



Výzvy menovej politiky z pohľadu malej otvorenej ekonomiky

Národná banka Slovenska zorganizovala v dňoch 23. a 24. novembra 2016 v poradí štvrtú výskumnú konferenciu, tentokrát na tému výziev menovej politiky a možností netradičných menových politík z pohľadu malej otvorenej ekonomiky pod názvom *Monetary Policy Challenges from a Small Country Perspective*. Na konferencii vystúpilo 24 zahraničných a domácich výskumníkov z univerzít, centrálnych bánk a medzinárodných inštitúcií.

Konferenciu otvoril guvernér NBS Jozef Makúch. Vo svojom úvodnom vystúpení zdôraznil, že „v súčasnosti prežívame výnimočné časy z pohľadu inovácií nástrojov menovej politiky. O fungovaní nových nástrojov vieme oveľa viac, než keď ECB rozbíhala program nákupu aktív, ale mnohé otázky sú stále otvorené. Veľa zaujímavých otázok sa týka práve malých otvorených ekonomík s menej likvidnými finančnými trhmi, ako je aj Slovensko.

S hlavnými príspevkami na konferencii vystúpili Randall Kroszner, profesor ekonómie na Chicago Booth School of Business a bývalý člen Rady guvernérov Federálneho rezervného systému, a Andrew Filardo, riaditeľ odboru menovej politiky Banky pre medzinárodné zúčtovanie (BIS) a bývalý člen zboru ekonomických poradcov prezidenta USA.

Profesor Kroszner vo svojej prednáške pripomenul, že počas krízy sú potrebné aj výnimočné opatrenia a je povinnosťou centrálnych bánk využiť svoje právomoci na odvrátenie negatívnej dlhovej a deflačnej špirály. Tieto výnimočné opatrenia sú však len dočasné a nedá sa na ne spoliehať dlhodobo. V diskusii s Ľubošom Pástorom, členom Bankovej rady NBS, profesor Kroszner zdôraznil potrebu



Konferenciu otvoril guvernér NBS Jozef Makúch.

porozumieť aj nezamýšľaným dôsledkom politiky, ktoré sa môžu prejaviť až v dlhšom období.

Andrew Filardo z BIS sa venoval optimálnemu nastaveniu cieľov menovej politiky. Argumentoval, že centrálné banky sa musia okrem cenovej stability snažiť dosiahnuť aj finančnú a kurzovú stabilitu. Pri optimálnom rámci sa nástroje menovej politiky a makroprudenciálnej politiky navzájom dopĺňajú, kým v nepriaznivom prípade si môžu konkurovať.

Ďalšími témami, o ktorých sa diskutovalo, boli odhady vplyvov jednotlivých netradičných menových politík na infláciu, rast ekonomiky a nezamestnanosť, otázky správneho načasovania a poradia implementácie netradičných menových politík, príčiny a dôsledky súčasnej nízkej inflácie, dôležitosť komunikácie centrálnej banky ako jedného z nástrojov menovej politiky a otázky transmisie menovej politiky v malých otvorených ekonomikách.

V sekcii o vplyve netradičných menových politík sa autori zhodli, že pozorujeme expanzívny vplyv týchto politík na ekonomiku. Veľkosť vplyvu závisí od mnohých faktorov, ktoré sa v minulosti nebrali do úvahy, ako sú napr. preferencie investorov pre konkrétne segmenty dlhopisového trhu, (Pokračovanie na 3. str. obálky)



Prvý deň konferencie vystúpil s hlavným príspevkom Randall Kroszner z Chicago Booth School of Business (prvý zľava). Do diskusie sa zapojil Ľuboš Pástor, člen Bankovej rady NBS, sekcii predsedal Martin Šuster, riaditeľ odboru výskumu NBS.



Výzvy menovej politiky z pohľadu malej otvorenej ekonomiky

(Pokračovanie z 2. str. obálky)

koncentrácia vlastníctva dlhopisov, podiel zahraničných vlastníkov alebo spôsob formovania očakávaní. Prezentáciu zameranú na Slovensko mala Adriana Lojschová z NBS. Ukázala, že zvýšenie likvidity, resp. zdrojov v bankovom sektore pri kvantitatívnom uvoľňovaní má pozitívny vplyv na úvery slovenským domácnostiam. Podobný, aj keď kvantitatívne menší, je aj efekt na úvery nefinančným spoločnostiam.

Martina Jančoková z ECB upozornila na nedostatky v bežne používaných analytických a predikčných modeloch. Modely často nesprávne pokladajú zahraničné alebo globálne šoky za individuálne domáce šoky, čo môže tvorcov politiky viesť k príliš aktivistickým politikám. Jarko Fidrmuc zo Zeppelin University sa venoval vplyvu regulácií Bazileja III na ekonomickú výkonnosť. Literatúra sa zhoduje, že krátkodobé vplyvy sú negatívne, ale veľkosť týchto vplyvov identifikujú jednotliví autori rôzne. Autori z komerčných bánk zvyknú odhadovať podstatne väčšie vplyvy než výskumníci z medzinárodných inštitúcií.

Viacerí prezentujúci argumentovali, že centrálna banka by počas hospodárskeho cyklu mala prihliadať aj na iné premenné okrem inflácie. Konkrétne jedným z cieľov centrálnej banky by mohla byť aj stabilizácia reálnej ekonomiky a/alebo rast peňažnej zásoby. Alternatívny návrh je namiesto inflácie cieľovať cenovú hladinu.

Jedným zo záverov sekcie o prepojení menovej politiky a finančnej stability je, že nástroje menovej politiky priamo vplyvajú na finančnú stabilitu (a naopak), ale rýchlosť reakcie a jej trvanie sa rôznia. Menová politika ovplyvňuje finančný cyklus po dlhšom období, ale perzistentne. Zato makroprudenciálna politika má rýchlu reakciu, ale krátkodobejšiu. Medzi menovými a finančnými cieľmi existuje aj určitá konkurencia – čím je centrálna banka konzervatívnejšia z pohľadu inflácie, tým vyššia môže byť hrozba finančnej krízy. Na druhej strane pri vhodnom nastavení sa makroprudenciálna a menová politika môžu navzájom dopĺňať pri vyhladzovaní finančných aj reálnych cyklov.

Sekcia o malých otvorených ekonomikách pripomenula, že jedným z nástrojov, ktoré je možné použiť namiesto kvantitatívneho uvoľňovania alebo ovplyvňovania očakávaní, je intervencia na devízovom trhu. Intervencia na oslabenie vlastnej meny môže byť v zásade neobmedzená, centrálna banka však často berú do úvahy možné kurzové straty a svoju vlastnú kapitálovú vybavenosť. Zároveň v niektorých krajinách treba zohľadniť menej likvidné kapitálové trhy alebo iné obmedzenia transmisného mechanizmu. Preto niektoré netradičné menové politiky nebudú mať v malých ekonomikách želaný vplyv.

Počas konferencie viceguvernér NBS Ján Tóth diskutoval s účastníkmi o optimálnom poradí ne-



Na tému vplyvu netradičných politík na malé otvorené ekonomiky diskutovali (sprava) Andreas Wörgötter z OECD, Adriana Lojschová z NBS, Soňa Muzikárová z MF SR a Julien Pinter z Universitě Paris 1.

tradičných menových politík. Väčšina diskutujúcich sa zhodla, že prvým nástrojom by mala byť tzv. forward guidance, čiže signalizácia budúceho nastavenia menovej politiky. V prípade potreby nasledujú negatívne úrokové sadzby a kvantitatívne uvoľňovanie. Ďalšími nástrojmi, ktoré preferovala iba časť publika, je koordinácia s vládou na expanzívnej fiškálnej politike a priame motivácie požičiatvať podnikom. Nástroje, ktoré si nezískali podporu účastníkov, sú manažment dlhodobých úrokových sadziieb a najmä tzv. helikoptérové peniaze.

Počas konferencie bola slávnostne udelená cena guvernéra NBS za najlepšiu dizertačnú alebo diplomovú prácu ekonomického zamerania.

Martin Šuster
Národná banka Slovenska

Foto: Roman Benický



Andrew Filardo z BIS (prvý sprava) sa venoval optimálnemu nastaveniu cieľov menovej politiky, za predsedníckym stolom spolu s Jánom Tóthom, viceguvernérom NBS.