



Udržateľnosť inflácie

Michal Doliak, Branislav Karmažín
Národná banka Slovenska

Slovenská republika ako prvá krajina z krajín V4 oficiálne požiadala o vstup do eurozóny. V tomto procese je dôležité splnenie maastrichtských kritérií, ktoré sa týkajú miery inflácie meranej harmonizovaným indexom spotrebiteľských cien (HICP), úrokových sadzieb, miery deficitu verejných financií k hrubému domácejmu produktu, miery verejného dlhu, ako aj stability výmenného kurzu slovenskej koruny voči euru. V diskusiách pred zverejnením hodnotenia plnenia konvergenčných kritérií zo strany Európskej komisie (EK) a Európskej centrálnej banky (ECB) sa objavovali informácie, že nie je dôležité len nominálne splnenie kritérií, ale aj ich dlhodobá udržateľnosť. Problém udržateľnosti inflácie sa tak stal kľúčovým faktorom rozhodovania o termíne prijatia eura. Je teda splnenie inflačného kritéria zo strany Slovenskej republiky dlhodobo udržateľné? Na takto položenú otázku sa pokúsime odpovedať v tomto článku.

Na začiatku sa treba pozrieť, aký je právny rámec a čo hovoria ustanovenia zmluvy v súvislosti s cenovým vývojom (box 1). Podľa článku 1 Protokolu o konvergenčných kritériách kritérium cenovej stability znamená, že členský štát si udržiava **dlhodobú cenovú stabilitu**. V ďalších právnych dokumentoch však dlhodobá cenová stabilita nie je nijako užšie zadefinovaná.

V Konvergenčnej správe ECB z mája 2008 sa v kapitole 2, ktorá opisuje analytický rámec uvádza, že „so zámerom umožniť podrobnejšie hodnotenie udržateľnosti cenového vývoja sa priemerná miera inflácie HICP za 12-mesačné referenčné obdobie od apríla 2007 do marca 2008 posudzuje z pohľadu vývoja cenovej stability v ekonomikách členských štátov za predchádzajúcich desať rokov. V tejto súvislosti sa pozornosť sústreďuje na orientáciu menovej politiky, najmä na to, či hlavným zámerom menových orgánov je dosahovanie a udržanie cenovej stability a ako k dosiahnutiu tohto cieľa prispievajú ostatné oblasti hospodárskej politiky. Okrem toho sa do úvahy berú aj vplyvy makroekonomického prostredia na dosahovanie cenovej stability. Cenový vývoj sa hodnotí z hľadiska situácie v oblasti dopytu

a ponuky, pričom sa okrem iného kladie dôraz na faktory ovplyvňujúce jednotkové náklady práce a dovozné ceny. Napokon sa zvažuje aj trendový vývoj ostatných relevantných cenových indexov (napr. HICP bez nespracovaných potravín a energií, domáci CPI, CPI očistený o čisté zmeny nepriamych daní, deflátor súkromnej spotreby, deflátor HDP a ceny výrobcov). Čo sa týka perspektívy budúceho vývoja, správa obsahuje aj predpokladaný vývoj inflácie v nadchádzajúcich rokoch vrátane prognóz významných medzinárodných inštitúcií a účastníkov trhu. Venuje sa tiež štruktúrnym otázkam, ktoré majú význam z hľadiska udržania prostredia podporujúceho cenovú stabilitu po zavedení eura.“

Prakticky neexistuje presná špecifikácia kritéria udržateľnosti inflácie a hodnotenia dlhodobej udržateľnosti, preto závisí od pohľadu inštitúcie na danú problematiku. Pri hodnotení udržateľnosti inflačného vývoja, či už z pohľadu krátkodobého alebo dlhodobého časového horizontu, je preto nutné brať do úvahy východiskový stav ekonomiky SR, proces liberalizácie a transformácie ekonomiky vrátane významných štruktúrnych zmien, aktuálny vývoj aj v spojitosti s vyso-

Box 1

Ustanovenia zmluvy týkajúce sa cenového kritéria

Článok 121 ods. 1 prvá zarážka zmluvy vyžaduje: „dosiahnutie vysokého stupňa cenovej stability, ktorý vychádza z miery inflácie, ktorá sa približuje k miere inflácie najviac troch členských štátov, ktoré v cenovej stabilite dosahujú najlepšie výsledky.“

Článok 1 Protokolu o kritériách konvergencie, na ktorý odkazuje zmluva v článku 121, ustanovuje, že: „kritérium cenovej stability uvedené v článku 121 ods. 1 prvej zarážke tejto zmluvy

znamená, že členský štát si udržiava dlhodobú cenovú stabilitu a priemernú mieru inflácie vykazovanú v priebehu roka pred skúmaním, ktorá neprekračuje viac ako o 1,5 % miery inflácie maximálne troch členských štátov, ktoré dosiahli v oblasti cenovej stability najlepšie výsledky. Inflácia sa meria pomocou indexu spotrebiteľských cien na porovnateľnom základe, ktorý zohľadní rozdiely medzi vnútroštátnymi definíciami.“



kou otvorenosťou ekonomiky a prepojenosťou na vonkajšie ekonomické prostredie, ako aj predpokladaný budúci vývoj jednotlivých makroekonomických fundamentov, ktoré môžu ovplyvniť budúci vývoj spotrebiteľských cien a tak aj mieru inflácie meranej HICP v porovnaní s krajinami eurózóny.

Z pohľadu Národnej banky Slovenska by sa preto pri hodnotení dlhodobej udržateľnosti inflácie mal brať do úvahy aj cenový vývoj za posledných 10 rokov, menová politika, vplyv výmenného kurzu, regulovaných cien a tzv. Ballasa-Samuelsonov efekt.

CENOVÝ VÝVOJ ZA POSLEDNÝCH DESAŤ ROKOV

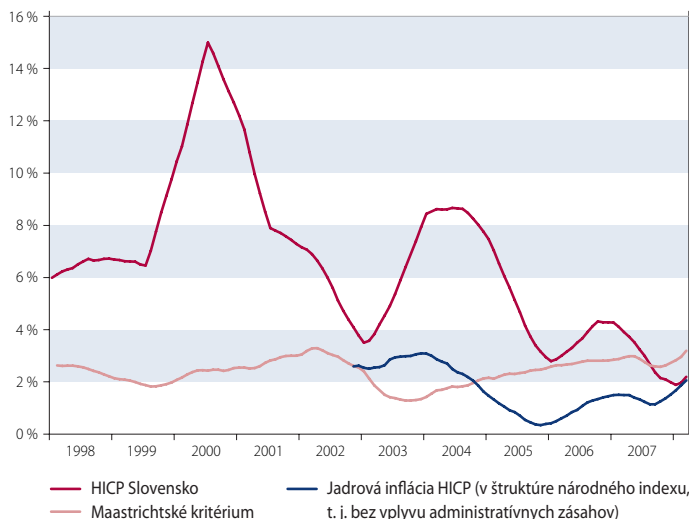
Pri pohľade na infláciu za posledných desať rokov je vidieť (graf 1), že dynamika bola veľmi volatilná, a že Slovensko začalo plniť kritérium až v poslednom období (od augusta 2007). Vývoj inflácie v Slovenskej republike ako transformujúcej sa ekonomike bol ovplyvnený predovšetkým postupnou liberalizáciou a dereguláciou cien energií a ich úprav na úroveň pokrývajúcu oprávnené náklady a primeraný zisk, zmenami spotrebných daní (na minimálnu úroveň požadovanú predpismi EÚ), ako aj zavedením jednotnej sadzby DPH. Na vývoj cien v rokoch 1998 až 2004 pôsobili faktory, ako je depreciácia výmenného kurzu a aj nedostatočne rozvinuté konkurenčné prostredie.

Plnenie kritérií v poslednom období však nie je výsledok jednorazových opatrení, ale vplyvu viacerých dlhodobých faktorov, ako sú obozretná menová politika (zavedenie inflačného cieľenia – vplyv na inflačné očakávania), fiškálna konsolidácia, ukončenie zvyšovania regulovaných cien pre domácnosti v dôsledku dosiahnutia oprávnených nákladov v roku 2005. Ich regulácia od roku 2006 je len dôsledkom rastu oprávnených nákladov (komodita, distribučné náklady a pod.) a z toho vyplývajú menšie sekundárne efekty na ostatné spotrebiteľské ceny. Od roku 2003 sa začala v cenách prejavovať aj apreciacia výmenného kurzu. Dopad na spomalenie dynamiky spotrebiteľských cien mali aj štrukturálne zmeny na maloobchodnom trhu a postupné zosilnenie konkurencie podporené postupným príchodom obchodných reťazcov a stúpajúcim trendom postupnej zmeny orientácie koncového spotrebiteľa na väčšie predajne s väčším sortimentom a predajnou plochou.

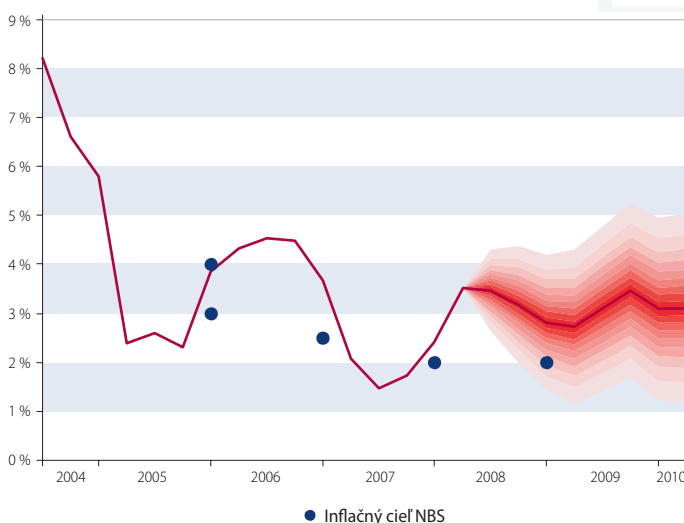
MENOVÁ POLITIKA NBS

V decembri 2004 prijala Banková rada Národnej banky Slovenska Menový program do roku 2008, kde si zadefinovala výkon menovej politiky ako inflačné cieľenie v podmienkach ERM II so stanovením inflačných cieľov na roky 2005 až 2008. Inflačné ciele boli stanovené na úrovni pod 2,5% v decembri 2006, pod 2,0% v decembri 2007 a 2008 tak, aby bolo splnené maastrichtské kritérium na báze priemernej dvanásťmesačnej inflácie. Na konci novembra 2005 sa slovenská koruna zapojila do mechanizmu výmenných kurzov ERM II

Graf 1 Porovnanie vývoja 12-mesačnej priemernej HICP inflácie a maastrichtského kritéria



Graf 2 Predikcia inflácie HICP



Zdroj: NBS.

(centrálna parita stanovená na 38,4550 SKK/EUR so štandardným fluktuácnym pásmom $\pm 15\%$), pričom centrálna parita bola revalvovaná v marci 2007 o 8,5% v dôsledku priaznivého vývoja základných makroekonomických veličín.

Orientácia menovej politiky centrálnej banky na snahu formovať inflačné očakávania v strednodobom horizonte (prostredníctvom Komunikačnej stratégie Národnej banky Slovenska a formovania očakávaní na budúcnosť orientovaných (*forward-looking*) ekonomických agentov) bola podmienená časovým oneskorením nastavenia menovej politiky na infláciu (viac ako 1 rok). Národná banka Slovenska vykonáva nastavenie menovej politiky (pohyb úrokových sadzieb) na základe odchýlok aktuálnej predikcie inflácie od stanovenej želateľnej trajektórie a od predpokladaného vývoja reálneho produktu v porovnaní s potenciálnym (produkčnej medzery) prostredníctvom jadrového ekonometrického modelu QPM (Quarterly Projection Model), ktorý obsahuje aj na budúcnosť orientované inflačné očakávania.



Porovnanie priemerných cien pre domácnosti

	Zemný plyn (D3) EUR/GJ		Elektrina (Dc) EUR/kWh	
	1. január 2007	1. júl 2007	1. január 2007	1. júl 2007
EÚ15	12,17	11,32	0,121	:
EA	12,52	11,99	0,120	:
CZ	7,94	8,04	0,089	0,088
HU	5,97	8,92	0,102	0,110
PL	8,76	9,02	0,095	0,097
SK	9,64	9,84	0,129	0,135

Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Apreciácia v priebehu roku 2007 a súčasný vývoj v roku 2008 spôsobili ďalší nárast cien energií vyjadrených v eurách a rozdiel v porovnaní s priemerom EÚ je tak ešte nižší, resp. ceny prevyšujú priemer za EÚ.

¹ O vplyve výmenného kurzu na spotrebiteľské ceny z pohľadu NBS bližšie časopis BIATEC, číslo 11/2007.

Z pohľadu menovej politiky a s ohľadom na hlavný cieľ (splnenie maastrichtských kritérií a prijatie eura) bolo zavedenie inflačného cieľenia úspešné aj napriek tomu, že sa v rokoch 2006 a 2007 nepodarilo inflačný cieľ dodržať. Prekročenie stanovených úrovní inflácie bolo spôsobené faktormi mimo dosahu menovej politiky, ako sú administratívne zásahy, vývoj cien energetických komodít a agrokomodít na svetových trhoch, ktoré boli v Menovom programe Národnej banky Slovenska do roku 2008 definované ako výnimky z plnenia inflačného cieľa.

INÉ FAKTORY DÔLEŽITÉ PRE UDRŽATEĽNOSŤ

Hlavným argumentom pri diskusiách o udržateľnosti inflácie aj v budúcnosti bola obava, že vývoj v poslednom období bol ovplyvnený dvoma hlavnými faktormi, a to **výmenným kurzom a regulovanými cenami**. V prípade výmenného kurzu sa objavovalo tvrdenie, že výrazná apreciácia výmenného kurzu pomohla Slovensku udržať infláciu na nízkych úrovniach a dôvodom pre vysokú a neudržateľnú infláciu by mohlo byť zafixovanie výmenného kurzu, čím sa strata nominálnej apreciacie v plnej miere prejaví v raste inflácie. Pri regulovaných cenách bola obava, že sú nastavené pod nákladmi a pomohli tak Slovensku splniť konvergenčné kritériá a že po prijatí eura opäť dôjde k ich výraznému rastu.

O vplyve kurzu na spotrebiteľské ceny alebo pôsobenie efektu prenosu (*pass-through*) na vývoj inflácie diskutovala odborná verejnosť, ale aj medzinárodné inštitúcie najmä v rokoch 2005 až 2007, keď priemerná medziročná apreciácia výmenného kurzu slovenskej koruny voči euru dosiahla v tomto období 5,5 %. Odhady úrovne efektu prenosu na Slovensku sa pohybujú v rozmedzí 0,15 až 0,35, pričom analýzy Národnej banky Slovenska poukazujú skôr na nižšie úrovne v rozpätí 0,1 až 0,2.¹ Predovšetkým vývoj v roku 2007 sa vymyká všetkým možným scenárom pôsobenia výmenného kurzu na vývoj inflácie, keď napriek výraznej (viac ako 9%) priemernej medziročnej apreciacii nezaznamenali spotrebiteľské ceny výrazné spomalenie dynamiky, a to predovšetkým v cenách obchodovateľných tovarov, ktoré sú najviac vystavené cenovej konkurencii zo zahraničia

(nie je problém pre obchodníkov doviezť lacnejší tovar zo zahraničia). Jedným z možných vysvetlení je predpoklad, že vývoj inflácie mohol byť ovplyvňovaný zotrvačnosťou apreciacie výmenného kurzu, ktorá bola v Slovenskej republike prítomná v predchádzajúcom období (v priemere okolo 3 – 4% ročne) a predajcovia pri stanovovaní cien vychádzali z takéhoto zhodnotenia výmenného kurzu. Ďalšou možnosťou pri stanovovaní cien je orientácia na centrálnu paritu, o čom svedčia aj cenovky v obchodoch (zákazník si môže ľahko prepočítať kurz, ak je na cenovkách uvedená cena v slovenských korunách aj v eurách). Po fixácii výmenného kurzu by mali ceny priemyselných tovarov začať postupne konvergovať na úrovne v krajinách eurozóny. V súčasnej strednodobej predikcii Národná banka Slovenska nepredpokladá, že uvedená výrazná apreciácia by sa v cenách priemyselných tovarov mohla prejavíť s oneskorením do konca roku 2008. Vplyv kurzu, ktorý sa prejavil v inflácii v roku 2007, odhadujeme na úrovni približne 0,5 percentuálneho bodu.

Z pohľadu regulovaných cien a ich možnej udržateľnosti je dôležité, či ceny energií sú pod/nad priemerom krajín eurozóny a EÚ alebo na úrovni tohto priemeru a či všetky regulované ceny pre domácnosti sú na úrovni pokrývajúcej náklady a primeraný zisk. V rámci hodnotenia budúcej udržateľnosti inflácie je tiež nutné abstrahovať od minulého vývoja regulovaných cien, ktoré boli ovplyvnené deregulačným procesom. Premennými, ktoré budú pôsobiť aj v strednodobom a dlhodobom horizonte, sú pomerne vysoký podiel energií v rámci štruktúry spotrebných výdavkov obyvateľstva, vysoká energetická náročnosť produkcie slovenskej ekonomiky a nakoniec štruktúra a konkurenčné prostredie energetického trhu na Slovensku a v Európe. Prvý faktor znamená, že v porovnaní s krajinami eurozóny pri rovnakom raste cien ropy (uvažujeme s homogénnym zdrojom komodity) vyjadrených v eurách (pri neexistencii domácej meny) by, vzhľadom na vyšší podiel cien energií na spotrebnom koši HICP v porovnaní s krajinami eurozóny, Slovenská republika dosiahla vyššiu dynamiku inflácie. Druhý faktor pôsobí prostredníctvom nepriamych efektov na rast cien ostatných zložiek inflácie a súčasne s prvým faktorom podmieňuje náchylnosť inflácie



Slovenska na ponukové šoky cien energetických komodít. Pozitívnym efektom výraznej deregulácie cien do začiatku roku 2005 je vysoká a porovnateľná úroveň cien energií pre konečných spotrebiteľov v porovnaní s krajinami eurozóny, čo by malo prispieť výraznou mierou k udržateľnosti inflácie v budúcnosti v dlhodobom horizonte.

V spojitosti s aktuálnym vývojom cien ropy a energetických komodít sa v dôsledku vyšších váh rast cien energií v SR pravdepodobne prejaví vo vyššej inflácii HICP v porovnaní s krajinami eurozóny. Ak nastane uvedený vývoj, bude to mať za následok približovanie sa k referenčnej hranici inflačného kritéria.

Slovensko je krajina s transformujúcou sa konvergujúcou ekonomikou a je možné očakávať, že miera inflácie bude mierne vyššia ako priemerná miera inflácie eurozóny. Miera konvergenzie (meraná paritou kúpnej sily) ale môže byť nižšia alebo vyššia ako skutočná miera inflácie (ako to bolo napríklad v prípade Grécka, Španielska a Portugalska). Konvergenciu teda nemožno porovnávať s mierou inflácie meranou HICP. V prípade Slovenska je viac ako pravdepodobné, že na základe aktuálnej, ako aj predpokladanej štruktúry spotrebného koša (vysoký podiel energií, nízky podiel trhových služieb v porovnaní s krajinami eurozóny) a skutočnosti, že kvalitatívne zmeny s rastom reálneho príjmu sa neprejaví vo výrazne rýchlejšej inflácii priemyselných tovarov bez pohonných hmôt. Dynamika priemyselných tovarov by sa mala v budúcnosti priblížiť k priemernej váženej dynamike cien krajín eurozóny. Naopak v cenách trhových služieb, v dôsledku rastu reál-

neho príjmu a Ballasa-Samuelsonovho efektu², sa rast cien prejaví. Z tohto dôvodu by inflácia mala dosahovať menšie tempo rastu, ako bude tempo reálnej konvergenzie.

ZÁVER

V prípade Slovenska neboli robené žiadne umelé zásahy do vývoja inflácie s priamym cieľom znížiť jej úroveň (napr. zníženie nepriamych daní, zmrazenie rastu regulovaných cien), čo by sa nemalo prejavíť vo výraznejšej dynamike po prijatí eura.

Pre udržateľnosť ekonomiky, odhládnuv od vyššie uvedených skutočností, ako je fixácia výmenného kurzu, pôsobenie Ballasa-Samuelsonovho efektu, štruktúra spotrebného koša HICP a spotrebných výdavkov, je v strednodobom a dlhodobom horizonte dôležitý budúci vývoj trhu práce. V tejto súvislosti bude dôležitá flexibilita trhu práce, riešenie problému vysokej dlhodobej nezamestnanosti, budúci vývoj mzdovej disciplíny, produktivita práce vo vzťahu k rastu miezd najmä v obchodovateľnom sektore, dôsledná fiškálna disciplína nevyvolávajúca dodatočné inflačné tlaky.

Prijatie, resp. zavedenie eura ako jediného platidla v Slovenskej republike teda nepredstavuje jednoznačnú hrozbu pre rast inflácie k neudržateľným hodnotám. Euro iba zvýrazní náročnosť a zodpovednosť komplexnej hospodárskej politiky Slovenskej republiky, najmä fiškálnej. Súčasne bude predstavovať pozitívnu výzvu na ďalší rozvoj ekonomických aktivít, čo by malo byť základným stimulujúcim faktorom konvergenzie k vyspelejšim krajinám.

² Vyššia dynamika produktivity práce v konvergujúcich ekonomikách ako v eurozóne vytvára priestor na výraznejšiu rast miezd v obchodovateľnom sektore konvergujúcich ekonomik, čo sa prenesie do rastu miezd v neobchodovateľnom sektore, čo tlačí na rýchlejšiu rast cien v službách a rýchlejšiu dynamiku inflácie v konvergujúcich ekonomikách v porovnaní s eurozónou.