



Menová politika v prostredí veľkých makroekonomických šokov

Časť 2

Ján Tóth

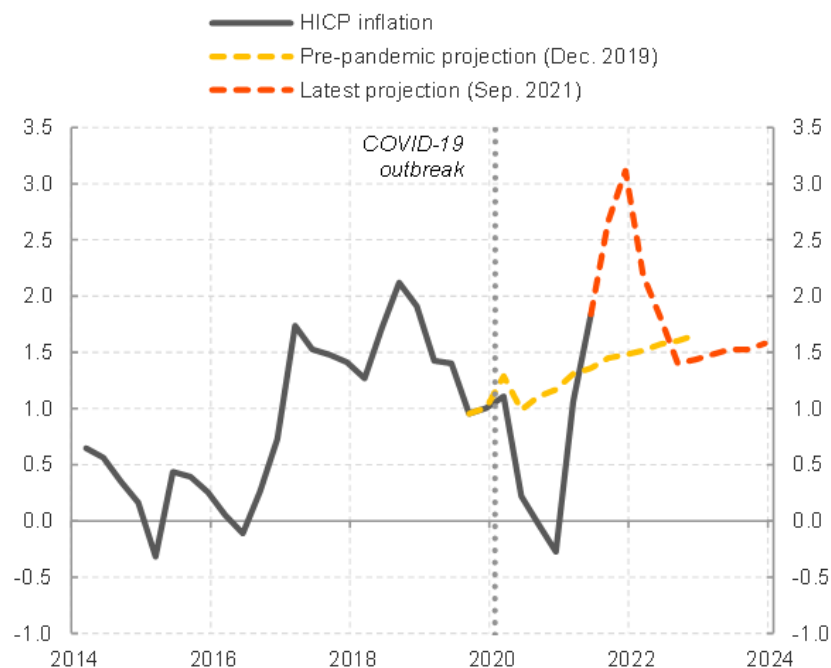
3 veľké makroekonomické šoky

- 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 od korona krízy – malo byť „kýchnutie“ ?

- Korona najprv „rozvírila“ prach prudkým poklesom cien komodít, potom sa náhle otvorila ekonomika a komodity začali výrazne rásť – dali sa kupovať tovary, nie však služby
- Úzke miesta v logistike a výrobe, výrazné fiškálne transfery domácnostiam a firmám a zároveň výrazné navýšenie QE
- Vysoké úspory, zdravšie bilancie – banky radi požičiavali
- Po otvorení ekonomiky, náhly dopyt po službách (reštaurácie, cestovanie, atď.)

Inflácia v eurozóne, **predkrízová odhadovaná trajektória** vs **vtedajší odhad (počas pandémie)**

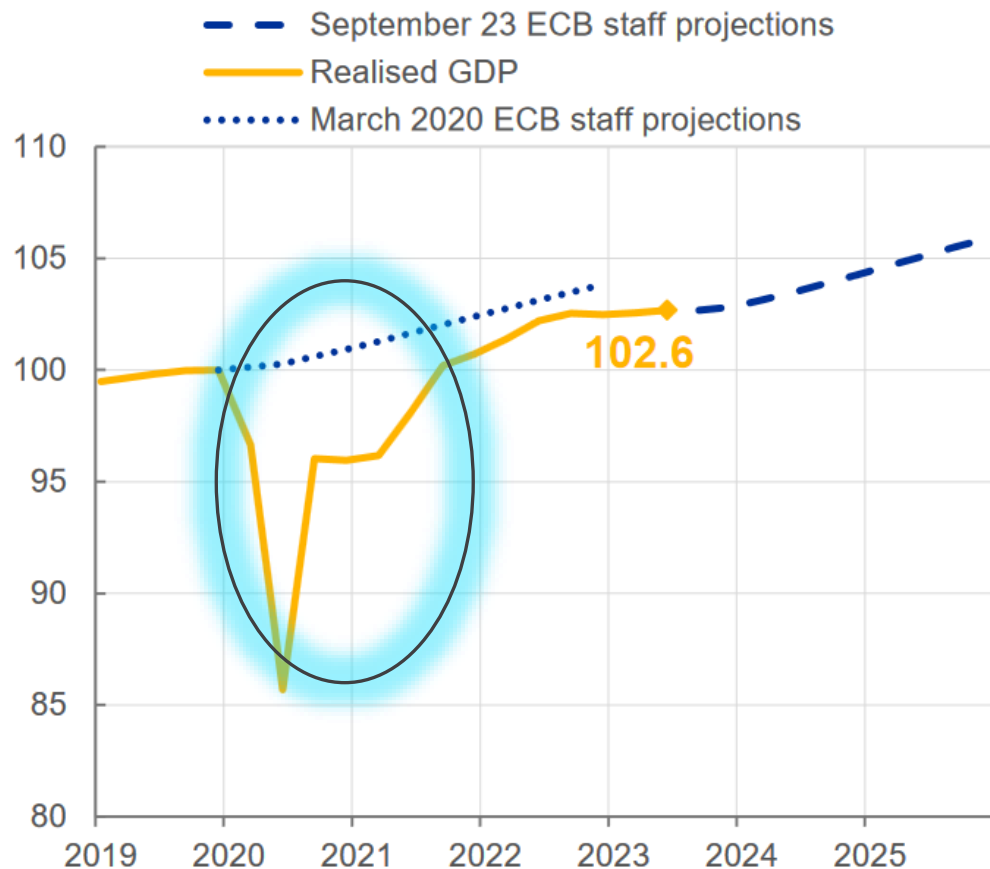


- **Štandardná rada pre menovú politiku:** nereaguj na dočasné cenové ponukové šoky pokiaľ **inflačné očakávania a mzdové vyjednávania** nespôsobia také dodatočné efekty, ktoré by ohrozili inflačný cieľ, porovnávaj mzdy vs. produktivita
- **Rozdiel** – výrazná štátna pomoc + naakumulované úspory, pokračovanie vo výraznejšom QE, výrazný nárast objemu peňazí

Vývoj HDP vs. predpandemický odhad

Real GDP

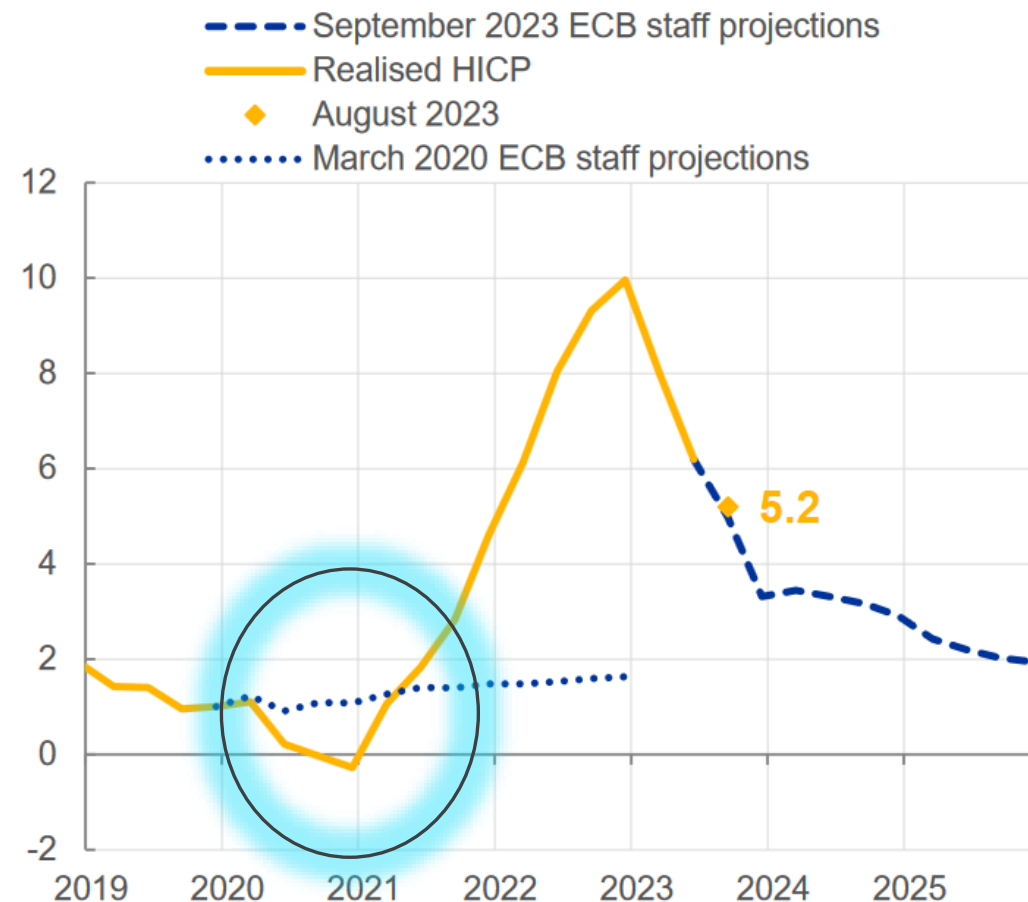
(index: Q4 2019 = 100)



Sources: Eurostat, ECB and Eurosystem.
Latest observation: Q2 2023 for realised GDP (diamond).

Inflation

(annual percentage changes, quarterly data)



Sources: Eurostat and ECB.
Latest observation: Q2 2023 for quarterly data, August 2023 for monthly data (diamond).

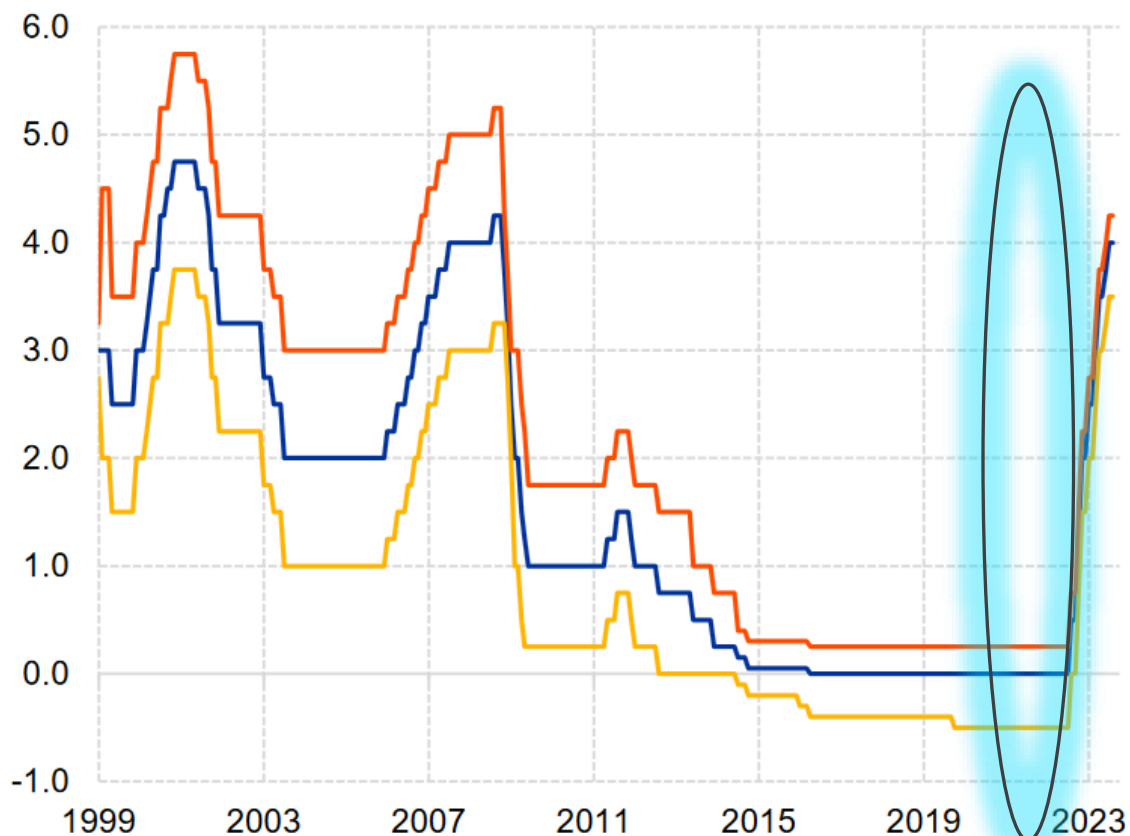
Reakcia menovej politiky počas pandémie



ECB key interest rates

(%)

— MRO — DFR — MLF

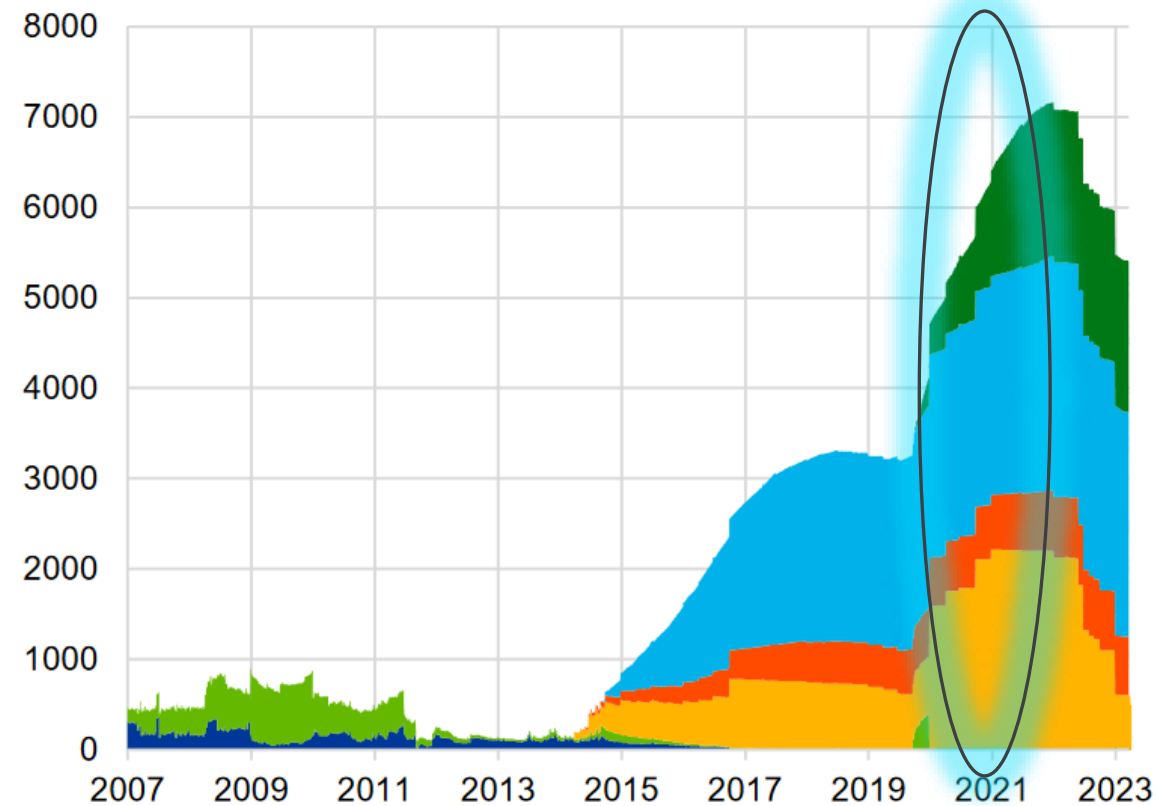


Source: ECB.
Latest observation: September 2023.

Monetary policy assets

(€ billion)

■ MRO ■ LTRO ■ TLTRO ■ Private APP ■ Public APP ■ PEPP



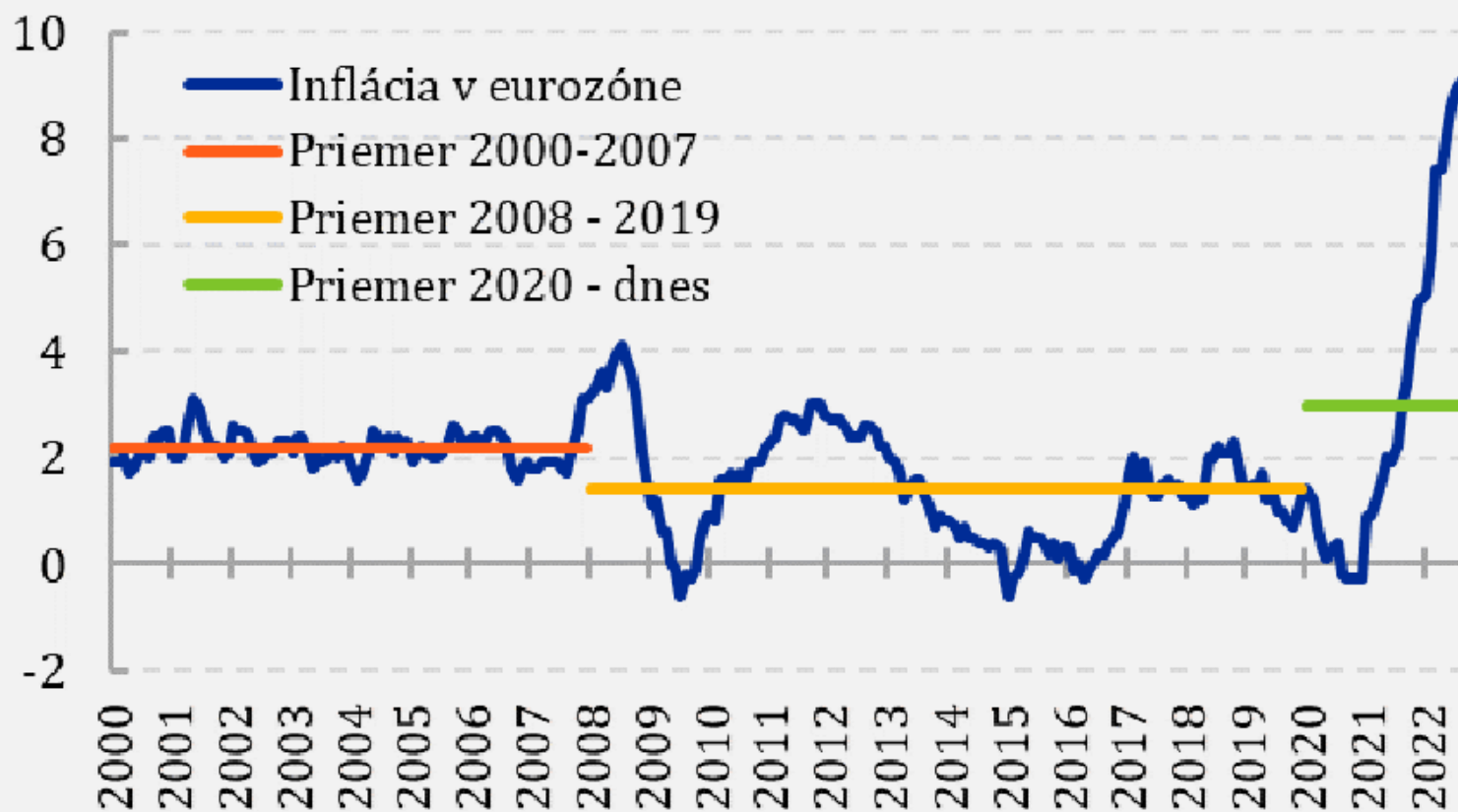
Source: ECB.
Notes: Public APP is PSPP, Private APP is CBPP3, ABSPP and CSPP.
Latest observation: September 2023.

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**

Hneď na konci korony prepukla vojna na UA

Graf 3: Inflácia v eurozóne (medziročná zmena v percentách)

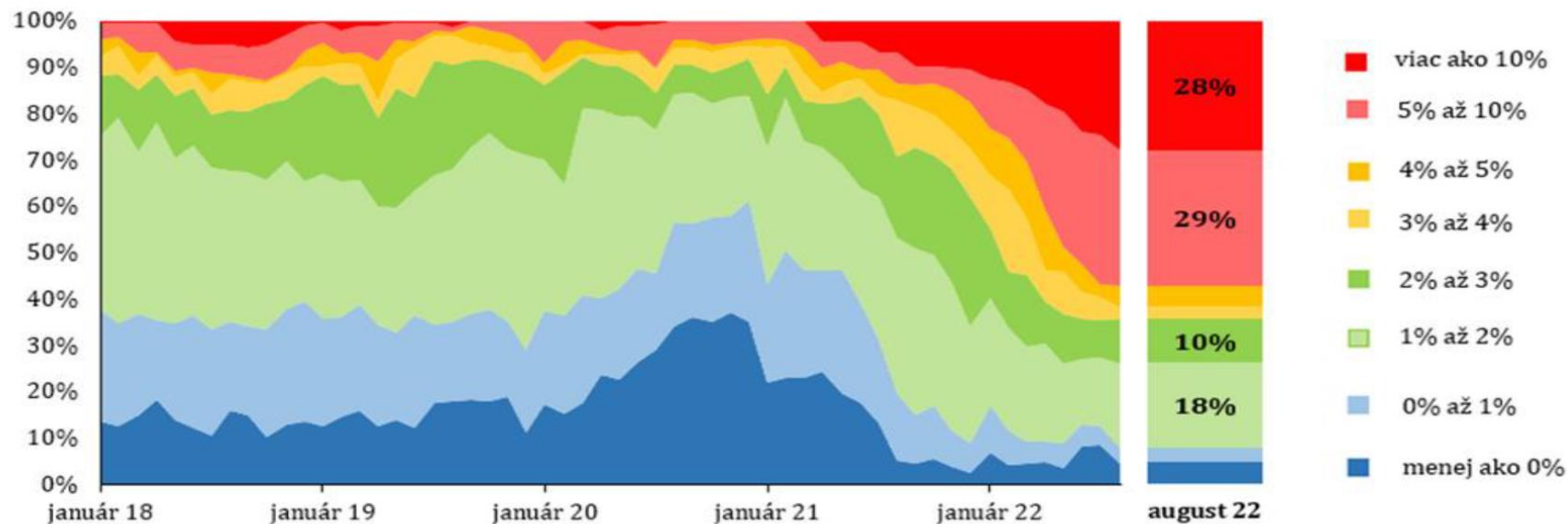


Zdroj: Eurostat.

Rozšírenosť inflácie počas energokrízy v EA

- Prudko zvýšené energie sa dostávajú hlbšie do inflácie
- Prudký nárast + každodenná medializácia - zvyšujú sa aj inflačné očakávania

Graf 2: Rozšírenosť inflácie. Farebné pásy vyjadrujú, aký podiel spotrebného koša zaznamenal za posledný rok príslušný nárast cien (rýchlosť nárastu daná farebnou škálou).



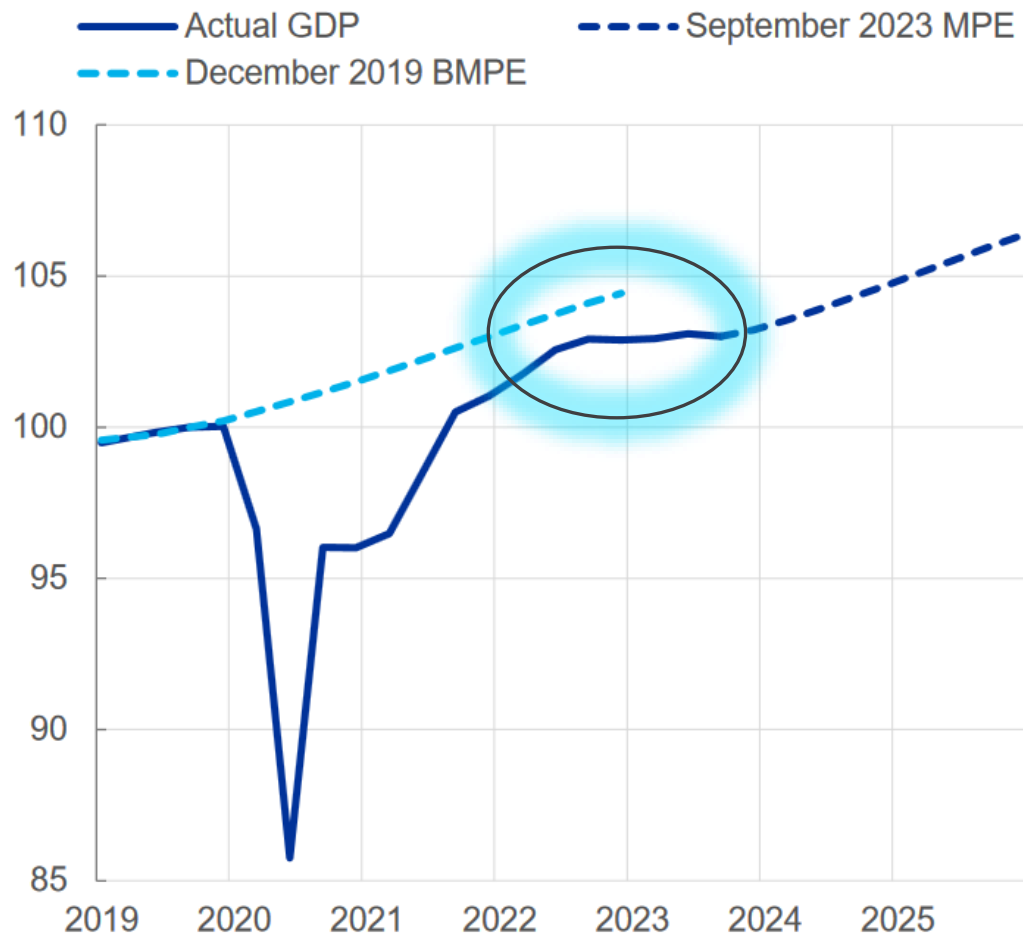
Zdroj: Eurostat, výpočty NBS.

Poznámka: Vypočítané na základe 294 podtried spotrebného koša v klasifikácii COICOP. Podiel spotrebného koša, ktorého ceny rástli istou rýchlosťou (odtieň farby), je vyrátaný na základe každoročne zverejňovaných váh v spotrebnom koši. Ide teda o vážený podiel spotrebného koša, ktorý zohľadňuje dôležitosť jednotlivých položiek v našej spotrebe.

Súčasný vývoj HDP vs. trh práce

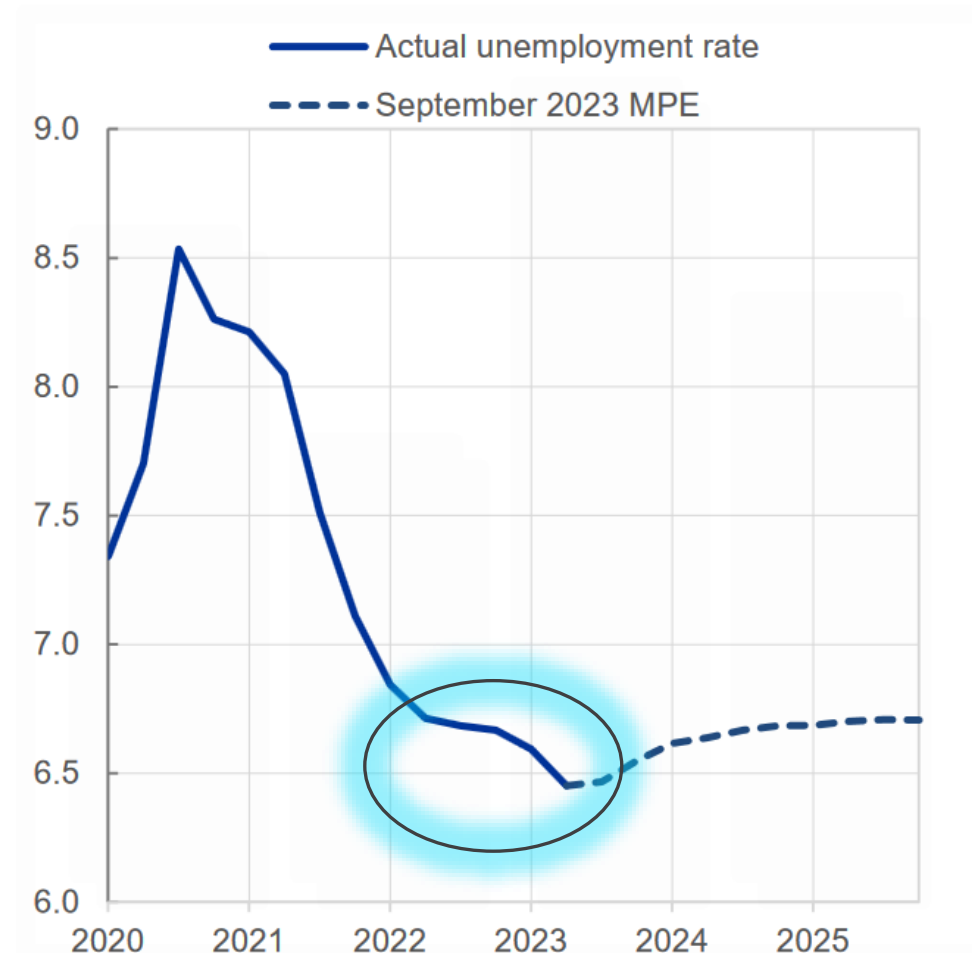
Real GDP

(index: Q4 2019 = 100)



Unemployment rate

(percentage)



Sources: Eurostat, September 2023 MPE and December 2019 Eurosystem staff Broad Macroeconomic Projection Exercise (BMPE).

Source: Eurostat, September 2023 MPE
Note: The latest observation is for the second quarter of 2023.

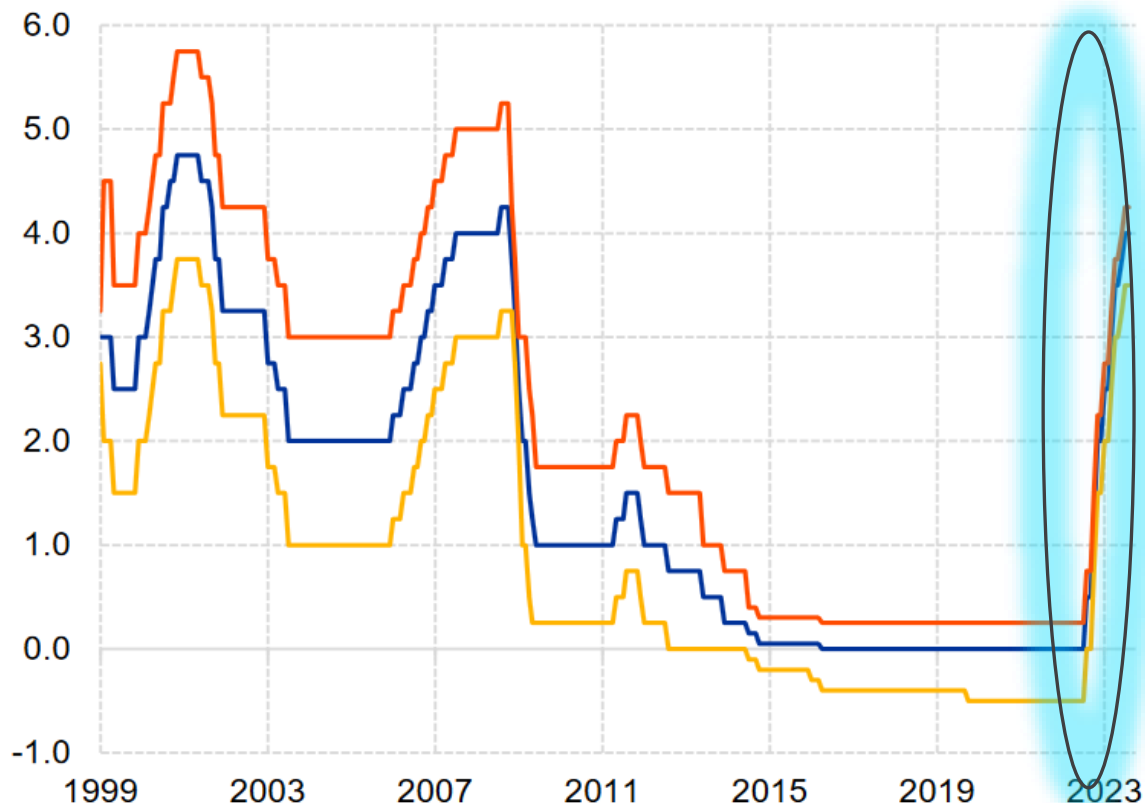


Reakcia menovej politiky na infláciu

ECB key interest rates

(%)

— MRO — DFR — MLF

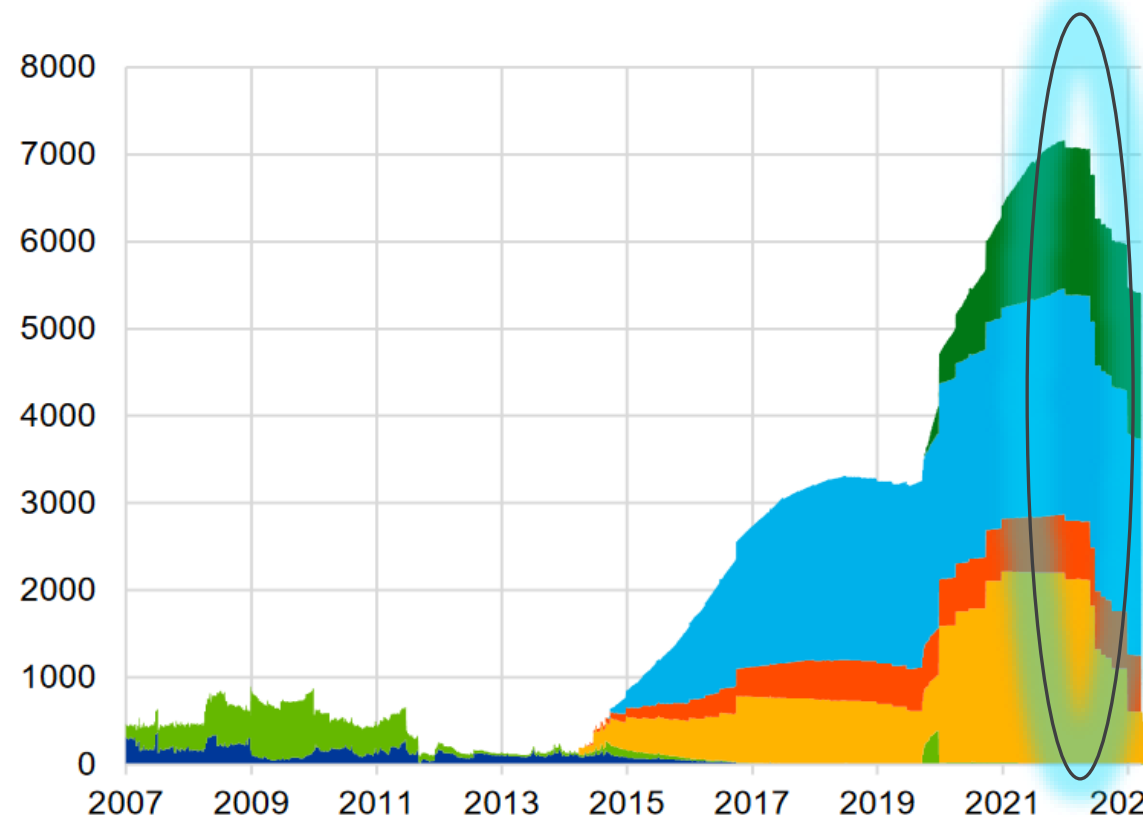


Source: ECB.
Latest observation: September 2023.

Monetary policy assets

(€ billion)

■ MRO ■ LTRO ■ TLTRO ■ Private APP ■ Public APP ■ PEPP

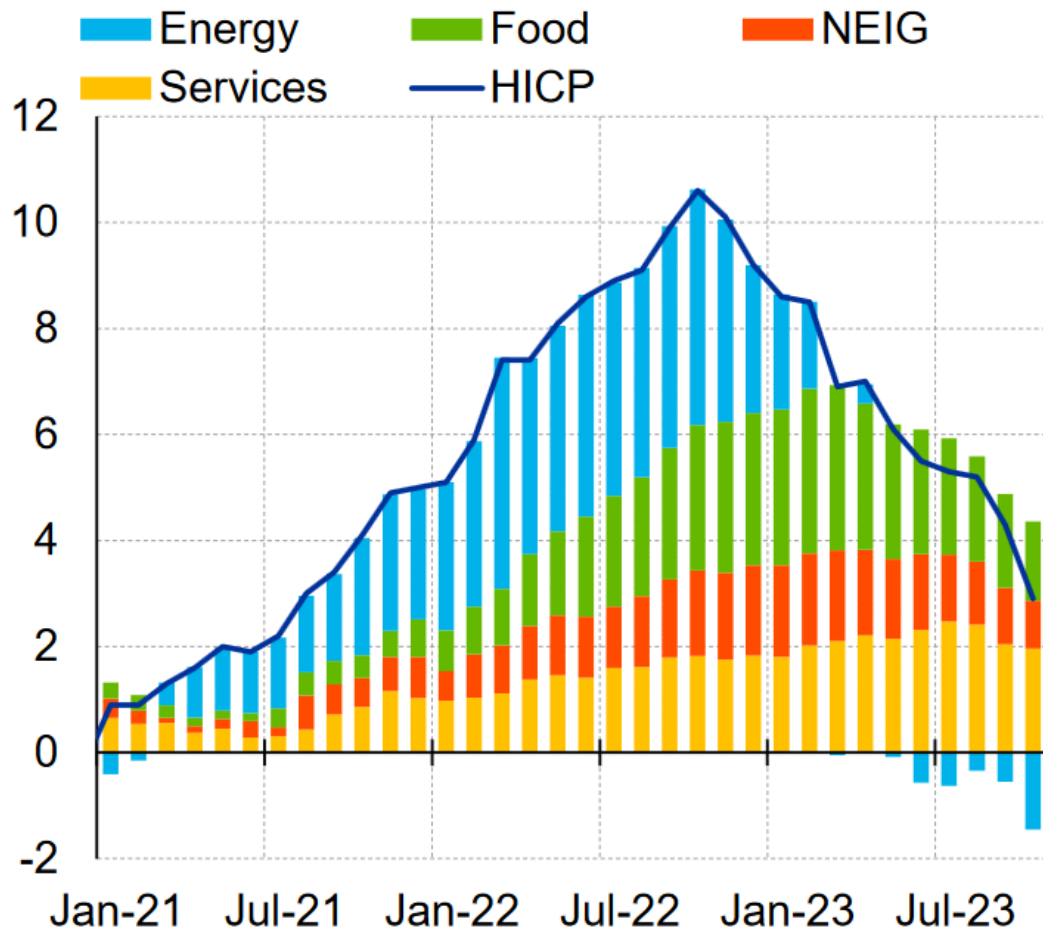


Source: ECB.
Notes: Public APP is PSPP, Private APP is CBPP3, ABSPP and CSPP.
Latest observation: September 2023.

Inflácia prudko klesá, ale ...

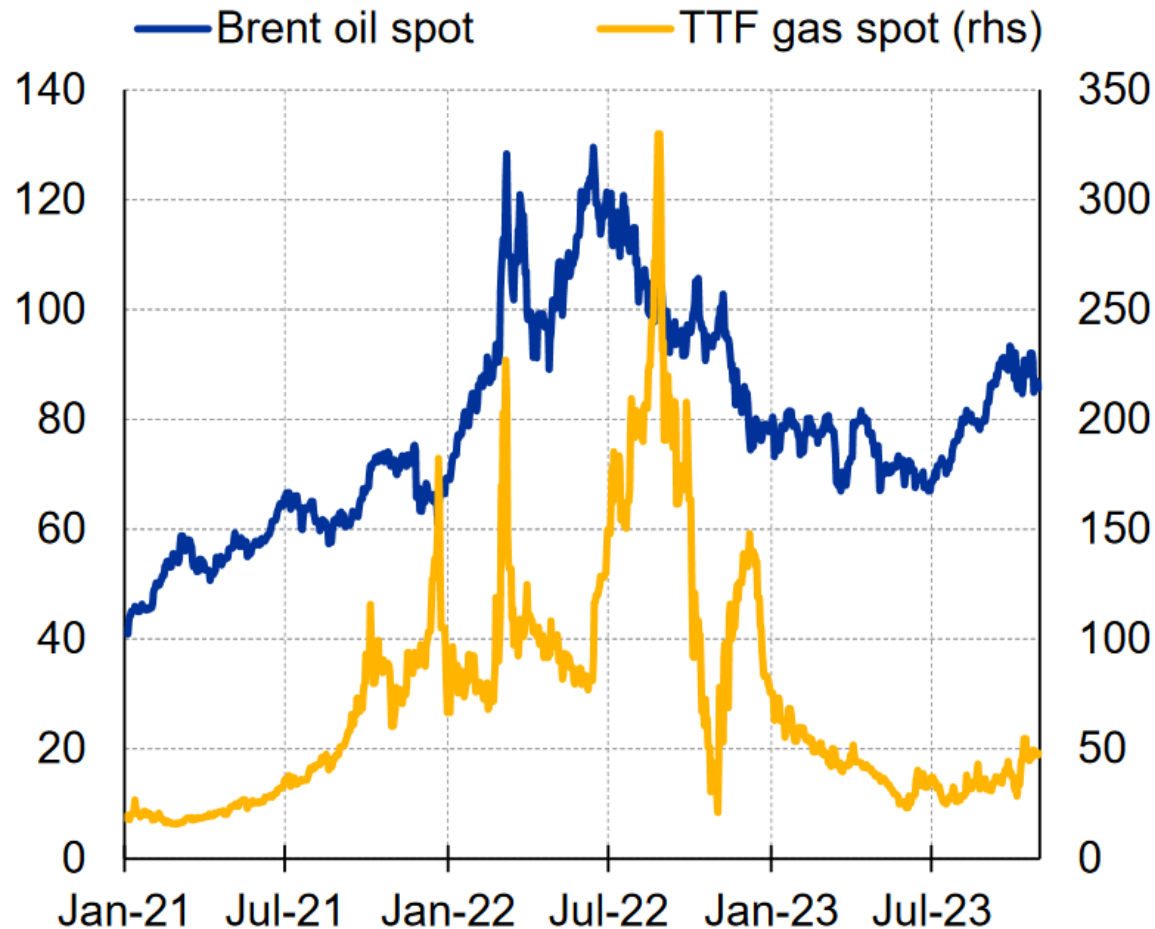
HICP inflation and contributions

(annual percentage changes and percentage point contribution)



Crude oil and natural gas prices

(oil: EUR/barrel, gas: EUR/MWh)

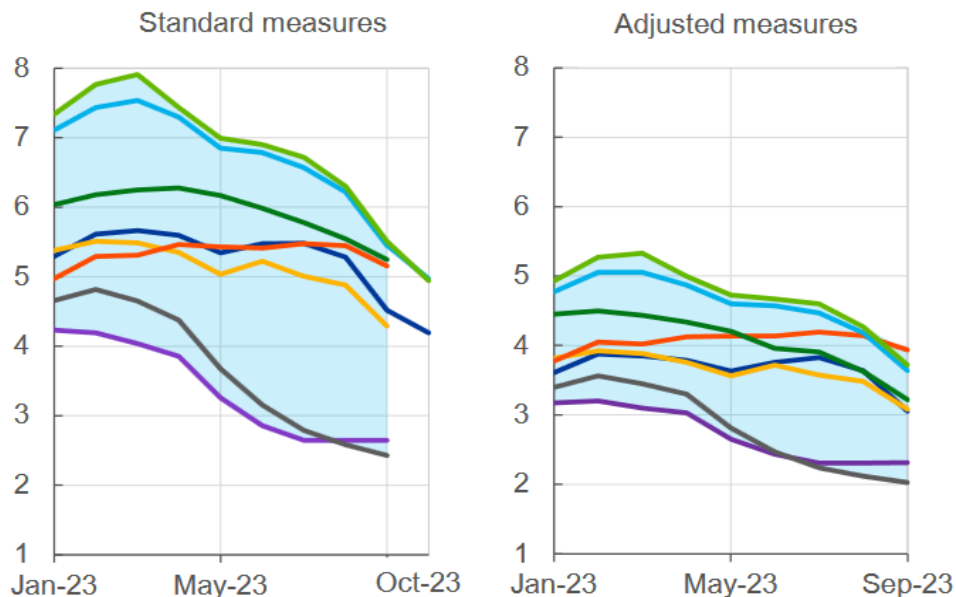


... ale jadrová inflácia menej

Measures of underlying inflation

(annual percentage change)

- HICPX
- HICPXX
- Domestic
- HICP excl. unprocessed food and energy
- HICP excl. energy
- Supercore
- PCCI
- PCCI excl. energy



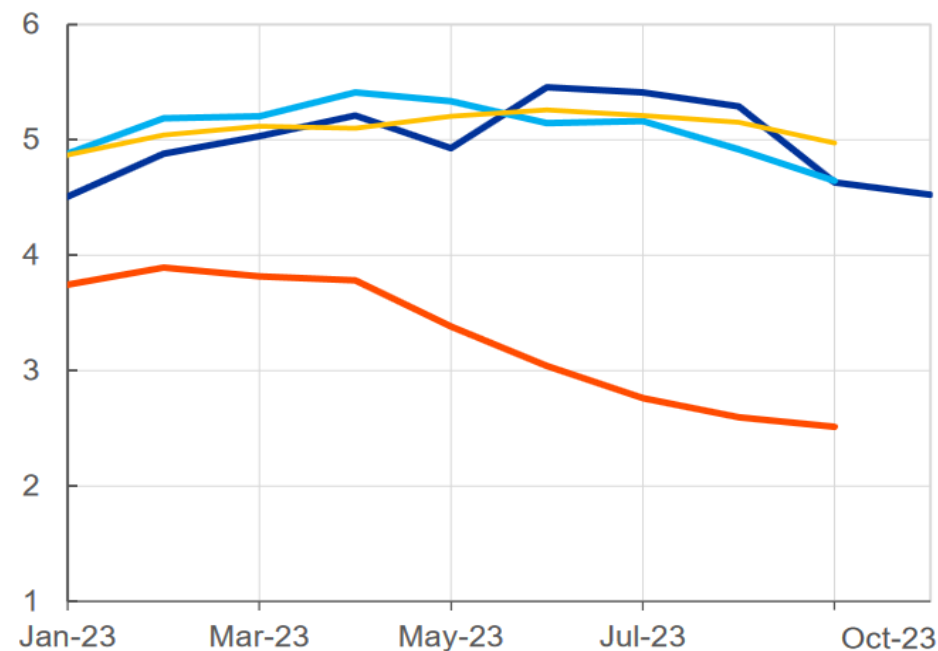
Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: The adjusted measures exclude energy and supply bottleneck shocks using a large structural vector autoregression identified with zero and sign restrictions (see Bańbura, Bobeica, and Martínez-Hernández, "What drives core inflation? The role of supply shocks" 2023 (forthcoming)). Measures included: HICPX, HICPXX, HICP excluding energy, HICP excluding unprocessed food and energy, domestic inflation, Supercore, PCCI and PCCI excluding energy. The latest observations are for October 2023 (flash estimate) for HICPX, HICP excluding energy and HICP excluding unprocessed food and energy (standard measures) and September 2023 for the rest.

Measures of underlying services inflation

(annual percentage change)

- Services
- Services Supercore
- Services PCCI
- Wage-sensitive inflation



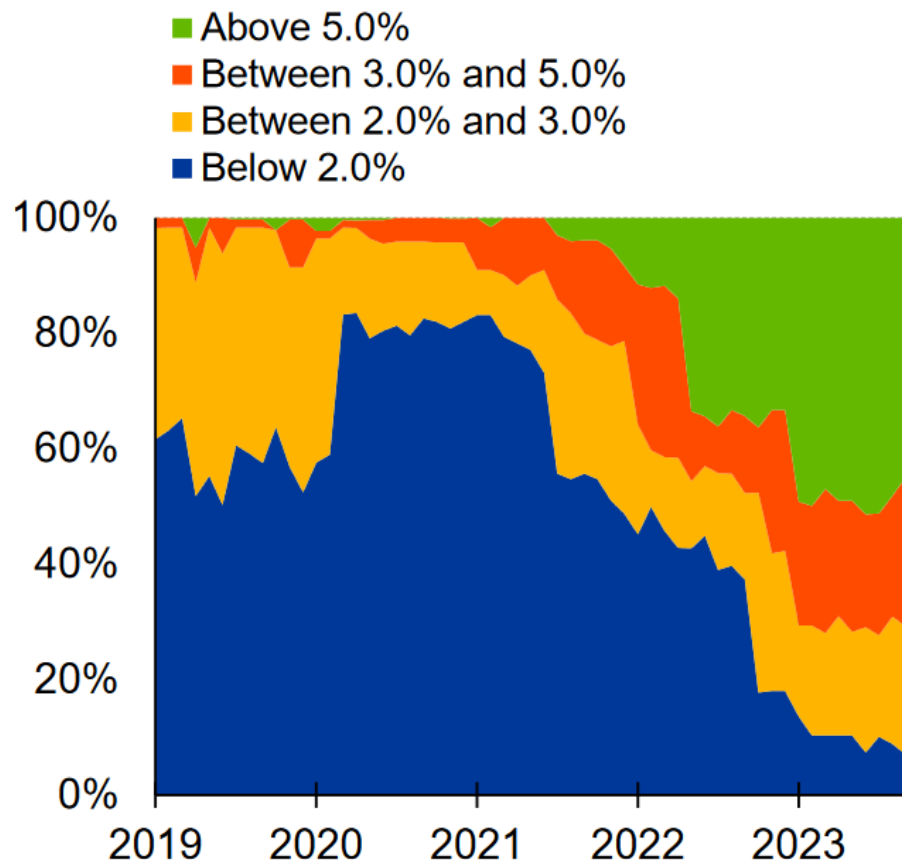
Sources: Eurostat and ECB calculations.

Note: The latest observations are for October 2023 (flash estimate) for services and September 2023 for the rest.

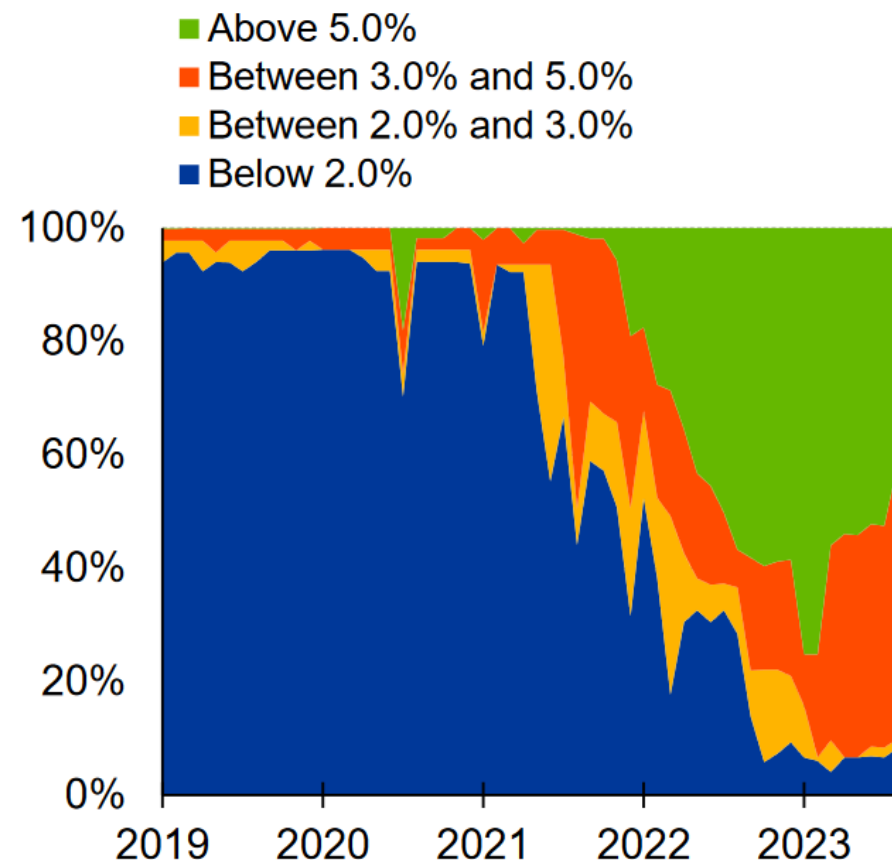
... a podiel zvýšenia cien menej ako 2% stále nízky

Weighted distribution of price changes (%)

Services



Non-energy industrial goods



Source: Eurostat, ECB calculations.

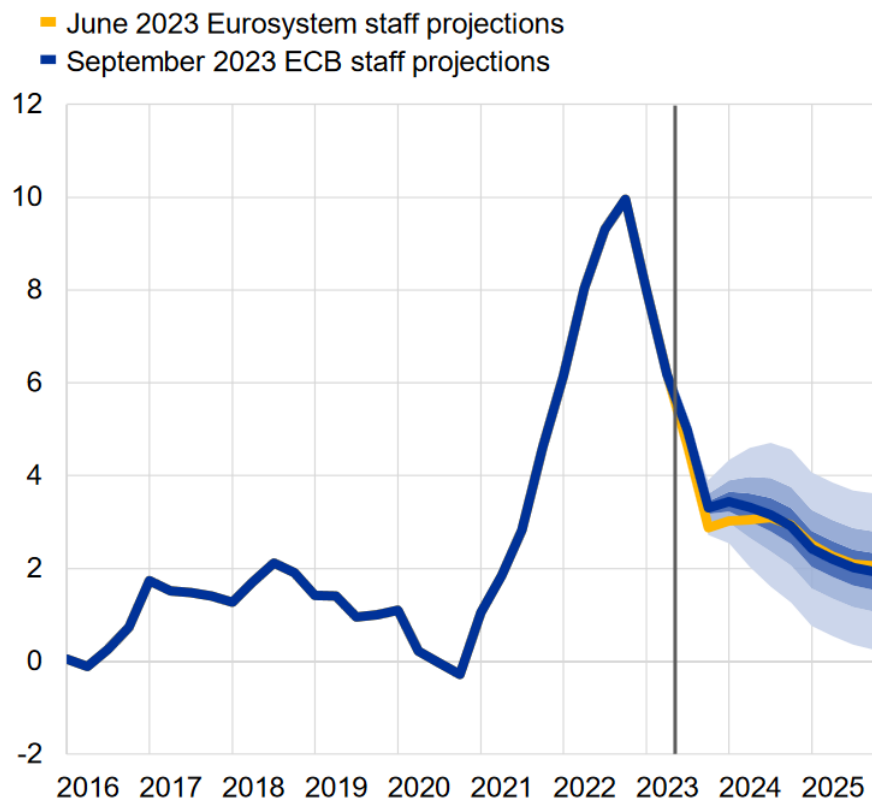
Notes: The weight of items sums up the weight of items in the HICP basket in the different categories.

Latest observation: September 2023.

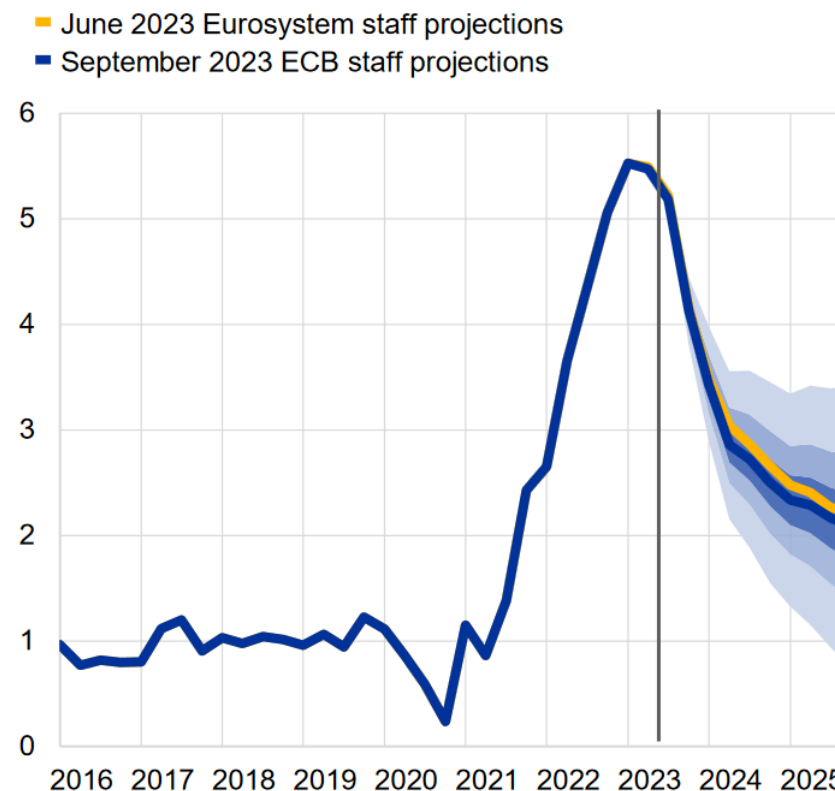
Problém "Last mile" ?

- Inflácia prudko poklesla za rok z 10%+ pod 3% a ďalší pokles k 2% môže trvať dva roky ...

HICP inflation projections
(annual percentage changes)



HICP excluding energy and food inflation projections
(annual percentage changes)



Source: September 2023 ECB staff projections.

Notes: The ranges shown around the central projections are based on past projection errors, after adjustment for outliers. The bands, from darkest to lightest, depict the 30%, 60% and 90% probabilities that the outcome will fall within the respective intervals. For more information, see Box 6 of the March 2023 ECB staff macroeconomic projections for the euro area.



"Last mile"

- [IMF \(2023\)](#): 90% nezvládnutých inflačných období malo v sebe podstatný pokles inflácie v prvých 3 rokoch po šoku, ale neskôr inflácia ostala na zvýšenej úrovni alebo vzrástla.
- Veľký šok v nákladoch – firmy si to všimnú („state-dependent pricing“) a pokiaľ môžu, snažia sa chrániť *častejším* zvýšením ceny
- Dopyt neklesol kvôli vyšším cenám lebo štátne dotácie a naakumulované úspory z pandémie = firmy mohli zvyšovať ceny
- Šok v energiách a potravinách sa prejavil s opozdením v mzdách a neskôr vyššej inflácii celkovo (firmy zvýšili ceny namiesto absorpcie v nižších maržiach)
- Teraz sa znižuje inflácia, ale mzdy (kvôli opozdeniu) ostávajú vyššie
- Keď náklady nestúpajú, firmy sa vracajú k „[rational inattention](#)“ a *nemenia ceny často* -> inflácia nemusí dosť rýchlo klesať
- Potreba zásahu – menová politika

"Last mile"

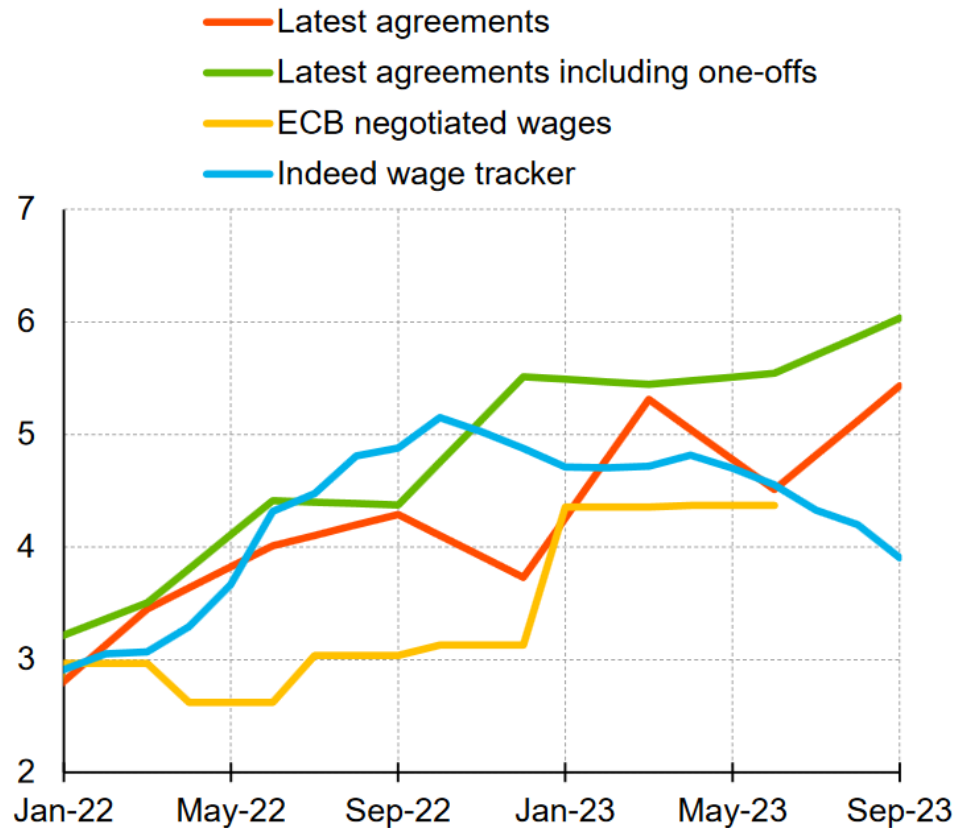
2 možné komplikácie:

- Správne dávkovanie menového stimulu a jeho transmisia
 - Sektor služieb sa zvyšuje, ale menej citlivý na úroky
 - Na druhej strane je transmisia silná (aj vďaka importu z USA)
- Možné šoky v blízkej budúcnosti – nový geopolitický konflikt, atď.
 - Mohli by predĺžiť obdobie vyššej inflácie a teda zhoršiť hodnovernosť inflačného cieľovania

Trh práce – důležité, ako zareagujú mzdy

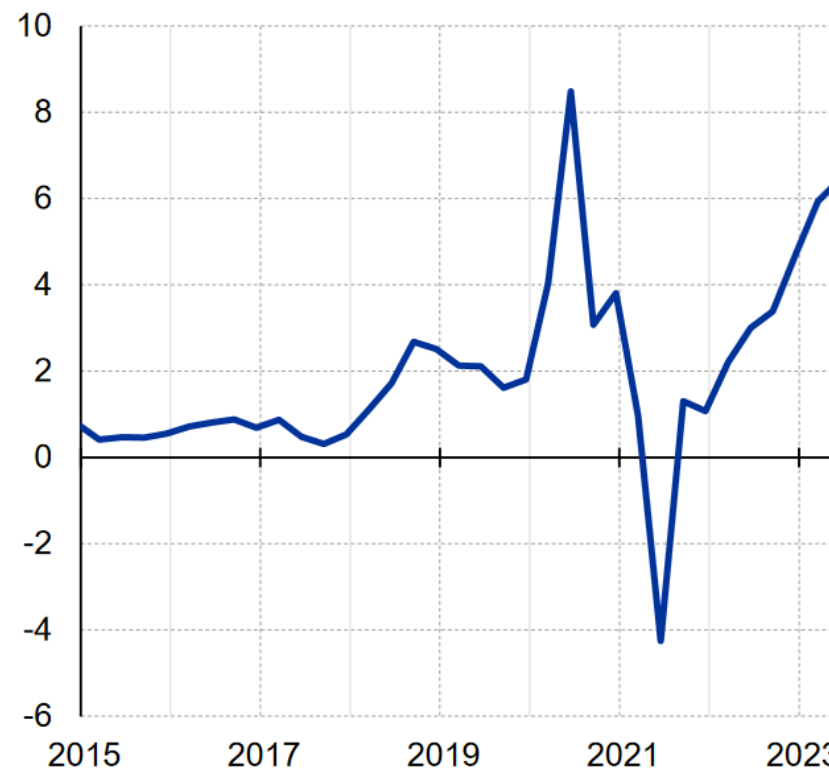
Wage trackers

(annual percentage change)



Unit labour costs

(annual percentage changes)



Sources: Calculated based on micro data on wage agreements provided by Deutsche Bundesbank, Banco de España, the Dutch employer association (AWVN), Oesterreichische Nationalbank, Bank of Greece, Banca d'Italia and Banque de France.

Notes: Indicator of latest wage agreements shows the wage growth implied by agreements reached in a quarter for 12 months ahead. Indeed tracker measures wage growth in online job ads, computed by the Central Bank of Ireland.

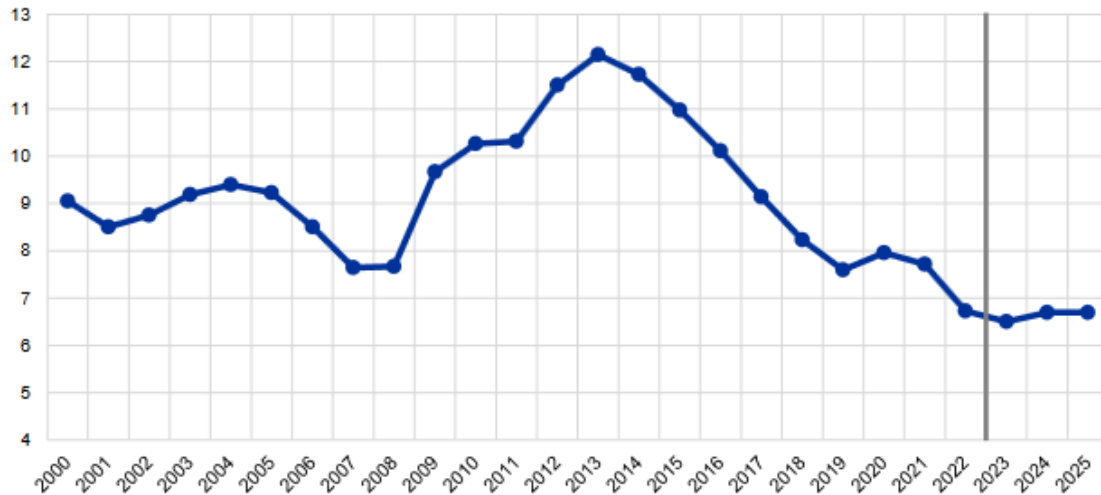
Latest observations: September 2023 for Indeed Wage Tracker; Q3 2023 for indicators of latest agreements, Q2 2023 for ECB negotiated wages.

Sources: Eurostat, ECB calculations.
Latest observation: 2023 Q2.

Trh práce – prekvapivo napätý ?

Unemployment rate

(percentages of labour force)



Sources: Eurostat and September 2023 ECB staff projections.

Note: The vertical line indicates the start of the projection horizon.

Labour market

The labour market has remained resilient so far despite the slowing economy.

- The unemployment rate stayed at its historical low of 6.4% in July. But while employment grew by 0.2% in the second quarter, momentum is slowing amid weaker economic activity.

The labour market is projected to slow down in the coming quarters, but unemployment is forecast to remain at low levels from a historical perspective.

- The unemployment rate is expected to increase slightly to 6.7% in 2024 and 2025.

ECB forward guidance

Inflácia sa musí vrátiť k 2% cieľu v „strednedobom horizonte“.
Rozhodujú **3 veci pre zmenu úrokov**:

- inflačný výhľad (najnovšie dáta, keďže veľká neistota)
- dynamika jadrovej inflácie
- funkčnosť transmisívneho mechanizmu

Doterajšie zvýšenie úrokov o 4,5% mohlo v priemere znížiť HDP a infláciu o 2% počas 2023-2025 obdobia (odhad)

Dlhodobý pohľad pre eurozónu ? Rozdielne názory RRZ

Naspať k „sekulárnej stagnácii“ a la „japonský scénar“

- Predpokladajme, že súčasná vysoká inflácia je hlavne z dôvodu vzájomného pôsobenia celosvetového nadýchnutia po korona kríze a dovezenej energokrízy. Rovnovážna sadzba ostane nízka, opakovaný problém mať dostatočný priestor stimulovať ekonomiku. Ukludní sa geopolitika, globalizácia znova bude pokračovať, digitalizácia a demografia (starnutie) – to znamená, nebola prvotne vyprodukovaná vývojom v ekonomike

Dlhodobejší boj s infláciou

- infláciu sa nepodarí stlačiť k 2% a vojna bude ďalej pokračovať (vrátane iných konfliktov), napätie na energo trhoch, vynútené zmeny obchodných vzťahov, deglobalizácia a zároveň postupný nábeh klimatickej krízy (potreba dekarbonizácie)

Ďakujem za pozornosť!