



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM



Doterajšia skúsenosť Slovenska s eurom

12.10. 2021

Ján Tóth



- Euro, resp. chýbajúcu pružnosť nominálneho výmenného kurzu, sme mohli na Slovensku pociťovať už od 2. polroka 2008.
- **V rovnakom období však prepukla globálna recesia.**
- Globálna recesia – jedinečná udalosť z hľadiska rozsahu.
- Doterajšia skúsenosť Slovenska s eurom bola ovplyvnená týmto nezvyčajným vonkajším šokom – **„priemerná“ dlhodobá skúsenosť sa preto môže odlišovať od doterajšej skúsenosti.**
- Rozdielnosť kvality podnikateľského prostredia môže takisto takéto porovnanie spraviť menej vypovedateľným



- **Ekonometrický prístup** (syntetická kontrolná metóda),
 $SK = 61\% BL + 24\% CZ + 15\% PL$
- **Porovnanie s ČR**, $SK = CZ$ (krajiny výnimočne podobné v štruktúre ekonomiky)



Porovnanie dnešného SK s hypotetickým SK bez eura

- Žudel (IFP, 2016): benefity sa mohli dostaviť už pred zavedením eura (identifikuje výrazné benefity)

HDP o 10% vyššie do roku 2011, z toho 2/3 zmeny nastali už pred zavedením eura v roku 2008

Ale benefity eura sa nedajú rozlíšiť od benefitov reforiem (ktoré boli koncentrované práve v období pred eurom) – výsledky preto zrejme výrazne skreslené, nakoľko ten rozdiel môže merať výhody reforiem (namiesto eura)

- NBS (2018): počíta benefity od 2009

rast SK v porovnaní so syntetickým SK vyšší o 0,17% ročne (povôdné predpoklady NBS: 0,4-1% rýchlejšie ročne) -> **euro mohlo mať výhody, ale nižšie ako predpokladané**

Zavedenie eura sa prelínalo s globálnou krízou



- Globálny šok vyvolaný ekonomickou krízou zdôraznil nedostatočnú pružnosť (reálneho) výmenného kurzu.
- Stabilita reálneho výmenného kurzu nebola dosiahnutá, dôležití obchodní partneri SK si ponechali lokálne meny a oslabili.
- V skutočnosti neexistencia národnej meny mohla zvýšiť volatilitu reálneho výmenného kurzu.
- **“Očistenie skúsenosti o vplyv krízy” - porovnanie s podobnou ekonomikou (ČR).**



- Kde vedela menová politika viac podporiť ekonomiku?
- Krátka rekapitulácia pokrízového obdobia (do fixovania CZK)
- Inflácia
- Investície
- Ceny a mzdy
- Dlhodobý pohľad – to najdôležitejšie



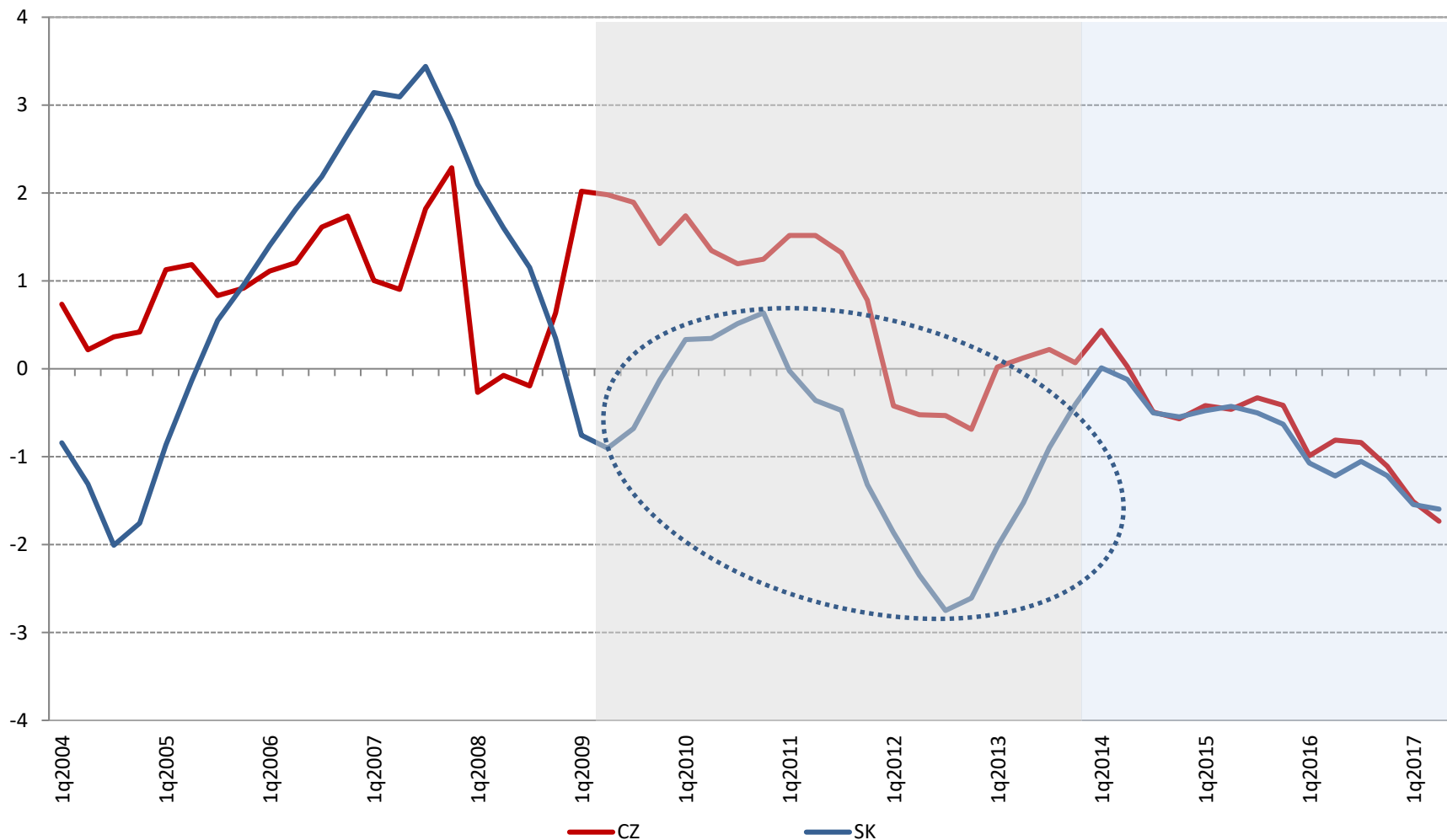
Reálne menové podmienky

Poznámka: ČNB: intervencie na „zafixovanie“ slabého kurzu od novembra 2013 do apríla 2017, CZK oslabila o cca 5%

Prechodne vyššia inflácia v SR vytvárala väčší priestor pre pohyb reálnej úrokovej sadzby (obmedzenie ZLB)



Reálne úrokové sadzby (3M, %)



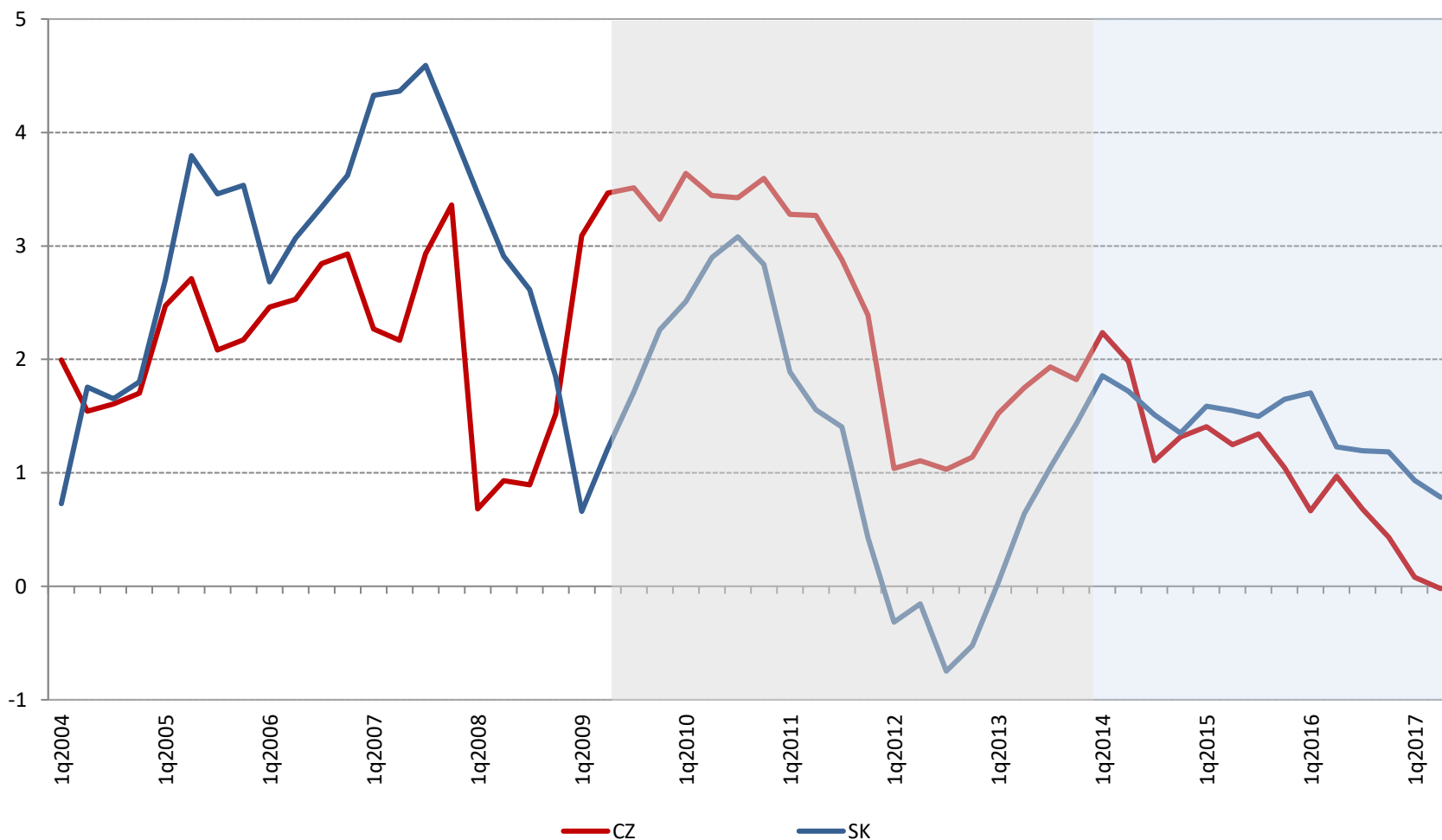
Zdroj: Eurostat, ČNB, NBS, výpočty NBS.

Poznámka: 3M MM deflovaný HICP bez potravín a energií.

V realite (úročenie nových úverov) sa zlacnilo viac v ČR *po intervenciách*



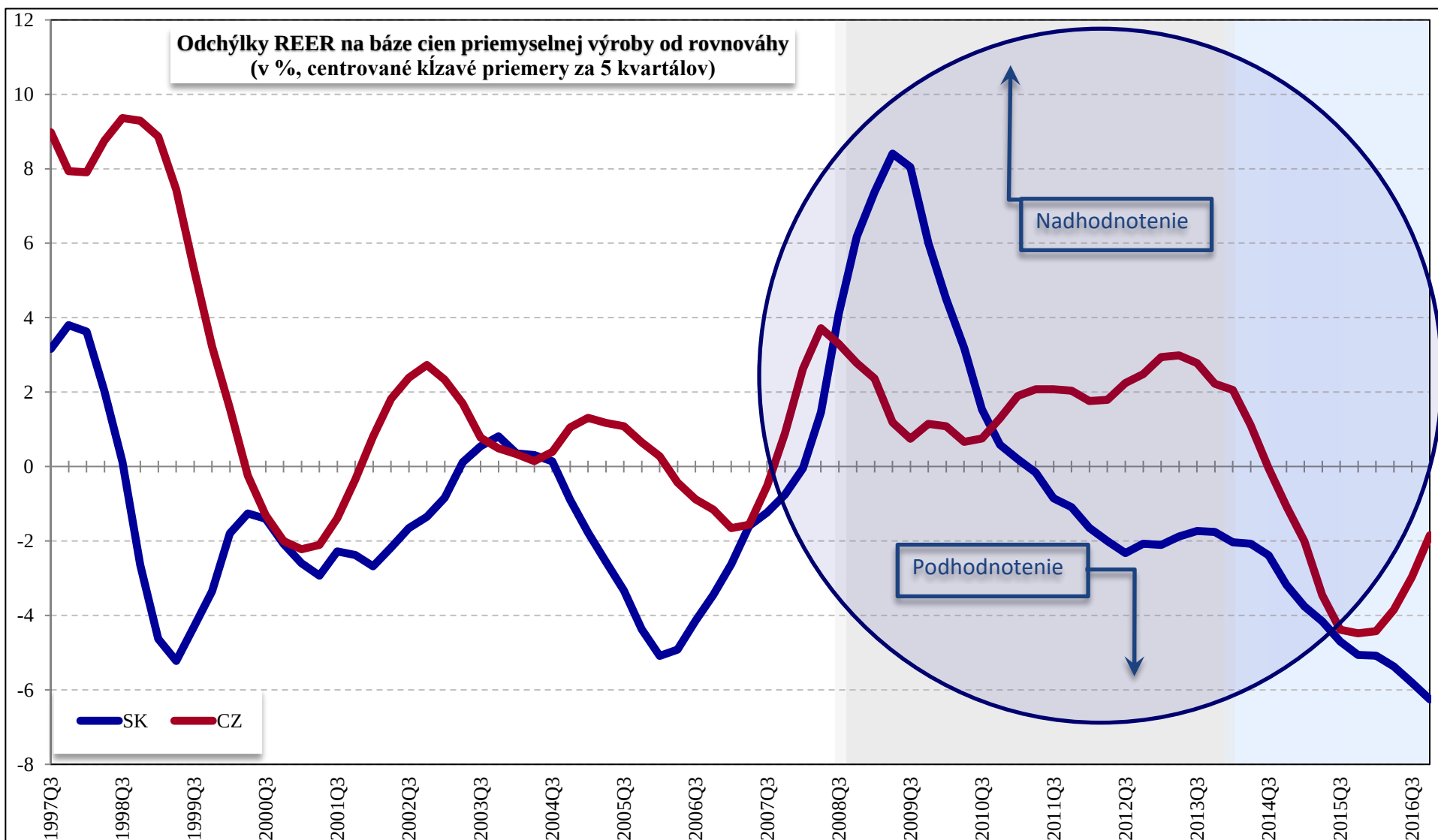
Reálne úrokové sadzby (%)



Zdroj: ČNB, NBS, výpočty NBS.

Poznámka: Deflované HICP bez potravín a energií.

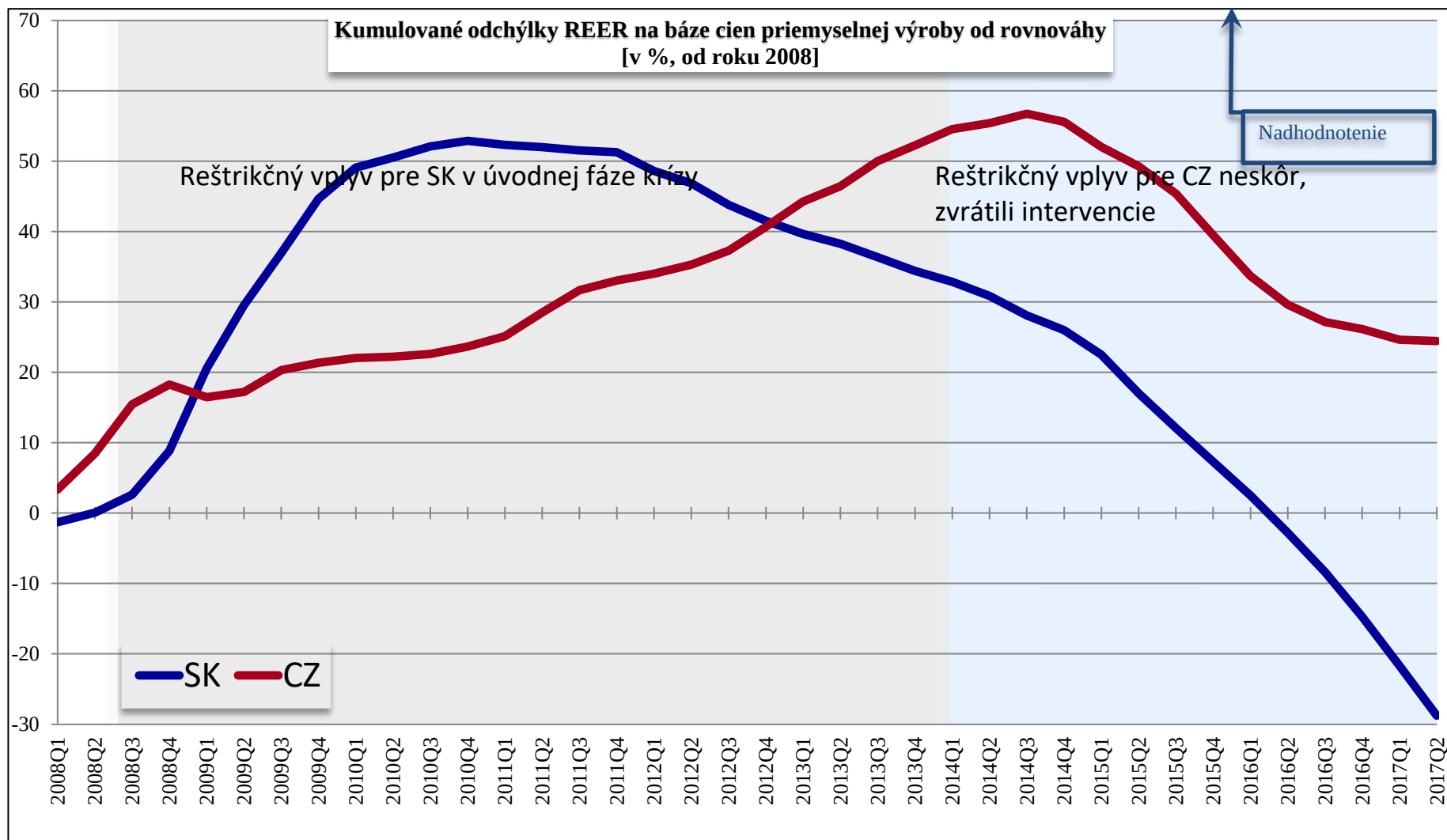
Volatilnejší reálny výmenný kurz na Slovensku (vyššie nadhodnotenie a väčšie podhodnotenie)



Zdroj: ČNB, NBS. **Len na interné účely!**

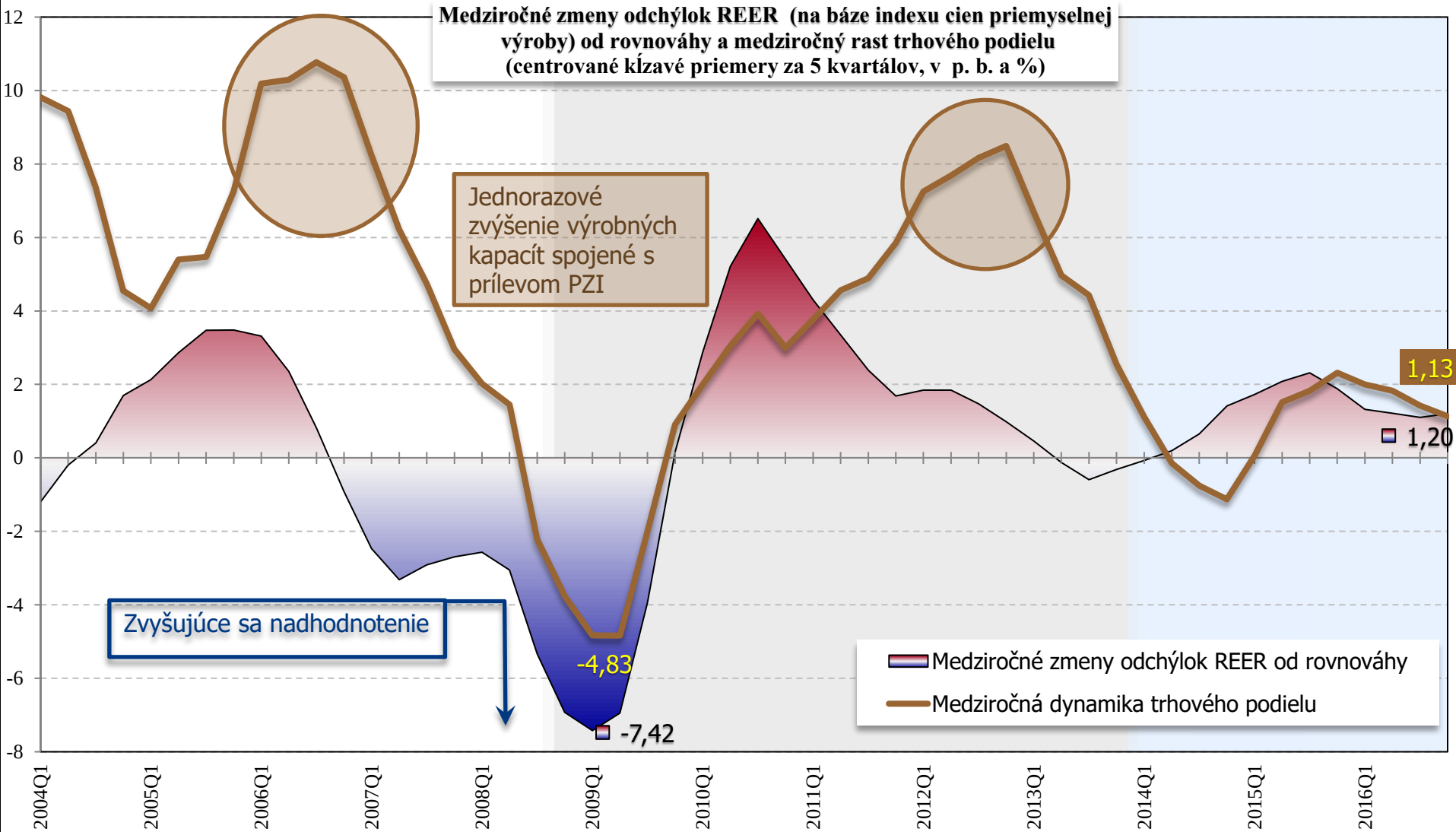
Poznámka: Centrované klzavé priemery za 5 kvartálov, hranica intervencií pre CZK od 2013Q4, CZ – bilaterálny RER CZK/EUR.

Kumulatívne odchýlky reálneho kurzu od 2008



Zdroj: ČNB, NBS. **Len na interné účely!**

SR: na začiatku krízy výmenný kurz reštriktívny, teraz vplýva expanzívne na exportnú výkonnosť



Zdroj: ECB, Eurostat, výpočty NBS.

Poznámka: REER na báze indexu cien priemyselnej výroby, centrované klzavé priemery za 5 kvartálov.

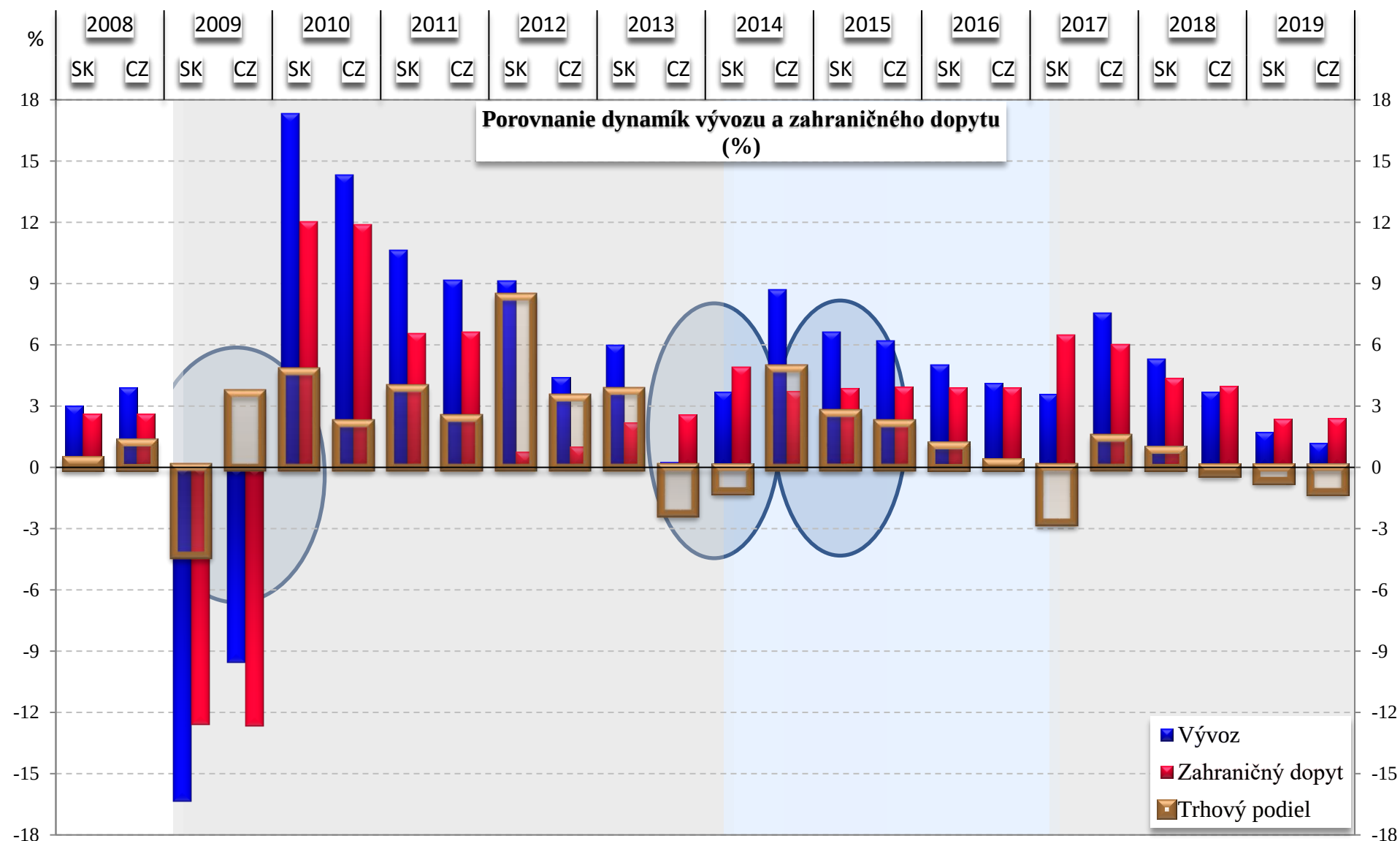


- Menová politika v CZ mohla využiť kurzový kanál v časoch, kedy úrokový kanál sa v Európe „upchal“
- Menová politika mohla v CZ kurzovým kanálom uvoľniť menové podmienky prudšie (a viac ?) ako QE v SK.
- Nadhodnotený SK utlmoval ekonomiku, ale neskôr sa dostal do stimulujúcej fázy podhodnotenia. CZ musela intervenovať, aby svoj kurz posunula do väčšieho podhodnotenia.



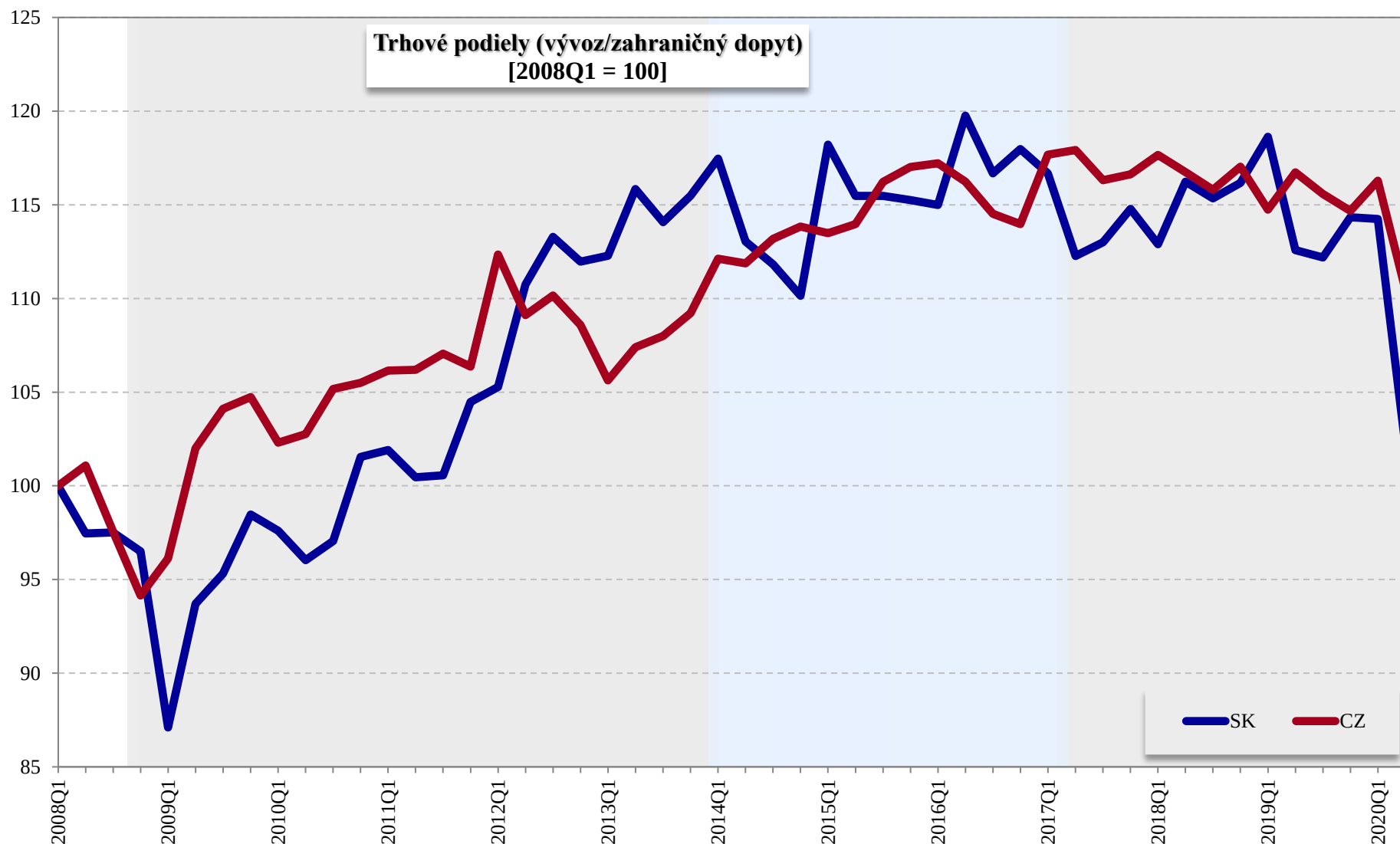
Krátka rekapitulácia pokrízového obdobia

Kvôli exportom výraznejšia recesia aj zotavenie po kríze v SR, ČR neskôr pomáhal fixný kurz



Zdroj: ECB, Eurostat, výpočty NBS.

Trhové podiely sa podobne zvýšili v dlhodobom horizonte (do korona krízy)



Zdroj: ECB, Eurostat, výpočty NBS.

Dopad globálneho obchodu na exportnú výkonnosť



- Pokrízové obdobie: SK export zaznamenal zlepšenie. Napriek zavedeniu eura, trhové podiely mimo EA sa zvýšili. Ku koncu obdobia sa už intra EA výkonnosť začala relatívne (voči Extra EA) zlepšovať
- CZK fix: výmenný kurz pomohol udržať exportnú výkonnosť od roku 2014 na vyšších dynamikách, dokonca so zlepšením trhových podielov.

SK

Reálny export, ESA s.c. 2015			
Priemerný medziročný rast [%]	2000-2007	2010-2013	2014-2019
Celkový export	15,5	10,7	4,3
Intra EA	15,3	8,9	5,9
Extra EA	15,7	12,3	3,0

Trhové podiely			
Priemerný medziročný rast [%]	2000-2007	2010-2013	2014-2019
Spolu	7,5	5,1	0,0
Intra	9,9	4,6	1,6
Extra	4,7	5,5	-1,4

CZ

Reálny export, ESA, s.c. 2015			
Priemerný medziročný rast [%]	2000-2007	2010-2013	2014-2019
Celkový export	12,9	7,0	5,2

Trhové podiely			
Priemerný medziročný rast [%]	2000-2007	2010-2013	2014-2019
Spolu	5,8	1,4	1,2

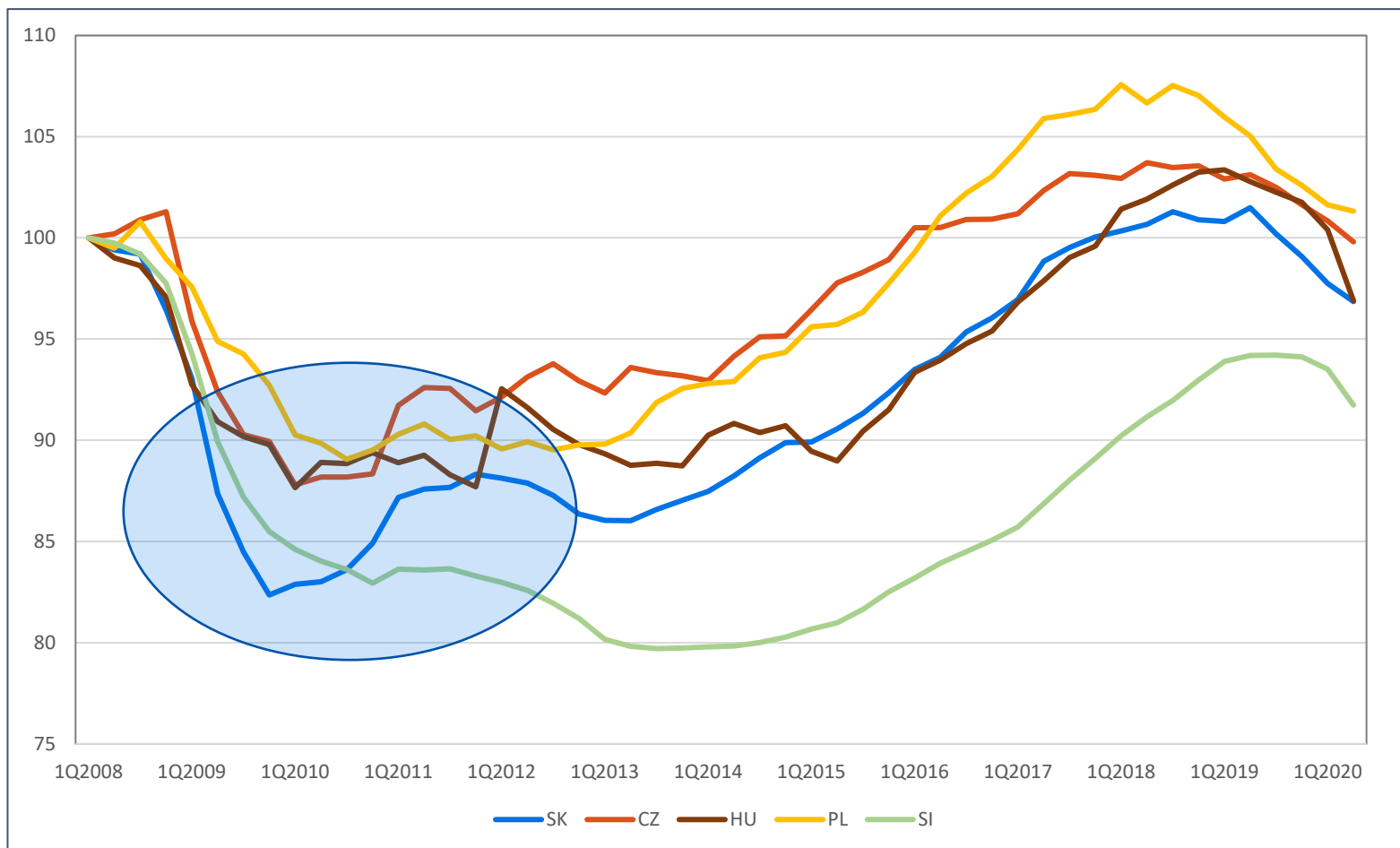
Zdroj: Eurostat, výpočty NBS.

Spomedzi V5 bola silnejšia korekcia zamestnanosti v priemyselnej výrobe v krajinách eurozóny



- Neskôr SK postupne dobiehala CZ (ale nedobehla úplne).

Vývoj zamestnanosti v priemyselnej výrobe (index 2008Q1=100)



Zdroj: Macrobond, výpočty NBS.

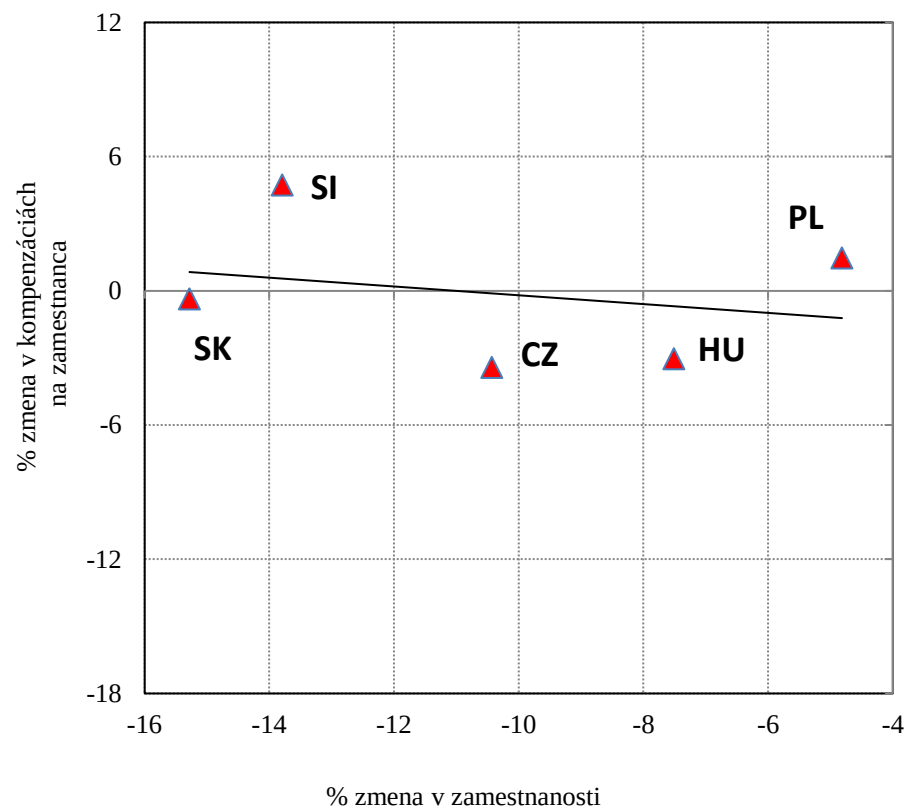
Slove(i)nské podniky zareagovali na krízu prepúšťaním, mzdy sa takmer nezmenili



Mzdová flexibilita v lokálnej mene podobná

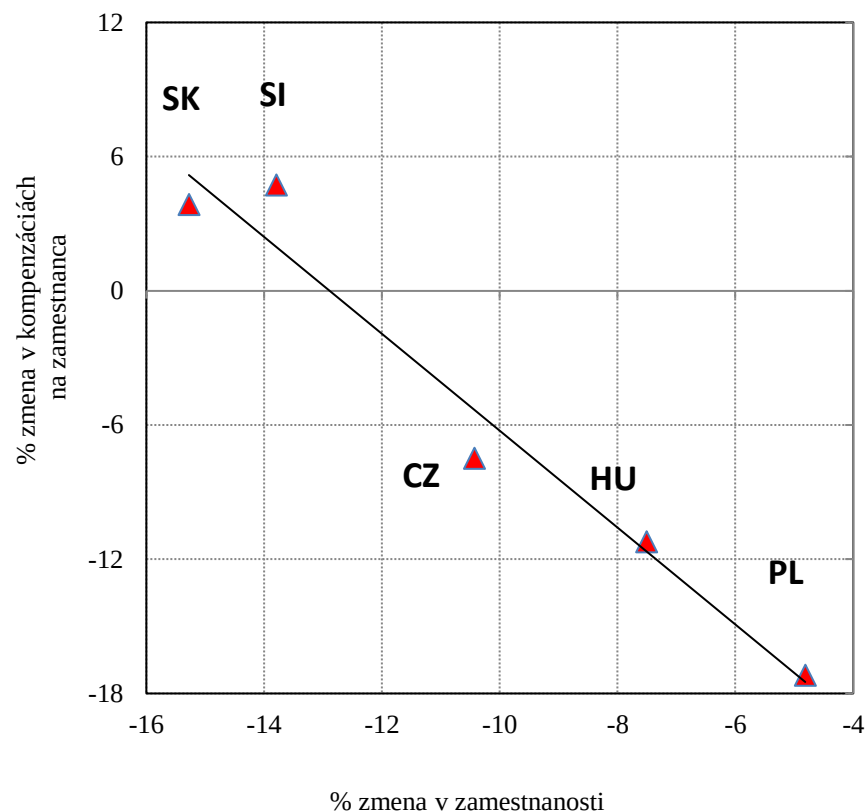
Mzdová flexibilita v EUR nižšia v SK a SL

Zmena v zamestnanosti a kompenzácií na zamestnanca v
národnej mene v priemyselnej výrobe (2Q2008-4Q2009)



Zdroj: Eurostat, výpočty NBS.

Zmena v zamestnanosti a kompenzácií na zamestnanca
v EUR v priemyselnej výrobe (2Q2008-4Q2009)



Zdroj: Eurostat, výpočty NBS.



Väčšie negatívne prekvapenie na začiatku krízy v SR

V rokoch 2008 - 2010 bol reálny rast HDP horší ako očakávaný (kumulatívne) o 10,9 % v ČR a 15,8 % v SR.

	2008	2009	2010
Predikovaný rast ČR	4,1	3,6	4,1
Skutočný rast HDP	3,1	-4,5	2,5
Rozdiel	-1,0	-8,1	-1,6
Zdroj: predikcia ČNB (7/8/2008)			
Predikovaný rast SR	7,6	6,6	6,4
Skutočný rast HDP	5,8	-4,9	4,4
Rozdiel	-1,8	-11,5	-2,0
Zdroj: predikcia NBS (P3Q-2008)			

HDP – kumulatívna predikčná chyba (p. b.)



Zdroj: NBS, ČNB, výpočty NBS.

Aké rýchle bolo zotavenie?



Menšie negatívne prekvapenie neskôr v SR

V súčasnosti relatívne výraznejšie oživenie na Slovensku v porovnaní s predikciami (-4,1 % v ČR a -2,3 % v SR).

	2011	2012
Predikovaný rast ČR	1,8	2,9
Skutočný rast HDP	1,8	-1,2
Rozdiel	0	-4,1

Zdroj: Predikcia ČNB (5/8/2010)

	2011	2012
Predikovaný rast SR	3,0	4,1
Skutočný rast HDP	3,2	2,0
Rozdiel	+0,2	-2,1

Zdroj: Predikcia NBS (P3Q-2010)

HDP – kumulatívna predikčná chyba (p. b.)



Zdroj: NBS, ČNB, výpočty NBS.



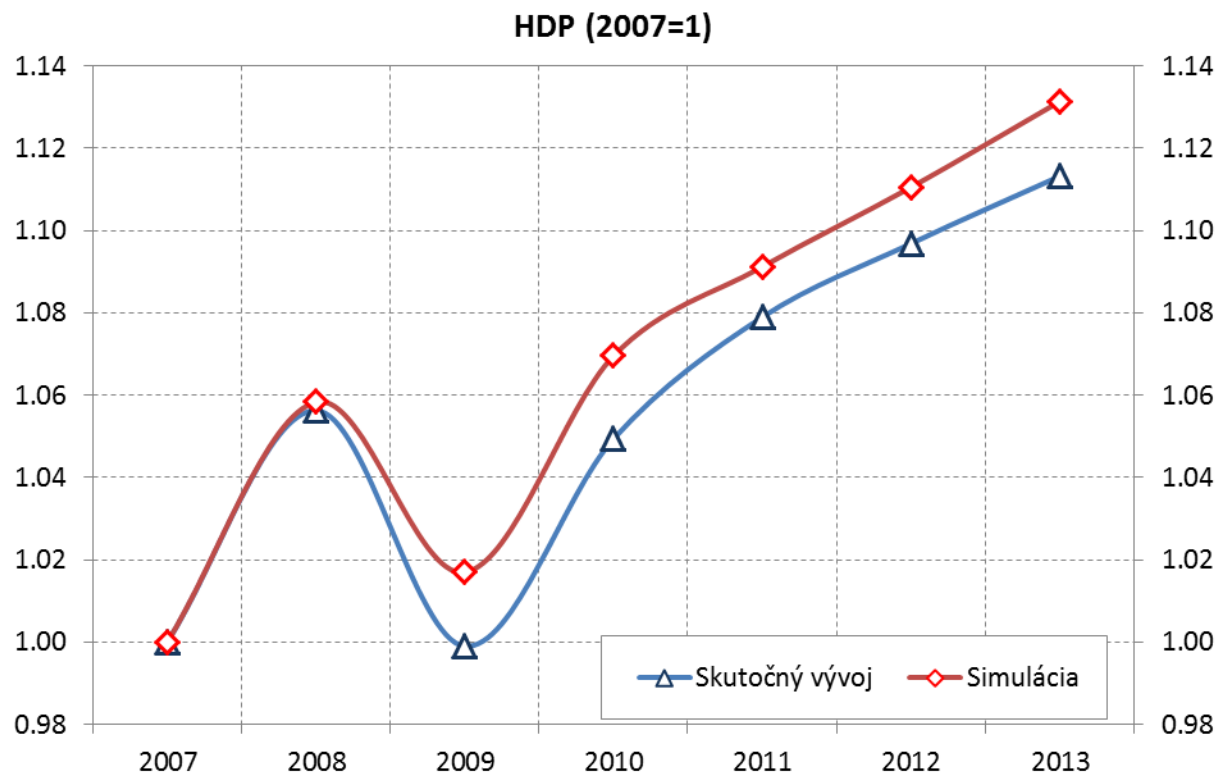
Scenáre pre SK HDP:

- Krátkodobý prístup:
 - Mena kopíruje nominálny pohyb CZK

- Strednodobý prístup:
 - Mena kopíruje reálny pohyb CZK

- Dlhodobý prístup:
 - Mena na rovnovážnej úrovni

Zmena nom. SKK sa rovná zmene CZK (krátkodobý prístup)

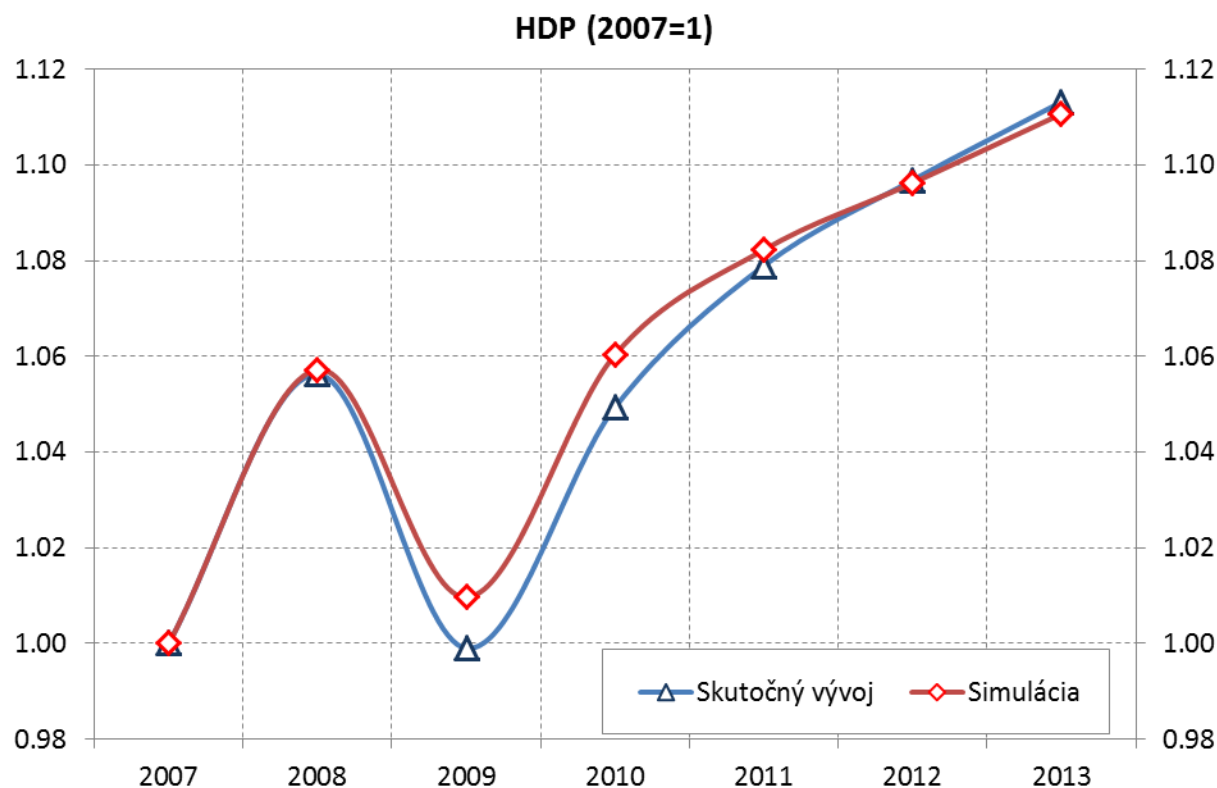


Rozdiel oproti skutočnej úrovni v %

2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
0.00	0.20	1.79	2.01	1.22	1.37	1.82

Zdroj: Eurostat, výpočty NBS.

Rovnaký vývoj SKK a CZK v reálnom vyjadrení (strednodobý prístup)

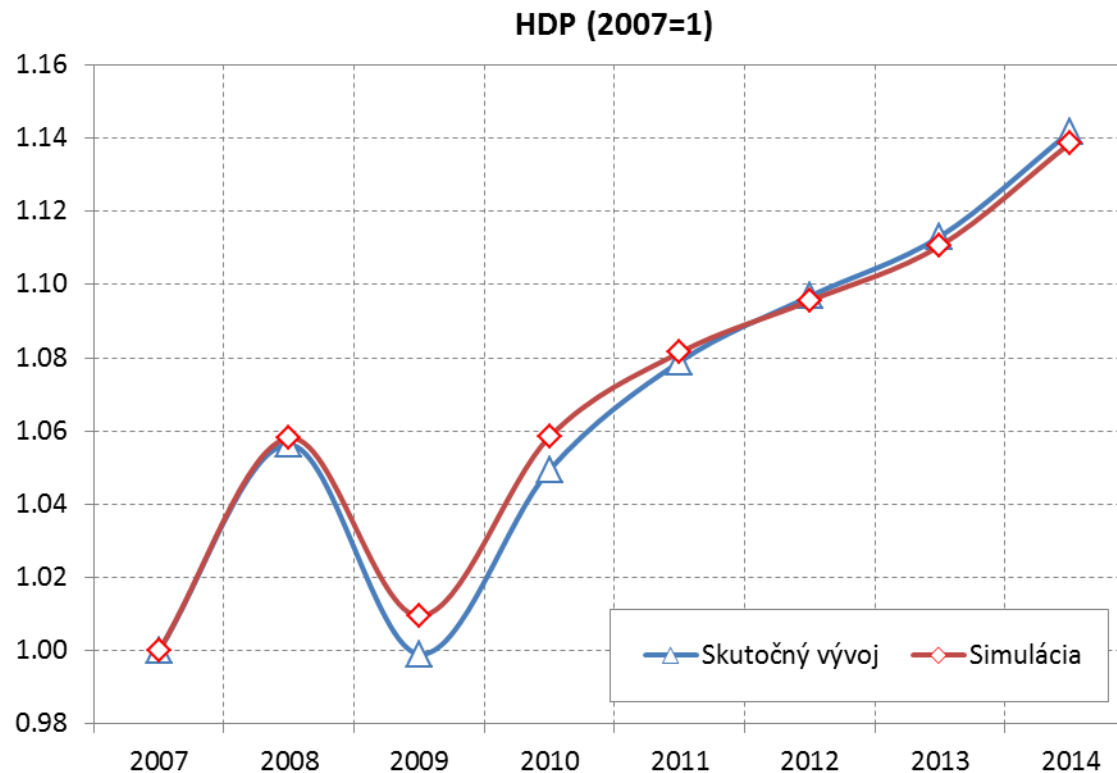


Rozdiel oproti skutočnej úrovni v %

2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
0.00	0.10	1.06	1.10	0.33	-0.06	-0.25

Zdroj: Eurostat, výpočty NBS.

SKK na rovnováhe v reálnom vyjadrení (dlhodobý prístup)



Rozdiel oproti skutočnej úrovni v %

2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
0.00	0.18	1.04	0.90	0.25	-0.12	-0.26	-0.31

Zdroj: Eurostat, výpočty NBS.



- Krátkodobý prístup – miernejšia recesia v 2009 o 2 p.b., pozitívny rozdiel ostáva.
- Strednodobý prístup – miernejšia recesia v 2009 o 1 p.b., pozitívny rozdiel pomínie.
- Dlhodobý prístup – miernejšia recesia v 2009 o 1 p.b., pozitívny rozdiel pomínie.



- Neexistencia vlastnej meny (a oslabenie okolitých mien) spôsobilo cez nadhodnotenie reálneho kurzu SKK hlbšiu recesiú, prepád exportov a zamestnanosti.
- Mimo krátkodobého scenára, ostatné ilustratívne scenáre naznačujú, že hlbšia recesia sa časom vyrovnala.
- Neskôr však postupné značné „trvalé“ podhodnotenie SKK kurzu pomohlo proticyklicky rýchlejšiemu oživeniu SK ekonomiky (šťastie?).
- ČNB musela umelo zasiahnuť do kurzu aby dosiahla podobný efekt.

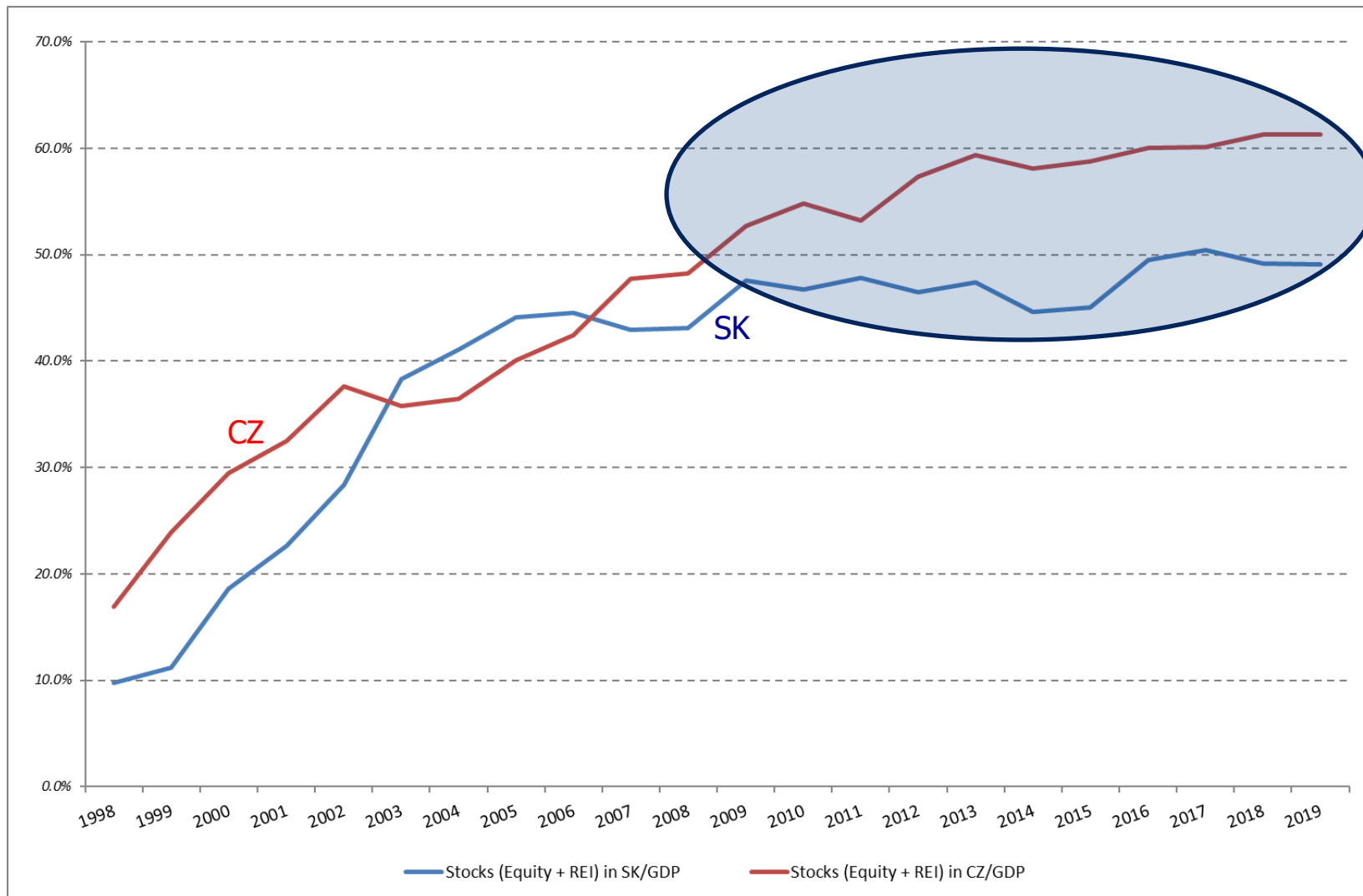


Investície

Priame zahraničné investície (čisté)



- CZ úspešnejšia



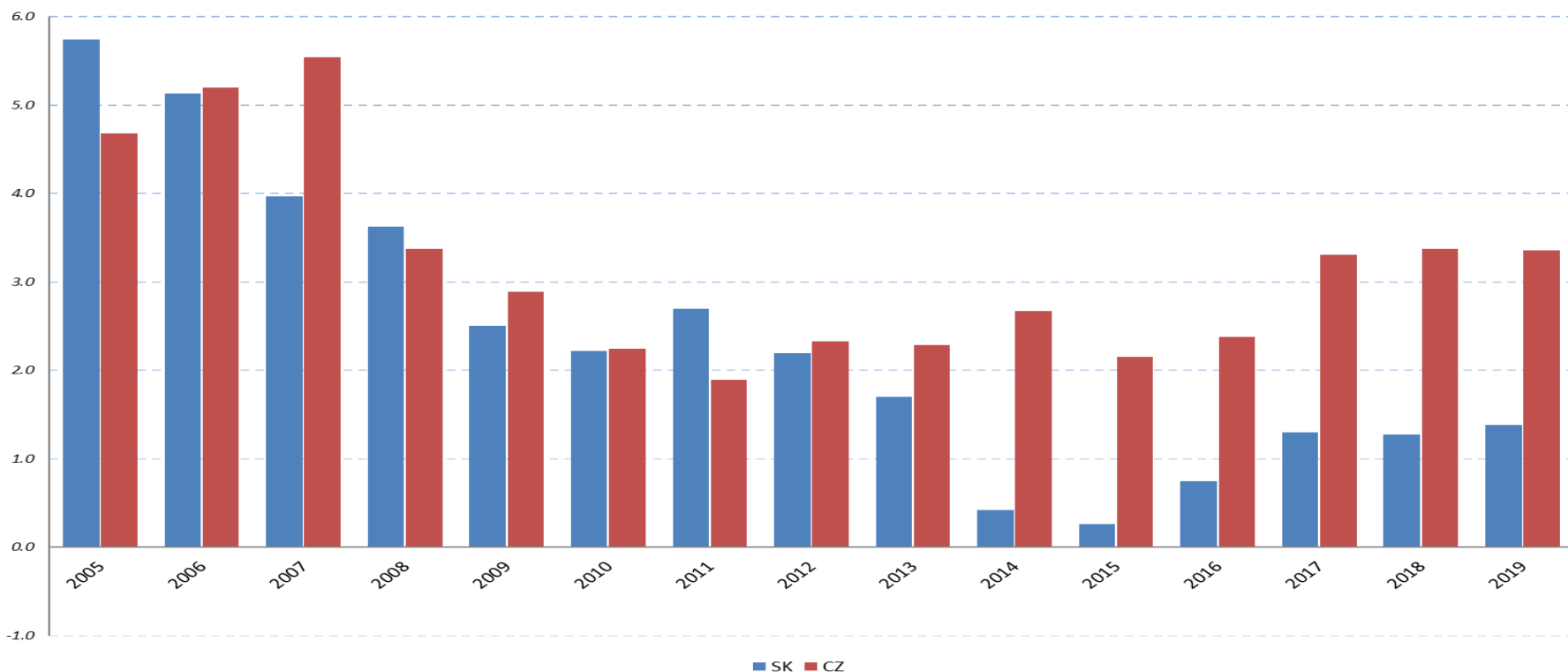
Priame zahraničné investície (hrubé)



- CZ úspešnejšia aj v hrubých prítokoch

Prílev Equity + REI/HDP (3Y MA)

PRÍLEV Equity + REI/HDP (3Y MA)





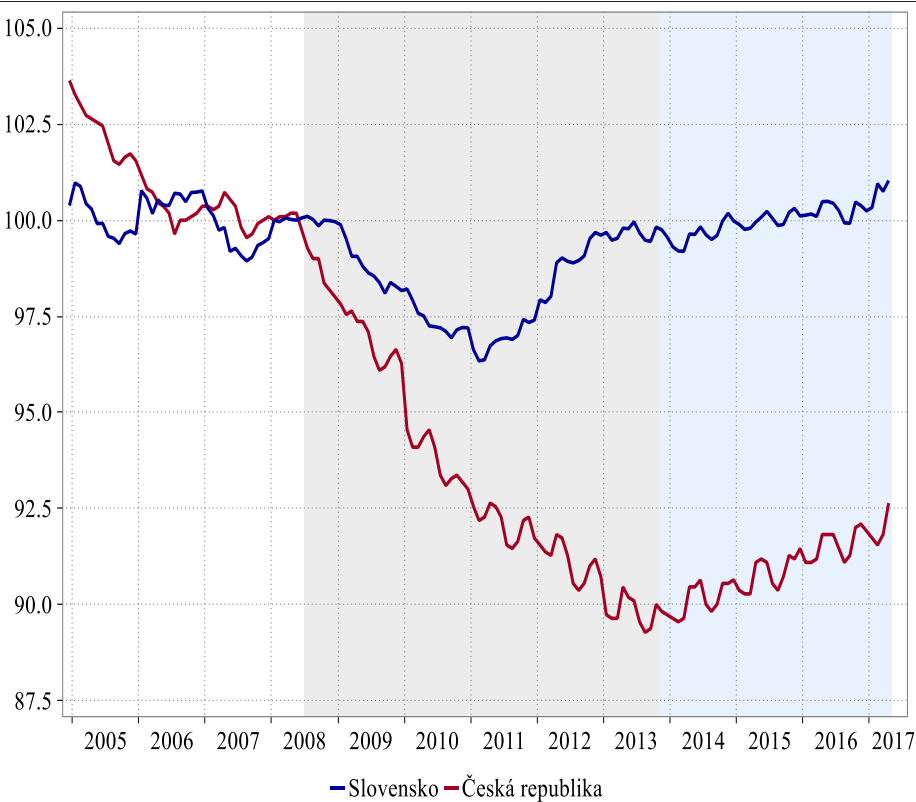
Ceny a mzdy

Cenový rast jadrovej inflácie



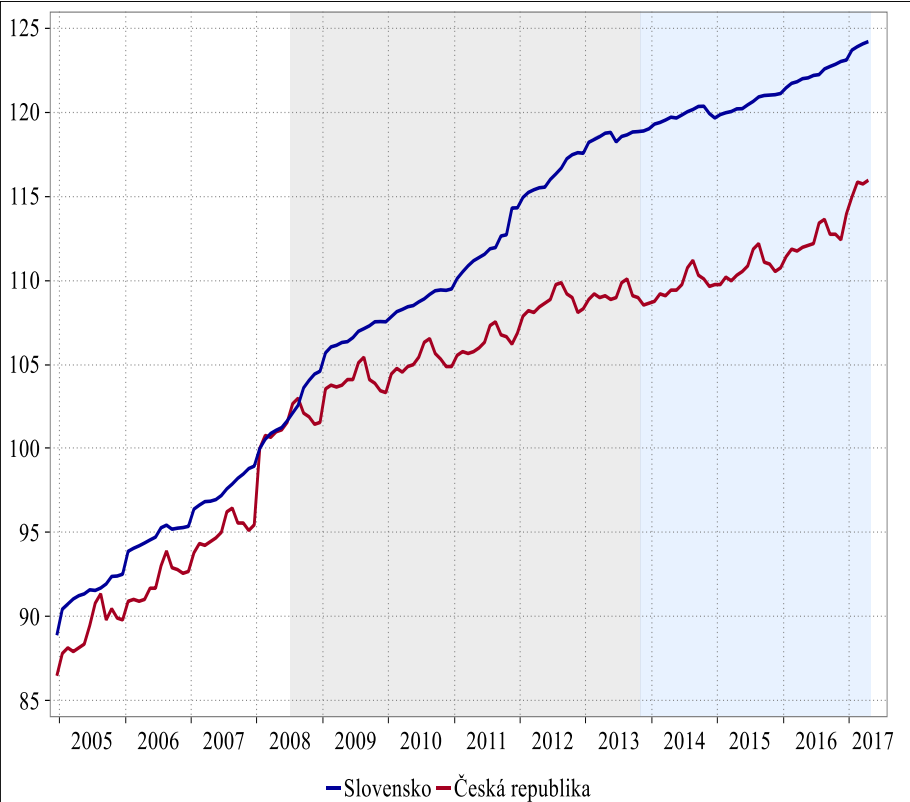
- Inflácia obchodovateľných tovarov citeľne nižšia v CZ (posilnenie CZK) až do oslabenia CZK.
- Inflácia služieb takisto -> mzdy rástli na Slovensku rýchlejšie.

HICP – Ceny priemyselných tovarov bez energií (1Q 2008 = 100)



Zdroj: Macrobond

HICP – Služby (1Q 2008 = 100)



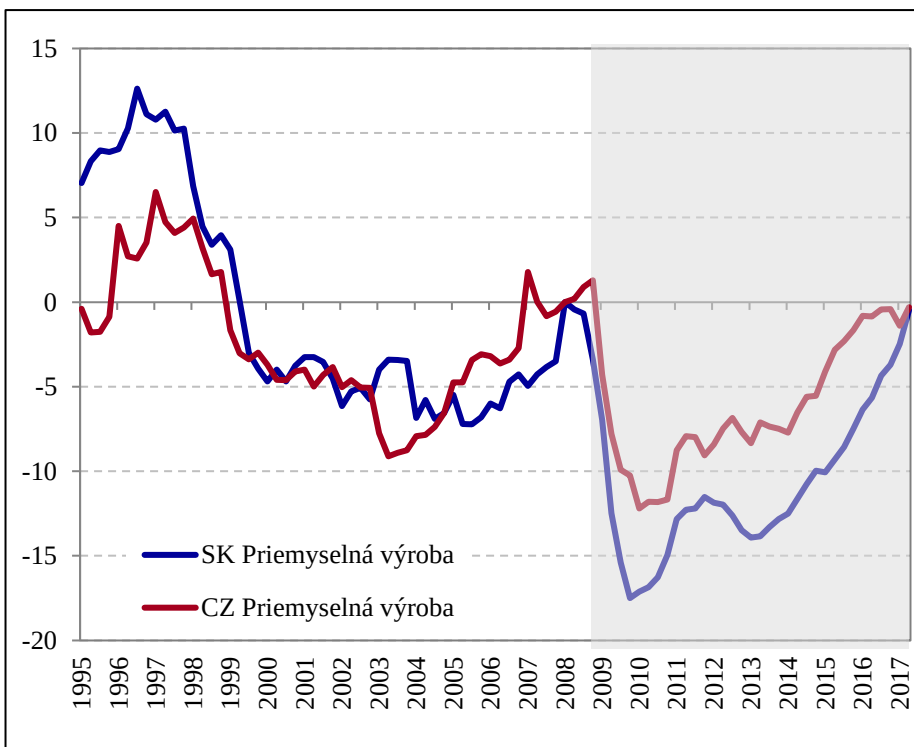
Zdroj: Macrobond

Vyšší nárast miezd v SK priemysle za cenu nižšieho nárastu zamestnanosti

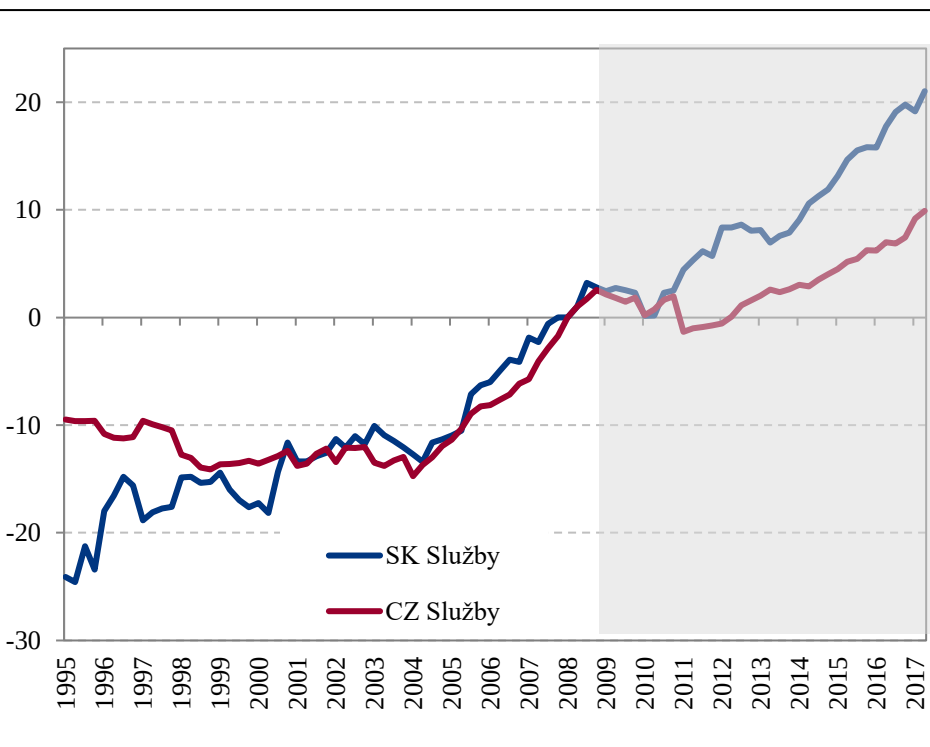


- Počas celého obdobia CZ relatívne silnejšia v zamestnanosti v priemysle (ochránil dočasne výmenný kurz pracovný trh v CZ?), SK v službách.

Zamestnanosť v priemyselnej výrobe
(kumulatívna zmena v % oproti 1Q2008)



Zamestnanosť v službách
(kumulatívna zmena v % oproti 1Q2008)





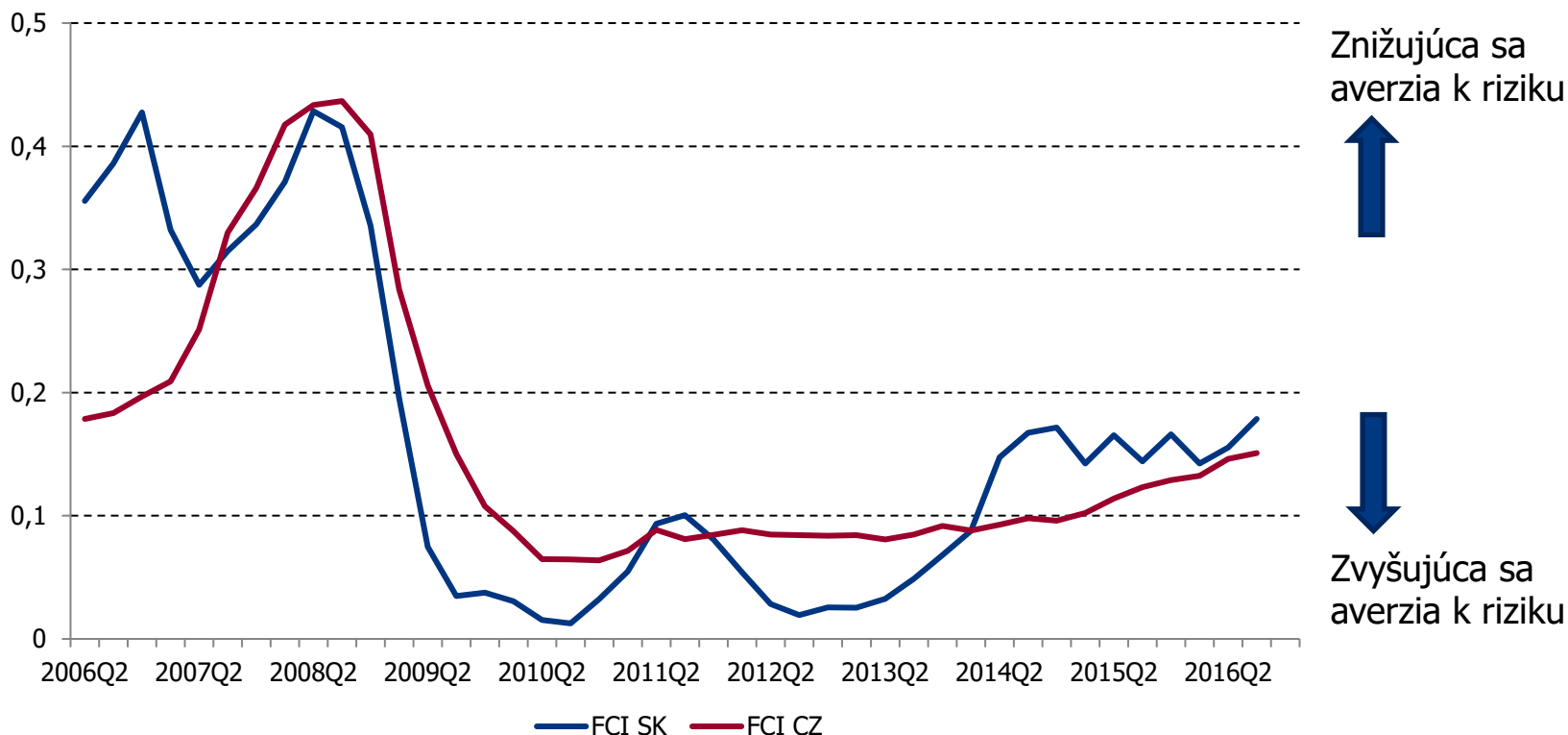
Dlhodobý pohľad – najnovšie štúdie a dáta

Finančný cyklus podobný



Na základe indikátora finančného cyklu (Plašil et al., 2015) má v skúmanom období 2006Q2-2016Q3 SK aj CZ podobný finančný cyklus.

(FCI nadobúda hodnoty z intervalu 0 až 1)

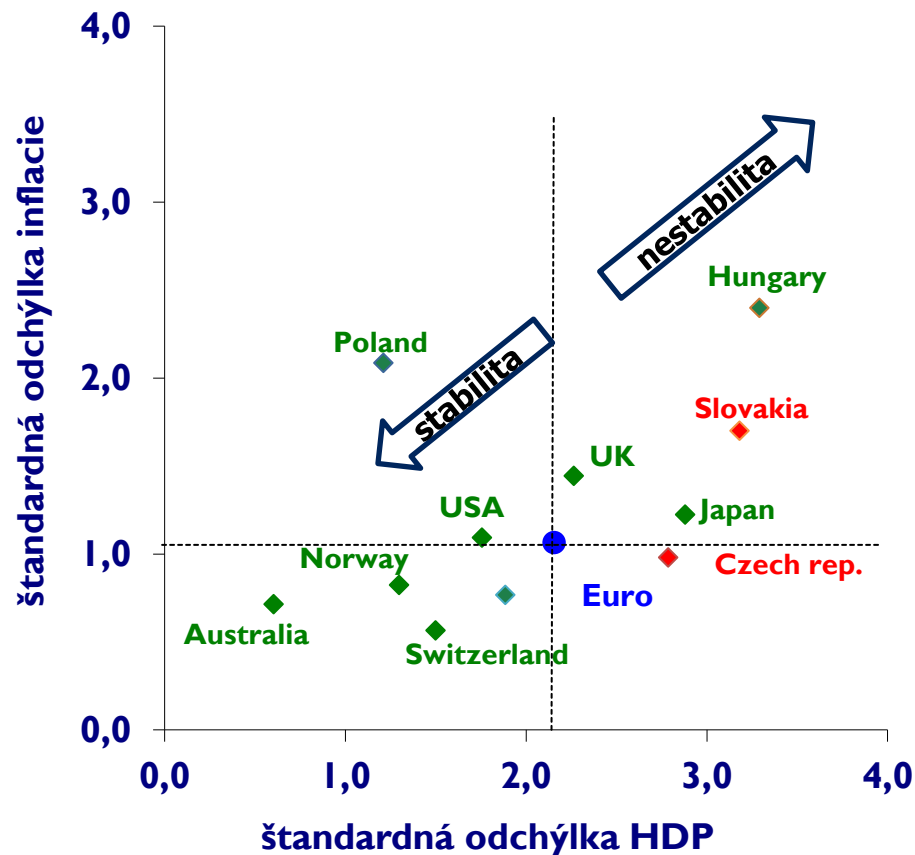


Dlhodobá stabilita oboch ekonomík

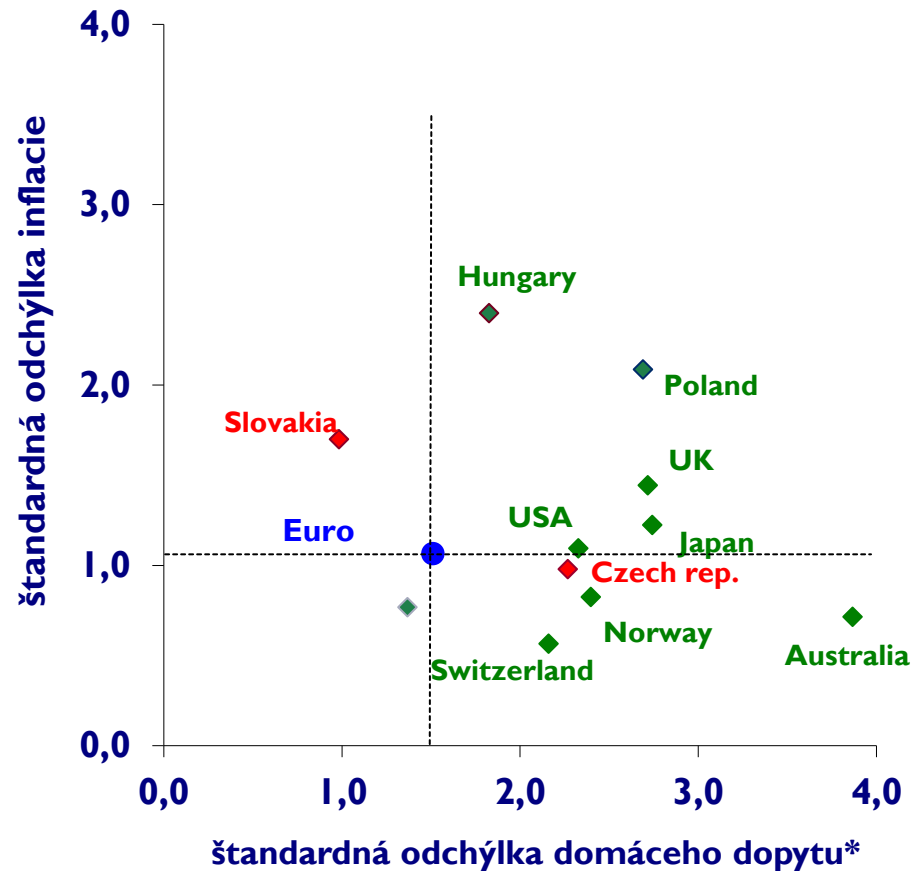


ČR dosiahlo zatiaľ lepšiu stabilitu v inflácii, SK v domácom dopyte.
Volatila HDP relatívne vysoká v oboch krajinách.

Inflácia a HDP/Domáci dopyt
(štandardná odchýlka medzi rokmi 2009 a 2016)



Zdroj: ECB, OECD.



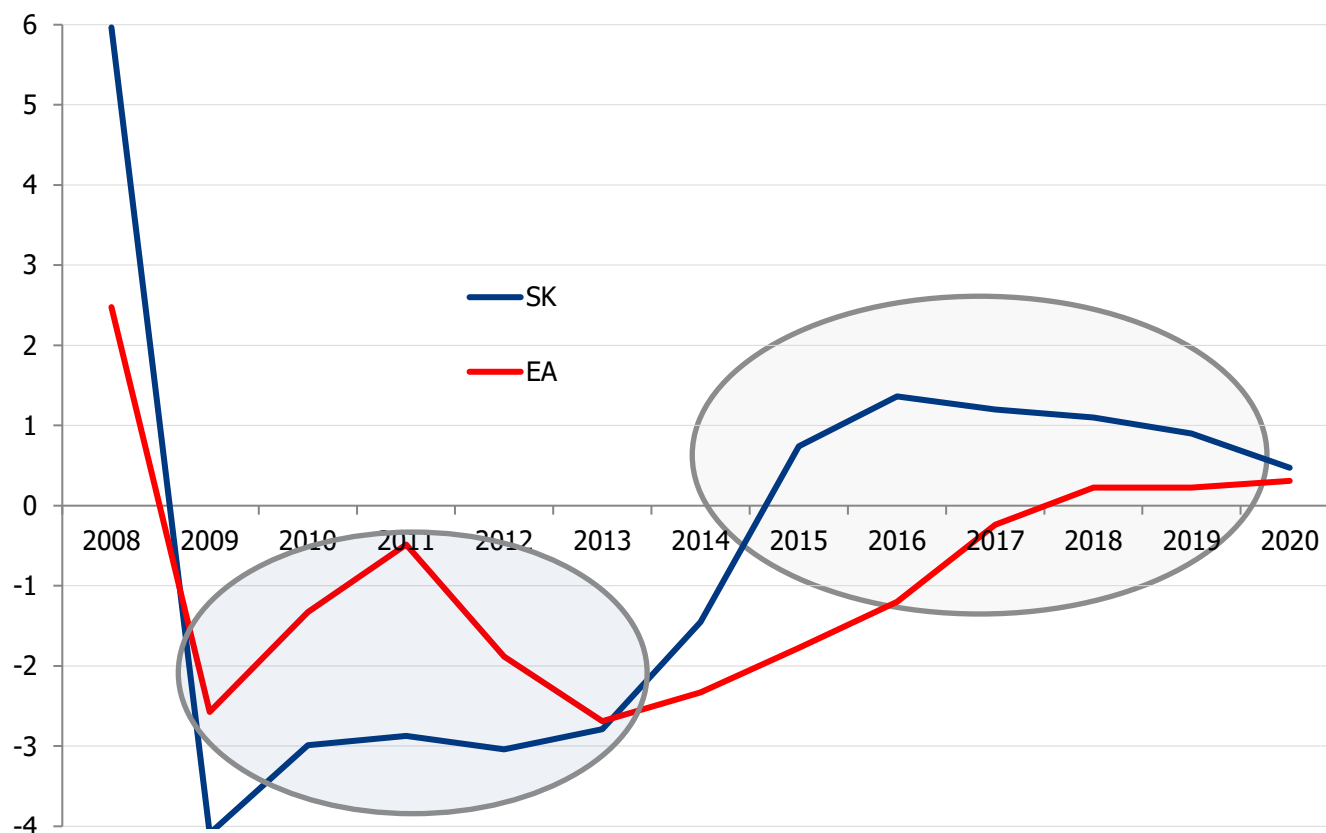
Poznámka: * Merané ako výdavky domácností na konečnú spotrebu.

Výzva: SK má rozkývanejšiu produkčnú medzeru



- Ak nie je dostupná „individuálna“ menová politika, treba použiť v menovej únii makroprudeciálnu politiku, resp. fiskálnu politiku – v kríze trpíme viac a v dobrých časoch sa viac prehrievame ako priemer EA

Produkčná medzera SK vs. EA podľa MMF (% z potenciálneho HDP)





Gravitačné modely

Glick and Rose (2016, EER)

- panel ~200 krajín, ročné dáta 1948 – 2013
- **zvýšenie exportu o 50%**
- menší efekt pre EMU

Rose (2017, OER)

- efekt EMU na export alebo celkovú obchodnú výmenu
- 45 štúdií – veľké rozdiely vo výsledkoch
- **meta odhad je podobný (>40% pre bilaterálny export)**
- Čo znižuje odhady?
 - menšia vzorka a nezohľadnenie vývoja v malých a chudobnejších krajinách

Glick (2016, FRB SF WP)

- **EÚ efekt: +70% EMU efekt: +40%**
- **Pre nové členské krajiny: EÚ efekt ešte väčší; EMU efekt zatiaľ neistý** (malý počet pozorovaní)



“Counterfactual” odhady (synthetic control method)

- HDP / hlavu
 - Gomis-Porqueras and Puzzello (2015):
(+) efekt pre IRL (0) efekt pre NL (-) efekt pre BE, FR, DE, IT
- Obchodná bilancia
 - Hope (2016, EJPE):
(+) efekt pre AT (-) efekt pre FR, GR, IT, ES

Zavedenie eura je výhodnejšie pre malé otvorené ekonomiky?

Vývoj obchodu vs. „euro predpoklady“ NBS

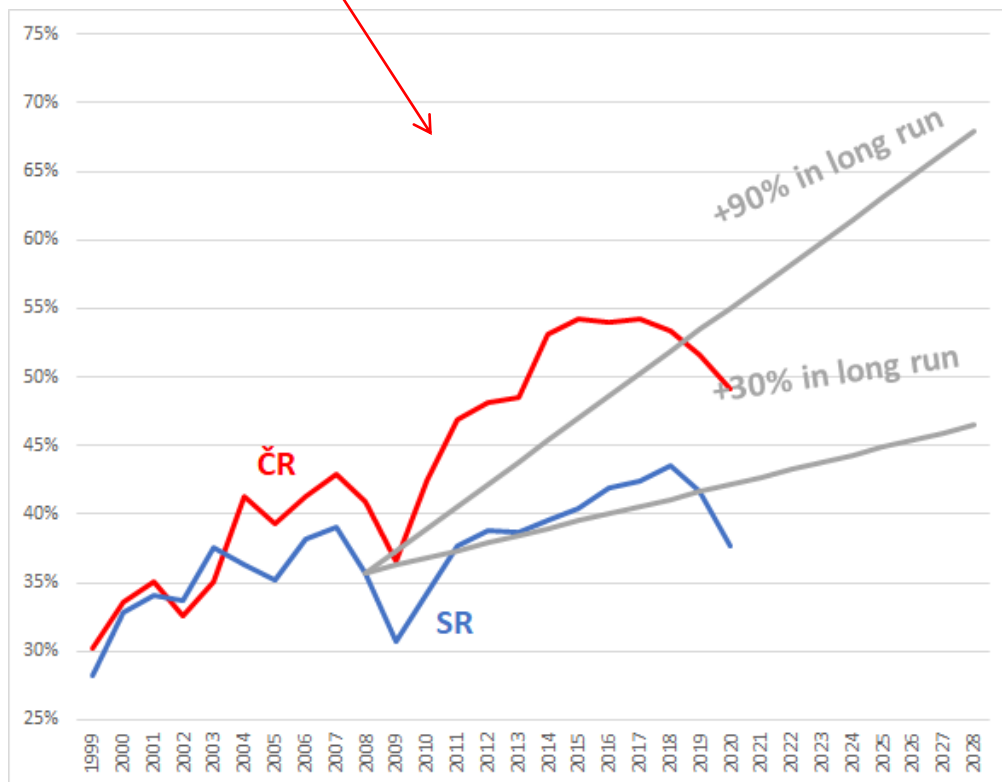


Donedávna vývoj v súlade s predpokladmi NBS (na dolnom limite).

Korona kríza to posunala mimo. CZ vývoz sa zvýšil viac ako SK.

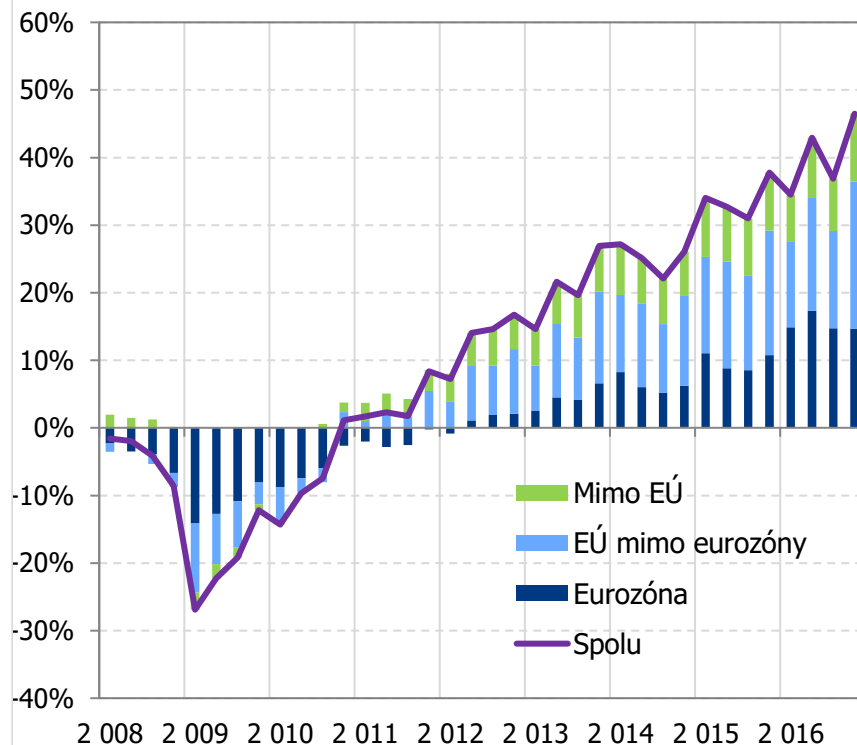
Najdôležitejší graf

Skutočný a očakávaný vývoz zo Slovenska do krajín eurozóny



Zdroj: Eurostat, vlastné výpočty.

Príspevky k reálnemu rastu vývozu zo SR od januára 2008



Zdroj: Eurostat, vlastné výpočty.



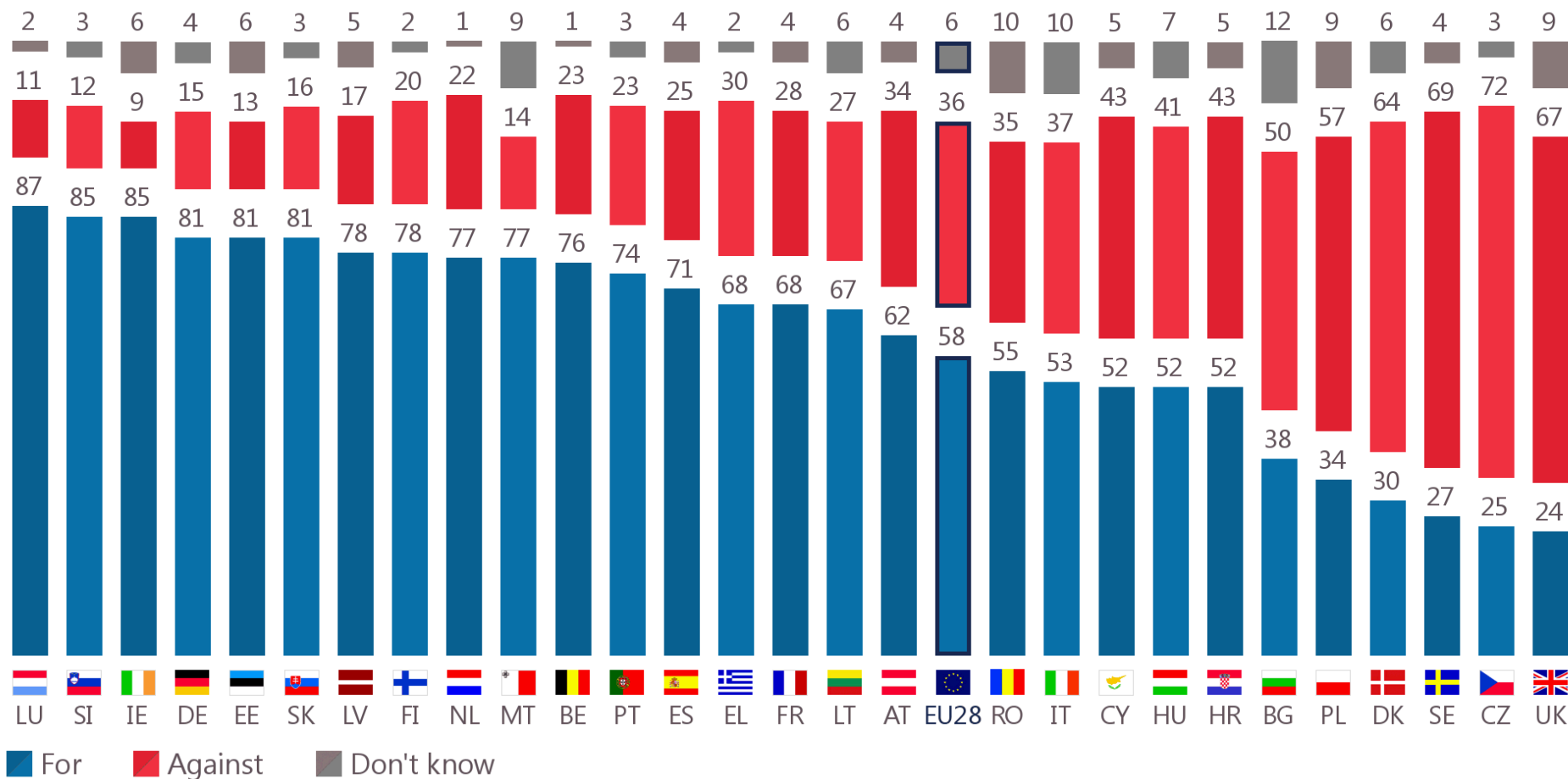
- Vplyv krízy bol oveľa silnejší ako vplyv menovej integrácie. Problém uvoľniť menovú politiku v oboch krajinách. CZ si nakoniec pomohla kurzom.
- Teória je mierne pesimistickejšia ohľadne výhod spoločnej meny ako v minulosti. Členstvo v EÚ dva-krát dôležitejšie ako spoločná mena.
- Pri dlhodobých faktoroch pre nové členské krajiny treba počkať na viac dát. Doterajšie dáta (zahr. investície, rast bilaterálneho obchodu) nenaznačujú výrazne inú situáciu pre SK v porovnaní s CZ.
- Otázkou ostáva, či SK bude môcť stabilizovať prípadné prehrievanie menovou politikou (zladenosť produkčnej medzery medzi SK a EA), alebo bude musieť viac používať makroprudenciálnu a fiskálnu politiku. Otázka, či makroprudenciálna politika bude vedieť stabilizovať ekonomiku, ak sa bude výraznejšie prehrievať.

Úplne rozdielny postoj k euru (Eurobarometer)



QA17.1 What is your opinion on each of the following statements? Please tell me for each statement, whether you are for it or against it.

A European economic and monetary union with one single currency, the euro (%)



Zhrnutie krátkej skúsenosti s eurom na Slovensku



- Dôležitejšie dlhodobé nepriame prínosy (viac PZI, rast medzinárodného obchodu) nie sú zatiaľ jednoznačne pozorovateľné (v porovnaní s CZ).
- Dlhová kríza eurozóny priniesla dodatočné náklady súvisiace s „rozšírením nákazy“ a príspevkami do EFSF a ESM.
- Reálny výmenný kurz nebol stabilnejší, skôr naopak.
- Začiatok krízy - výraznejšie korekcie cez trh práce – zamestnanosť (namiesto platov).
- Slabý reálny kurz SK predstavoval doteraz vítaný dodatočný stimul, CZ musela intervenovať.
- Do budúcnosti väčšia výzva ako stabilizovať ekonomiku ak produkčná medzera v SR bude pozitívnejšia vs. EA
- Možná „geopolitická“ výhoda pri vzniku „jadra“ EÚ (pokiaľ bude vyžadovať členstvo v EA a jadro bude integrovanejší trh)

