



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA  
EUROSYSTEM

KAPITOLA 8

# EKONOMICKÝ VÝSKUM

8





## 8 EKONOMICKÝ VÝSKUM

Zavedenie eura a prijatie spoločnej menovej politiky ovplyvnilo aj obsah ekonomického výskumu Národnej banky Slovenska, ktorého ťažisko sa presúva smerom k podporným hospodárskym politikám. Výskumná činnosť sa postupne štandardizuje a nadobúda kvalitu iných národných centrálnych bánk eurozóny. Prehľbuje sa medzinárodná spolupráca s ECB a výskumnými tímami v rámci EÚ.

Podstata ekonomického výskumu zostáva nezmenená. Stredobodom pozornosti je analýza hospodárskych a finančných vzťahov v ekonomike a ich prepojenosť s menovou politikou. Má prevažne charakter aplikovaného výskumu. V rastúcej miere sa vo výskume kladie dôraz nielen na domácu, ale aj zahraničnú ekonomiku, najmä na eurozónu. Primárnymi oblasťami výskumnej činnosti sú modelovanie ekonomického vývoja, menová a fiškálna politika, trh práce a finančná stabilita.

Najdôležitejšie výsledky a zistenia boli uverejnené vo viacerých odborných článkoch. Rozsiahlejšie výstupy boli publikované ako recenzované výskumné štúdie, správy o finančnej stabilite a krátke analýzy. V plnom znení sú dostupné aj na internetovej stránke Národnej banky Slovenska v časti Výskumné štúdie.<sup>19</sup>

V oblasti ekonomického výskumu sa v roku 2009 podarilo dokončiť a publikovať osem odborných prác určených pre verejnosť. Z nich štyri mali charakter výskumných štúdií (WP – Working Papers), dve môžeme zaradiť medzi diskusné štúdie (DP – Discussion Papers) a dve mali formu odborných analýz (PP – Policy Papers). Autormi väčšiny z nich boli pracovníci odboru výskumu, zvýšila sa však spolupráca s pracovníkmi iných útvarov NBS a externými autormi a spoluautormi.

Z hľadiska tematického zamerania prevládali v roku 2009 výstupy z oblasti menovej a fiškálnej politiky. Skúmali sa teoretické východiská výpočtu rovnovážnej úrokovej miery a možnosti aplikácie na podmienky SR. Analyzoval sa vplyv menovopolitických rozhodnutí, najmä kľúčovej úrokovej sadzby, na produkciu,

ceny, výmenný kurz a krátkodobé úrokové sadzby. Otázkami na rozhraní medzi menovou politikou, fiškálnou politikou a finančnou stabilitou sa zaoberala štúdia skúmajúca faktory určujúce vývoj dlhodobých úrokových sadzieb v krajinách EÚ. Medzi dôležité zistenia patrili aj odhady vplyvu fiškálnej politiky na hospodársky cyklus. Veľký záujem odbornej verejnosti vyvolala štúdia navrhujúca nové inštitucionálne usporiadanie fiškálnej politiky založené na koncepte čistého bohatstva štátu. Nemenej dôležitý je pokrok v oblasti ekonomického modelovania. V roku 2009 sa dokončil a zverejnil stredne veľký novokeynesiánsky stochastický model všeobecnej dynamickej rovnováhy pre Slovensko. Zvyšné dva hlavné výstupy v oblasti ekonomického výskumu sa venovali premenlivosti hospodárskeho vývoja na prelome rokov 2008 a 2009 s dôrazom na nominálne a reálne dobiehanie a konkurencieschopnosť Slovenska. Tím ekonomického výskumu publikoval niektoré významné zistenia aj ako prílohy k správam o finančnej stabilite. Patrí sem napríklad zhodnotenie regionálnej dostupnosti bývania, úverov, rozostavanosti a cien bytov, ale aj vývoj a charakteristiky medzinárodnej finančnej integrácie Slovenska a koncept nového rámca pre finančnú reguláciu a dohľad. Podrobnejší opis publikovaných výstupov uvádzame v boxe 1.

Množstvo ďalších verejne nepublikovaných výsledkov výskumu a zaujímavé teoretické a metodologické problémy prezentovali interní a externí prednášatelia na pravidelných seminároch odboru výskumu. V roku 2009 sa uskutočnilo 40 seminárov. Medziročne vzrástol počet seminárov s účasťou zástupcov iných odborných inštitúcií na Slovensku. Zároveň sa zvýšil počet vystúpení zahraničných prednášateľov. V porovnaní s obsahovým zameraním štúdií sa odborné semináre viac zaoberali problematikou ekonomického modelovania a teoretickými predpokladmi menového vývoja a dlhodobej udržateľnosti verejných financií.

Národná banka Slovenska sa stala súčasťou viacerých medzinárodných výskumných tímov. Zástupca NBS sa zúčastňoval na rokovaní

<sup>19</sup> <http://www.nbs.sk/sk/publikacie/vyskumne-studie>



riaditeľov výskumných odborov národných bánk v EÚ (Heads of Research). V roku 2009 sa uskutočnili dve zasadnutia tohto výboru, ktoré prispeli k ďalšiemu zosúladeniu výskumných aktivít v rámci eurozóny. Pracovníci zaoberajúci sa ekonomickým výskumom získali prístup k novým údajom a odborným ekonomickým publikáciám. Národná banka Slovenska bola tiež členom dvoch expertných skupín vytvorených pri Európskom systéme centrálnych bánk a v priebehu roka 2009 sa začlenila do ďalšej skupiny.

Skupinu zaoberajúcu sa dynamikou miezd (WDN – Wage Dynamics Network) tvorili ekonómovia ECB a národných centrálnych bánk krajín Európskej únie. Venovala sa podrobnému štúdiu znakov a príčin mzdovej dynamiky a ich vplyvom na menovú politiku. V súvislosti s účasťou v tejto pracovnej skupine realizovala NBS na jar 2009 harmonizovaný prieskum medzi podnikmi zameraný na štúdium vlastností a príčin mzdovej dynamiky. Zistenia z uskutočneného prieskumu boli koncom roka spracované a prezentované v rámci skupiny a budú využité v niekoľkých plánovaných výskumných projektoch. V decembri 2009 Eurosystem prezentoval a zverejnil záverečnú správu, ktorá sumarizuje prierezové zistenia v rámci skupiny a analyzuje implikácie mzdovej dynamiky pre menovú politiku európskych krajín.

Skupina pre finančnú situáciu a spotrebné výdavky domácností (HFCN – Household Finance and Consumption Network) pozostáva z expertov na štatistické zisťovania, štatistikov a ekonómov z ECB, národných bánk Eurosystemu a štatistických úradov niektorých krajín. Jej cieľom je implementácia a ďalší vývoj zisťovania finančnej situácie a spotrebných výdavkov domácností. Odborníci z NBS sa počas roka 2009 venovali hlavne príprave slovenskej verzie harmonizovaného prieskumu.

Finančná kríza poukázala na rezervy v znalostiach o makrofinančnej stabilite. Vznikla preto medzinárodná kontaktná skupina, ktorej úlohou bolo preskúmať realizovateľnosť spoločného výskumného projektu, dostupnosť dát a kapacity jednotlivých národných bánk. Kontaktná skupina odporučila vznik novej pracovnej skupiny makroobozretného výskumu (MaRs – Macro-prudential Research Network). Jej cieľom bude vytvorenie kľúčových konceptuálnych rámcov, modelov a nástrojov, ktoré prispievajú k zlepšeniu podmienok makroobozretného dohľadu v EÚ. Dôraz sa bude klásť na rozvoj makrofinančných modelov prepájajúcich finančnú stabilitu s reálnou ekonomikou, na systémy skorého varovania a indikátory systémového rizika, ako aj posúdenie rizika nákazy.

V oblasti finančnej stability zároveň pokračovala dlhodobá medzinárodná spolupráca s ďalšími dvoma skupinami. Hlavnou náplňou pracovnej skupiny ECONET združujúcej odborníkov z oblasti finančnej stability bolo monitorovanie a analýza vývoja na európskych finančných trhoch a hodnotenie vplyvu existujúcej a navrhovanej regulácie v oblasti finančných trhov. V rámci prvého okruhu úloh ECONET v roku 2009 pravidelne predkladal svoje hodnotenie rizík a vývojových trendov na európskych finančných trhoch pre stretnutia Hospodárskeho a finančného výboru (EFC – Economic and Financial Committee) a Výboru pre finančné služby (FSC – Financial Services Committee). V rámci druhého okruhu úloh vypracovali členovia skupiny ECONET niekoľko hodnotení vplyvu navrhovaných legislatívnych opatrení.

Pracovná skupina pre makroobozretné analýzy (WGMA – Working Group on Macro-prudential Analyses) sa zameriava na identifikáciu a hodnotenie rizík v bankovom sektore EÚ. Určuje obsah a špeciálne témy do pravidelných správ o finančnej stabilite a stabilite bankového sektora (ECB Financial Stability Review a EU Banking Sector Stability).



## Box 1

## ŠTÚDIE PUBLIKOVANÉ V ROKU 2009

**WP 1/2009 Michal Benčík: Rovnovážna úroková miera – teoretické koncepty a aplikácie**

Štúdia sumarizuje viaceré teoretické koncepty rovnovážnej reálnej úrokovej miery, niektoré z nich aplikuje na podmienky SR a zároveň posudzuje možný vplyv prechodu na spoločnú európsku menu. Prezентuje vlastné výpočty neutrálnej reálnej úrokovej miery a dlhodobej rovnovážnej úrokovej miery pre Slovensko i pre eurozónu. Neutrálna úroková miera je určená vzťahom medzi úsporami a investíciami (tzv. IS krivkou) a vzťahom medzi nominálnou mzdou a nezamestnanosťou (tzv. Phillipsovou krivkou). Nadobúda hodnoty blízko nuly, tie sú však skreslené všeobecným previsom úspor nad investíciami. Dlhodobá úroková miera je určená priamo pomocou modifikovaného Ramseyho-Keynesovho pravidla (hraničná miera substitúcie medzi spotrebou v rôznych obdobiach by sa mala rovnať hraničnej miere transformácie medzi produkciu v týchto obdobiach). Dosahuje hodnoty okolo 2,5 %. Výpočty naznačujú, že po vstupe Slovenska do menovej únie mohli vzniknúť rozdiely medzi neutrálnou úrokovou mierou v eurozóne a na Slovensku. Expanzívny vplyv úrokových sadzieb bude asi potrebné kompenzovať inými nástrojmi hospodárskej politiky.

**WP 2/2009 Michal Benčík: Analýza vplyvu fiškálnej politiky na hospodársky cyklus – aplikácia štruktúrneho VAR modelu**

Štúdia opisuje teoretické koncepty modelov hodnotiacich vplyv časových radov viacerých premenných a ich časovo posunutých hodnôt (VAR modelov) a rôzne spôsoby ich identifikácie. Sumarizuje výsledky odhadov modelu pre deficit verejných financií, reálnu úrokovú mieru, tempo rastu HDP a deflátor HDP, ktoré boli založené na údajoch pre Slovenskú republiku za roky 1997 až 2007. Autor vychádzal z kombinácie viacerých zahraničných prístupov. Identifikovaný vplyv fiškálnej politiky na hospodársky cyklus má prevažne črty neoklasickej teórie. Trvalé zvýšenie deficitu o jedno percento HDP

zvyšuje mieru rastu HDP iba o 0,4% ročne bezprostredne pri zvýšení. V ďalších obdobiach sa vplyv znižuje na 0,2% a približne po šiestich štvrtrokoch sa tempo rastu HDP vracia na svoju pôvodnú úroveň. Vyšší deficit však vyvoláva trvalý nárast úrokových mier. Tieto výsledky môžu byť nepriaznivo ovplyvnené malým počtom pozorovaní v odhadoch a kvalitatívnymi zmenami v sledovanom období.

**WP 3/2009 Juraj Zeman a Matúš Senaj: DSGE Model – Slovensko**

Štúdia predstavuje stredne veľký novokeynesiánsky stochastický model všeobecnej dynamickej rovnováhy (DSGE model) otvorenej ekonomiky vytvorený na simuláciu vývoja slovenskej ekonomiky. Model pozostáva z viac ako päťdesiatich rovníc a obsahuje všetky dôležité makroekonomické premenné vrátane HDP a jeho najdôležitejších zložiek – spotreby, investícií, vládnych výdavkov, exportu a importu. Autori použili tri faktory produkcie – prácu, kapitál a energie. Cenový vývoj sledovali indexom spotrebiteľských cien, indexom dovozných a vývozných cien. Medzi dôležité premenné patrí aj nominálna úroková sadzba a výmenný kurz. Väčšina parametrov modelu je kalibrovaná. Menšiu časť tvoria parametre odhadnuté použitím rôznych techník odhadovania. Vhodnosť modelu sa testuje niekoľkými spôsobmi – porovnaním štatistík simulovaných premenných s empirickými údajmi, analýzou impulse response funkcií a reprodukcovaním historického vývoja časových radov.

**WP 4/2009 Ján Žilinský: Aké faktory vplývajú na dlhodobé úrokové sadzby v rámci EÚ?**

Podrobnou analýzou dlhodobých úrokových sadzieb sa zistilo, že medzi veľkosťou štátneho dlhu a dlhodobými úrokovými sadzbami v krajinách EÚ existuje len minimálny vzájomný vzťah. Tejto teórii protirečiaci fakt je vysvetlený inštitucionálnymi rozdielmi naprieč Európou. Krajiny, ktoré majú vysoký demokratický kapi-



tál (zakorenené tradície), platia menšie prirážky než nové demokracie. Znižovanie dlhu je užitočný cieľ, ale výsledky tejto štúdie naznačujú, že reputácia krajiny môže byť dôležitejšia ako čisto ekonomické ukazovatele.

#### **DP 1/2009 Judita Jurašeková Kucserová: Efektívne menovopolitických šokov na Slovensku**

Štúdia prezentuje výsledky empirického výskumu vplyvu slovenských menovopolitických šokov na ekonomiku. Sleduje reakcie reálnej produkcie, cien, výmenného kurzu a krátkodobej úrokovej sadzby na impulzy štrukturálnych šokov zo štrukturálneho VAR modelu, ktoré sa získali výberom pomocou metódy znamienkových reštrikcií. Na presnejšie zadefinovanie menového šoku bola vo väčšine prípadov potrebná aj dodatočná identifikácia historických šokov. Výsledky naznačujú, že neočakávaný nárast kľúčovej úrokovej sadzby o 50 bodov znižuje ceny nanajvýš o 0,4 %. Ako sa predpokladalo, najväčší efekt sa dostaví najneskôr rok po šoku. Efekt na HDP je však rozporuplný a naznačuje, že zmeny v menovej politike prispievajú k zmenám reálnej produkcie len v malej miere.

#### **DP 2/2009 Michal Horváth a Ľudovít Ódor: Dobrá rada nad zlato? Inštitúcie pre zodpovednú a transparentnú fiškálnu politiku na Slovensku**

Štúdia kriticky analyzuje slabé miesta súčasných fiškálnych inštitúcií na Slovensku a navrhuje nové inštitucionálne usporiadanie fiškálnej politiky. Vychádza z konceptu čistého bohatstva štátu a medzinárodných skúseností. Hlavnou súčasťou návrhu sú doplnkové fiškálne pravidlá k Paktu stability a rastu – horná hranica pre hrubý dlh a výdavkové stropy, nové pravidlá pre hospodárenie samospráv a požiadavky na vyššiu transparentnosť. Na kontrolu a monitorovanie fiškálnych procesov a pravidiel sa v štúdiu navrhuje zriadenie Rady pre fiškálnu zodpovednosť pri Národnej rade SR. Nový rámec by mal zvýšiť kredibilitu Slovenska pri hľadaní východiskových (exit) stratégií po nepriaznivých dôsledkoch súčasnej hospodárskej krízy a viesť k nižším úrokovým sadzbám, dynamickejšiemu a vyrovnanjšiemu rastu z dlhodobejšej perspektívy.

#### **PP 1/2009 Judita Jurašeková Kucserová, Ľudovít Ódor, Matúš Senaj a Juraj Zeman: Stručný prehľad vybraných indikátorov konkurencieschopnosti**

Konkurencieschopnosť je dôležitá na udržanie rastu produktivity a zvyšovanie životnej úrovne hlavne v malých otvorených ekonomikách, ktoré sú založené na medzinárodnom obchode a sú vo veľkej miere závislé od priamych zahraničných investícií. Jedna z definícií konkurencieschopnosti tvrdí, že je to schopnosť krajiny predávať vlastné tovary a služby na danom trhu. Pojem konkurencieschopnosť zahŕňa napríklad aj celkové podnikateľské prostredie krajiny, fyzickú a znalostnú infraštruktúru, ako aj indikátory trhu práce či reguláciu na finančných trhoch a trhoch produktov a služieb. Otázkou konkurencieschopnosti preto nie je možné zúžiť len na sledovanie pohybov nominálnych výmenných kurzov. Cieľom tejto krátkej analýzy je zhodnotiť vývoj konkurencieschopnosti Slovenska, najmä v súvislosti s oslabením mien okolitých krajín.

#### **PP 2/2009 Tibor Lalinský: Analýza konvergenzie slovenskej ekonomiky**

Globálna finančná kríza sa začala koncom roka 2008 viditeľne prejavovať v reálnej ekonomike. Najrýchlejšie a najintenzívnejšie sa zhoršil hospodársky vývoj v krajinách, ktoré boli priamo zasiahnuté finančnou krízou. Na druhej strane boli viaceré ekonomiky vrátane Slovenska negatívne ovplyvnené až začiatkom roka 2009, keď sa naplno prejavil pokles dopytu zo strany priemyselne najvyspelejších krajín. Napriek spomaleniu rastu spotrebiteľských cien prestalo Slovensko v marci 2009 plniť inflačné kritérium. Doterajší viacročný trend nominálnej i reálnej konvergenzie v rámci EÚ sa zastavil. Na istú dobu budeme svedkami skôr procesu ekonomickej divergencie ako konvergenzie. Výhľad na nasledujúce roky signalizuje aj značne pomalšie tempo konvergenzie SR k priemeru EÚ. V dôsledku nepriaznivého vývoja svetového a domáceho hospodárstva zaznamená Slovenská republika v tomto, ako aj v nasledujúcich dvoch rokoch nadmerný deficit. Z vývoja plnenia maastrihtských kritérií v krajinách EÚ mimo eurozóny vyplýva, že žiadna z týchto krajín neplní všetky kritériá. Ďalšia fáza rozširovania eurozóny prichádza do úvahy až o niekoľko rokov.