konzistentné s infláciou stabilizujúcou na 2% v strednodobom horizonte

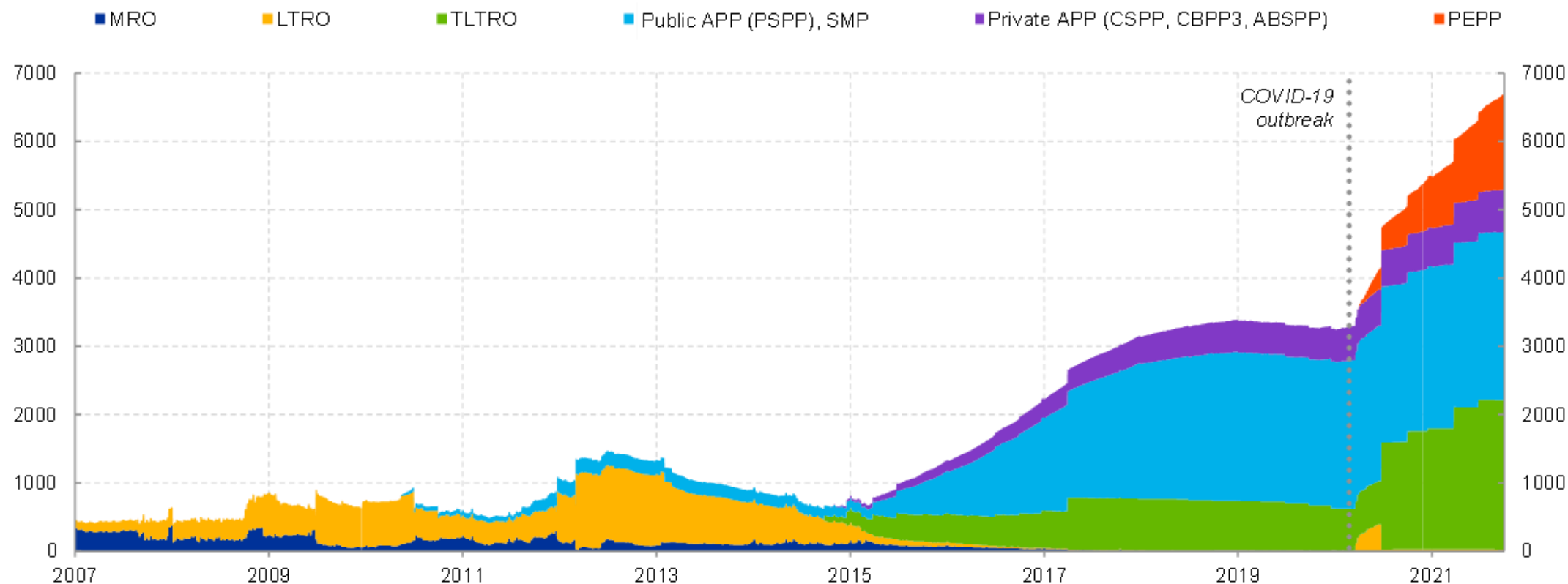
To môže znamenať dočasné obdobie počas ktorého je inflácia mierne nad cieľom.

Dotovanie nových úverov (TLTRO)

- **Transmisia hlavne cez priamy kanál úverov podnikom** (vrátane možnosti mechanizmu, že benefit dotovanej sadzby sa presunie na podniky)
- **Finálny objem stimulu v rukách bánk, nie CB**
- Banky v periférii zúčastňujúce sa v TLTRO programe znížili cenu úverov oveľa viac ako tie, ktoré sa nezúčastnili.
- Výrazne použité na začiatku pandémie, aby bankový kanál nevyschol pre dočasne trpiace podniky (potom by problém s likviditou sa zmenil do problému so solventnosťou). TLTRO III umožnilo bankám si požičať likviditu od ECB za -1%, pokiaľ to dajú na úvery. To mohlo navýšiť rast úverov kumulatívne o cca 3 pb 2020-2022 (706 bl. eur). Rast úverov sa zvýšil o 4,1% z februára na 7,1% medziročne v auguste 2020.

Bilancia menovopolitických aktív v EA (mld. eur)

Evolution of the Eurosystem's monetary policy assets (EUR billion)



Kvantitatívne uvoľňovanie (QE) – "tlačenie peňazí" RRZ

- Často nazývané ako „tlačenie peňazí“.
- Centrálna banka (CB) nakupuje cenné papiere za „vytlačené“ peniaze, ktoré sa dostávajú do ekonomiky.
- Menová báza („superlikvidné peniaze“ medzi CB a komerčnými bankami) prudko stúpa.
- Nakoľko sa však tieto peniaze dostanú do ekonomiky a budú sa „množiť“? Nakoľko stúpne celková peňažná masa (M3)?
- Rôzne názory proti (ktoré si však odporujú):
 - Najprv: výrazné znehodnotenie meny (hyperinflácia)
 - Neskôr: bez účinku

Prečo nebola hyperinflácia do pandémie? Tradičná učebnicová odpoveď tvorby peňazí

Tradičná učebnicová odpoveď:

menová báza v CB → peňažná masa M3 → inflácia

Peňažná masa M3 = menová báza v CB * multiplikátor

Multiplikátor sa však prudko mení, nové peniaze v ekonomike sa cez dnešný bankový sektor v pokrízovom ekonomickom prostredí (slabší rast) vytvárajú oveľa pomalšie ako pred krízou (priemerné multiplikátory v EA a USA poklesli na polovicu, hraničné multiplikátory ešte viac).



Priemerné peňažné multiplikátory výrazne poklesli

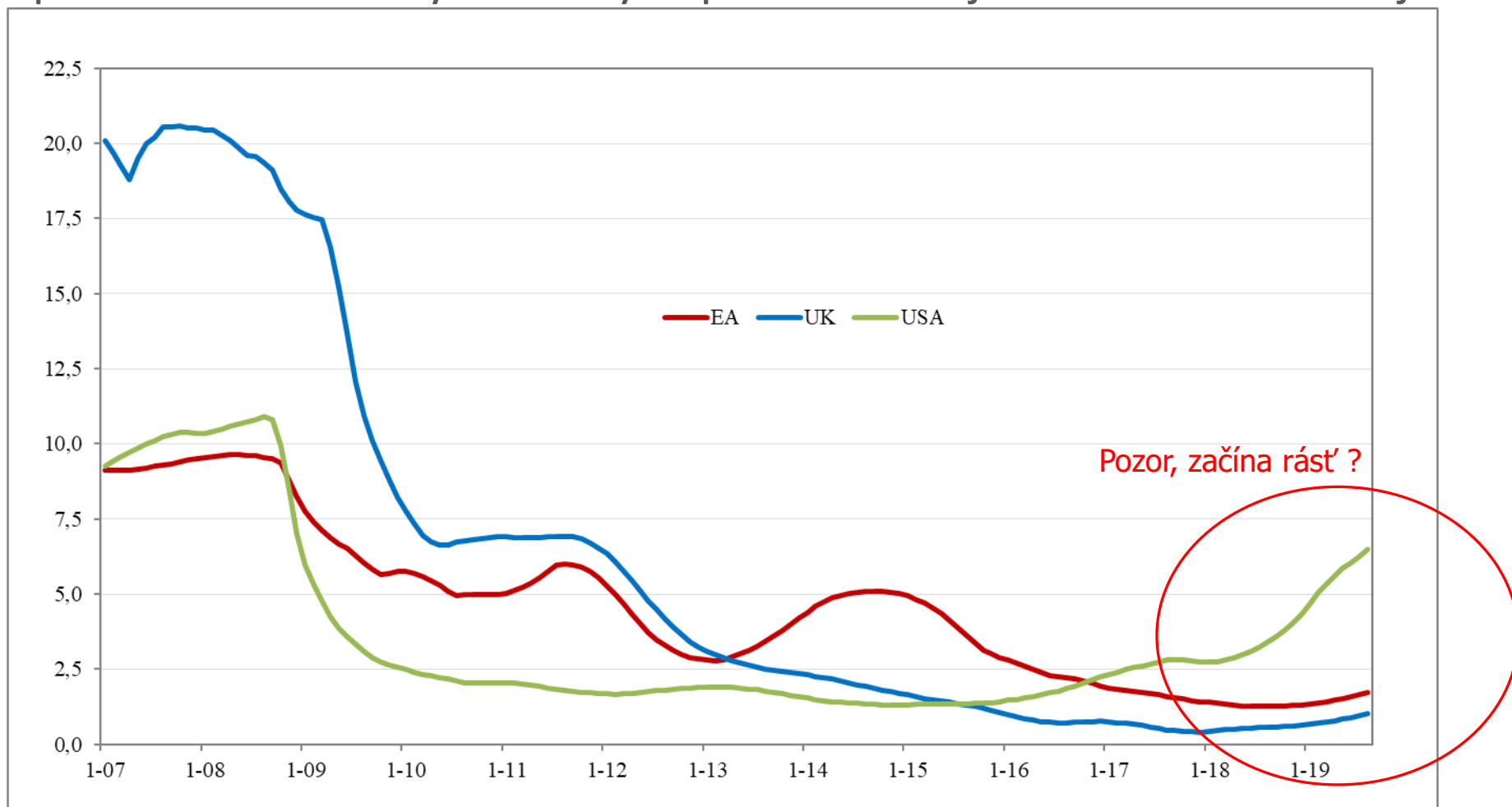
USA a UK už absolvovali QE skôr ako EA, EA spustila QE v marci 2015

	EA	UK	USA
2002-2007	10,6	25,8	8,4
2008-2013	7,7	9,5	4,2
2014	8,4	5,7	2,9
2016	5,4	5,4	3,4
2017	4,3	4,6	3,6
2018	3,8	4,2	3,9
2019 (1-8)	3,9	4,3	4,4

Pomer prírastkov peňažnej zásoby a menovej bázy

Hraničné multiplikátory s výnimkou USA poklesli ešte nižšie

(prírastky sú počítané zo 7-ročných kĺzavých priemerov v jednotkách národnej meny)



Prečo nebola hyperinflácia do pandémie?

Súčasná moderná interpretácia tvorby peňazí

Nie rozhodnutia domácností ohľadne vkladov (a teda multiplikátor) hrajú kľúčovú úlohu v spúšťaní tvorby nových peňazí, ale správanie sa komerčných bánk (napr. rozhodovania ohľadne dávania nových úverov).

Nový úver = nové peniaze sa tvoria, splácanie úveru = peniaze zanikajú

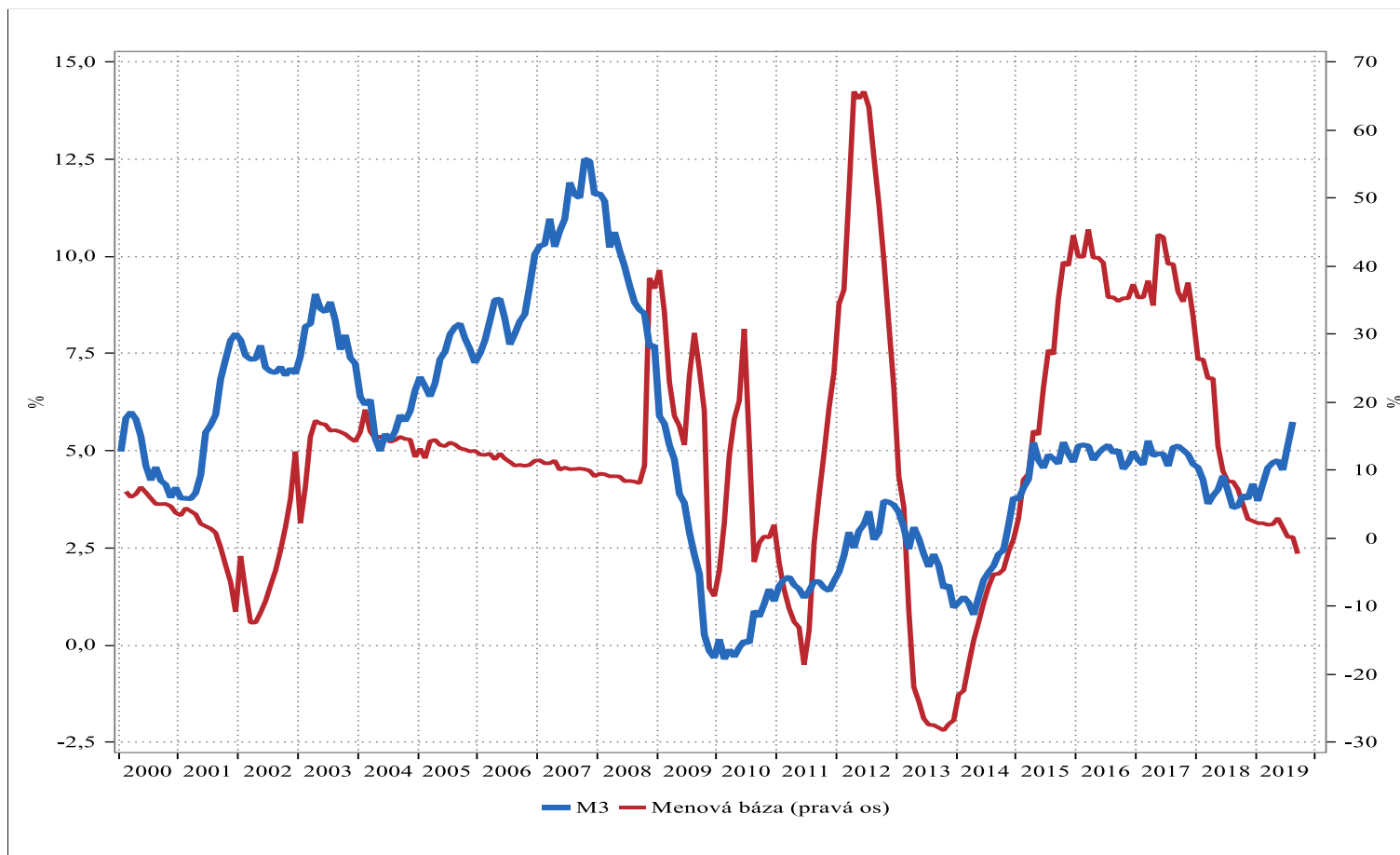
Banky viac dávajú úvery, ak vidia ziskové príležitosti v ekonomike (tzn. ak je ekonomika v dobrom stave). V utlmenom stave automaticky sa dáva úverov menej (tzn. pomalšie sa tvoria nové peniaze).

QE síce priamo vytvorí masu (superlikvidných) peňazí v ekonomike, ale táto nemusí byť vôbec multiplikovaná (záleží od správania sa bánk).

To znamená, netreba sa báť efektu multiplikátora, ak úverový kanál bankového sektora je utlmený a ekonomika je slabá (nie je dostatok zaujímavých investičných príležitostí pre úvery).

Napriek prudkému rastu menovej bázy M3 rastie len 6%

Eurozóna: Medziročný rast M3 a menovej bázy



- Historicky konsenzus, že fiškálna politika by mala stabilizovať ekonomiku hlavne formou automatických stabilizátorov.
- Čo ak príde taký silný dopytový šok, že menová politika kvôli ZLB si nemôže splniť svoju stabilizačnú funkciu ?
- V takýchto časoch menová a fiškálna politika sa vhodne dopĺňajú
 - Zatiaľ vlády nezvyšovali dlh medzi krízami kvôli nižším úrokom, primárne bilancie sa v EA zlepšili po začatí QE
 - Zapnutie fiškálnej politiky zlepšuje transmisiu menovej politiky (cez vyššiu infláciu znižuje reálne úroky)
 - Udržovanie nízkych úrokov zvyšuje fiškálny multiplikátor (1% HDP verejných investícií môže zvýšiť rast HDP o 2,7% - IMF 2020)
- V pandemickej kríze bola fiškálna politika použitá oveľa intenzívnejšie ako vo finančnej kríze, výrazne viac v USA ako v EA



Helicopter money

- **Monetizovanie výdavkov**
- **Musí byť jednorázové** (inak hrozí recardiánske správanie domácností – zdania ma v budúcnosti a preto ušetrím tieto prostriedky)
- **Možná strata nezávislosti**
- Nie je to právne dostupná možnosť napr. pre ECB

Sumár pre neštandardné men. politiku (IMF 2018)RRZ

- **Predpandemická neštandardná menová politika** mala jasný dopad na dlhodobé úroky, zníženie rizikovej prirážky pre podniky, zvýšenie cien akcií a oslabenie kurzu (high-frequency indicators)
- **Dopad na HDP a infláciu bol menej zreteľný ale pozitívny** nakoľko je obtiažnejšie vystavať hypotetický scenár (v dlhodobejšom pohľade je viac šokov naraz a často sú tu prítomné mimoriadne podmienky vo finančnom sektore)
- Dopad je vyšší ak:
 - je prítomný zvýšený finančný stres (teória: podmienka segmentovaných trhov)
 - nie sú dlhodobé tlaky na defláciu kedy je úroková krivka už na nule po celej dĺžke (Japonsko) – môžu pomôcť negatívne úroky
 - je centrálna banka kredibilná (dostatočne silne nezávislá, resp. extra politická podpora)
- **Nevýhody do korona/energokrízy neboli zreteľné:** či už vo forme zvýšenej inflácie neskôr, dopadu na ziskovosť bánk (nad rámec slabého ekonomického prostredia), alebo príliš silnej snahy po výnose (search for yield). CB sa však dostali pod väčší politický tlak (zvýšená súvaha a možné fiškálne implikácie ak straty, percepčia vyšších distribučných efektov neštandardnej menovej politiky).