

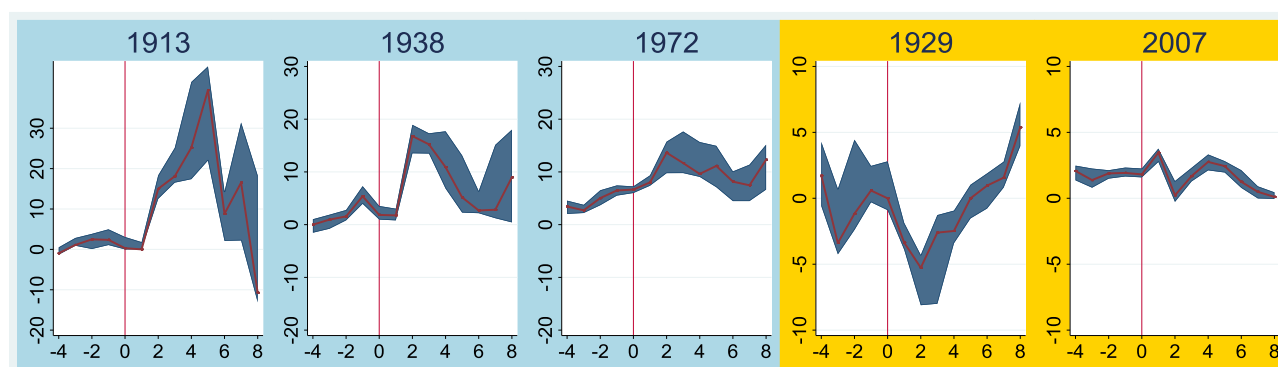
Príbehy dopytových a ponukových kríz

Veľké globálne krízy môžu vzniknúť šokom na strane ponuky, alebo na strane dopytu. Historické časové rady zo svetovej ekonomiky od začiatku 20. storočia nám ponúkajú päť veľkých kríz oboch typov. V tomto komentári nechávame rozprávať samotné dáta, ktoré nám ukazujú dva rôzne príbehy tak povediac „z vtáčej perspektívy“ a naznačujú v čom je súčasná koronakríza iná.

Súčasná pandémia je z ekonomického hľadiska inou krízou než sme boli svedkami vo väčšine prípadov svetových kríz. Typická strata dôvery v ekonomike bola dôsledkom ponukového šoku, a nie prvotným zdrojom šoku, ako tomu bolo v prípade finančnej a ekonomickej krízy v roku 2008, či Veľkej hospodárskej krízy po roku 1929. Pôvodným zdrojom šoku je v tomto prípade priame obmedzenie ekonomickej aktivity v dôsledku sťaženia výroby, poskytovania služieb, či inej aktivity firiem a domácností. „Zásahom vyššej moci“ sa tak narušili tradičné dodávateľsko-odberateľské vzťahy, dlhodobé medzinárodné obchodné vzťahy spoločností, ako aj zamestnávateľsko-zamestnanecké vzťahy. Toto narušenie vzťahov následne vyvolalo krízu dôvery, ktorá iniciovala dopytový šok. Pandemická kríza je preto určitou kombináciou ponukových a dopytových šokov.

Práve nezvyčajnosť takéhoto druhu ekonomického šoku spôsobuje neistotu ohľadne charakteru obnovy po odznení pandémie, ako aj ohľadne vhodnej reakcie fiškálnej a menovej politiky. Nechávame preto rozprávať dáta, ktoré o historických globálnych dopytových a ponukových šokoch kreslia rozdielne príbehy. Od začiatku 20. storočia sme vo svete boli svedkami troch masívnych globálnych ponukových šokov a dvoch taktiež globálnych a taktiež masívnych dopytových šokov. Globálne ponukové šoky predstavujú obdobia prvej a druhej svetovej vojny a prvého ropného šoku. Globálne dopytové šoky zas hospodársku krízu na začiatku 30-tych rokoch 20. storočia a globálnu finančnú a hospodársku krízu v roku 2008.

Graf 1: Inflácia (CPI)



Zdroj: Jordà-Schularick-Taylor Macrohistory Database.

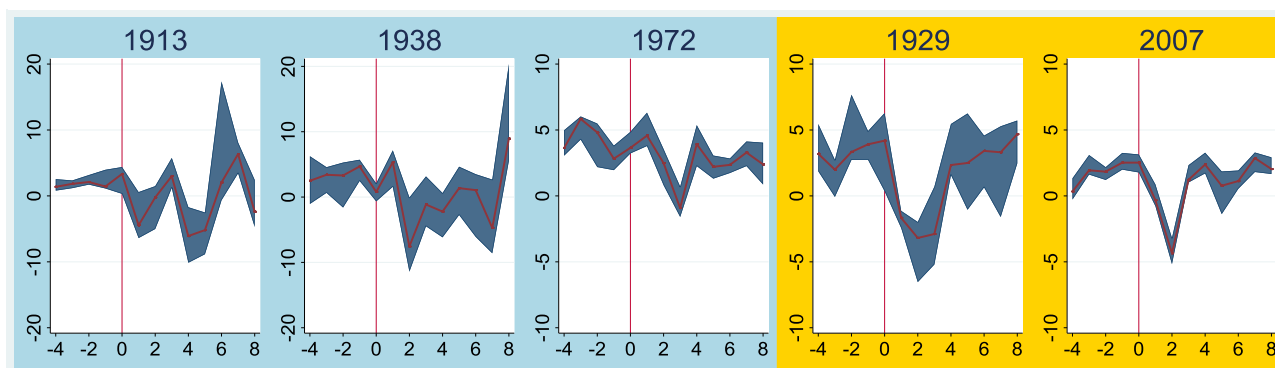
Poznámka: Vertikálna čiara označuje posledný rok pred prvým krízovým rokom. Pásma okolo strednej hodnoty predstavuje medzikvartilný rozptyl rastu trinástich európskych krajín, pre ktoré databáza obsahuje údaje.*

Analytické komentáre nie sú oficiálnym stanoviskom Národnej banky Slovenska. Prezentujú názory analytikov úseku meny, štatistiky a výskumu (ÚMS). Šírenie je povolené bez predchádzajúceho súhlasu, avšak s uvedením zdroja „Analytici ÚMS“. Ak nie je uvedené inak, časové rady sú sezónne očistené použitím vlastných sezónnych modelov.

Ponukové šoky dvoch svetových vojen a ropnej krízy boli v horizonte 2-3 rokov silno inflačné, naproti tomu dopytové šoky prirodzene deflacioné, respektíve až deflačné (graf 1). Rozsah reakcie bol rozdielny, no trend zreteľne ukazuje vzťah medzi typom šoku a jeho charakterom. Koniec ponukovej recesie sa prirodzene prelína s potrebou rozsiahlej obnovy hospodárstva mobilizáciou zdrojov, prípadne reštartom produktivity práce, ktoré dokážu zabezpečiť dostatočné výnosy na sanáciu vzniknutých škôd, respektíve vyššieho verejného dlhu. Zvýšenú infláciu po pandémie v dôsledku návratu silného reálneho rastu ekonomickej aktivity v prostredí masívnych stimulov, podobne ako po svetových vojnách, chápajú ako najpravdepodobnejší a najlepší zo zlých variantov vo svojich komentároch aj Goodhart a Pradhan (2020) alebo Blanchard (2020).

Pri HDP na obyvateľa je vidieť rýchle nahrádzanie krátkodobého výpadku alternatívnou ekonomickou aktivitou, v prípade vojny pravdepodobne prechodom na ťažký priemysel (zbrojenie). Dlhodobejšiu recesiu zas pozorujeme pri silnom dopytovom šoku, kedy sa dôvera v hospodárstvo neobnovila tak rýchlo a po obnove dosahuje podobné rasty ako pred krízou. Naopak, v čase odznenia hrozby, ktorá iniciuje ponukový šok, dostáva sentiment nový impulz a ekonomická aktivita prudko stúpa (graf 2, vľavo). Koniec vojny je jednoznačne takýmto impulzom, všeobecne dostupná a efektívna vakcína na vírus, ktorý spôsobuje dlhotrvajúcu pandémiu, môže mať obdobný katalyzačný efekt na ekonomiku.

Graf 2: Rast reálneho HDP na obyvateľa

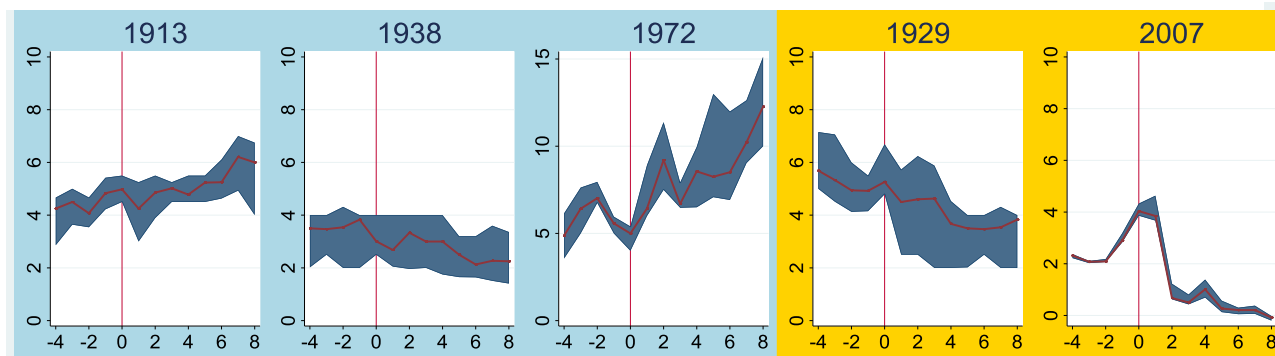


Zdroj: Jordà-Schularick-Taylor Macrohistory Database.

Poznámka: Vertikálna čiara označuje posledný rok pred prvým krízovým rokom. Pásмо okolo strednej hodnoty predstavuje medzikvartilný rozptyl rastu trinástich európskych krajín, pre ktoré databáza obsahuje.*

Pri oboch dopytových šokoch mali centrálné banky prirodzenú tendenciu stláčať krátkodobé úrokové sadzby smerom nadol uvoľňovaním menovej politiky. Naopak, pri ponukovom šoku je síce možné stabilizovať ekonomickú aktivitu expanzívnou politikou, no ak je cieľom stabilizovať infláciu, uvoľnenie menovej politiky ide presne proti tomuto cieľu. Historické súvislosti (motivácia podporiť ekonomiku počas vojny do najväčšej možnej miery) napovedajú, že protichodnosť týchto dvoch stabilizačných cieľov mohla stáť za nevýrazným pohybom sadzieb počas vojnových období (graf 3). Na druhej strane, počas ropnej krízy a prevládajúceho monetarizmu 70-tych rokov bola prioritou cenová stabilita, a teda silná reštrikcia menovej politiky. Tá vyústila do strmého rastu úrokových sadzieb.

Graf 3: Nominálne krátkodobé úrokové sadzby

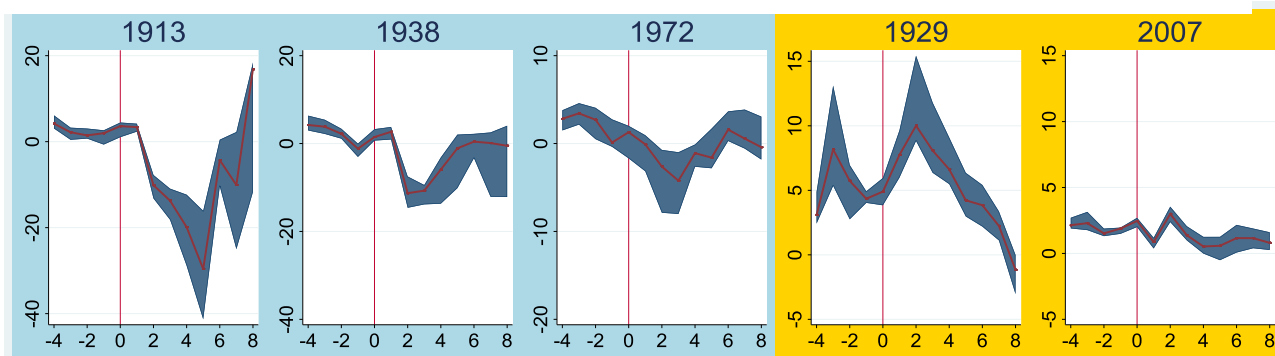


Zdroj: Jordà-Schularick-Taylor Macrohistory Database.

Poznámka: Vertikálna čiara označuje posledný rok pred prvým krízovým rokom. Pásмо okolo strednej hodnoty predstavuje medzikvartilný rozptyl trinástich európskych krajín, pre ktoré databáza obsahuje údaje.

Kombinácia vývoja inflácie, krátkych úrokových sadzieb a transmisného mechanizmu z princípu určuje reakciu reálnych úrokových sadzieb (graf 4). Tie počas vojen klesajú hlboko pod nulu, čo potvrdzuje preferenciu motivovať k spotrebe a stabilizovať ekonomickú aktivitu. Naopak, v časoch ekonomickej neistoty, a poklesu inflácie, reálne sadzby krátkodobo rastú a po zistení rozsahu dopytového šoku a prispôbení očakávaní klesajú smerom k nule.

Graf 4: Reálne dlhodobé úrokové sadzby

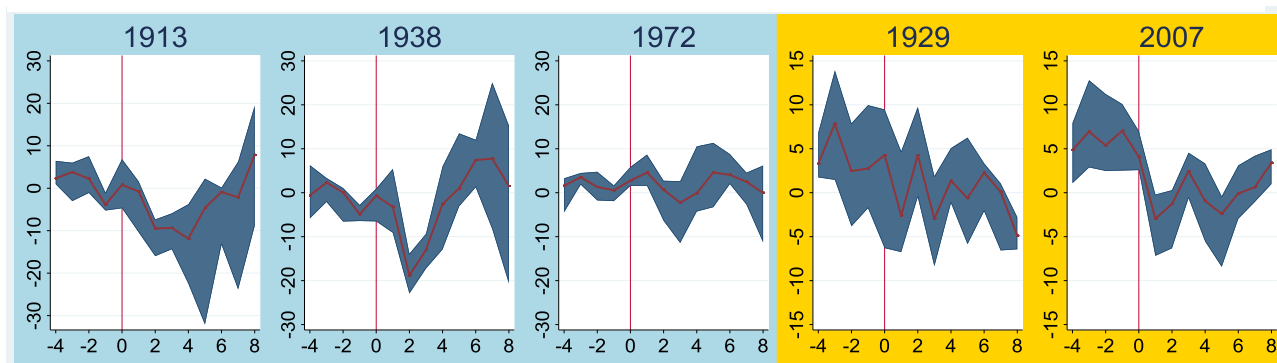


Zdroj: Jordà-Schularick-Taylor Macrohistory Database.

Poznámka: Vertikálna čiara označuje posledný rok pred prvým krízovým rokom. Pásma okolo strednej hodnoty predstavuje medzikvartilný rozptyl dvanástich európskych krajín, pre ktoré databáza obsahuje údaje.*

Rozpoznateľným znakom pohybu cien nehnuteľností po dopytovom šoku býva zastavenie ich rastu, respektíve prepád alebo dlhšia stagnácia (graf 5). To je prirodzene spojené so spotrebiteľskou neistotou, a s dopadmi na trhu práce. V prípade vojnových rokov zas dochádza aj k fyzickému poškodeniu majetku či poklesu disponibilného stavu bytového fondu. Cena preto nestúpa a v dôsledku vysokej inflácie reálne klesá.

Graf 5: Reálny rast cien nehnuteľností



Zdroj: Jordà-Schularick-Taylor Macrohistory Database.

Poznámka: Vertikálna čiara označuje posledný rok pred prvým krízovým rokom. Pásma okolo strednej hodnoty predstavuje medzikvartilný rozptyl rastu desiatich európskych krajín (pre ponukové šoky deviatich), pre ktoré databáza obsahuje údaje.*

Záver

Mini prípadová štúdia globálnych ponukových a dopytových šokov od začiatku minulého storočia naznačuje, že medzi týmito dejinnými udalosťami existujú zásadné rozdiely. V prípade globálnych šokov na strane ponuky výrazne rástla inflácia, kým v prípade šokov v dopyte inflácia prirodzene klesala. Reakcia menovej politiky preto tiež bola rozdielna. Kým v prípade dopytových šokov klesali krátkodobé sadzby k nule, v prípade šokov na ponukovej strane bol primárny cieľ stabilizovať ekonomickú aktivitu (to je možné len na úkor cenovej stability). Rozdielne trajektórie inflácie a krátkych sadzieb mali následne dopad na väčšinu reálnych veličín, ktoré sa dokážu prispôbiť len pomaly a obmedzene (napríklad dlhodobé úrokové sadzby, či ceny nehnuteľností). **Návrat k historickým súvislostiam nám môže ukázať, prečo súčasná (ponukovo-dopytová) kríza pandemického pôvodu môže byť z hľadiska ekonomických dopadov iná ako tie, čo sme doteraz zažili.**

* Jordà-Schularick-Taylor (2017) makro-historická databáza obsahuje historické údaje pre nasledovných 13 európskych krajín: Belgicko, Dánsko, Fínsko, Francúzsko, Nemecko, Taliansko, Holandsko, Nórsko, Portugalsko, Španielsko, Švédsko, Švajčiarsko a Veľká Británia.

Literatúra:

Ashworth, J. a Goodhart Ch. (2020) The surprising recovery of currency usage. *International Journal of Central Banking*, 16 (3). s.239-277

Blanchard O. (2020): Is there deflation or inflation in our future? VoXEU CEPR.

Goodhart Ch. a Pradah, M. (2020): Future imperfect after coronavirus. VoXEU CEPR.

Jordà, Ò., Schularick, M. a Taylor, A.M. (2017): Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts. NBER Macroeconomics Annual 2016, volume 31, edited by Martin Eichenbaum and Jonathan A. Parker. Chicago: University of Chicago Press.

Matej Vanko, Pavel Gertler

analytici@nbs.sk