



Analytický komentár

Cenová konkurencieschopnosť slovenskej ekonomiky od krízy

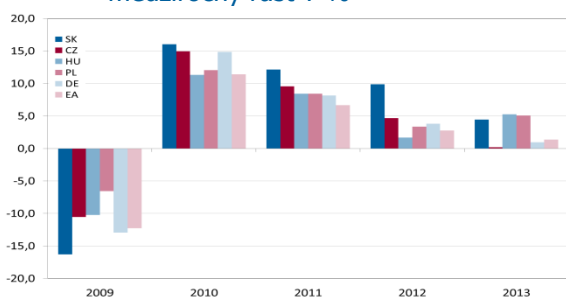
Odhady rovnovážneho kurzu aj ex-post potvrdzujú, že **konverzný kurz slovenskej ekonomiky bol stanovený blízko svojej vtedajšej rovnovážnej úrovni. V súčasnosti predpokladáme, že reálny kurz je podhodnotený a tak môže byť jedným z faktorov podporujúcich exportnú výkonnosť SR** v podobe relatívne dynamicky rastúcich podielov na svetovom obchode. **V období nástupu finančnej krízy, teda krátko po zafixovaní nominálneho kurzu voči krajinám eurozóny, došlo k výraznému sprísneniu kurzovej zložky a teda aj krátkodobému negatívnemu vplyvu na ekonomiku s výraznejším prepadom exportu a zamestnanosti. Bolo to spôsobené nadhodnotením reálneho kurzu, ktoré vzniklo výrazným oslabením okolitých mien.**

Vývoz tovarov a služieb je dlhodobo hlavným zdrojom rastu výrazne otvorenej slovenskej ekonomiky. Po prudkom prepade v roku 2009 pokračuje dynamický rast exportov v posledných rokoch. Jeho vývoj možno považovať za veľmi pozitívny najmä v rokoch 2011-2012 v porovnaní s ostatnými krajinami v regióne, resp. v porovnaní s eurozónou. Z grafov č. 1 a 2 je možné pozorovať, že v období krízy sa slovenský export prepadol najvýraznejšie, avšak následne rástol veľmi dynamicky. Popri odlišnej odvetvovej špecifikácii jednotlivých krajín môže byť dôvodom relatívne pozitívneho vývoja slovenského exportu pokračujúci prílev zahraničných investícií a inovácií produkcie, ale aj pôsobenie reálneho kurzu na cenovú konkurencieschopnosť ekonomiky.

Tento komentár bližšie skúma práve cenovú konkurencieschopnosť slovenskej ekonomiky od vypuknutia globálnej krízy prostredníctvom vývoja reálneho kurzu (a jeho odchýlok od rovnováhy). Porovnanie s Českou republikou¹ naznačuje možný vplyv rôznych kurzových režimov na vývoj tejto cenovej konkurencieschopnosti. **Analýza však neskúma samotné výhody a nevýhody eura**, nakoľko pre toto zhodnotenie je:

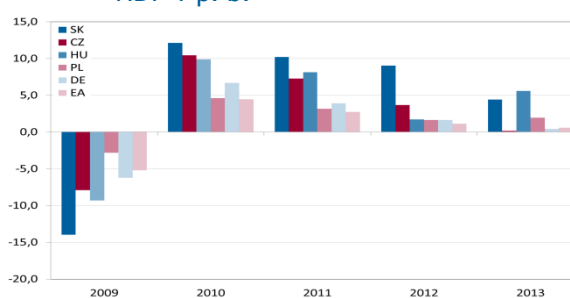
- potrebný dlhší čas²
- **určujúca necenová konkurencieschopnosť** (kvalita, technologická náročnosť, pridaná hodnota) **z dlhodobého hľadiska**, nie cenová.

Graf č. 1 Vývoj exportov (ESA, v stálych cenách) medziročný rast v %



Zdroj: Eurostat, ŠÚ SR.

Graf č. 2 Príspevky exportu k medziročnému rastu HDP v p. b.



Zdroj: Eurostat, ŠÚ SR.

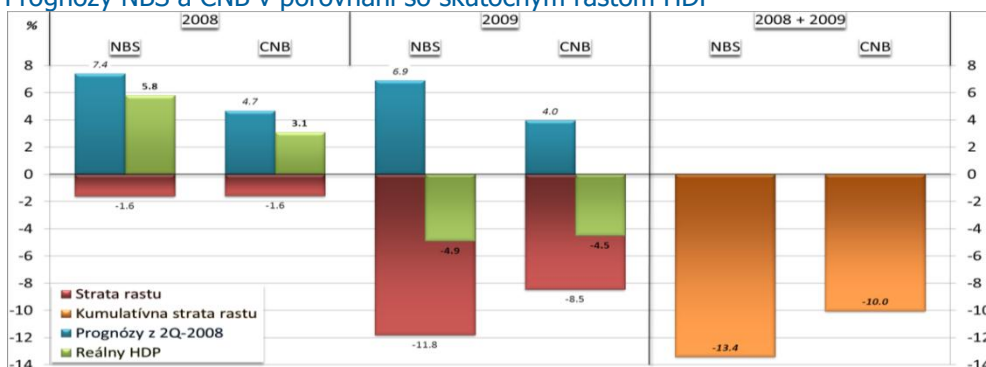
¹ Práve toto porovnanie prirodzene do veľkej miery očisťuje o efekty rôznej štruktúry hospodárstva a rôznych exportných trhov.

² Pre bilanciu výhod a nevýhod spoločnej meny sú podstatné dlhodobé efekty vo forme zvýšenia zahraničnoobchodnej výmeny, prípadne investícií. Navyše naša doterajšia krátka skúsenosť s eurom bola ovplyvnená výrazným externým šokom vo forme globálnej krízy, ktorej vplyv z veľkej časti mohol zatieniť ostatné efekty.

Začiatok krízy

Pri príchode ekonomickej krízy sa jej dopad prejavil predovšetkým prostredníctvom poklesu zahraničného dopytu a následne aj vývozu v roku 2009. Strata hospodárskeho rastu, ktorú kríza spôsobila, sa dá ilustrovať pomocou predikčných chýb, t.j. rozdielu medzi prognózou rastu HDP z obdobia pred krízou (2. štvrt'rok 2008) a jeho skutočným vývojom v rokoch 2008 a 2009³. Pre tieto účely sme použili predikcie NBS a ČNB⁴. Na grafe č. 3 je táto strata porovnaná s vývojom v Českej republike, ktorá predstavuje ekonomiku podobnú Slovensku. V roku 2008 bolo neočakávané spomalenie hospodárskeho rastu v oboch krajinách rovnaké. Na Slovensku sa však v roku 2009 ekonomika prepadla výraznejšie ako v Českej republike. **Kumulovaná strata rastu slovenského HDP za prvé dva roky tak bola o 3,4 p. b. vyššia ako v ČR.** Ak by sme k tomu pripočítali aj rok 2010 (na základe nasledujúcich prognóz), celková kumulovaná strata rastu HDP SR bola za obdobie 2008-2010 o 3,8 p. b. vyššia ako v Českej republike.

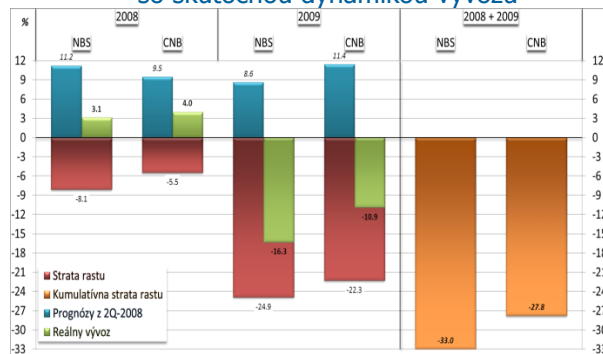
Graf č. 3 Prognózy NBS a ČNB v porovnaní so skutočným rastom HDP



Zdroj: NBS, ČNB, Eurostat a vlastné výpočty.

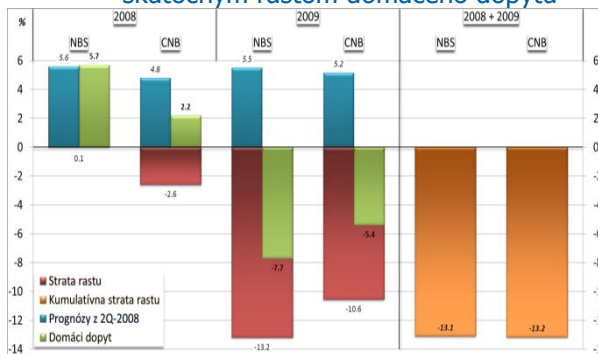
Za rozdielmi v kumulovanej strate ekonomického rastu stál práve vývoz (graf č. 4), nakoľko kumulované straty rastu domáceho dopytu boli v oboch krajinách takmer rovnaké (graf č. 5).

Graf č. 4 Prognózy NBS a ČNB v porovnaní so skutočnou dynamikou vývozu



Zdroj: NBS, ČNB, Eurostat a vlastné výpočty.

Graf č. 5 Prognózy NBS a ČNB v porovnaní so skutočným rastom domáceho dopytu



Zdroj: NBS, ČNB, Eurostat a vlastné výpočty.

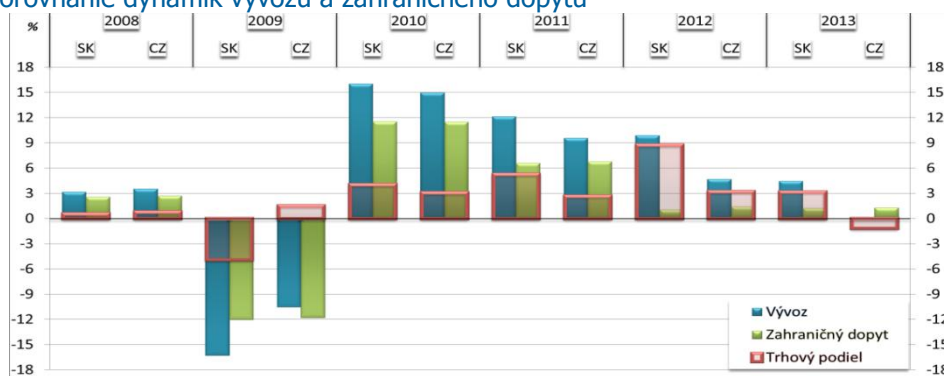
³ Tento prístup by mohol byť vhodnejší ako samotné porovnanie štatistík, nakoľko sa ekonomiky mohli nachádzať v rôznych situáciách (napr. v SR sa tesne pred krízou dobuildovali nové kapacity v automobilovom priemysle a teda bolo prirodzené očakávať vyšší rast v najbližších rokoch).

⁴ Národná banka Slovenska (2008) *Strednodobá predikcia (P2Q-2008)*
<http://www.nbs.sk/img/Documents/Publikacie/PREDIK/2008/P2Q-2008.XLS>

Česká národní banka (2008) *Zpráva o inflaci II/2008*
http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2008/2008_II/download/zoi_II_2008_ctab_01.xls

Príčinou poklesu vývozu bol prepád globálneho zahraničného dopytu počas krízy. Z grafu č. 6 je zrejmé, že **dynamiky zahraničného dopytu** po slovenskom aj českom exporte **boli veľmi podobné**. Napriek tomu **došlo k rozdielnemu vývoju vývozu**, čo sa prejavilo aj v zmenách trhových podielov definovaných ako podiel vývozu a zahraničného dopytu. V roku 2009 export Slovenska klesol viac ako v Českej republike pri podobnom znížení zahraničného dopytu. Trhový podiel SR poklesol, ale v prípade ČR vzrástol (pri relatívne menšom poklese vývozu v porovnaní so zahraničným dopytom). Od roku 2010 je situácia opačná, vývoz aj trhový podiel Slovenska rastie rýchlejšie ako v Českej republike.

Graf č. 6 Porovnanie dynamík vývozu a zahraničného dopytu



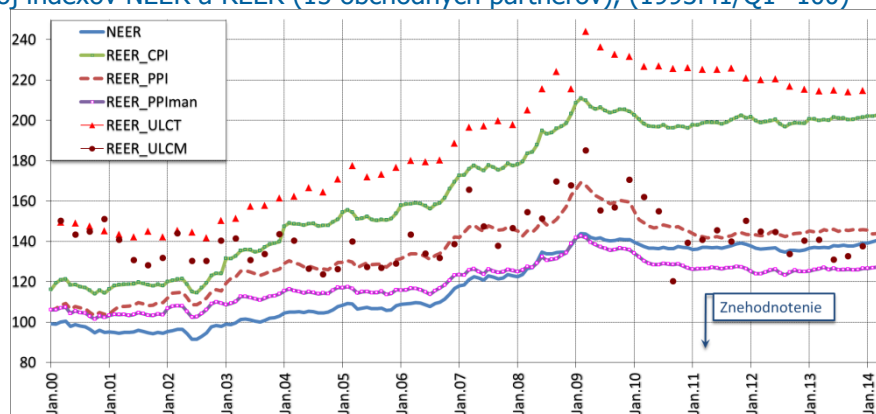
Zdroj: ECB, Eurostat a vlastné výpočty.

Od roku 2009 existuje medzi SR a ČR rozdiel v nominálnom ukotvení menovej politiky. Slovensko prijalo spoločnú menu euro a s ňou aj spoločnú menovú politiku ECB. Členstvo v menovej únii možno interpretovať aj ako nominálnu kotvu v podobe fixného nominálneho výmenného kurzu voči svojmu najväčšiemu obchodnému partnerovi⁵. Česká republika disponuje ešte stále vlastnou menovou politikou s nominálnym ukotvením na inflačný cieľ a plávajúcim výmenným kurzom. Reálny výmenný kurz českej koruny sa teda môže prispôbovať konkurencieschopnosti českých firiem cez zmeny nominálneho kurzu aj relatívnych cien oproti zahraničiu. V prípade Slovenska je prispôbenie reálneho kurzu možné v zásade len cez zmenu domácich cien oproti zahraničným, nakoľko nominálny kurz k menám obchodných partnerov mimo eurozóny je v prevažnej miere ovplyvnený ekonomikami jej najväčších členov. Keďže vo všeobecnosti sú nominálne kurzy viac pružné ako ceny, rýchlosť zmien reálneho kurzu, a teda aj vývoj cenovej konkurencieschopnosti a exportnej výkonnosti Slovenska a Českej republiky sa môže líšiť. To poskytuje príležitosť posúdiť vplyv eura na cenovú konkurencieschopnosť Slovenska pri nástupe krízy a v súčasnosti.

Nominálny efektívny výmenný kurz NEER pre slovenskú ekonomiku aj reálne efektívne výmenné kurzy REER na báze spotrebiteľských cien (CPI), cien priemyselných výrobcov (PPI), cien priemyselnej výroby (PPI-manufacturing), jednotkových nákladov práce v celej ekonomike (ULCT) a v priemyselnej výrobe (ULCM) sa od roku 2000 až do roku 2008 prevažne zhodnocovali. Ich apreciačný trend pozorovateľný na grafe č. 7 bol v súlade s reálnou konvergenciou slovenskej ekonomiky k vyspelým krajinám. Pri rýchlejšom raste domácej produktivity práce než v krajinách obchodných partnerov SR neohrozovalo posilňovanie výmenného kurzu konkurencieschopnosť domácich firiem. V roku 2009 po prijatí eura sa nominálny kurz k menám krajín eurozóny zafixoval. To viedlo spolu s opätovným posilnením mien okolitých krajín nepatriacich do eurozóny, ktoré korigovalo ich prudké oslabenie koncom 2008 a v prvej polovici 2009, k znehodnocovaniu indexov NEER a REER do konca 2010. Od roku 2011 sú efektívne výmenné kurzy skôr stabilné s výnimkou ešte stále sa oslabujúceho REER na báze ULCT a ULCM. Oslabenie NEER a REER počas krízy vytvorilo uvoľnenie kurzovej zložky, ktoré podporuje hospodárstvo Slovenska aj v súčasnosti.

⁵Do eurozóny Slovensko vyviezlo 48% svojich exportov v roku 2009.

Graf č. 7 Vývoj indexov NEER a REER (15 obchodných partnerov), (1993M1/Q1=100)



Zdroj: NBS.

Rozdiely medzi SR a ČR vo vývoji reálneho kurzu na báze cien priemyselnej výroby sú zachytené **na grafe č. 8** už v podobe **odchýlok od rovnovážnej trajektórie**. Ich kladné hodnoty predstavujú nadhodnotenie kurzu, ktoré môže ohrozovať konkurencieschopnosť a tlačiť export. Pri tomto porovnaní treba však prihliadať na rozdielnú definíciu reálnych kurzov. Zatiaľ čo v prípade SR sme použili reálny efektívny kurz, pri ČR je k dispozícii len reálny bilaterálny kurz CZK/EUR⁶.

V období od polovice roku 2008 do polovice roku 2009 sa REER Slovenska čoraz viac nadhodnocoval, zatiaľ čo miera nadhodnotenia REER českej koruny sa zmiernovala. Napriek tomu aj spätne sa javí, že konverzný kurz bol vhodne zvolený⁷. Pri absencii blížiacej sa krízy by kurz bol začiatkom roku 2009 veľmi blízko rovnováhy⁸. Pre krízu však kurz českej koruny aj naďalej oslaboval a prevažnú časť roku 2009 pôsobil už stimulačne. Naopak, nadhodnotený REER Slovenska prispieval v roku 2009 k výraznejšiemu prepadu exportu ako v Českej republike, v ktorej bol vývoz podporovaný uvoľneným kurzom. **Silná úroveň kurzu prechodne obmedzovala cenovú konkurencieschopnosť slovenských firiem v dôsledku nemožnosti prispôsobiť sa cez nominálnu úroveň s najväčším dopadom v roku 2009.**

Neskoršie obdobie krízy

Od konca roku 2009 sa však situácia obrátila. RER českej koruny sa až do začiatku roku 2011 prevažne zhodnocoval a po prechodnom miernom nadhodnotení sa opäť oslabil. Ale **REER Slovenska sa neustále znehodnocoval až do polovice roku 2012.** Jeho výsledným **značným podhodnotením vzrástla cenová konkurencieschopnosť slovenskej ekonomiky** a vytvoril sa priestor pre **rast exportu predstihujúci Českú republiku**⁹. V čase nedostatočného zahraničného dopytu a utlmenia ekonomickej aktivity **expanzívne pôsobenie uvoľneného kurzu napomáha k zmierneniu hospodárskej recesie.**

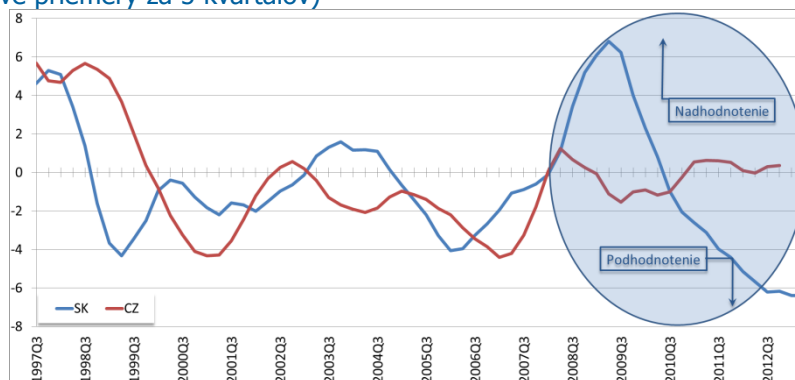
⁶ Dôvodom porovnávania rozdielne definovaných reálnych kurzov je skutočnosť, že NBS využíva odhady rovnovážneho reálneho efektívneho výmenného kurzu a ČNB rovnovážneho reálneho bilaterálneho výmenného kurzu. Odchýlky sú prezentované vo forme centrovanej kľúčových priemerov za 5 kvartálov so zámerom obmedziť ich volatilitu. Odchýlka od rovnovážneho kurzu určuje dopad kurzovej zložky na ekonomiku.

⁷ V bezkrízovom scenári bol kurz začiatkom roku 2009 nadhodnotený o 2-3%, pričom pri takejto malej odchýlke by došlo k dosiahnutiu rovnováhy na konci roka 2009.

⁸ Tu treba rozlišovať ex-ante situáciu, kedy sa kríza nepredpokladá, nakoľko nebola očakávaná. Samotné nadhodnotenie kurzu teda nevzniklo zlým stanovením konverzného kurzu, ale prepuknutím neočakávanej krízy a okamžitým výrazným oslabením mien našich obchodných partnerov mimo eurozóny. A teda nadhodnotenie kurzu v roku 2009, ktoré viac komplikovalo situáciu na Slovensku, bolo dôsledkom nemožnosti flexibility nominálneho kurzu ako adekvátnej reakcie na tento typ krízy pre malú otvorenú ekonomiku.

⁹ To bolo dôležitým faktorom prečo sa Slovensko nedostalo do recesie v roku 2012.

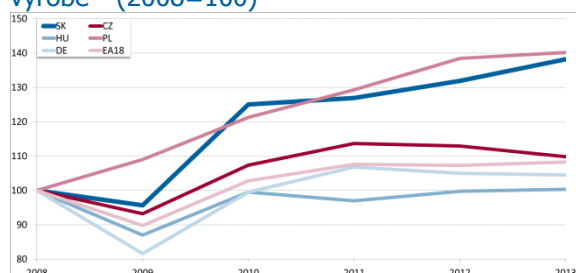
Graf č. 8 Odchýlky REER (SK) resp. RER (CZ) na báze cien priemyselnej výroby od rovnováhy v % (centrované kízavé priemery za 5 kvartálov)



Zdroj: NBS a ČNB.

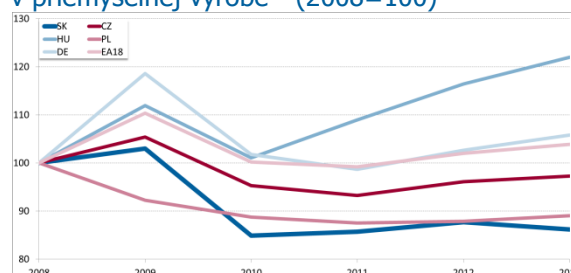
Zároveň Graf 8 naznačuje oveľa extrémnejšie hodnoty nadhodnotenia a podhodnotenia na Slovensku¹⁰. Za súčasným podhodnotením reálneho efektívneho výmenného kurzu SR stoja dva faktory. **Predstih rastu produktivity práce na Slovensku** oproti zahraničiu umožňuje zhodnocovanie rovnovážneho reálneho kurzu¹¹ bez ohrozenia konkurencieschopnosti alebo rovnováhy ekonomiky.

Graf č. 9 Produktivita práce v priemyselnej výrobe¹² (2008=100)



Zdroj: Eurostat a vlastné výpočty.

Graf č. 10 Jednotkové náklady práce v priemyselnej výrobe¹³ (2008=100)



Zdroj: Eurostat a vlastné výpočty.

Druhým faktorom je vývoj skutočného reálneho kurzu, ktorý zaznamenal po roku 2009 oslabovanie na rozdiel od postupne sa zhodnocujúceho rovnovážneho kurzu. Znehodnotenie skutočného reálneho kurzu bolo pri prevažne stabilnom nominálnom efektívnom kurze (graf č. 7) výsledkom **pomalšieho rastu jednotkových nákladov práce** v porovnaní so zahraničnými ekonomikami. Pozorovaný dynamický rast produktivity práce sa nepremietal v plnej miere do rastu reálnych miezd. **K pomalšiemu vývoju jednotkových nákladov práce prispel aj výraznejší prepád zamestnanosti** počas krízy a jej následný len mierny nárast.

Porovnanie vývoja trhového podielu SR a odchýlok REER na báze cien priemyselnej výroby od rovnováhy odhadnutej v rámci strednodobej predikcie NBS P1Q-2014 zobrazuje graf č. 11. **V obdobiach uvoľňovania reálneho efektívneho kurzu dochádzalo k nárastu trhového podielu** Slovenska. Naopak výraznejšie nadhodnocovanie REER v roku 2009 sprevádzal pokles

¹⁰ Samotné nadhodnotenie a podhodnotenie je dodatočným finančným impulzom pre výrobu a malo by sa teda odzrkadľovať aj v ziskoch/stratách výrobcov. Zvyšovanie miery podhodnotenia by malo tlačiť na zvyšovanie trhového podielu exportov.

¹¹ Bližší popis prístupov na odhad rovnovážneho výmenného kurzu pre slovenskú ekonomiku možno nájsť v samostatnom materiáli publikovanom na webovej stránke NBS: Gylánik M. (2012) *Odhad rovnovážneho reálneho efektívneho výmenného kurzu pre slovenskú ekonomiku*, Odbor menovej politiky, NBS.

(http://www.nbs.sk/img/Documents/Publikacie/MU/2012/EREER_032012.pdf)

¹² V prípade Nemecka a Poľska údaje za rok 2013 predstavujú priemer len za prvé tri štvrtroky.

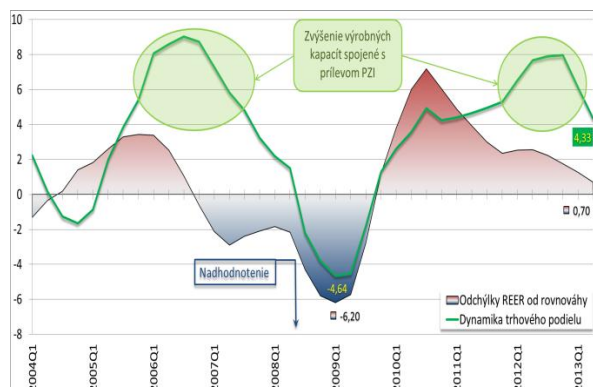
¹³ V prípade Českej republiky, Nemecka, Poľska a Slovenska údaje za rok 2013 predstavujú priemer len za prvé tri štvrtroky.

trhového podielu SR. Uvoľnený reálny výmenný kurz v súčasnosti pri pomerne stabilnom nominálnom efektívnom kurze indikuje, že **výrobcovia sú schopní udržiavať rast svojich cien na konkurencieschopnej úrovni** v porovnaní so zahraničím. **Rastúci trhový podiel naznačuje pokračujúca cenová konkurencieschopnosť** domácich exportérov.

Vzťah medzi dynamikou trhového podielu Slovenska a zmenami odchýlok reálneho efektívneho kurzu od rovnováhy bol kvantifikovaný pomocou regresie¹⁴ zohľadňujúcej aj pozitívny vplyv rastu diferenciálu produktivity práce oproti zahraničiu na konkurencieschopnosť SR. Medziročný pokles **odchýlky reálneho kurzu** od rovnovážnej úrovne **o 1 p. b.** (napríklad v dôsledku oslabenia kurzu) by mohol zvýšiť rast trhového podielu SR o 0,67 p. b.. Po očistení doterajšieho slovenského exportu o príspevky automobilového a elektronického priemyslu, ktorý bol v minulosti menej citlivý na zmeny relatívnych cien oproti zahraničiu¹⁵, dosahuje elasticita dynamiky trhového podielu na zmenu odchýlky reálneho kurzu od rovnováhy približne hodnotu -1 (viď Graf č 11b). Jednopercentné zlepšenie cenovej konkurencie teda pomôže získať jedno percento v trhovom podiele (t.j. priamy **dopad** cez zvýšené exporty približne **0,26 p. b. k rastu HDP**).

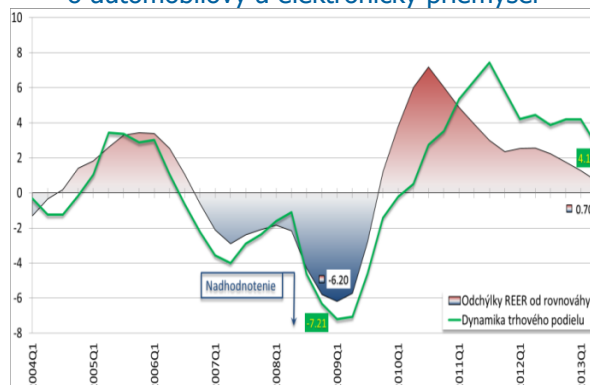
Graf č. 11 *Medziročné zmeny odchýlok REER od rovnováhy a medziročný rast trhového podielu* (centrované kľzavé priemery za 5 kvartálov, v p. b. a %)

11a) trhový podiel celkového exportu



Zdroj: ECB, Eurostat a vlastné výpočty.

11b) trhový podiel exportu očisteného o automobilový a elektronický priemysel



Zdroj: ECB, Eurostat a vlastné výpočty.

Historicky reálny kurz pôsobil na ekonomiku **prevažne pozitívne proticyklicky**¹⁶. Pri prevládajúcej zápornej produkčnej medzere na histórii bol reálny efektívny kurz (graf č. 12) zväčša uvoľnený. Výnimky z anticyklického pôsobenia kurzovej zložky menovej politiky boli krátkodobého charakteru (reštriktívny kurz v rokoch 2003 a 2004 pri zápornej produkčnej medzere). **Najvýraznejšiu výnimku z proticyklického pôsobenia výmenného kurzu predstavuje rok 2009**, v ktorom sa v dôsledku krízy ekonomika výrazne prepadla pod svoj potenciál a nadhodnotený REER tento prepád ešte prehľboval. Podhodnotenie reálneho efektívneho kurzu v súčasnosti je užitočné pri zmierňovaní zápornej produkčnej medzery.

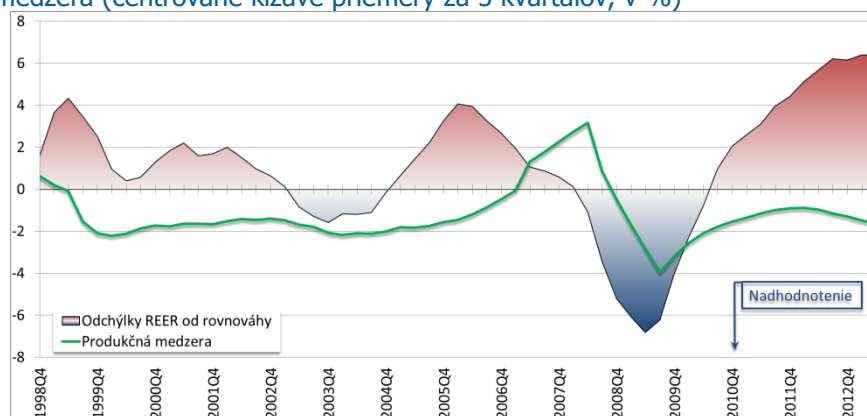
¹⁴ Medziročná percentuálna zmena podielu exportu SR na zahraničnom dopyte *WTS* závisí od medziročnej zmeny percentuálnych odchýlok reálneho efektívneho výmenného kurzu na báze indexu cien priemyselnej výroby od rovnováhy *REER_gap* a od medziročnej percentuálnej dynamiky diferenciálu produktivity práce oproti 15 najvýznamnejším obchodným partnerom SR *DPROD*. Za účelom odstránenia autokorelácie rezíduí v rovnici vystupuje aj autoregresný člen 1. rádu *AR(1)*:
 $WTS = -0,67.REER_gap + 0,51.DPROD + 0,73.AR(1)$

Všetky parametre rovnice sú štatisticky významné na štandardnej hladine 5 %.

¹⁵ Nakoľko rast v týchto sektoroch v minulosti súvisel s príchodom nových kapacít a nie dočasnou zmenou cenovej konkurencieschopnosti.

¹⁶ Proticyklický vplyv tlmi ekonomiku keď sa prehrieva a naopak stimuluje ekonomiku v prípade negatívnej produkčnej medzery.

Graf č. 12 Odchýlky REER (na báze indexu cien priemyselnej výroby) od rovnováhy a produkčná medzera (centrované kľzavé priemery za 5 kvartálov, v %)



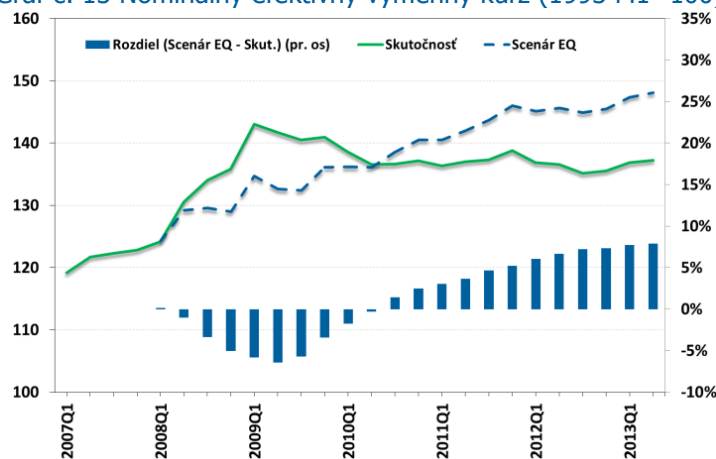
Zdroj: NBS a vlastné výpočty.

Odhad vplyvu výmenného kurzu na ekonomiku SR po zavedení eura (modelová simulácia)

V predchádzajúcej časti sme hovorili o tom, že odchýlky výmenného kurzu korelovali s vývojom trhových podielov slovenského exportu. To signalizuje, že výmenný kurz má cez cenovú konkurencieschopnosť reálny vplyv na exportnú výkonnosť ekonomiky. Aký bol celkový vplyv výmenného kurzu na ekonomický rast sme sa pokúsili kvantifikovať prostredníctvom modelovej simulácie.

Napriek tomu, že dnes je nemožné presne odhadnúť, ako by sa výmenný kurz slovenskej koruny vyvíjal, keby sme nepriali euro, pokúsili sme sa odhadnúť dopad na ekonomiku podľa scenára nominálneho kurzu „**Scenár EQ**“, keby bol **výmenný kurz na svojej rovnovážnej úrovni**. Tento teoretický scenár ilustruje situáciu, v ktorej by kurz bol determinovaný predovšetkým vývojom makroekonomických fundamentov (napr. rast produktivity práce, zlepšovanie bežného účtu)¹⁷. Aplikovaním tohto predpokladu by v porovnaní so skutočnosťou bola úroveň nominálneho efektívneho kurzu v rokoch 2008-2009 na nižšej úrovni, od roku 2010 by vývoj fundamentov umožňoval dosahovať výrazne silnejšie hodnoty kurzu.

Graf č. 13 Nominálny efektívny výmenný kurz (1993 M1=100)



Zdroj: Vlastné výpočty.

¹⁷ Predpokladom je, že z dlhodobého hľadiska by sa mal kurz vyvíjať okolo svojej rovnovážnej úrovne.

Pre účely kvantifikácie scenára vývoja výmenného kurzu sme použili štrukturálny ekonometrický model NBS¹⁸, v ktorom výmenný kurz pôsobí na ekonomiku prostredníctvom dvoch kanálov:

1. vplyv na konkurencieschopnosť ekonomiky cez relatívne ceny - pri apreciacii kurzu sa domáce výrobky stávajú drahšími a tým dochádza na jednej strane k znižovaniu exportu a na druhej strane k substitúcii z domácich na zahraničné statky a tým k zvyšovaniu importov (tzv. intratemporálna substitúcia).
2. Nominálny kurz ovplyvňuje prostredníctvom dovezenej inflácie domácu cenovú hladinu - pri apreciacii kurzu dochádza k znižovaniu dovezenej inflácie a tým aj k poklesu domácej cenovej hladiny.

Ilustratívny dopad na ekonomiku

Z modelovej simulácie (grafy č. 14 a 15) možno identifikovať 2 obdobia, kedy odklon kurzu od svojej rovnováhy mohol významnejšou mierou ovplyvňovať reálnu ekonomiku:

1. **obdobie 2008-2009** – výmenný kurz bol voči svojej rovnovážnej úrovni nadhodnotený. Len okrajovo to bolo spôsobené tým, že konverzný kurz bol pre začiatok roka 2009 stanovený na mierne silnejšej úrovni (2-3%). Kľúčovým faktorom nadhodnotenia bola skutočnosť, že v okolitých krajinách (V3) sa nástupom a počas krízy výmenné kurzy výrazne oslabili a tým čiastočne mohli tmiť negatívne dopady krízy v daných ekonomikách. V SR zavedenie eura podobnú korekciu kurzu v krátkom horizonte neumožnilo.

V tomto období pôsobil výmenný kurz na ekonomiku reštriktívne. Podľa odhadov tak kurz prispel k **zníženiu** úrovne ekonomiky **v roku 2009 o 1,1%**. Za hypotetického predpokladu, že by sme nezaviedli euro a naša mena by bola na dlhodobu rovnovážnej úrovni, prepád HDP v roku 2009 mohol byť 4,3 %, miesto 4,9% vykázaných ŠÚ SR. V prípade, že by sa kurz znehodnotil podobne ako v okolitých krajinách, pozitívny efekt na ekonomiku by mohol byť pravdepodobne ešte výraznejší (vid'. Box).

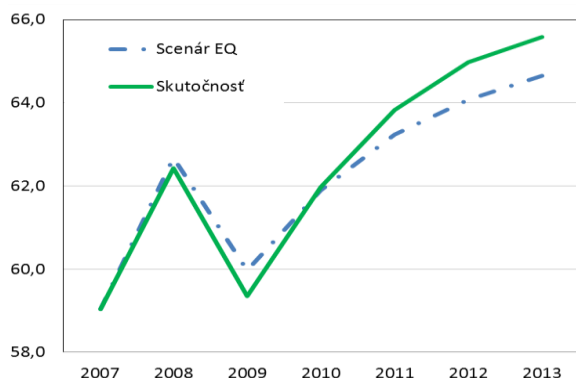
2. **obdobie 2010- súčasnosť** – zavedením eura došlo od roku 2010 k zmene trendu vývoja tak nominálneho ako aj reálneho efektívneho kurzu. Predchádzajúci apreciačný trend vystriedalo znehodnotenie a následne stabilizovaný vývoj až po súčasnosť (graf č. 7). Avšak vzhľadom na postupný konvergenčný proces, ktorý naďalej vytvára priestor na trendovú rovnovážnu apreciaciu, je tak kurz považovaný za uvoľnený a tým stimuluje ekonomiku.

Podľa modelovej simulácie pôsobil kurz v roku 2010 na úroveň ekonomiky približne neutrálne. Od roku 2011 však kurz už pôsobí stimulujuco. Pri pohľade na úrovne produkcie možno povedať, že **v roku 2013 produkovala ekonomika SR o 1,4% viac** v porovnaní so situáciou, keby bol kurz na optimálnej (silnejšej úrovni). Pozitívny vplyv kurzu na exportnú výkonnosť odhadujeme v roku 2013 na približne 600 mil. EUR.

Pri analýze zamestnanosti možno podobne konštatovať, že silnejší kurz počas krízy mohol mať negatívny vplyv aj na zamestnanosť. Reakcie v zamestnanosti sú však s určitým oneskorením, keď negatívny vplyv silného kurzu kulminoval v roku 2010 a to na úrovni 4,8 tis. pracovných miest. Naopak uvoľnený kurz v súčasnosti mohol prispieť k vyššiemu stavu zamestnanosti približne 10 tis. pracovných miest.

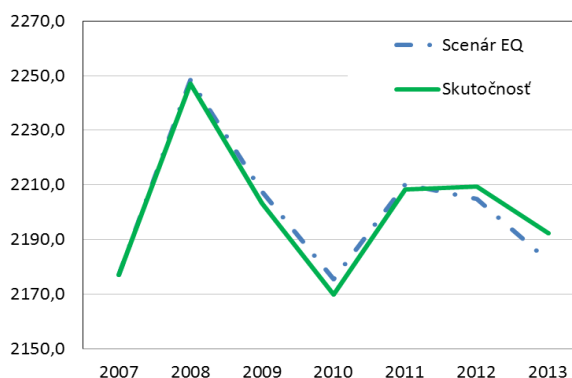
¹⁸ Reľovský B., Široká J. (2009) Štrukturálny model ekonomiky SR
http://www.nbs.sk/_img/Documents/_PUBLIK_NBS_FSR/Biatec/Rok2009/biatec0709.pdf

Graf č. 14 HDP (mld. EUR)



Zdroj: ŠÚ SR, vlastné výpočty.

Graf č. 15 Zamestnanosť (tis. os)



Zdroj: ŠÚ SR, vlastné výpočty.

Tab. 1: HDP: Rozdiel oproti skutočnosti [%]

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Scenár EQ	0,0	0,4	1,1	-0,1	-0,9	-1,4	-1,4

Zdroj: vlastné výpočty.

Tab. 2: Zamestnanosť: Rozdiel oproti skutočnosti [tis. pracovných miest]

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Scenár EQ	0,0	1,1	4,2	5,7	1,8	-4,5	-10,1

Zdroj: vlastné výpočty.

BOX: Alternatívny vývoj nominálneho kurzu podľa českej koruny („Alt CZ“)

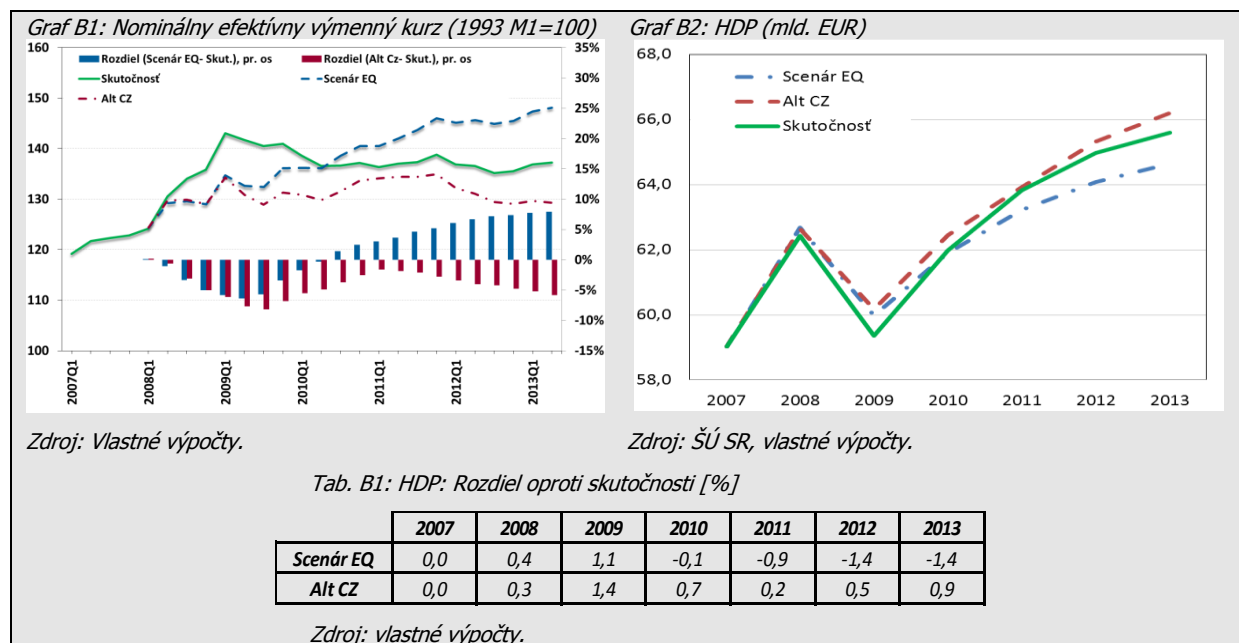
V minulosti bol kurz slovenskej koruny korelovaný najmä s vývojom českej koruny. Preto jedným z často diskutovaných možných scenárov, ako by sa mohol vyvíjať kurz slovenskej koruny voči euru je predpoklad podobného vývoja ako česká koruna voči euru CZK/EUR.

Alternatívne sme sa pokúsili simulovať variant, v ktorom by sa **nominálny kurz voči euru od 2. štvrt'roka 2008 vyvíjal rovnako ako česká koruna („Alt CZ“)**. Aplikovaním tohto predpokladu by nominálny kurz SKK/EUR bol na slabšej úrovni ako konverzný kurz na celom horizonte od 2. polroka 2009 do konca roka 2013 a podobne aj nominálny efektívny kurz by bol na nižšej (slabšej) úrovni v porovnaní so skutočným vývojom (viď. Graf B1).

Je potrebné zdôrazniť, že na rozdiel od rovnovážneho scenára „Scenár EQ“ by v tomto prípade kurz prakticky vôbec nezodpovedal vývoju fundamentov. Práve naopak došlo by k ešte výraznejšiemu odklonu kurzu od reálnej ekonomiky a jeho silnejšej proticyklickej úlohe. Opodstatnenosť tohto scenára má svoj význam, avšak hlavne v kratšom horizonte, a to napríklad v období krízy (2.polrok 2008 - rok 2009), kedy by obidva nominálne kurzy boli rovnako významnou mierou ovplyvnené neistotou na trhoch. Naopak, v dlhodobejšom horizonte by mal prevládať efekt ekonomických fundamentov a tým v rokoch 2010-2013 by mal prevládať apreciačný trend, na rozdiel od vývoja českej koruny. Preto považujeme z dlhodobejšieho hľadiska takýto predpoklad za málo pravdepodobný. Zároveň vývoj českej koruny je neskôr (na slabšej úrovni počas celého analyzovaného obdobia) determinovaný výrazne pomalším makroekonomickým vývojom ČR v porovnaní so slovenskou ekonomikou. Dá sa preto predpokladať, že pozitívnejší makroekonomický vývoj v SR by mohol byť impulzom k silnejšiemu kurzu, čo by čiastočne kompenzovalo pozitívny efekt so Scenáru CZ, predovšetkým v posledných dvoch rokoch.

Ilustratívny dopad na ekonomiku

Ak by slovenská koruna kopírovala vývoj českej koruny voči euru, znamenalo by to, že kurz by bol slabší počas celého obdobia 2008-2013. Tým by dochádzalo k dodatočnému impulzu aj do ekonomiky. V rokoch 2008 a 2009 by bol pozitívny dopad do HDP podobný ako v Scenári EQ, v roku 2009 dokonca mierne vyšší. Odhadujeme, že úroveň HDP v roku 2009 by mohla byť vyššia o 1,4%. Relatívne rýchla korekcia počítačného znehodnotenia výmenného kurzu by ale následne viedla k reštriktívnemu pôsobeniu na ekonomiku do takej miery, že v roku 2011 by už úroveň HDP bola približne na úrovni vykazanej skutočnosti. Trend postupného znehodnocovania nominálneho kurzu od druhej polovice roka 2011 by opäť naštartoval ekonomiku a v roku 2013 by podľa variantu Alt CZ mohla byť úroveň HDP vyššia o 0,9%.



Výsledky modelovej simulácie naznačujú, že v krátkodobom horizonte v období krízy pôsobilo zafixovanie kurzu negatívne. Z dlhodobejšieho hľadiska sa zatiaľ potvrdzuje pozitívny vplyv na cenovú konkurencieschopnosť slovenskej ekonomiky.

Ján Tóth, Miroslav Gavura, Milan Gylánik (analytici@nbs.sk)