



Frankfurtské hárky

august 2021



NÁRODNÁ
BANKA
SLOVENSKA
EUROSYSTÉM

www.nbs.sk/frankfurtske-harky

V cieľoch máme jasnejšie

Cenová stabilita znamená rast cien na úrovni 2 percent vo výhľade na najbližšie roky. Tak znie hlavný výsledok viac než rok a pol trvajúcej revízie stratégie menovej politiky Európskej centrálnej banky. Jedným dychom je potrebné dodať, že pre udržiavanie stability budú odchýlky od cieľa smerom nadol a nahor rovnako nežiaduce. Ceny bývania, vplyvy klimatických zmien pritom postupne budú hrať dôležitejšiu úlohu pri posudzovaní toho, či sú ceny stabilné. Opatrenia menovej politiky ako nákupy štátnych dlhopisov alebo úvery bankám za zvýhodnených podmienok za predpokladu primeraného úverovania firiem budú súčasťou bežného výkonu menovej politiky. Doteraz sa o nich uvažovalo ako o mimoriadnych opatreniach. Ak budú úrokové miery blízko nule, budú sa používať razantne, čoho sprievodným javom môže byť, že inflácia niekedy dočasne prekročí 2 percentá.



Stratégia menovej politiky pomáha komunikovať ciele ECB verejnosti

Stratégia menovej politiky ECB bližšie objasňuje mandát udržiavať stabilitu cien a akým spôsobom ho chceme dosahovať. Zároveň pomáha skvalitniť komunikáciu cieľov a úmyslov smerom k odbornej verejnosti a intenzívnejšie hovoriť s laickou verejnosťou. Od poslednej revízie stratégie v roku 2003 prešla ekonomika eurozóny a sveta zásadnými zmenami. Globálna finančná kríza, následná dlhová kríza a nižší hospodársky rast priniesli nové výzvy pre tvorcov politik. Rada guvernérov ECB 8. júla 2021 schválila svoju novú stratégiu menovej politiky, ktorá reaguje na tieto zmeny.



ECB nanovo definuje cenovú stabilitu ako infláciu na úrovni 2% v strednodobom horizonte

Ide o malé zvýšenie cieľa, keďže doterajší cieľ inflácie bol „blízko pod 2% v strednodobom horizonte“. Potvrdenie strednodobého horizontu znamená, že ECB neplánuje reagovať na prechodné výkyvy v tempe rastu cien, najmä ak by jej reakcia mala nežiaduce vedľajšie účinky. Cieľ sa zároveň stáva symetrickým, čo znamená, že odchýlky inflácie od cieľa oboma smermi sú považované za rovnako nežiaduce. Doterajšia stratégia mohla vyvolať zdanie, že guvernéri budú viac tolerovať nižšie hodnoty inflácie, čo v zápätí podľa analýz ECB prispelo k problému príliš nízkej inflácie posledných rokov. Jednoduchá a symetrická definícia cieľa bude zrozumiteľnejšia pre všetkých aktérov v ekonomike a pomôže stabilizovať inflačné očakávania okolo cieľa. Pri posudzovaní dosahovania cieľa budú postupne viac zohľadňované aj ceny bývania vo vlastnom obydľí. Posun týmto smerom má dosiahnuť, aby tvorba politiky viac odzrkadľovala to, ako ľudia vnímajú vývoj svojich životných nákladov.



Nová stratégia reaguje na kľúčové výzvy súčasnej doby aj budúcnosti

ECB v novej stratégii reaguje aj na existujúce a budúce výzvy ako klimatické zmeny, globalizácia, rýchla digitalizácia, či prostredie zníženého ekonomického rastu a dlhodobo nízkych úrokových sadzieb. (Graf 1). Tieto trendy môžu zásadne ovplyvniť správanie ekonomiky a spôsob, akým do nej dokáže zasahovať menová politika. ECB plánuje rozšíriť analytické kapacity v oblasti modelovania účinkov klimatických zmien, ako aj vypracovať dôkladný systém prihliadania na klimatické riziká pri pravidlách o zábezpeke či nákupoch aktív podnikového sektora.

Graf 1: Súhrn hlavných zmien v stratégií menovej politiky ECB.

<p>Cieľ cenovej stability Inflačný cieľ sa stáva symetrický na úrovni 2% v strednodobom horizonte. Odchýlky inflácie oboma smermi sú rovnako nežiaduce.</p>	<p>Meranie inflácie Index HICP je stále vhodným cenovým ukazovateľom, zohľadnené budú aj náklady na bývanie vo vlastnom obydľí.</p>	<p>Rázna reakcia počas ZLB V prostredí dlhodobo nízkych sadziieb (ZLB) bude ECB konať špeciálne rázne. Može to spôsobiť dočasné zvýšenie inflácie nad cieľ, ktoré je ECB ochotná akceptovať.</p>	<p>CENOVÁ STABILITA</p>
<p>Nekonvenčné nástroje menovej politiky Sa v prostredí dlhodobo nízkych úrokových sadziieb zaradujú medzi bežné nástroje menovej politiky ECB.</p>	<p>Komunikácia Rozhodnutia menovej politiky a kľúčové dokumenty ECB budú komunikované jednoduchšie a zrozumiteľnejšie pre širšiu verejnosť.</p>	<p>Modelový aparát Zahrnie aktuálne výzvy doby ako finančné riziká vyplývajúce z klimatickej zmeny alebo implikácie dlhodobo nízkych úrokových sadziieb.</p>	
<p>Klimatické zmeny Rada guvernérov uznala zásadný vplyv klimatických zmien na cenovú stabilitu a v tejto súvislosti sa zaviazala realizovať ambiciózný klimatický akčný plán.</p>	<p>Digitalizácia Bude skúmať vplyv digitalizácie na ekonomiku a na vykonávanie menovej politiky.</p>	<p>Dlhodobé trendy v ekonomike Bude naďalej skúmať vplyv dlhodobo nízkych úrokových sadziieb a poklesu produktivity na výkon menovej politiky.</p>	<p>BUDÚCE VÝZVY</p>



Nekonvenčné nástroje v prostredí dlhodobo nízkych sadziieb sa stávajú konvenčnými

Nástroje, ktoré doteraz patrili medzi nekonvenčné, budú v prostredí dlhodobo nízkych úrokových mier považované za neoddeliteľnú súčasť nástrojov ECB. Krátkodobé úrokové miery v eurozóne sú nulové až záporné, čo ECB obmedzuje možnosť v období pomalého rastu a nízkej inflácie znižovať sadzby tradičným spôsobom. ECB podporuje dosiahnutie inflačného cieľa aj ďalšími nástrojmi ako nákup aktív v rámci kvantitatívneho uvoľňovania, program refinančných operácií [TLTRO](#) či [signalizáciu budúceho smerovania menovej politiky \(tzv. forward guidance\)](#). V rámci revízie stratégie sa ECB plánuje zamerať na jednoduchšiu a zrozumiteľnejšiu komunikáciu voči verejnosti.



Oznámenie zmien stratégie ECB bolo v súlade s trhovými očakávaniami

Zverejnenie výsledku strategickkej revízie ECB bolo v súlade s očakávaniami a nemalo zásadný vplyv na trhové dianie. Väčšina diskusií sa niesla v kontexte [dlhodobo nízkych úrokových sadziieb](#) a toho, čo to znamená pre výkon menovej politiky do budúcnosti. Častou témou bola interpretácia tolerance dočasne zvýšenej inflácie, ktorej sa podrobne venujeme v Boxe 2. Predmetom diskusií bola aj zmena tzv. [forward guidance](#), ktorá má za cieľ komunikovať budúce smerovanie sadziieb jednoduchšie a zrozumiteľnejšie.

Box 1: Revízia stratégie americkej centrálnej banky (Fed)

Federálny rezervný systém (Fed) koncom augusta minulého roka oznámil zmeny vo svojej menovopolitickej stratégii. Hlavnými zmenami sú zavedenie inflačného cieľa, ktorý má dosiahnuť 2 % „v priemere“ a ciele maximum zamestnanosti.

Prvou zmenou je vnímanie inflačného cieľa. Fed aj naďalej definuje inflačný cieľ vo výške 2 %, ktorý považuje za dostatočne nízky a zároveň bezpečne vzdialený od hrozby deflácie. Zmenou je, že tento cieľ má byť dosiahnutý v priemere v čase. Znamená to, že po období dlhodobo nižšej inflácie ako 2 % bude akceptovať na istý čas mierne vyššiu infláciu ako jej cieľ. Na túto zmenu však nebude Fed používať jeden konkrétny vzorec a necháva si tak voľnosť vyhodnotiť situáciu.

Druhou zmenou je pohľad Fedu na zamestnanosť. Zdôraznil kľúčovú úlohu trhu práce pri vykonávaní jeho mandátu, čo v praxi znamená snahu zvyšovať zamestnanosť na úroveň plnej zamestnanosti. V prípade, že nenastanú výrazné inflačné tlaky vrátane zvýšených inflačných očakávaní, bude Fed pokračovať v uvoľnenej menovej politike aj v prípade, že zamestnanosť sa bude blížiť ku odhadom plnej zamestnanosti alebo ich dokonca prekročí. Dôraz sa kladol aj na podporu zamestnanosti menšín, ktoré pri ekonomickom oživení zvyknú nachádzať prácu neskôr ako väčšinová populácia. Téma trhu práce a podpory zamestnanosti rezonovala najviac aj pri stretnutiach a diskusiách v rámci „FED listens“ iniciatívy, ktorá zbierala podnety občanov na prácu Fedu.

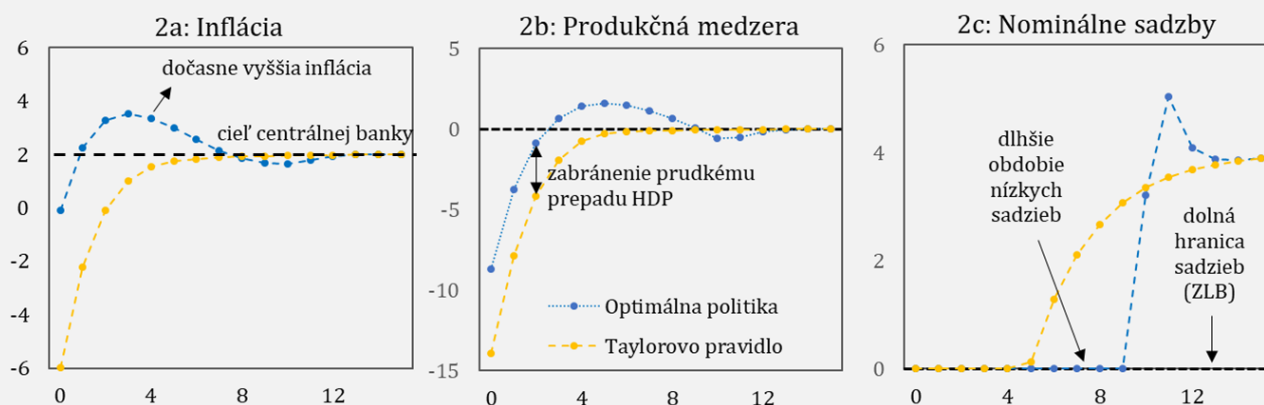
Box 2: Dlhodobo nízke sadzby si vyžadujú rúzne kroky

Od dlhovej krízy sa úrokové sadzby aj v eurozóne pohybujú v okolí nuly. Takáto situácia obmedzuje možnosť centrálnej banky podporiť ekonomiku znížením krátkodobých úrokových mier. V reakcii na to ECB v aktuálnej revízii uvádza, že v situácii dlhodobo nízkych úrokových sadzieb budú reakcie na pokles inflácie cez neštandardné opatrenia razantné a trvácne. Takéto nastavenie menovej politiky môže byť sprevádzané aj dočasnými obdobiami zvýšenej inflácie. Ovplyvňovanie ekonomického vývoja pritom nenastáva zmenou aktuálnych úrokových mier, ktoré sú na nízkych úrovniach, ale najmä signalizáciou vývoja mier v budúcnosti.

Pretrvávajúce prostredie dlhodobo znížených úrokových sadzieb si v prípade obáv z deflácie vyžaduje špeciálne rúzne alebo pretrvávajúcu podporu zo strany centrálnej banky. Ako ukazujú ilustračné prepočty, udržanie úrokovkej sadzby na nule dlhšie (Graf 2c, modrá čiara) ako odporúča bežná prax menovej politiky (tzv. Taylorovo pravidlo, Graf 2c, červená čiara) môže zabrániť prudšiemu prepadu HDP počas krízy. Skoršie uzatvorenie zápornej produkčnej medzery (Graf 2b) znamená dočasné obdobie inflácie mierne nad cieľom (Graf 2a, modrá čiara). Takýto mierny a dočasný nárast inflácie je centrálna banka ochotná akceptovať, lebo pomáha obmedziť prvotný prepád inflácie a HDP (zamestnanosti). Inflácia je tak stabilnejšia okolo cieľa.

Nová signalizácia ECB o budúcom vývoji úrokových sadzieb (forward guidance) spresňuje to, ako plánuje ECB nastaviť úrokové sadzby v budúcnosti vzhľadom na vývoj inflácie. Podľa nového usmernenia by ECB mala byť so zvyšovaním sadzieb síce menej trpezlivá ako optimálny modelový scenár (Graf 2c, modrá čiara), no nepôjde ani o tak skoré zvyšovanie ako pri bežných pravidlách (Graf 2c, červená čiara Taylorovho pravidla). V praxi tak môžu byť úrokové sadzby na súčasných alebo nižších hodnotách aj v momente, keď inflácia bude atakovať 2 percentá a v ďalších rokoch sa bude čakať dokonca aj mierne a dočasné prekročenie cieľa. Súčasná úroveň inflácie v eurozóne atakuje 2 percentá a v ďalších mesiacoch má rásť ďalej. Platí teda, že úrokové sadzby sú na rekordne nízkych hodnotách, pričom inflácia je nad cieľom 2 %. V ďalších rokoch sa však očakáva jej pokles výrazne pod 2 percentá. Zvyšovanie úrokových sadzieb za týchto okolností teda v zmysle usmernenia neprichádza do úvahy.

Graf 2: Reakcia ekonomiky na prudký pokles dopytu (kríza) a následný zásah centrálnej banky.



Zdroj: výpočty NBS.

Poznámka: Simulácie v ekonomickom modeli s nepružnými cenami a racionálnymi očakávaniami. Premenné sú v percentách, po štvrt'rokoch (inflácia a nominálna sadzba sú vyjadrené na ročnej báze). Užitočnosť takto zvolenej stratégie dlhodobejšie znížených sadzieb (modrá čiara, Graf 2c) je možné ilustrovať aj na širšej škále modelov, v ktorých domácnosti a firmy nemajú všetky informácie, konajú zjednodušene a ich očakávania sa preto môžu aj dlhšie líšiť o cieľov centrálnej banky.



Produkčná medzera

Produkčná medzera je relatívnu odchýlkou súčasnej úrovne produkcie HDP v ekonomike od jej potenciálu. V rámci hospodárskeho cyklu sa striedajú obdobia kladnej (prehrievanie ekonomiky) a zápornej (podchladenie ekonomiky) produkčnej medzery. Negatívna produkčná medzera značí nevyužitý potenciál ekonomiky a je s ním spojený nízky rast cien, prípadne ich všeobecný pokles (deflácia).

Prostredie dlhodobo nízkych úrokových sadzieb (ang. Zero/Effective Lower Bound; ZLB/ELB)

Eurozóna sa v tomto prostredí nachádza už takmer 10 rokov približne od veľkej finančnej krízy. ECB po prvý krát znížila úrokovú sadzbu do záporných hodnôt už v júni 2014. Nízke nominálne sadzby nie sú iba rozhodnutím centrálnych bánk, sú spôsobené aj dlhodobými trendami v ekonomike, ktoré tlačia rovnovážnu reálnu úrokovú mieru nadol. Faktormi tohto poklesu sú napríklad pomalší rast produktivity či starnutie populácie v rozvinutých ekonomikách.

Signalizácia budúceho nastavenia menovopolitických nástrojov (ang. forward guidance)

Predstavuje komunikáciu centrálnej banky ohľadom budúceho nastavenia kľúčových úrokových sadzieb alebo nákupu aktív. ECB viaže svoje budúce konanie na vývoj inflácie. Alternatívou by mohol byť vývoj nezamestnanosti, alebo aj konkrétny dátum. Transparentná a predvídateľná komunikácia centrálnej banky pomáha domácnostiam, firmám a investorom v rozhodnutiach a podporuje prenos opatrení menovej politiky do reálnej ekonomiky.



Frankfurtské háčky nie sú oficiálnym stanoviskom Národnej banky Slovenska. Prezentujú názory analytikov úseku meny, štatistiky a výskumu (ÚMS). Materiál neprešiel jazykovou úpravou. Šfrenie je povolené bez predchádzajúceho súhlasu, avšak s uvedením zdroja „Analytici ÚMS“.