



# Znamenal vstup SR do eurozóny potrebu prehodnotenia názvu odboru menovej politiky, resp. opodstatnenia jeho existencie?

Ing. Renáta Konečná  
Národná banka Slovenska

*Odpoveď na túto otázku nie je taká jednoznačná, ako sa na prvý pohľad môže zdať. V oblasti menovej politiky sa zavedenie eura totiž automaticky spája so stratou možnosti centrálnej banky ovplyvňovať vývoj domácej ekonomiky prostredníctvom štandardných nástrojov, ako je napríklad výška úrokových sadzieb alebo úroveň výmenného kurzu. To zároveň znamená stratu pôvodnej, samostatnej, resp. národnej menovej politiky a teda aj stratu určitých činností spojených s výkonom menovej politiky.*

V praxi strata národnej menovej politiky znamenala, že odbor menovej politiky (OMP) prestal vypracovávať návrhy pre Bankovú radu NBS ako podklad pre rozhodovania o úrokových sadzbách, ako aj samotný komentár k rozhodnutiu o určenej výške úrokových sadzieb NBS. Aktuálny, ako aj očakávaný makroekonomický vývoj, najmä trajektória inflácie sa tak už nevyhodnocuje vo vzťahu k stanovenému cieľu. Tiež bolo potrebné zmeniť dovtedy používaný cyklický („gap“) model zameraný na aktívnu menovú politiku v režime inflačného cielenia<sup>1</sup>. V súvislosti s opustením rozmeru národnej menovej politiky došlo k skráteniu rozsahu mesačného bulletinu.

Svoje opodstatnenie stratil aj monitoring vývoja výmenného kurzu vrátane analýzy jeho dopadov a návrhov možných reakcií centrálnej banky. Z pohľadu nominálneho výmenného kurzu Slovensko už nie je v postavení malej otvorenej ekonomiky, nakoľko približne 90% jeho vývozu a 70% jeho dovozu sa realizuje v eurách, teda v domácej mene.

Tieto činnosti odbor menovej politiky po vstupe do eurozóny ďalej nevykonáva. To však predstavovalo len nepatrnú časť z jeho celkovej činnosti. Rovnako ako mnohí nezainteresovaní zo širokej aj odbornej verejnosti sme očakávali, že po období niekoľkoročných intenzívnych príprav na zavedenie spoločnej meny, zameraných na prípravu rôznych analýz, dotazníkov a podkladov pre misie Európskej komisie a ECB, sa pracovné tempo v značnom rozsahu zmierni a časť agendy prestane existovať. V priebehu roka 2008, najmä v jeho druhej polovici nás však kolegovia z centrálnych bánk eurozóny postupne „vyvádzali“ z tohto omylu.

Po roku fungovania v rámci „klubu“ krajín s jednotnou menou sme im museli dať za pravdu. To

málo činností, ktoré odboru menovej politiky ubudlo, bolo viac než vykompenzované dodatočnými aktivitami, ktoré boli a sú spojené s plnohodnotným členstvom krajiny v eurozóne. Týka sa to viacerých oblastí, a to: menovopolitickej, analytickej, prognostickej a štatistickej.

## MENOVOPOLITICKÁ A ANALYTICKÁ OBLASŤ

Guvernér NBS sa okrem rokovaní Generálnej rady ECB (ide o platformu na výmenu názorov guvernérov krajín EÚ-27 s periodicitou štyrikrát do roka) začal zúčastňovať dvakrát do mesiaca aj na rokovaní Rady guvernérov ECB (určenej na rokovanie a rozhodovanie o menovej politike a ostatných záležitostiach ECB vo vzťahu k eurozóne). Z pohľadu odboru menovej politiky si to vyžiadalo potrebu detailnejšieho monitorovania a analyzovania vývoja medzinárodného ekonomického prostredia, ale najmä eurozóny, ako podkladov na prípravu stanovísk pre guvernéra NBS k materiálom prerokúvaným v rámci Rady guvernérov (ich rozsah na jedno rokovanie sa pohybuje od 50 do 300 strán) vrátane návrhov vystúpení.

Dá sa i povedať, že naplnenie cieľa plnohodnotného zastúpenia Národnej banky Slovenska v menovopolitických otázkach Eurosystemu si vyžaduje monitorovanie a analyzovanie ekonomiky eurozóny v rovnakom rozsahu ako predtým domácej ekonomiky. Na štvrťročnej báze sa pripravuje podrobná analýza globálnej ekonomiky a správy a analýzy aktuálneho vývoja externého makroekonomického prostredia sa stali súčasťou makroekonomických mesačných správ. V súčasnosti je možné rozdeliť záber analýz medzinárodnej ekonomiky do troch oblastí: globálny ekonomický vývoj spolu s komoditnými trhmi, ekonomický vývoj v regióne (ČR, Poľsko, Maďar-

<sup>1</sup> Gavura, M. a Relovský, B.: Jednoduchý model transmisného mechanizmu ekonomiky SR, jeho štruktúra a vlastnosti. Biatec, ročník 13, č. 4/2005, Národná banka Slovenska.



2 *Proces tvorby strednodobej predikcie v NBS a základné črty aktualnej predikcie P2Q-2009*. Biatic, ročník 17, č. 7/2009, Národná banka Slovenska.

3 *Relovský, B. A Široká, J.: Štrukturálny model ekonomiky SR*. Biatic, ročník 17, č. 7/2009, Národná banka Slovenska.

4 *AWM – Area-wide model*; pozri Fagan, G., Henry, G. a Mestre, R.: *An area-wide model (AWM) for the euro area*. ECB Working Paper No 42, január 2001, Európska centrálna banka.

sko) a ekonomický vývoj eurozóny. V rámci eurozóny sa kladie dôraz aj na monitorovanie významných ekonomík (napr. Nemecka).

Na tento účel bolo potrebné vybudovať komplexný monitorovací a analytický systém a špecifikovať kľúčové činnosti za oblasť medzinárodnej ekonomiky.

Po vstupe do eurozóny sa tak analýzy medzinárodného prostredia a nielen aktuálneho, ale aj očakávaného vývoja ekonomiky eurozóny stali dôležitým podkladom pre pravidelnú účasť a vystúpenia guvernéra NBS pri všetkých ekonomických a menovopolitických otázkach eurozóny. Menová politika tak naďalej zostala v agende NBS, avšak už nie z pohľadu slovenskej ekonomiky, ale zo širšieho pohľadu nastavenia efektívnej menovej politiky pre eurozónu. Okrem menovopolitických komentárov sa OMP svojou činnosťou spolupodieľa buď aktívne, alebo vo forme pripomienkovania a odbornej diskusie na príprave celého spektra analytických materiálov v rámci Eurosystému. V rámci lektorských činností sa podieľame na vzdelávaní zamestnancov Eurosystému v oblasti našich kompetencií.

### PROGNOSTICKÁ OBLASŤ

Vstupom Slovenska do eurozóny sa Národná banka Slovenska zúčastňuje na všetkých aktivitách a procesoch v rámci Eurosystému. Jedným z nich je aj účasť na príprave spoločných predikcií eurozóny. Dvakrát do roka sa všetky centrálné banky Eurosystému podieľajú na vypracovaní makroekonomickej predikcie nazývanej „*Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area*“<sup>2</sup>. Pred vstupom do eurozóny odbor menovej politiky vypracovával strednodobé predikcie na štvrtročnej báze. Po vstupe do eurozóny z organizačno-technického hľadiska bolo v rámci júnovej a decembrovej strednodobej predikcie potrebné prispôbiť sa prognostickému procesu ECB. V praxi to znamenalo v priebehu šiestich týždňov v priemere trikrát aktualizovať strednodobú predikciu, teda trikrát absolvovať plný počet interných stretnutí k východiskám predikcie a k jej krátko- a strednodobej verzii. Počas tohto obdobia národné centrálné banky komunikujú s ECB a prebieha intenzívna výmena informácií. Zamestnanci národných centrálnych bánk sa tiež stretávajú na pôde ECB (v tzv. pracovných skupinách) s cieľom prediskutovať spoločné predpoklady, prezentovať národné predikcie, porovnať ich s predikciou ECB, konzultovať rôzne problémové okruhy a hľadať riešenia. Táto zmena znamenala úpravu interného prognostického procesu v rámci OMP, jeho predĺženie, rozšírenie (v oblasti rozsahu prognózovaných premenných) a zintenzívnenie s cieľom formulovania textovej časti (tzv. „*story*“) predikcie a hľadania argumentov pre komparácie v rámci prognostického procesu v rámci Eurosystému. Túto agendu sa nám podarilo veľmi dobre zvládnuť, o čom svedčí aj záujem niektorých centrálnych bánk v rámci i mimo eurozóny o prezentovanie nášho predikčného procesu a vnútorného usporiadania vzťahov v rámci odboru menovej politiky.

Z hľadiska analytických nástrojov bolo v oblasti makroekonomickeho prognózovania potrebné vybudovať ekonometrické nástroje, ktoré umožňujú plnohodnotné zabezpečenie požiadaviek v rámci spoločného predikčného procesu Eurosystému. Z tohto dôvodu NBS od dátumu prijatia spoločnej európskej meny využíva v praxi nový modelový aparát – štrukturálny model<sup>3</sup> malej otvorenej ekonomiky, ktorý nahradil donedávna používaný cyklický („*gap*“) model zameraný na aktívnu menovú politiku v režime inflačného cieľenia. V krátkosti je možné nový model NBS charakterizovať ako štandardný ekonometrický model strednej veľkosti, založený na syntéze AWM<sup>4</sup> modelu používaného Európskou centrálnou bankou. Nový model sa používa na pokrytie dvoch základných okruhov potrieb, vyplývajúcich z tohto členstva, ale i domácich požiadaviek. Služí na *prognostické účely* (dvakrát ročne je proces tvorby strednodobej prognózy slovenskej ekonomiky súčasťou prognostického procesu Eurosystému a dvakrát ročne sa model používa na prípravu internej prognózy centrálnej banky) a pokrýva *analytické potreby* (model slúži na simulácie menovopolitických, fiškálnych, cenových alebo ponukových šokov, či už v rámci analýz ECB zameraných na celú eurozónu alebo analýz týkajúcich sa výlučne domácej ekonomiky).

S ohľadom na súčasné trendy v makroekonomickom modelovaní je nutné konštatovať, že z výhľadového hľadiska predstavuje nový model akýsi medzikrok na ceste k vybudovaniu komplexného modelu slovenskej ekonomiky, založeného na mikroekonomických základoch. Dynamický stochastický model všeobecnej rovnováhy, tzv. DSGE (*Dynamic Stochastic General Equilibrium*) model, by mal v budúcnosti rozšíriť modelový aparát centrálnej banky používaný na vyššie uvedené ciele.

V oblasti ekonometrického modelovania a ekonomického výskumu Národná banka Slovenska prostredníctvom zástupcov z OMP aktívne spolupracuje v rámci pracovnej skupiny ECB zameranej na ekonometrické modelovanie (WGEM – *Working Group on Econometric Modelling*). Spolupráca umožňuje výmenu poznatkov v danej oblasti, prácu na spoločných projektoch a efektívnejšie budovanie vlastných analytických nástrojov. Spolupráca je významná predovšetkým pre centrálnu banku malých ekonomík, ktoré tak môžu čerpať poznatky v danej oblasti a efektívnejšie udržiavať krok v ekonomickom výskume. Príkladom spolupráce boli aj odborné konzultácie s analytikmi ECB pri budovaní spomínaného štrukturálneho modelu.

Okrem uvedených zmien v modelovom prognostickom aparáte zameranom a využívanom najmä pre strednodobý horizont bolo potrebné prispôbiť, vytvoriť, resp. upraviť prognostické nástroje využívané aj v rámci krátkodobej predikcie. Pôvodné nástroje sa upravili na použitie sezónne očistených údajov a vytvorilo sa niekoľko nových jednorovnicových modelov a jednoduchých viacrovnicových modelov, využívajúcich



pri prognózovaní nielen štvrtročné ukazovatele, ale aj mesačné indikátory. Okrem tohto sa zvýšili požiadavky nielen na rozsah prognózovaných premenných, ale aj na koordináciu prognostického procesu (zosúladenie harmonogramu zverejňovania dát, termínov na predikciu ESCB a prognostických procesov) a vzrástla časová náročnosť procesu.

Z pohľadu zmien v jednotlivých prognózovaných a analyzovaných veličinách odbor menovej politiky prešiel na prognózovanie sezónne očistených časových radov a zmenil orientáciu z medziročného pohľadu na medzikvartálny. Znamenalo to aj vytvorenie úplne nových krátkodobých modelov a väzieb a potrebu zžiť sa so znením prognózy z hľadiska pohľadu na vývoj jednotlivých zložiek v rámci štvrtrokov.

### ŠTATISTICKÁ OBLASŤ

Vstupom Slovenska do eurozóny bolo potrebné rozšíriť rozsah zasielaných štatistických údajov, ktoré sú v kompetencii odboru menovej politiky, a to najmä z oblasti platobnej bilancie. ECB využíva údaje o platobnej bilancii SR na zostavovanie platobnej bilancie eurozóny, ktorá slúži na pravidelné monitorovanie menových podmienok v rámci eurozóny, analýzu faktorov, ktoré ovplyvňujú finančné trhy, ako aj na analýzu vývoja menového agregátu M3, ktorý je dôležitým ukazovateľom v rámci menovej politiky ECB. Z týchto dôvodov začala Národná banka Slovenska prostredníctvom OMP po vstupe do eurozóny zasielať okrem doteraz zasielaných „národných“ platobných bilancií aj mesačné platobné bilancie a štvrtročné štatistiky medzinárodnej investičnej pozície voči krajinám mimo eurozóny, v súlade so zmenou pohľadu na nerezidentov a ich rozčlenenie na „intra“ a „extra“ eurozónu (v rámci eurozóny, mimo eurozóny), čo pre ECB predstavuje dôležitý pohľad z hľadiska vzťahu eurozóny voči zvyšku sveta. Takisto pribudlo zasielanie štvrtročných platobných bilancií a ročných medzinárodných investičných pozícií voči vybraným krajinám mimo eurozóny, ktoré predstavujú najvýznamnejších ekonomických partnerov eurozóny (spolu 16 krajín), ako aj stavových a transakčných údajov o menovej štruktúre dlhových cenných papierov. Splnenie týchto nových požiadaviek ECB si vyžadovalo výrazné zme-

ny v systéme zostavovania štatistiky platobnej bilancie a predstavovalo výrazný nárast činností spojených so zberom a spracovaním údajov, ako aj kontrolou požadovaných štatistík.

### ZHRNUTIE

Celkovo možno konštatovať, že na menovú politiku (a fungovanie odboru menovej politiky) je potrebné pozerieť z pohľadu rozšírenia monitorovania a tvorby analýz za celú eurozónu pre potreby zaujatia adekvátneho stanoviska a prezentovania názoru na výkon spoločnej menovej politiky prostredníctvom ECB. Nie menej podstatné ako pred vstupom do eurozóny je aj detailné monitorovanie, analyzovanie a prognózovanie vývoja ekonomiky SR, vrátane dodatočných štatistických požiadaviek. Vo všetkých týchto oblastiach predstavoval vstup do eurozóny zvýšenie nárokov tak na rozsah, ako aj na kvalitu činností v pôsobnosti odboru menovej politiky.

V prostredí straty autonómnej menovej politiky a výmenného kurzu bude odbor menovej politiky ďalej pokračovať v sledovaní reálnych premenných, t. j. vplyvu reálneho efektívneho kurzu a tiež sadziieb na vývoj domácej ekonomiky, a výraznejšie rozšíri orientáciu na analýzy štruktúrnych politík, najmä v oblasti trhu práce a vývoja a podpory konkurencieschopnosti ekonomiky SR v podmienkach spoločnej meny, ako aj fiškálneho vývoja a jeho udržateľnosti. Práve analýzy týchto oblastí totiž v krajine bez autonómnej menovej politiky budú najdôležitejšie, nakoľko najmä fiškálna politika v tom najširšom zmysle bude predstavovať najvýznamnejší a jediný kanál zabraňovania vzniku nerovnováh a podpory dlhodobého a zdravého rastu.

Na záver by bolo vhodné dodať, že hlavným cieľom príspevku bolo najmä poskytnúť komplexnú informáciu o tom, čo pre jeden z odborov NBS znamenal vstup do eurozóny z pohľadu zúženia alebo rozšírenia jeho agendy. Jednoznačne možno tvrdiť, že došlo k intenzívnemu nárastu mnohých činností, ktoré musia zastrešovať všetky krajiny eurozóny, pričom našou úlohou a zároveň aj cieľom je poskytovať nezávislý pohľad na aktuálny aj očakávaný vývoj v eurozóne v procese menovopolitického rozhodovania Rady guvernérov ECB.