

Výskumná štúdia NBS 3/2020

Prirodzená úroková sadzba v tranzitívnych ekonomikách: prípad Slovenska

Patrik Kupkovič

© Národná banka Slovenska 2020
research@nbs.sk

Táto publikácia je dostupná na internetovej stránke NBS
<https://www.nbs.sk/sk/publikacie/publikacie-vyskumu>

Prezentované názory a výsledky v tejto štúdii sú názormi autora a nevyjadrujú
oficiálne stanovisko Národnej banky Slovenska.

Práca neprešla jazykovou úpravou.

Krátke časti textu, nie viac ako dva odseky, môžu byť citované bez predchádzajúceho
súhlasu autorov, pokiaľ bude úplne uvedený zdroj.

Netechnické zhrnutie

Cieľom menovej politiky je nastaviť základnú úrokovú sadzbu pri existujúcich inflačných očakávaniach do blízkosti rovnovážnej reálnej sadzby (r^*) a tak zabezpečovať rovnováhu v dlhšom horizonte. Napriek tomu, že rovnovážna úroková sadzba nie je priamo merateľná veličina, je z hľadiska stratégie menovej politiky dôležité vedieť odhadnúť, na akej úrovni sa táto sadzba nachádza. Preto je rovnovážna úroková miera základným stavebným kameňom súčasných makroekonomických modelov.

Reálna úroková miera (r) vyššia ako r^* tlmí agregátny dopyt a dostáva ekonomiku pod svoj potenciál, pričom negatívna produkčná medzera sa skôr či neskôr prejavuje v znížených inflačných tlakoch.

V praxi to znamená, že ak by sa rovnovážna úroková sadzba dostala zhruba na úroveň pod -2%, štandardná menová politika nie je schopná pri inflačnom ciele blízkom ale nižšom ako 2% a obmedzení úrokovej sadzby v okolí nuly túto hladinu dosiahnuť. Vtedy používa centrálna banka nekonvenčné opatrenia menovej politiky, ktoré pomáhajú preklenúť tieto obmedzenia.

V súčasnosti existuje niekoľko modelových prístupov k odhadu r^* , odlišujú sa najmä v tom, v akom horizonte skúmame dopad rovnovážnej sadzby na reálnu ekonomiku. Pri odhade r^* sa zvyčajne využíva 3-mesačná reálna¹ sadzba na medzibankovom trhu,² ktorá aproximuje rozhodnutia menovej politiky a od ktorej sa odvíjajú aj ostatné sadzby v ekonomike (Walsh, 2017). V tejto štúdii sa pozeráme na r^* zo strednodobého hľadiska, kedy je r^* konzistentná s rovnovážnym stavom v ekonomike, teda s reálnym HDP na úrovni potenciálu a infláciou na cieľovej hodnote po odznení všetkých cyklických šokov zasahujúcich ekonomiku. Modelom s nepozorovanými premennými³ rozkladáme

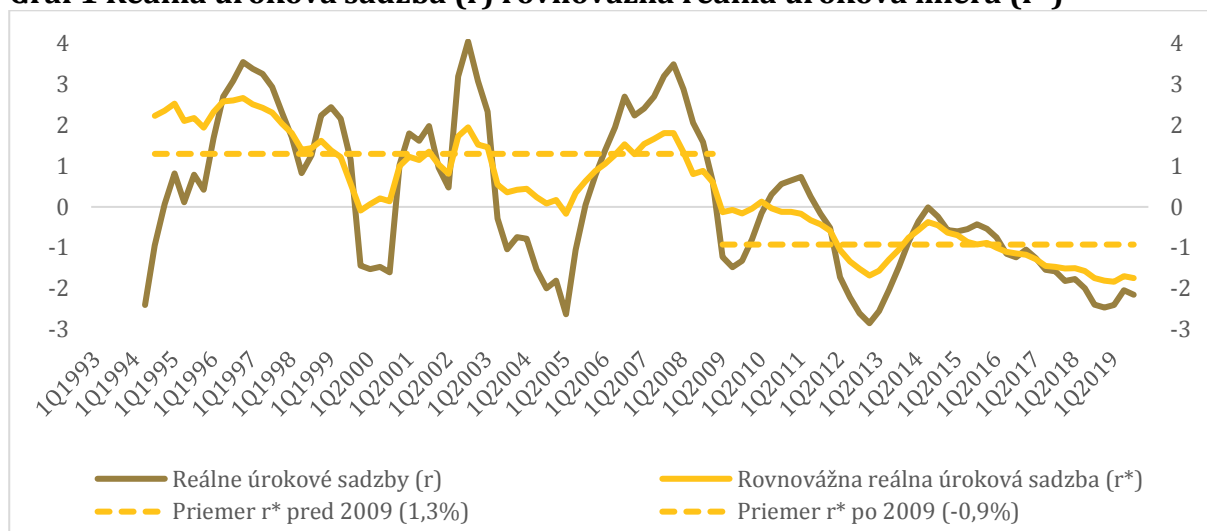
¹ Nominálna sadzba je očistená o inflačné očakávania využitím Fischerovej rovnice, pričom inflačné očakávania v danom kvartáli sú aproximované ako priemer pozorovanej inflácie z predchádzajúcich 4 kvartálov.

² ECB od globálnej finančnej krízy využíva sadu neštandardných menových nástrojov. Tieto neštandardné nástroje je možné agregovať do jednorozmerného indikátora a dostali by sme tzv. „shadow policy rate“, ktorá by sa mohla použiť pri odhade r^* .

³ „State space“ model malej, otvorenej a konvergujúcej ekonomiky, kde rovnovážne veličiny sú modelované pomocou procesu náhodnej prechádzky a cyklické zložky sú modelované autoregresným procesom.

pozorovanú reálnu úrokovú sadzbu (r) na jej rovnovážnu/trendovú (r^*) a cyklickú časť (Graf 1).

Graf 1 Reálna úroková sadzba (r) rovnovážna reálna úroková miera (r^*)



Zdroj: Vlastné výpočty.

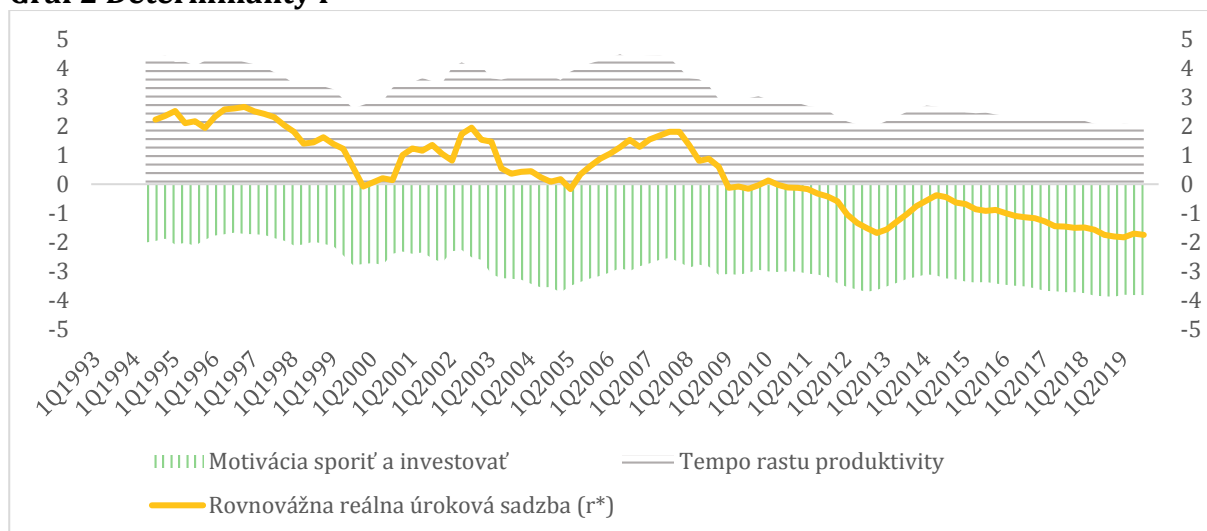
Na základe odhadu v tejto štúdii bola priemerná hodnota r^* pred krízou a pred vstupom do eurozóny pozitívna, no neskôr neustále klesala až do negatívneho teritória. Hlavnými determinantmi vývoja r^* (Graf 2) boli agregovaný vývoj produktivity a motivácia sporiť a investovať. Čo sa týka motivácie sporiť a/alebo investovať, tento faktor je zachytený len v agregovanej forme a v princípe zachytáva všetko okrem efektu produktivity. Za zvýšenou motiváciou sporiť by mohli byť demografické zmeny v štruktúre obyvateľstva, príjmové nerovnosti a preferencia vlád rozvíjajúcich ekonomík k vyšším úsporám, čo vytvára tlak na znižovanie r^* . Na strane investícií to môže byť výrazný pokles cien kapitálových statkov,⁴ ktorý ale nebol kompenzovaný zodpovedajúcim zvýšením investícií, čo sa premieta do nižších r^* .

Dodatočným faktorom, ktorý tlačí nadol už samotnú reálnu sadzbu (r) najmä po vstupe do eurozóny, môže byť vývoj inflácie. Slovensko, ako stále ešte mierne konvergujúca ekonomika, má v priemere vyššiu infláciu ako pozorujeme v eurozóne.⁵ Pri spoločných krátkodobých sadzbách v menovej únii má potom Slovensko nižšie reálne sadzby a následne aj nižšiu r^* .

⁴ Azda najznámejším príkladom je cena počítačov, ale podobný trend pozorujeme napr. aj pri dopravných prostriedkoch, procesoroch a pod.

⁵ Treba opäť zdôrazniť, že pre odhady r^* je charakteristická značná neistota. Táto neistota pramení zo samotných odhadov, ako aj z otázky vhodnosti zvoleného modelu. Odhady r^* by preto nemali byť interpretované izolovane, ale iba v kontexte použitého modelu.

Graf 2 Determinanty r^*



Zdroj: Vlastné výpočty.

Vyššie spomenuté faktory, ktoré spôsobili pokles rovnovážnej sadzby, majú väčšinou perzistentný charakter. Môžeme teda očakávať, že minimálne **zo strednodobého hľadiska zostane rovnovážna úroková miera na nízkych úrovniach**. Dôsledkom tohto ekonomického prostredia je potreba prehodnocovanie uskutočňovania menovej politiky, otázky finančnej stability ako aj rola fiškálnej politiky pri stabilizácii ekonomického cyklu.