BENCONT WEEKLY REPORT

ROČNÍK 2021| ČÍSLO 44

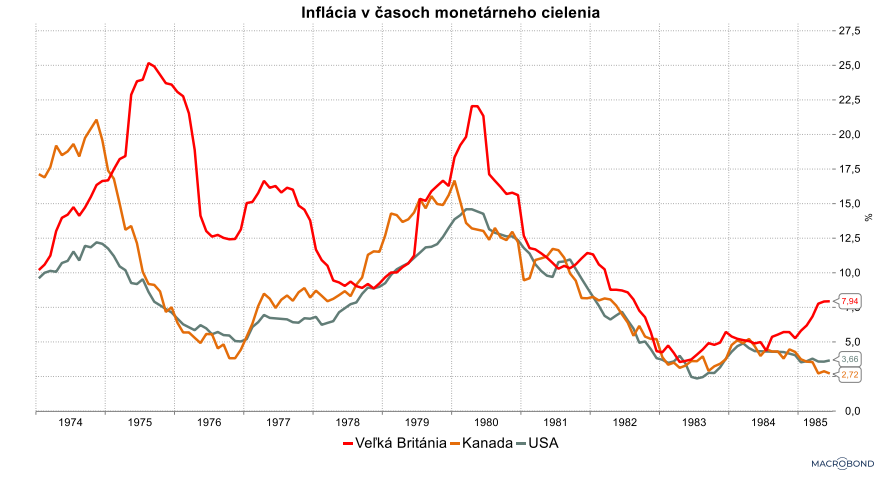


CIELENIE INFLÁCIE ALEBO NOMINÁLNEHO HDP

V súčasnosti môžeme pozorovať, že centrálne banky sveta expresne nereagujú na rýchly rast inflácie a ponechávajú monetárne politiky nezmenené. Hlavným dôvodom je to, že predstavitelia týchto inštitúcii nechcú narušiť proces hospodárskeho oživovania príliš skoro. Práve pri tomto probléme sa centrálne banky dostávajú do konfliktu s ich hlavným cieľom a to je cenová stabilita (inflačný cieľ). V našej práci sa teda pozrieme na to, či cielenie inflácie zo strany centrálnych bánk je tým správnym nástrojom na tvorbu ich menových politík alebo či práve cielenie nominálneho HDP nie je vhodnejším ukazovateľom.

Predchodca cielenia inflácie

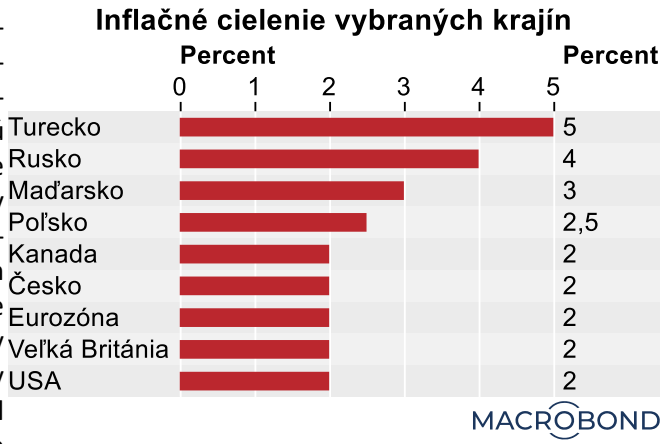
Cielenie inflácie sa začalo v roku 1990 a prvou krajinou bol Nový Zéland. Za ním postupne nasledovali krajiny Kanada, Čile, Veľká Británia, Švédsko, Izrael a Brazília. Americká centrálna banka začala cieliť infláciu až v januári 2012 a ECB od svojho počiatku. Pred touto zmenou nastavenia monetárnych politík existovalo tzv. "monetárne cielenie". V tomto prípade centrálne banky kontrolovali len samotné množstvo peňazí v obehu (v závislosti od jednotlivých bánk to boli monetárne agregáty M0, M1, M2 a M3). Tento systém začal fungovať v roku 1975, no nestretol sa s veľkým úspechom. V prípade USA, Veľkej Británie a Kanady bol tento režim spojený s vysokou mierou inflácie a nakoniec sa tento systém zavrhol. Najefektívnejšie fungovalo monetárne cielenie v Nemecku, kde Bundesbank toto cielenie do veľkej miery menila v závislosti od vývoja inflácie a HDP (v prípade rastu inflácie znížila cieľ pre monetárne agregáty a znova naopak). Môžeme teda povedať, že tento systém fungoval v Nemecku efektívne hlavne kvôli tomu, že do veľkej miery závisel od vývoja inflácie (teda sa podobal dnešnému systému cielenia inflácie). Práve kvôli neefektívnosti fungovania systému sa na začiatku deväťdesiatych rokoch začalo uvažovať o zmene a to hlavne o cielení inflácie a cielení nominálneho HDP. Z týchto dvoch nástrojov sa zvolil súčasný stav a to cielenie inflácie.



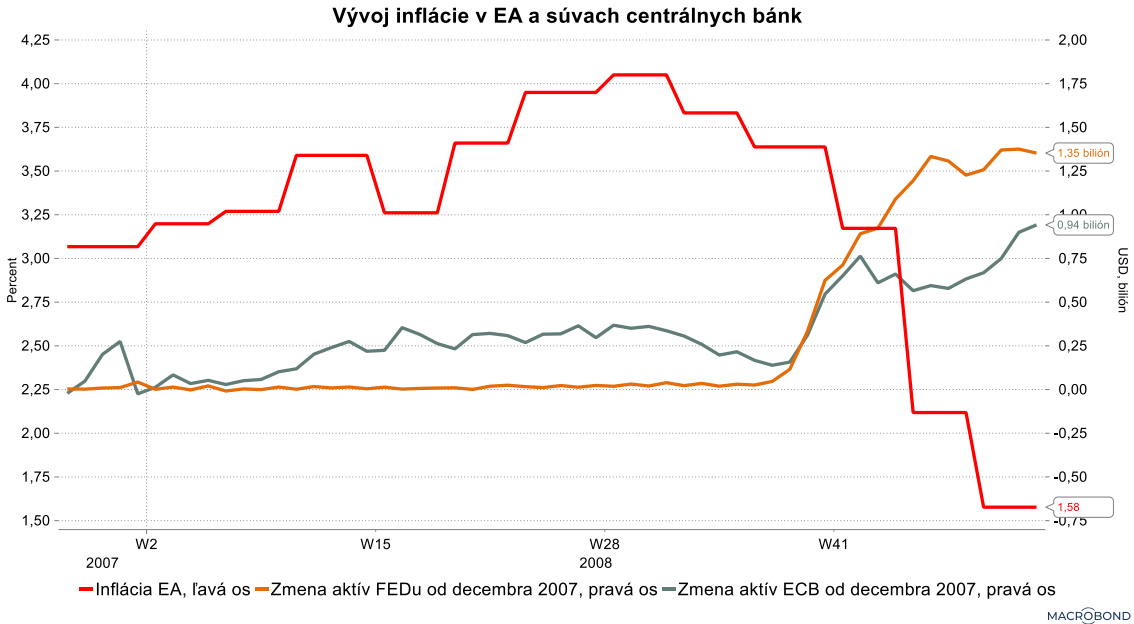
Aké má výhody a nevýhody cielenie inflácie ?

Väčšina centrálnych bánk sveta zvolilo svoju cielenú úroveň inflácie na hodnotách v intervale 1 – 3. Tento interval sa považuje za optimálnu úroveň inflácie, kedy „spotrebitelia nemenia svoje správanie z dôvodu zmeny cenovej hladiny“ (túto parafrázu používal bývalý guvernér FEDu Alan Greenspan). V prípade cielenia inflácie pri hodnotách 0% dochádza často ku deflácii, čo brzdí ekonomický rast. Naopak pri inflácii 4-5% môže dochádzať ku tlaku zamestnancov na rast ich miezd, čo zase spôsobuje inflačnú špirálu. Aj z týchto dôvodov teda ECB a FED cieli infláciu na hodnotu 2%.

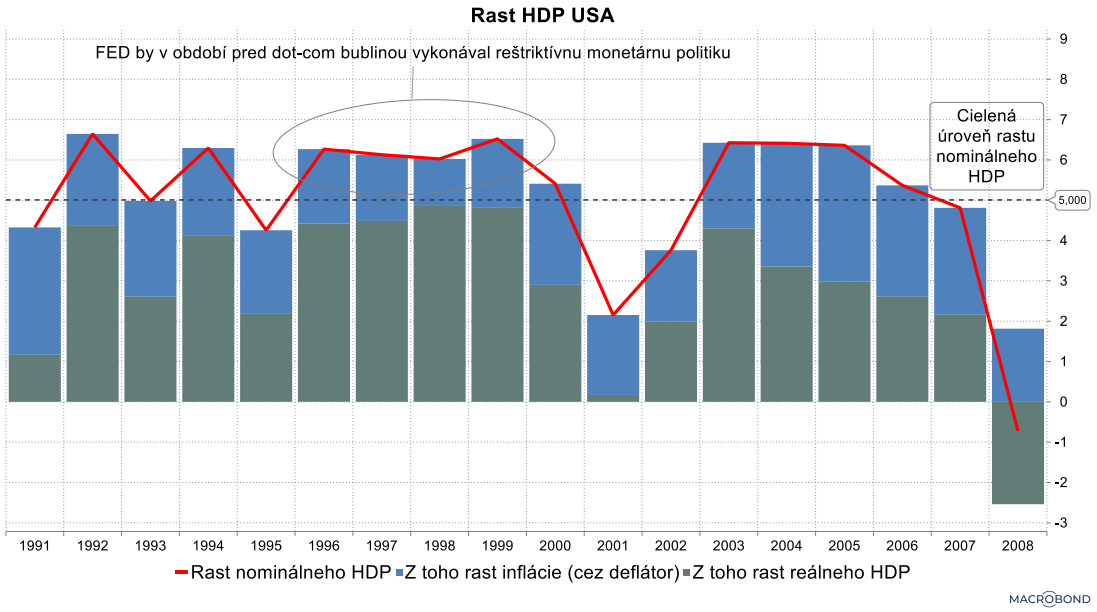
Za jednu z hlavných výhod cielenia inflácie sa považuje jej jednoduchá prezentácia. Bežní spotrebitelia, ale aj podniky, jednoducho pochopia ak hlavnou úlohou centrálnej banky je udržiavať medziročnú zmenu cenovej hladiny na úrovni 2%. S týmto faktorom je spojené aj to, že spotrebitelia vedia v dlhodobom horizonte efektívnejšie nastaviť svoje úspory a investície pri stabilnej zmene cien. Rovnako tak finančné inštitúcie vedia optimálnejšie nastaviť ich výnosové krivky a úroky. Problém v inflačnom cielení prichádza pri hospodárskych recesiách. Viacerí ekonómovia považujú inflačné cielenie ako príliš rigidné v prípade dopytových a ponukových šokov. Predstavme si situáciu, kedy by podobne ako v roku 1973 nastal ropný šok (náhle zníženie produkcie ropy). Pri takomto scenári by náhle narástli ceny vstupných materiálov, čo by tlačilo infláciu smerom nahor. Centrálna banky by podľa jej mandátu mala začať s reštriktívnou politikou a teda zvyšovať úrokové sadzby. Podniky by sa teda dostali do situácie, kedy cena ich vstupných materiálov stúpla (pri nezmenenom dopyte) a ešte aj ich náklady na správu úverov narástli. Mnohé z takýchto podnikov by sa dostali do defaultu a teda by zbankrotovali. To by malo za následok rast nezamestnanosti a pokles úrovne celkového HDP. Podobná rigidita cielenia inflácie sa prejavila počas finančnej krízy 2008 v Eurozóne, kedy ECB nekonala tak aktívne ako americký FED. Počas tohto roka zvýšila ECB svoje aktíva o 0,94 bil. USD, no FED až o 1,35 bil. USD (zvyšovanie aktív bolo spojené s expanzívnou monetárnou politikou, ktorá mala zabezpečiť potrebnú likviditu a obnovenie dopytu). Tento nižší pomer je zapríčinený hlavne vysokou mierou inflácie v Eurozóne počas roka 2008, ktorá limitovala použitie podobných nástrojov ako FED (počas pandémie sa súvaha ECB zvýšila dokonca ešte vyššie ako súvaha FEDu hlavne kvôli neexistencii problému s infláciou).



Druhý, ale teraz opačný, príklad o neefektívnosti cielenia inflácie nastal v období pred tzv. “dot-com“ bublinou, čo bola akciová bublina na začiatku nového tisícročia. V tej dobe americké hospodárstvo zažívalo vysoký rast a ich reálne HDP rástlo tempom skoro 5% (4,8% v roku 1998). V rovnakom roku sme však evidovali infláciu na úrovni len 1,6%. V takomto scenári mal FED zabezpečiť expanzívnu monetárnu politiku v snahe o stabilizáciu inflácie na 2% (samotné hospodárstvo však expanzívnu monetárnu politiku nepotrebovalo, keďže agregátny dopyt vysoko rástol). Táto monetárna expanzia ešte viac podporila rast bubliny na akciových trhoch, ktoré neskôr v roku 2000 praskli a to bolo spojené aj s hospodárskou stagnáciou.

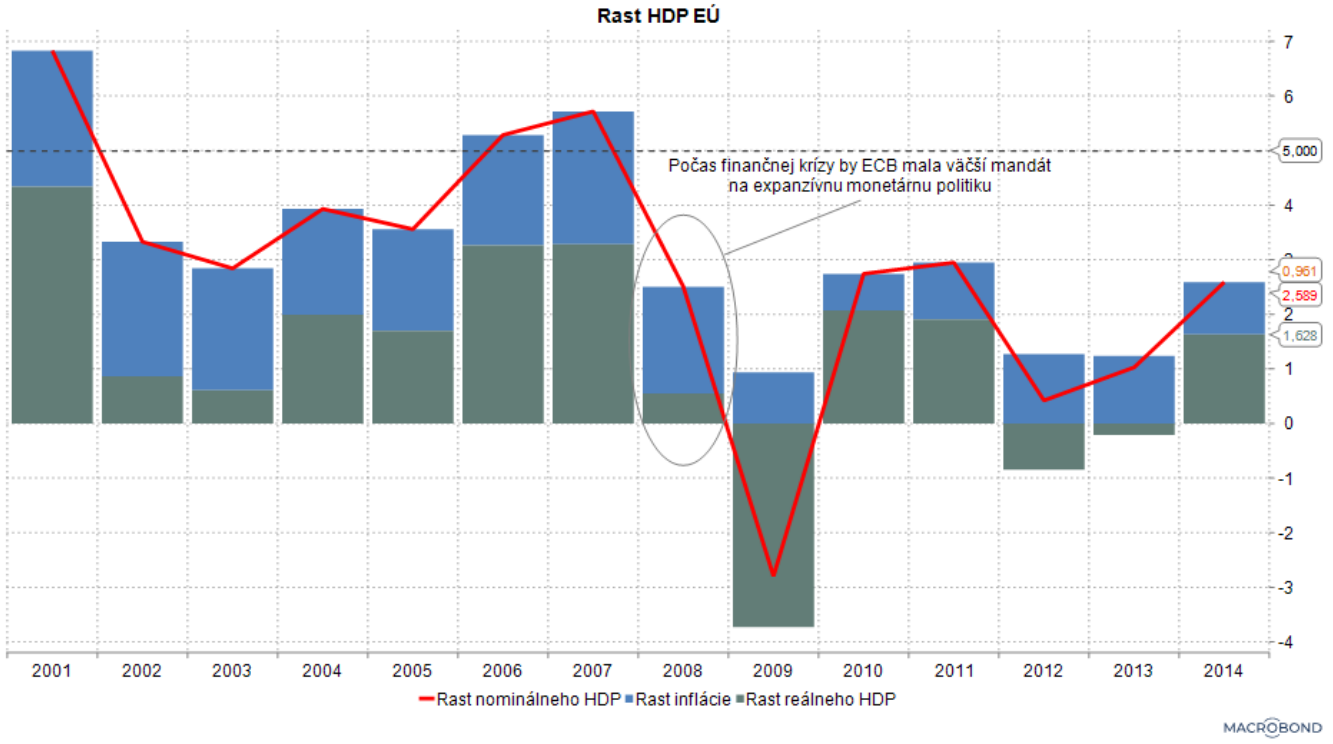


Alternatíva v cielení nominálneho HDP



Ako sme spomínali už pri monetárnom cielení, tak pri potrebe zmeny nastavenia politík svetových centrálnych bánk sa uvažovalo o cielení nominálneho HDP. Tento systém by mal fungovať podobne ako inflačné cielenie, kedy by centrálne banky samostatne zvolili svoj optimálny ciel rastu nominálneho HDP. Vo viacerých štúdiách sa za optimálnu úroveň rastu tohto ukazovateľa považuje 5%. V praxi by to teda znamenalo, že ak by inflácia (vypočítaná cez deflátor HDP) rástla tempom 2% a reálne HDP tempom 5%, tak centrálna banka by nastavenie politík nemenila. V prípade ak by nastala recesia, inflácia by išla do mínusu a reálne HDP by padlo, tak centrálna banka má silný mandát na expanzívnu monetárnu politiku až do dosiahnutia cielenej úrovne rastu nominálneho HDP na úrovni 5%. Na druhej strane v prípade vysokého rastu reálneho HDP (napríklad 4%) a priemerného rastu inflácie (povedzme 2%) by centrálna banka musela znižovať celkové množstvo peňazí v obehu v snahe o dosiahnutie potencionálneho produktu. Takýto scenár sme videli v spomínaných rokoch 1998, kedy by FED pri cielení nominálneho HDP v tom čase preferoval reštriktívnu monetárnu politiku, čo by do značne miery obmedzilo rast technologickej bubliny.

Pozreli sme sa aj na alternatívne cielenie nominálneho HDP počas finančnej krízy v roku 2008. Ako sme spomínali, ECB bola v tom období do veľkej miery rigidná, keďže z dôvodu vysokej inflácie nemohla vykonávať podobne expanzívnu politiku ako americký FED. Avšak, v prípade ak by ECB v tom čase cielila nominálne HDP, tak by bola nútená zvýšiť monetárnu zásobu a tým podporiť likviditu (v roku 2008 bol rast nominálneho HDP na úrovni 2,5%; inflácia 2% a rast reálneho HDP 0,5%). V takomto scenári by ECB mohla počas roka 2008 zvýšiť svoje aktíva v podobnej miere ako FED, čím by došlo ku skoršej konsolidácii európskeho hospodárstva.

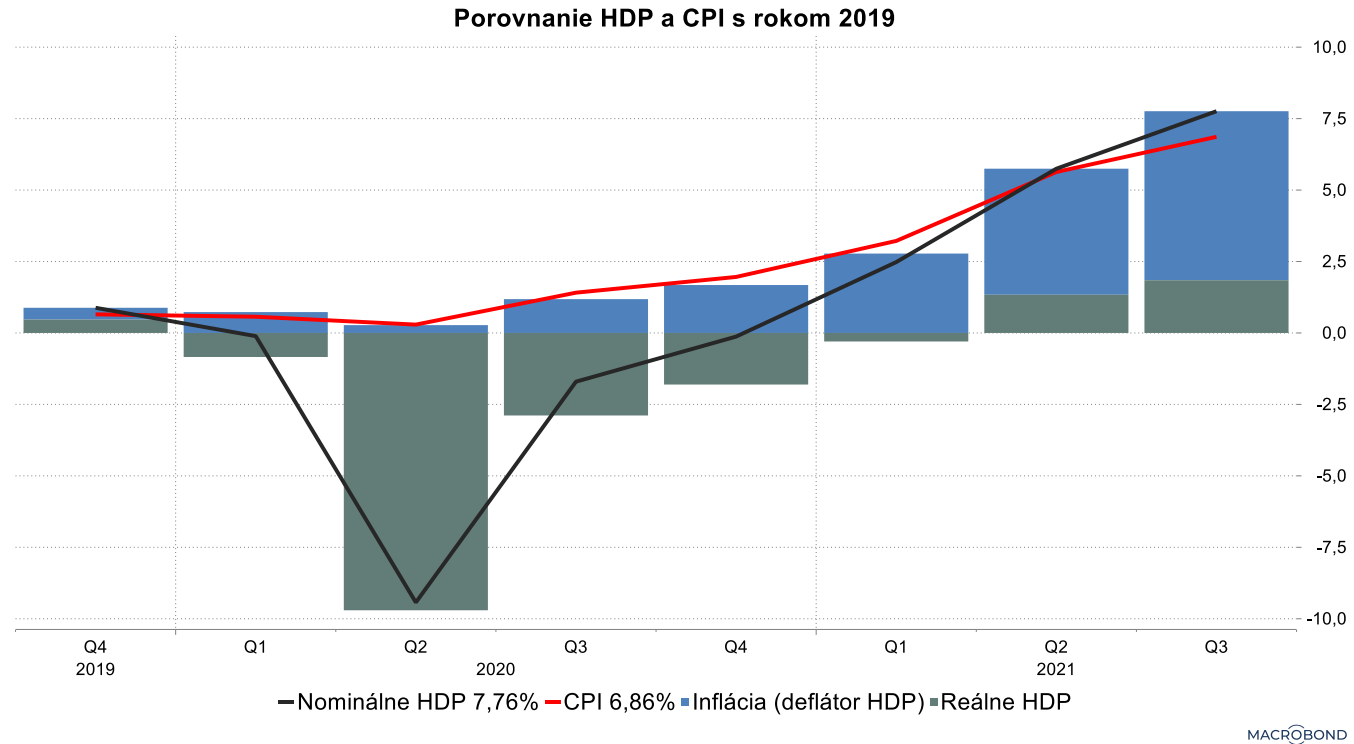


Súčasná situácia po pandémii

Počas pandemického roka sme mohli pozorovať ako centrálne banky masívne zvyšovali svoje súvahy (ECB a FED zhodne o viac ako 4 bil. USD). Tento rast súvah bol spojený s podporením národných ekonomík a zároveň s poklesom cenovej hladiny (centrálne banky sa teda snažili priblížiť ku ich cielenej úrovni 2%). Avšak, od začiatku roka 2021 pozorujeme vysoký nárast klasického indexu na výpočet inflácie CPI (v USA 5,4% v EÚ 4,1%). Tieto hodnoty sú teda vysoko nad cielenou hodnotou. My sme sa teda pozreli na to, či súčasný trend vývoja inflácie a nominálneho HDP korešponduje s cielením inflácie. Na toto porovnanie používame údaje z roka 2019, ktoré porovnávame s aktuálnymi údajmi. Zmena v nominálnom HDP USA za 3Q roka 2021 je na úrovni 7,7% v porovnaní s 3Q roka 2019. Ak by americký FED cielil nominálne HDP na rast 5%, tak počas rokov 2020 a 2021 by sa jeho úroveň mala zväčšiť približne o hodnotu 10%, čo sa aj v podstate deje (za 4Q 2021 môžeme očakávať pokračujúci rast tohto ukazovateľa, ktorý sa priblíži hodnote 10%). V prípade amerického indexu CPI je táto hodnota počas rovnakého obdobia na úrovni 6.8%, čo je vysoko nad cielenou hodnotou 4% počas dvoch rokov. Situáciu v EÚ zatiaľ nevieme takto porovnať, keďže dáta za nominálne HDP v 3Q zatiaľ neboli zverejnené (no aj pri EÚ môžeme konštatovať podobný vývoj).

Záver

Podľa predbežných dát môžeme konštatovať, že už počas pandemickej krízy došlo ku čiastočnej zmene sústredenia sa výlučne na výšku inflácie a viac sa centrálne banky zameriavajú na vývoj HDP. Práve údaje o vývoji amerického nominálneho HDP nám hovoria, že tento ukazovateľ zatiaľ optimálne reaguje na kroky americkej centrálnej banky. Dalo by sa teda povedať, že ak by americká centrálna banka cielila nominálne HDP počas pandémie na spomínaných 5%, tak túto hodnotu by pri nastavených expanzívnych politikách dosiahla. V tomto smere je cielenie nominálneho HDP vhodnejšou formou pre nastavenie monetárnych opatrení. Ako sme uviedli aj v prípade finančnej krízy 2008 a technologickej bubliny dot-com, tak aj v týchto prípadoch by cielenie nominálneho HDP vytváralo vhodnejšie podmienky pre centrálne banky. Tento ukazovateľ na rozdiel od inflačného cielenia hľadí aj na samotný vývoj ekonomiky (reálneho rastu HDP), čo z neho robí efektívnejší ukazovateľ v prípade prehrievania alebo naopak ochladzovania hospodárstva. Zároveň však tento ukazovateľ zabezpečuje aj stabilnú úroveň cien, keďže jeho druhou zložkou je aj vývoj inflácie. Dnes teda môžeme povedať, že tak ako Nemecko počas monetárneho cielenia fungovalo prakticky na inflačnom cielení (a preto bolo jediné efektívne), tak aj dnes funguje FED prakticky na cielení nominálneho HDP (a preto je tiež efektívny). Dá sa teda predpokladať, že otázka nominálneho cielenia HDP sa po skončení pandemických opatrení znova otvorí a je možné, že niektoré pravidlá nastavenia monetárnych politík sa priblížia cieleniu nominálneho HDP.(mm)



AKTUÁLNY VÝVOJ NA TRHOCH

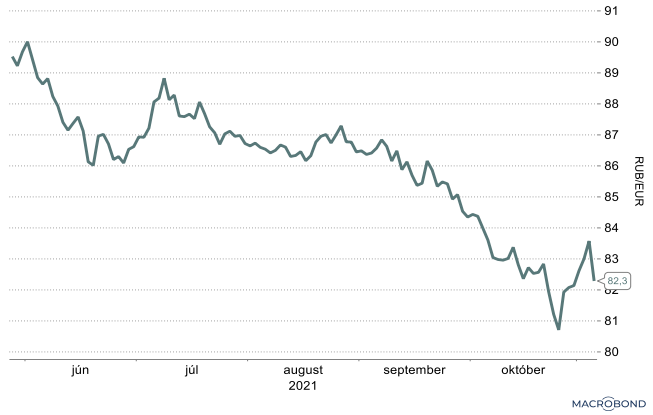
EUR/USD



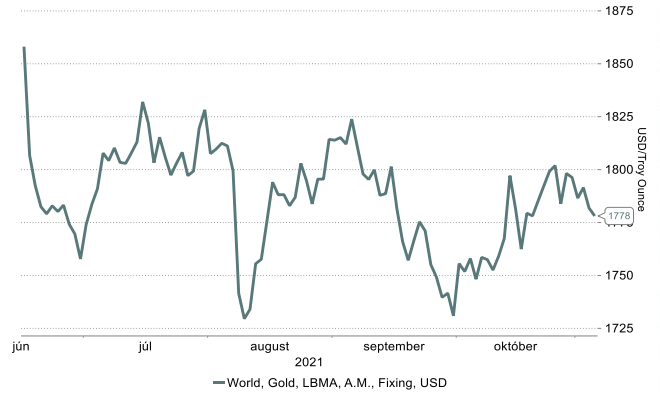
EUR/CZK



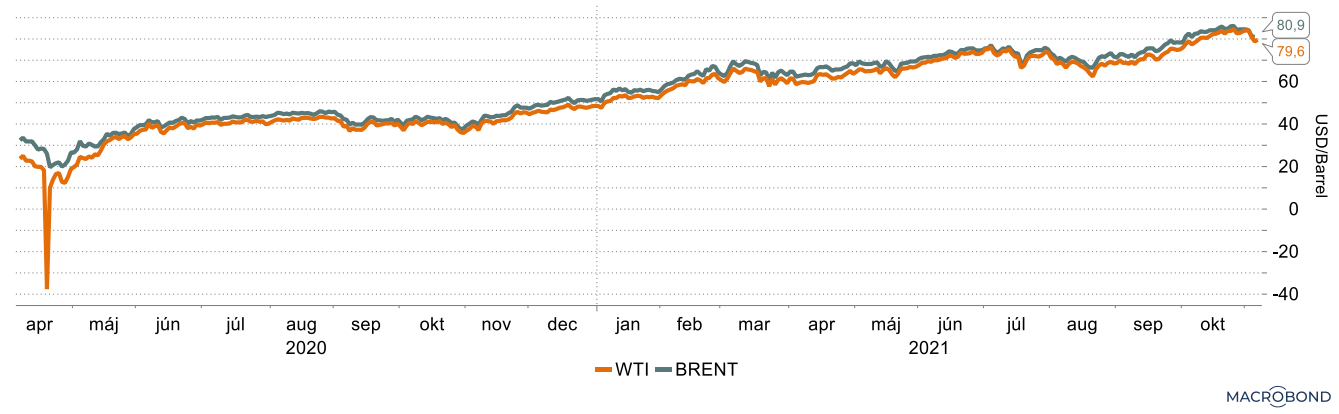
EUR/RUB



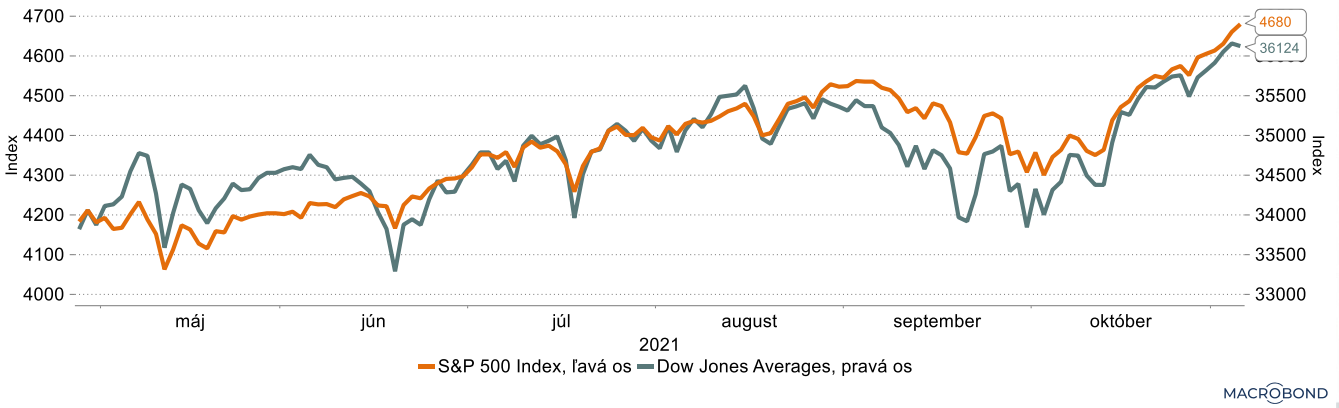
ZLATO



ROPA

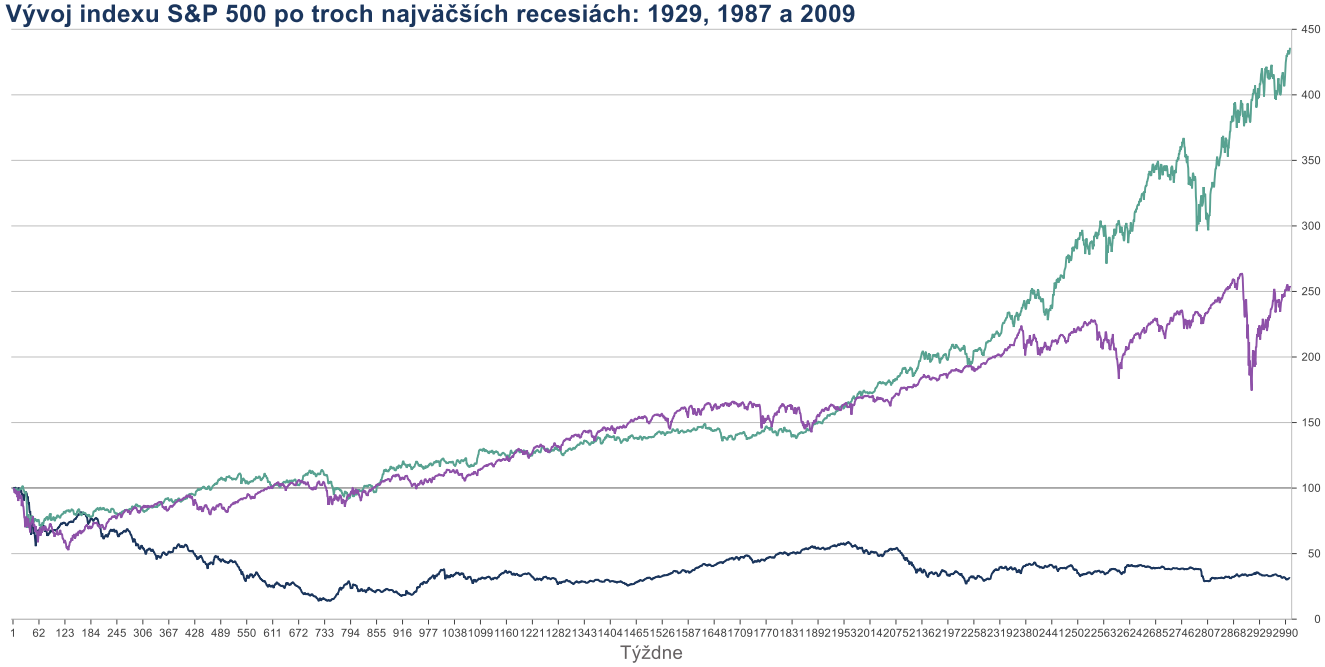


INDEXY



GRAF, KTORÝ NÁS ZAUJAL

Vývoj indexu S&P 500 po troch najväčších recesiách: 1929, 1987 a 2009



Tento dokument je publikovaný pre spoločnosti skupiny BENCONT , a môže byť reprodukovaný a ďalej šírený len s jej písomným súhlasom. Informácie v tomto dokumente boli získané z externých zdrojov, ktoré boli spoločnosťou považované za spoľahlivé.

Analytici:

Jozef Prozbík
prozbik@bencont.sk
Nebesník Martin
nebesnik@bencont.sk
Bruchánik Rudolf
bruchanik@bencont.sk

Junior analytici:

Vražda Ján
Ďurišková Petra
Majerčák Marco
Martin Maslan

Vajnorská 100/A
831 04 Bratislava
www.bencont.sk

BENCONT INVESTMENTS BENCONT GROUP BENCONT DEVELOPMENT