



Otázky konvergenencie v ekonomikách s fixným kurzom – skúsenosť pobaltských krajín

Ing. Nadežda Stanová, Národná banka Slovenska

Pri vstupe do eurozóny čaká našu ekonomiku niekoľko zmien. Spolu s korunou zanikne aj jej výmenný kurz voči euru. Zároveň zanikne samostatná menová politika a na ovplyvňovanie makroekonomickej stability tak okrem štrukturálnych politík ostane jediným aktívnym nástrojom fiškálna politika. Čo sa stane s ďalšou konvergenciou našej ekonomiky? Akým spôsobom sa bude premietiť do cenového vývoja a do reálnej apreciacie?

Nápovedou v tomto smere by mohol byť pohľad na konvergenciu v krajinách, ktoré majú fixný kurz voči euru. Zafixovanie kurzu na euro predstavuje v istom zmysle podobné podmienky ako začlenenie do eurozóny. Medzi novými členskými krajinami sú ekonomiky, ktoré fixný kurz voči euru využívajú už niekoľko rokov, pričom stupňom konvergenie sa približujú Slovensku. Takými sú napríklad pobaltské krajiny Estónsko, Litva a Lotyšsko. Fixácii baltských mien na euro okrem toho predchádzali fixné režimy voči iným menám. Dlhodobejšia skúsenosť týchto krajín s režimom fixného kurzu a neskôr konkrétne so zafixovaním na euro ukazuje na niektoré otázky konvergenie akoby „po zavedení eura“, ktoré môžu byť poučné pre nové krajiny vrátane Slovenska.

Úlohou článku je odpovedať na otázku, aké upozornenia, riziká a informácie vyplývajú z pobaltskej skúsenosti konkrétne pre našu ekonomiku. Ak na to chceme odpovedať, treba si uvedomiť niekoľko výhrad. V prvom rade, pobaltské ekonomiky sú v zásade odlišné od ekonomiky Slovenska. Ich súčasná situácia predstavuje špecifický príklad naakumulovania nerovnováh. Dost' podstatnou výzvou je pritom rozoznať, koľko z dnešných problémov regiónu vyplýva jednoducho z rýchlej konvergenie pri fixnom kurze (tieto by teoreticky mohli čakať aj nás) a ktoré problémy sú špecificky vlastné iba týmto ekonomikám. Nazdávame sa, že súčasná situácia sa do určitej miery odvíja od toho, čím tieto ekonomiky prechádzali už od začiatku 90-tych rokov. Špeciálnym spôsobom vývoj regiónu ovplyvnil zvolený režim fixného kurzu – v skorších obdobiach pôsobil stabilizačne, zatiaľ čo v poslednom čase zrejme prispel k zvýrazneniu niektorých problémov. Napriek spomenutým výhradám nám pobaltská skúsenosť poskytuje pri primeranej miere odosobnenia niekoľko upozornení, ale aj pozitívnych vyhládok pre našu ďalšiu konvergenciu po začlenení do eurozóny.

NETECHNICKÉ ZHRNUTIE

Súčasná ekonomická situácia v pobaltských krajinách nadväzuje na doterajší značne nerovnomerný vývoj. Výrazné cenové očistenie za cenu strát na HDP v prvej polovici 90-tych rokov pravdepodobne vytvorilo predpoklad pre vysoké tempo rastu a nízke miery inflácie po roku 2000.

Ekonomiky sa podarilo stabilizovať kombináciou prísnych fiškálnych opatrení a zavedenia fixného režimu kurzu voči rôznym menám. Výrazná reálna apreciacia z 90-tych rokov, ovplyvnená najmä cenovou zložkou, sa po rokoch 2000 – 2002 spomalila. Spôsobili to jednak nižšie inflačné diferenciály, ale tiež postupné stabilizovanie NEER vplyvom zafixovania kurzov na euro.

Baltský región úspešne napreduje v konvergencii vďaka výrazným prírastkom produktivity. Súčasná situácia však neodráža len priaznivý vývoj fundamentov, ale tiež značné nerovnováhy. Región sa dostal približne v roku 2005 do prehriatia, čo sa prejavuje na zrýchľovaní predtým nízkej inflácie. V pozadí vyšších inflačných čísel je pravdepodobne viacero faktorov, fixný kurzový režim je pritom len jedným z nich. Zdá sa, že otázka akcelerujúcej inflácie v regióne je širším problémom. Odkazy na správanie inflácie vidíme v dopytových tlakoch sprevádzajúcich kladnú produkčnú medzeru, ale aj v oblasti trhu práce a ďalších.

Baltské ekonomiky zažívajú historicky silný ekonomický rast, ktorý však už dlhodobejšie zaostáva za dynamikou samotného domáceho dopytu. Súvisí to so zápornými príspevkami čistého vývozu k rastu HDP, ktoré sú výsledkom vysokých dopytovo ťahaných dovozov, ale aj spomaľujúcich vývozov. V baltskom regióne sa prehľbuje nerovnováha smerom navonok, čo sa prejavuje nielen vo forme deficitov bežného účtu, ale aj narastajúcej externej zadlženosti ekonomik.

Silný domáci dopyt má podporu jednak v rých-



1 V celom texte je snaha zahrnúť do grafov v závislosti od dostupnosti dát čo najúplnejší rad údajov.

2 Podľa de facto klasifikácie MMF k 31. júlu 2006.

lom raste reálnych miezd a jednak v zadlžovaní súkromného sektora. Náklady práce rastú v baltských ekonomikách rýchlejšie, než by zodpovedalo reálnej produktivite. Podmieňuje to nerovnováha na trhu práce s krátkou stranou ponuky pracovnej sily. Problém nedostatku vhodných pracovníkov sa zvýraznil najmä v niektorých odvetviach. Za najkritickejšie z hľadiska makroekonomickej stability považujeme odvetvie stavebníctva a s ním súvisiaci boom na trhu nehnuteľností.

Masívne úverové financovanie, ktoré stimuluje silnú spotrebu domácností, ale cez hypotekárne úvery ovplyvňuje aj trh nehnuteľností, má svoje príčiny v narastajúcej dôležitosti finančného sektora (*financial-deepening*), a tiež v nízkych úrokových mierach. Vzhľadom na fixný charakter kurzu nie je možné tmiť úverovú expanziu pomocou úrokových sadzieb. Ovplyvňovanie vývoja úverov je o to náročnejšie, že väčšinu úverového portfólia predstavujú aktíva denominované v cudzích menách a bankový sektor je do veľkej miery v rukách zahraničných hráčov.

Makroekonomickú stabilitu v regióne dlhodobo ovplyvňuje nastavenie fiškálnej politiky. V 90-tych rokoch bola jedným z nástrojov stabilizácie ekonomík. Hospodárenie s verejnými financiami je v baltských krajinách tradične nízkodeficitné, resp. prebytkové. Napriek pozitívne vyzerajúcim fiškálnym číslam vnímame v súčasnej situácii viacero varovaní v súvislosti možným procyklickým impulzom do ekonomiky. Dodatočný efekt podobný fiškálnemu impulzu by mohlo mať čerpanie prostriedkov z fondov EÚ.

Niektoré problémy pobaltských krajín priamo vyplývajú z režimu fixného kurzu, ktorý využívajú už niekoľko rokov. Tieto ekonomiky však majú aj niekoľko problémov, ktoré sú pre ne špecifické a s kurzovou politikou priamo nesúvisia. Aké informácie vnímame zo skúsenosti týchto krajín? Na jednej strane, pohľad na ich vývoj dáva pre ďalšiu konvergenciu Slovenska po vstupe do eurozóny viacero upozornení. Podobne ako pobaltské krajiny, naša ekonomika stratí pohyblivý výmenný kurz voči euru. Faktické zafixovanie koruny voči euru pravdepodobne povedie k zániku tlmiaceho vplyvu na ceny obchodovateľných tovarov a potravín. V dôsledku straty samostatnej menovej politiky vzrastie dôležitosť fiškálnej politiky, ktorá by mala byť o to viac proticyklická. S určitým odosobnením si môžeme vziať upozornenie aj z napätej situácie na trhu práce a z vývoja úverov.

Na druhej strane, z porovnania doterajšieho vývoja pobaltských ekonomík a ekonomiky Slovenska vyplýva pre nás niekoľko výhod. Naša ekonomika má za sebou po každej stránke rovnomernejší vývoj než baltský región. Okrem toho, k vstupu do eurozóny dôjde v čase, keď sa ekonomika bude nachádzať na vyššom stupni konvergenencie, než boli pobaltské krajiny. Zafixovanie kurzu koruny voči euru nebude použité ako stabilizačný nástroj. Naopak, členstvo v eurozóne môže pomôcť ďalšej konvergencii vyváženým spôsobom.

1. REÁLNA A CENOVÁ KONVERGENCIA

Baltské krajiny patria v rámci nových členských štátov EÚ k malým, relatívne otvoreným ekonomikám. Úrovnami produktivity a životnej úrovne dobiehajú vyspelejšie krajiny starej európskej pätnástky. S tým je na druhej strane spojené vyrovnávanie cien a nákladov. Zdá sa však, že konvergencia v baltskom regióne prebiehala značne nerovnomerne. Určité obmedzenie pre analýzu obdobia pred zavedením režimu fixného kurzu predstavuje neúplnosť, resp. nedostupnosť štatistických údajov¹.

Prvá polovica 90-tych rokov sa v baltských krajinách vyznačovala dvoj- až trojcifernými mierami inflácie, ktorej znižovanie bolo spojené s výraznými stratami na HDP. Cenové očistenie sa prejavovalo v rýchlej reálnej apreciacii cez diferenciály inflácie. Prísna fiškálna politika v kombinácii so zafixovaním mien v režime *currency board* či *fixed peg*² pomohla v priebehu druhej polovice 90-tych rokov cenový vývoj stabilizovať.

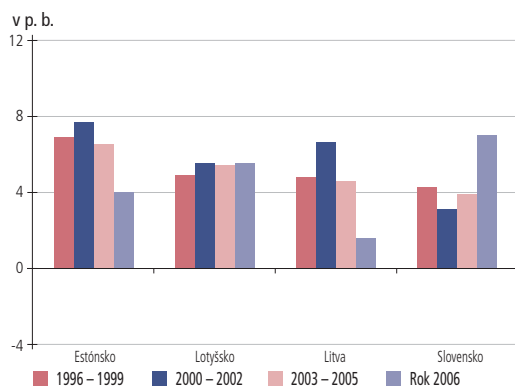
Tab. 1 Medziročný rast HDP a cien (%; priemer za obdobie)

		Estónsko	Lotyšsko	Litva	SR
CPI	1991 – 1994	68,7	129,3	241,2	13,4
	1995 – 1999	14,8	11,6	15,8	7,8
	2000 – 2006	3,7	4,2	1,3	6,6
HDP	1991 – 1994	-1,6	-13,5	-13,2	6,2
	1995 – 1999	5,0	4,1	4,6	4,8
	2000 – 2006	9,1	8,5	7,2	4,6

Zdroj: MMF (IFS).

Špecifická situácia z 90-tych rokov zrejme vytvorila východisko pre mimoriadne priaznivé obdobie po roku 2000, charakterizované silným hospodárskym rastom a nízkou mierou inflácie. Je možné, že ekonomiky mali v prvom období nadhodnotený kurz a do rovnováhy sa následne vracali cez vysoké prírastky produktivity. Tempá hospodárskeho rastu po roku 2000 prekračujúce 6 – 11 % súvisia s nízkou úrovňou HDP z roku 1990 dosiahli tieto ekonomiky až v rokoch 2004

Graf 1 Diferenciály v produktivite práce voči EÚ-15



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.



Box 1

Kurzové politiky pobaltských krajín

Menové politiky troch pobaltských krajín sa zhodne opierajú o nominálnu kotvu, ktorou je v súčasnosti fixný kurz príslušnej meny voči euru. Rozdielne sú však ich režimy výmenného kurzu (podľa *de facto* klasifikácie MMF k 31. júlu 2006). Litva a Estónsko využívajú tzv. *currency board arrangements*³, zatiaľ čo Lotyšsko má fixný peg voči euru.

Tieto krajiny majú s fixným výmenným kurzom dlhodobé skúsenosti. Viazaniu pobaltských mien na euro predchádzalo ukotvenie ich mien na nemeckú marku, SDR či americký dolár. V súčasnosti v rámci prípravy na zavedenie eura⁴ všetky tri meny participujú na mechanizme ERM II. Estónska koruna a litovský litas vstúpili do mechanizmu k 28. júnu 2004 bez zmeny v jednostrannom záväzku o fixácii kurzu voči euru. Lotyšský lats je v ERM II od 29. apríla 2005 s nezmenenou paritou a jednostranným záväzkom fluktuovať $\pm 1\%$. Znamená to, že všetky tri krajiny rešpektujú štandardné pásmo fluktuácie a ich jednostranné záväzky nepredstavujú ďalšie povinnosti pre ECB.

Rozličná voľba mien, voči ktorým si pobaltské krajiny zvolili fixný kurz, ako aj načasovanie tohto kroku podľa niektorých štúdií do určitej miery ovplyvnilo ich minulý cenový vývoj. Presnejšie, na ceny v regióne vplýval vývoj v páre

euro – americký dolár, teda vývoj dvoch hlavných mien, voči ktorým boli baltské meny zaфикované⁵. Zatiaľ čo v Litve tieto zmeny prispeli k stabilnejšej inflácii, v Lotyšsku ju pravdepodobne ovplyvnili nepriaznivo. V prípade Estónska je vplyv skôr neutrálny.

Litas bol spočiatku fixovaný voči americkému doláru, a tak sa cenový index Litvy v období od januára 1999 do začiatku roka 2001 držal pri posilňujúcom dolári na nízkych úrovniach. Litovci vymenili fixovanie voči doláru za euro v čase, keď bol litas najsilnejší. Následná apreciacia eura voči doláru do začiatku roka 2004 pokračovala v priaznivom vplyve na vývoj inflácie.

Opačný bol vývoj v prípade lotyšského latsa, ktorý od prvého štvrtroka 2001 spolu s dolárom oslaboval voči euru⁶. Lats bol voči euru zaфикovaný v decembri 2004, teda v čase, keď jeho trhový kurz bol na svojej najslabšej úrovni. Je možné, že zvolená fixná parita bola podhodnotená. Oslabovanie dolára aj načasovanie zmeny v pegu pravdepodobne ovplyvnili infláciu Lotyšska smerom nahor.

V súčasnosti predstavuje zvolená stratégia menovej politiky skôr obmedzený priestor na stabilizovanie inflácie – tieto krajiny nemôžu napríklad aktívne využívať kľúčové úrokové sadzby.

3 V zmysle klasifikácie MMF pod *currency board arrangement* rozumieme explicitný záväzok vymieňať domácu menu za určitú cudziu menu za fixný výmenný kurz. Domáca mena môže byť emitovaná iba oproti devízovým rezervám a musí byť nepretržite krytá zahraničnými aktívami. Pre samostatnú menovú politiku z toho vyplýva značne obmedzený priestor. Na porovnanie, konvenčný *fixed peg* umožňuje kurz fluktuovať iba $\pm 1\%$ najmenej na 3 mesiace, pričom jeho úroveň sa udržiava intervenciami. Obmedzenia sú tak v prípade *fixed peg* o niečo menšie (existuje napr. možnosť zmeniť úroveň fixného kurzu).

4 Pobaltské ekonomiky mali záujem zaviesť euro v čo možno najskoršom termíne. Litva a Estónsko pôvodne uvažovali so vstupom do eurozóny začiatkom roka 2007. Kvôli rizikám, ktoré sa naplnili v cenovom vývoji, Estónsko z vlastnej iniciatívy termín vstupu posunulo. Hodnotenie vypracované Európskou Komisiou a ECB v máji 2006 neodporučilo zrušenie derogácie pre Litvu pre prekročenie referenčnej hodnoty inflačného kritéria. V súčasnosti termíny prijatia eura nie sú konkretizované v dvoch pobaltských krajinách, Litva by mala prijať euro najskôr v roku 2010.

5 Podľa Vanags, A., Hansen, M.: *Inflation in the Baltic states and other EU new member states: Is there a mystery to unravel?* BICEPS Report, máj 2006.

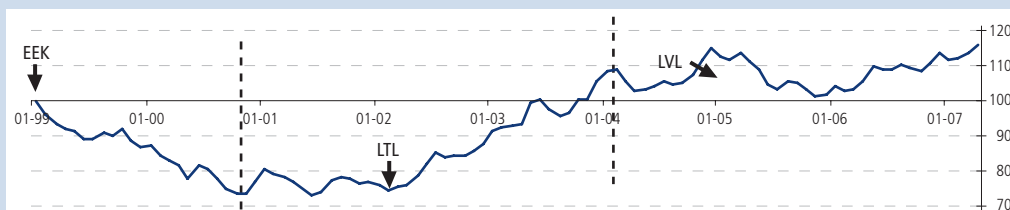
6 Podľa revízie od januára 2000 americký dolár tvoril 45 % koša SDR, euro 29 %. Podľa poslednej revízie od januára 2006 tvorí dolár 44 % a euro 34 % koša SDR.

Zmeny v režime výmenného kurzu v baltskom regióne

	Predchádzajúci režim	Súčasný režim (je zhodne viazaný na euro)	
Estónsko (koruna)	<i>currency board</i> (DEM) od 1992	<ul style="list-style-type: none"> <i>currency board</i> od januára 1999 účasť v ERM II od 28. 6. 2004 	15,6466 EEK/EUR
Lotyšsko (lats)	<i>fixed peg</i> (SDR) od 1994	<ul style="list-style-type: none"> <i>fixed peg</i> od decembra 2004 účasť v ERM II od 29. 4. 2005 	0,702804 LVL/EUR
Litva (litas)	<i>currency board</i> (USD) od 1995	<ul style="list-style-type: none"> <i>currency board</i> od februára 2002 účasť v ERM II od 28. 6. 2004 	3,4528 LTL/EUR

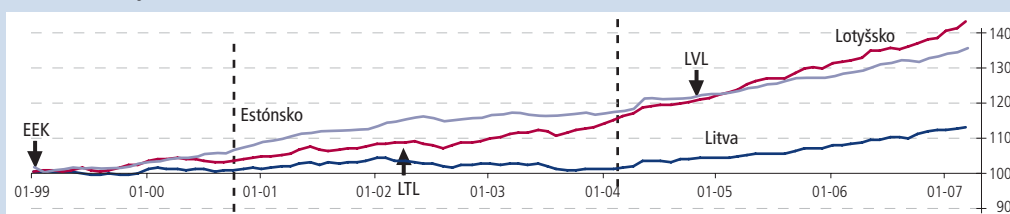
Zdroj: Národné centrálné banky.

Graf A Kurz USD/EUR (1999 M1 = 100)



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS. Rast hodnoty znamená apreciaciu eura.

Graf B Indexy HICP (1999 M1 = 100)

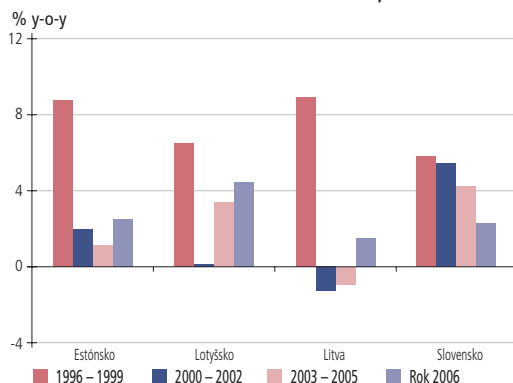


Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.



7 REER Lotyšska sa počas rokov 2003 – 2005 po predošlom období apreciácie znehodnotil v priemere o viac ako 5 %. Za rok 2006 NEER pobaltských krajín ostali v priemere medziročne bez zmeny.

Graf 2 Cenová zložka REER voči 12 partnerom

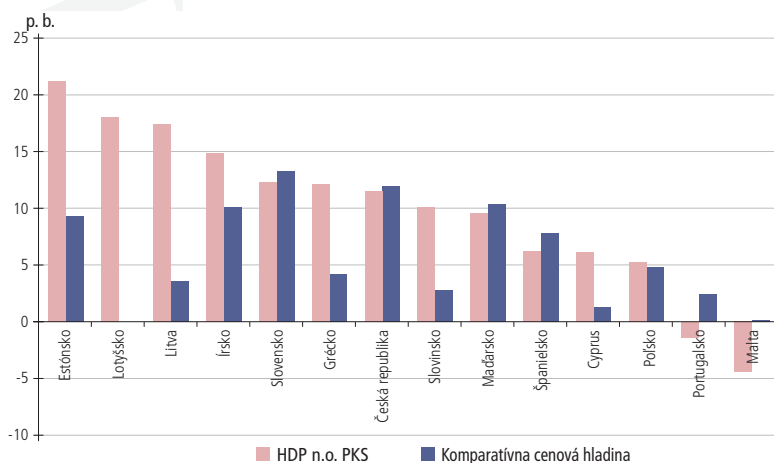


Zdroj: Eurostat a výpočty NBS. REER na základe CPI.

až 2005. Naopak, cenová konvergencia, v počiatčnom období veľmi rýchla, vytvorila priestor na minimálny rast cien po roku 2000.

V dôsledku nerovnomerného vývoja je pohľad na reláciu medzi cenovou a reálnou konvergenciou v rokoch 2000 – 2006 v pobaltských krajinách priaznivý. Za týchto šesť rokov vzrástol index HDP na obyvateľa (v prepočte cez paritu kúpnej sily) kumulatívne o 17 – 21 percentuálnych bodov. Cenová hladina sa za rovnaké obdobie v Litve a Estónsku kumulatívne zvýšila o 3,5, resp. 9 bodov, v Lotyšsku ostala na nezmenenej úrovni. V pohľade za celé obdobie od začiatku 90-tych rokov by táto relácia bola v kumulatívne vyrovnanejšia. Naznačujú to údaje, ktoré sú dostupné od roku 1997.

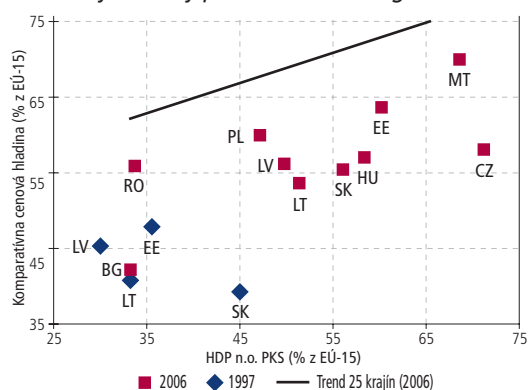
Graf 3 Zmeny v úrovni konvergencie voči EÚ-15 (v r. 2006 oproti r. 2000)



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

Podobne ako konvergencia cien a HDP, aj vývoj reálnych kurzov baltských mien bol charakteristický nerovnomernosťou. V 90-tych rokoch REER (reálne efektívne výmenné kurzy) apreciovali najmä cez rozdiely v cenových indexoch (dostupné údaje od roku 1995 hovoria v období do roku 1999 o priemernom zhodnotení každoročne o viac ako 11 – 16 %). V Estónsku sa reálna apreciácia výrazne spomalila po roku 2000 vplyvom výrazne nižšieho inflačného diferenciálu. V prípade ďalších dvoch krajín sa na spomalení apreciácie po roku 2002 podpísalo okrem tohto faktora aj postupné stabilizovanie NEER (nominál-

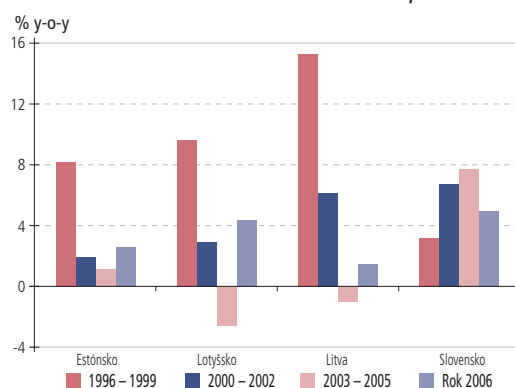
Graf 4 Dynamický pohľad na konvergenciu



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

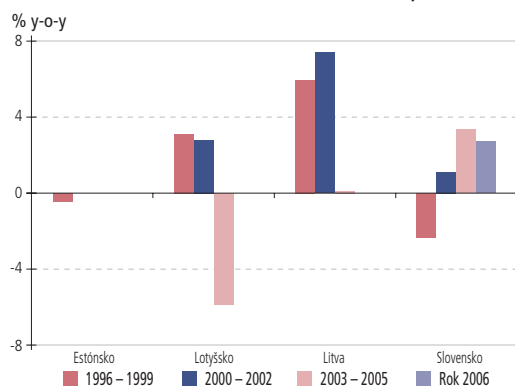
EE – Estónsko, LV – Lotyšsko, LT – Litva, SK – Slovensko, RO – Rumunsko, PL – Poľsko, HU – Maďarsko, CZ – Česko, MT – Malta.

Graf 5 Priemerná zmena REER voči 12 partnerom



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS. REER na základe CPI.

Graf 6 Priemerná zmena NEER voči 12 partnerom



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

neho efektívneho výmenného kurzu) vplyvom zafixovania kurzu na euro⁷. (Estónsko malo *currency board* viazaný na nemeckú marku už od roku 1992, takže NEER sa prakticky nemenil počas celého obdobia až doteraz).

V súčasnosti si tieto ekonomiky naďalej udržiavajú priaznivé prírastky v produktivite práce v porovnaní s EÚ-15. Okrem reálnej konvergencie (tzv. fundamenty) však dnešnú situáciu v baltskom regióne charakterizujú aj nerovnováhy, prejavujúce sa vo forme dopytových tlakov. Cenový rast, ktorý bol po roku 2000 vzhľadom na predchádzajúce obdobie prakticky minimálny, sa v dôsledku toho opäť zrýchlil.

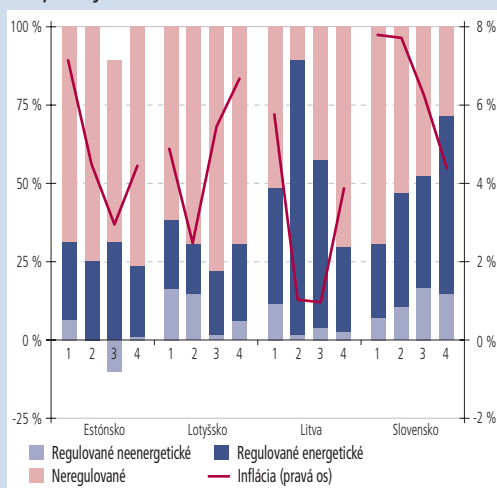


Box 2

Deregulácie v baltskom regióne a na Slovensku

V reálnej apreciácii konvergujúcich ekonomík sa spravidla premieta vyrovnanie nákladov a cien. Skúsenosť pobaltských krajín ukazuje, že cenová konvergencia môže mať rôzne podoby. O celkovej konvergencii cien v týchto krajinách môžeme predpokladať, že v počiatčnom období bola veľmi rýchla a výrazná, pričom po roku 2000 sa dočasne spomalila. Ako sú však na tom pobaltské krajiny s cenami, ktoré sa neurčujú na trhu, ale sú výsledkom administratívneho rozhodnutia?

Príspevky k inflácii HICP



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS⁸.

1 je priemer 1997 – 1999, 2 priemer 2000 – 2002, 3 priemer 2003 – 2005, 4 rok 2006.

Z koša HICP sme orientačne oddelili tovary a služby, ktorých ceny podliehajú regulácii (vrátane spotrebných daní). Tieto sa na inflácii v baltskom regióne podieľajú v priemere 25 – 30 %, na Slovensku ich podiel v roku 2006 prekročil 70 %. Regulované energetické položky pritom predstavujú v týchto krajinách takmer celý príspevok regulovaných položiek, na Slovensku tento podiel v roku 2006 dosiahol približne 50 %. Výnimkou v tomto smere bola Litva v rokoch 2000 – 2005 s vysokým podielom regulovaných energetických položiek, kedy však celková HICP inflácia dosahovala v priemere zhruba 1 %.

Údaje o cenách energií, ktoré tvoria väčšinu regulovaných cien, sú za pobaltské krajiny dostupné iba od roku 2003 – 2004, takže s istotou nevieme povedať, do akej miery boli v rámci výrazného cenového očistenia v 90-tych rokoch uvoľnené aj tieto ceny. Na základe súčasnej úrovne cien energií v jednotlivých európskych krajinách sa dá predpokladať, že celková miera deregulácií v baltskom regióne je pravdepodobne nižšia, ako napríklad v slovenskej ekonomike. Ceny elektrickej energie sa tu pohybujú približne na úrovni 50 – 60 % priemeru EÚ-15 a plynu na úrovni okolo 40 – 57 %, na Slovensku presahujú 100 %, resp. 80 %. Porovnateľne nižšie ceny energií v baltskom regióne však nie sú len dôsledkom (de)regulačnej politiky, ale súvisia aj so špecifickými kontraktovými podmienkami pri ich nákupe (viac v boxe 3).

⁸ Podľa štúdie MMF Republic of Lithuania: Selected Issues, Part II: Inflation in Lithuania, IMF Country Report No. 06/163, máj 2006. Komodity v koši HICP sú rozdelené do skupín, ktoré sa navzájom prekrývajú: obchodovateľné a neobchodovateľné, energetické a neenergetické a tzv. regulované a neregulované. Tento rozklad inflácie je orientačný, nie je totožný s členením položiek podľa národnej štatistickej metodiky.

V konvergencii voči európskej pätnástke, pokiaľ ide o HDP a cenovú hladinu, je slovenská ekonomika na porovnateľnej úrovni ako pobaltské krajiny. Cesta, ktorou šla naša ekonomika, však bola výrazne odlišná.

1. Akýmisi rámcovým rozdielom je používanie, resp. nepoužívanie fixných kurzov. Pobaltské krajiny prijali režim *currency board*, resp. *fixed peg* v priebehu prvej polovice 90-tych rokov a zotrvali pri nich až doteraz. Slovensko malo fixný režim kurzu od svojho vzniku, pričom od októbra 1998 prešlo na riadený floating. Koruna je v mechanizme ERM II od novembra 2005.

2. V prípade Slovenska bol vývoj v porovnaní s pobaltským regiónom rovnomernejší – v HDP, cenách aj v priebehu REER. Ekonomika dosahovala prakticky v celom období o niečo vyššiu dynamiku cien než hospodárskeho rastu, nepomer medzi nimi však nebol výrazný (s výnimkou rokov 1999 a 2000, po ktorých nasledovali stabilizačné a ozdravné reformy).

K nerovnomernosti vývoja v baltských krajinách mohol do istej miery prispieť práve zvolený režim kurzu. V určitom období jeho zafixovanie pomohlo tieto ekonomiky stabilizovať, v neskoršom období vysokých rastov však mohla táto stratégia

menovej politiky pôsobiť obmedzujúco. Do regiónu už od 90-tych rokov prichádzajú vysoké objemy priamych zahraničných investícií, ktoré sú významným predpokladom dynamického rastu. Baltským krajinám však chýba možnosť ovplyvňovať rýchlorastúcu ekonomiku vlastnou menovou politikou, nemajú voľne pohyblivý kurz atď.

3. Reálna apreciácia koruny bola viac než v prípade pobaltských mien spôsobená nominálnym posilňovaním. Nominálny kurz zostáva aktívnym kanálom reálnej apreciácie aj po začlenení koruny do mechanizmu ERM II. Na druhej strane, REER koruny do značnej miery ovplyvnil tiež vývoj inflačného diferenciálu. Cenové očistenie je v našom prípade priebežné a do reálnej apreciácie sa premieta rovnomernejšie než v baltských krajinách. Týka sa to aj administratívne určených cien, ktoré boli od roku 1998 uvoľňované v dereguláciách.

4. Výhodou pre našu ďalšiu konvergenciu by mohlo byť obdobie s voľným kurzom (od októbra 1998), počas ktorého ekonomika absolvovala celý rad zmien. Počas tohto obdobia došlo k zásadným štrukturálnym zmenám smerujúcim k ozdraveniu ekonomiky a bankového sektora a posunu od tranzitívnej ekonomiky ku konver-



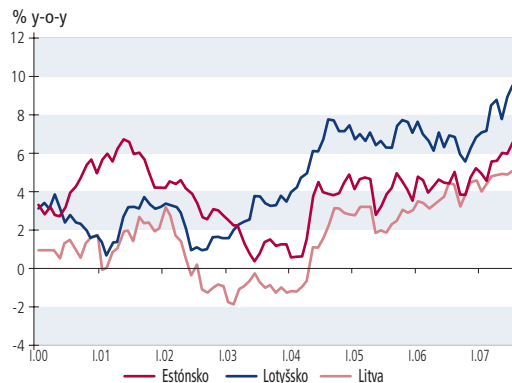
9 Podľa odhadov národných centrálnych bánk a European Commission, DG ECFIN.

gujúcej. K stabilizovaniu slovenskej inflácie k úrovniam blízkej inflácii v eurozóne došlo práve v podmienkach voľného kurzu, pričom cenovo-kurzové relácie mali možnosť flexibilne sa prispôbovať. Priaznivým pre ďalší vývoj nášho rovnovážneho kurzu môže byť nastavenie konverznjej parity, ktoré bude zohľadňovať aktuálne parametre ekonomiky.

2. PRÍČINY ZRÝCHLENÉHO CENOVÉHO VÝVOJA

Baltský región za poslednú dekadu úspešne napredoval v konvergencii vďaka výrazným prírastkom produktivity. Súčasná situácia však neodráža len priaznivý vývoj fundamentov, ale tiež značné nerovnováhy vnútri ekonomík aj navonok. Región sa dostal do prehriatia už v roku 2005, pričom zotrvanie v kladnej medzere outputu sa predpokladá aj v tomto a nasledujúcom roku⁹. Na tom sa podpísal historicky silný hospodársky rast, ktorého zdrojom je domáci dopyt predbiehajúci v dôsledku záporných príspevkov čistého exportu (narastajúce deficity bežného účtu) rast HDP. Vysoký dopyt sa postupne prejavil aj v akcelerujúcej inflácii. Vplyvom prehrievania nastal obrat v predtým priaznivej situácii už aj v Litve ako poslednej z trojice pobaltských krajín.

Graf 7 Vývoj inflácie HICP

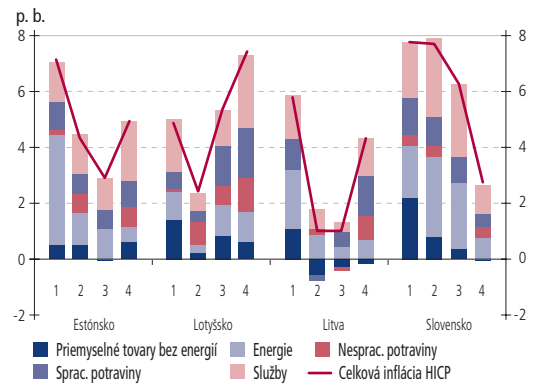


Zdroj: Eurostat.

Priebeh inflácie pritom nie je (resp. nebol) v trojici týchto ekonomík uniformný, má však určité spoločné črty. Od začiatku 90-tých rokov po súčasnosť opísal pomyselný oblúk, začínajúci pri trojciferných číslach, ktoré ešte v roku 1993 prevažovali 90 – 110 % (Estónsko, Lotyšsko) či 400 % (Litva). Stabilizačnou politikou, ktorá bola napríklad v Litve podporená aj kurzovou politikou, sa v rokoch 2000 až 2003 podarilo dosiahnuť relatívne nízke úrovne inflácie. Určitý skok v cenovom vývoji sa spájal so vstupom pobaltských krajín do EÚ v máji 2004, v Lotyšsku inflácia začala akcelerovať už o jeden až dva roky skôr. Priaznivé účinky stabilizačných opatrení z predchádzajúceho obdobia definitívnejšie doznali v roku 2006 a v prvom štvrtroku 2007, keď došlo k ďalšiemu zrýchleniu v cenovom vývoji vo všetkých troch krajinách na 4 – 8 %.

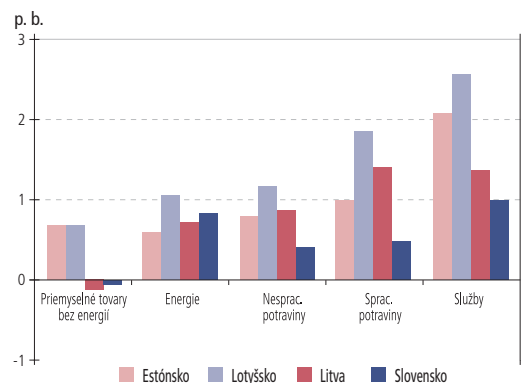
Čo prispelo k obratu vo vývoji pobaltskej inflácie v posledných dvoch-troch rokoch? Z pohľadu

Graf 8 Príspevky k inflácii HICP



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS. 1 je priemer 1997 – 1999, 2 priemer 2000 – 2002, 3 priemer 2003 – 2005, 4 rok 2006.

Graf 9 Príspevky k inflácii HICP (priemer 2006 – 1Q2007)

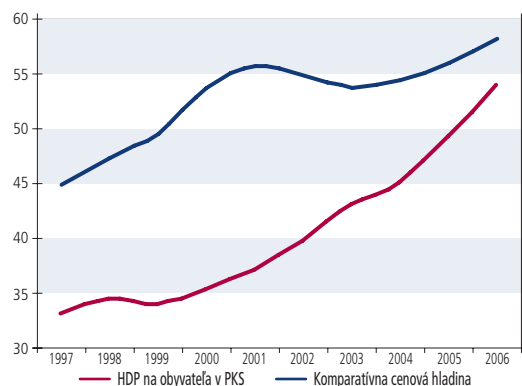


Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

štatistiky sa na zrýchlení inflácie podpísala predovšetkým vyššia dynamika cien služieb a potravín v porovnaní s predchádzajúcimi rokmi, meniaci sa vplyv v závislosti od cien energetických surovín mali na infláciu ceny energií. V pozadí vyšších inflačných čísel je niekoľko faktorov:

1. Zrýchlenie inflácie v porovnaní s predchádzajúcim obdobím môže sčasti súvisieť s rýchlou reálnou konvergenciou. Obdobie po roku 2000 až do minulého či predminulého roka sa javí z hľadiska cenovej stability a výraznej reálnej konvergenencie ako ideálne. Nazdáваме sa však, že takúto priaznivú kombináciu umožnil práve nerov-

Graf 10 Dynamika konvergenencie – priemer za baltský región (EÚ-15 = 100)



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

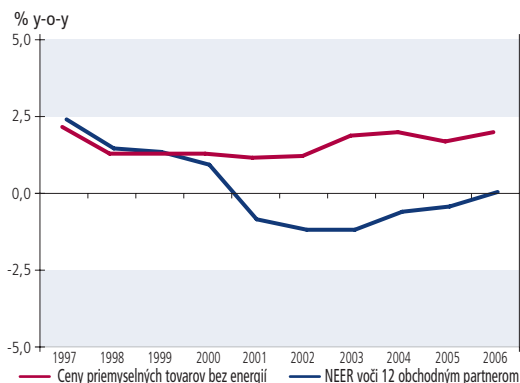


10 Podľa 2006 Convergence Report on Lithuania. European Economy Special Report No 2/2006, European Commission.

nomerný vývoj v predchádzajúcich rokoch. Cenová konvergencia, ktorá bola v počiatočnom období veľmi rýchla, akoby mala po roku 2000 dočasne pauzu. S rezervou sa dá povedať, že súčasný cenový rast skôr zodpovedá rýchlo konvergujúcim ekonomikám než inflácia blízka nule či dokonca deflácia.

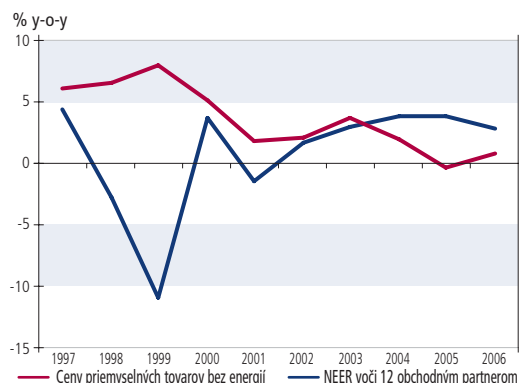
2. Určitý vplyv na inflačný profil týchto krajín má absencia režimu voľného kurzu. Fixný režim kurzu na jednej strane prispel v predchádzajúcich rokoch spolu s ďalšími opatreniami k stabilizácii týchto ekonomik, na druhej strane im v súčasnosti chýba tlmiaci vplyv kurzu v cenách obchodovateľných tovarov bez energií, ale tiež potravín. Kurzy NEER pobaltských mien počítané na báze 12 až 41 obchodných partnerov majú za posledných 4 až 5 rokov tendenciu stabilizovať sa z hľadiska medziročných zmien.

Graf 11 Vplyv kurzu na ceny obchodovateľných tovarov (priemer za Lotyšsko a Litvu)



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS. Obe veličiny majú v týchto dvoch krajinách podobný priebeh, preto je možné ilustrovať ich vzťah využitím priemerov. Rast NEER predstavuje apreciaciu.

Graf 12 Vplyv kurzu na ceny obchodovateľných tovarov (Slovensko)



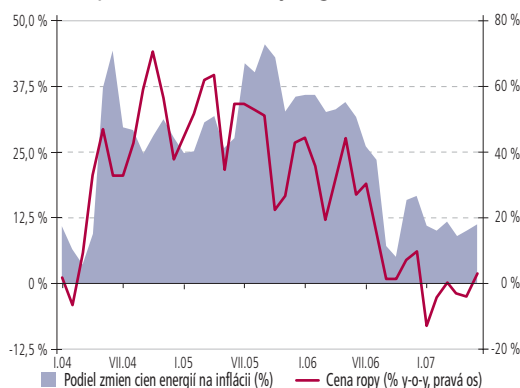
Zdroj: Eurostat a výpočty NBS. Rast NEER predstavuje apreciaciu.

S príspevkom cien potravín k inflácii v baltických krajinách súvisí okrem toho aj niekoľko ďalších faktorov. Celková inflácia meraná HICP je na túto zložku značne citlivá, čo je dané jej pomerne vysokými váhami v koši. Tvoria v priemere 29 až 34 % (v eurozóne iba okolo 19 %). Dynamika cien potravín (spracovaných aj nespracovaných) je vysoká od vstupu týchto krajín do EÚ. Súvisí to s otvorením trhov EÚ, keď boli zrušené zostávajúce exportné tarify a naopak, nové kra-

jiny získali prístup k dotáciám na podporu vývozu do tretích krajín. Zároveň sa zjednotili predpisy upravujúce bezpečnosť potravín. V Litve to spolu s výkyvmi v domácej ponuke spôsobilo výrazný nárast v cenách nespracovaných potravín. Tento efekt sa s meniacou intenzitou prejavuje aj v ďalších rokoch po vstupe do EÚ¹⁰. Ceny potravín odrážajú aj zmeny nepriamych daní, najmä dane z pridanej hodnoty.

3. Inflácia v baltických krajinách pomerne citlivo reaguje na zmeny cien energetických komodít. Dokumentuje to napríklad podiel zmien cien energií na inflácii v priebehu druhej polovice roku 2006, ktorá sa vyznačovala klesajúcimi cenami ropy. Citlivosť je daná vyššími váhami cien energií v koši HICP, než má napríklad eurozóna (priemer za rok 2006 a 2007 predstavuje 12 – 13 % v porovnaní s 9,4 %). Navyše, tieto ekonomiky sú niekoľkonásobne energeticky náročnejšie. Špecifickým spôsobom k formovaniu cien energií v pobaltských krajinách prispieva trh s energiami (box 3). Čo však je podstatné z hľadiska inflačného vývoja v blízkej budúcnosti, tieto krajiny čakajú vzhľadom na relatívne nízke úrovne do-

Graf 13 Citlivosť inflácie na ceny energetických surovín (priemer za baltický región)



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS. Príspevky cien energií k inflácii majú v pobaltských krajinách podobný priebeh, preto je možné ilustrovať ich vzťah využitím priemeru. Cena ropy v USD/barel.

terajších cien energií v porovnaní s ostatnými európskymi krajinami ďalšie úpravy týchto cien.

4. Celkovo je však otázka akcelerujúcej inflácie v baltickom regióne širším problémom. Poukazujú na to ceny služieb, ale aj ceny obchodovateľných tovarov. Podiel tzv. obchodovateľných položiek na inflácii meranej HICP sa vo všetkých troch ekonomikách zvýšil spolu s akceleráciou celkovej inflácie. Iste, treba za tým vidieť aj vplyv energetických obchodovateľných položiek a pomerne vysoké podiely cien potravín. Napriek tomu je zrejмый nárast podielu ostatných obchodovateľných položiek na celkovej inflácii, v prípade Litvy a Estónska strata ich tlmiaceho vplyvu.

Zdá sa, že inflácia odráža nerovnováhy smerom dovnútra aj vonok, v ktorých sa tieto ekonomiky nachádzajú. Odkazy na správanie inflácie treba hľadať v **dopytových tlakoch** sprevádzajúcich kladnú medzeru outputu, ale aj v **napätej situácii na trhu práce**, kde sa zhoršila relácia medzi dynamikou reálnej produktivity a miezd. Na prí-



- 11 Podľa Energy supply in Central Europe and the Baltics, IMF Regional Office Note, júl 2006.
- 12 Podľa European Economy No 2/2007, European Commission Forecast Spring 2007.
- 13 Podľa Eastern European Outlook, SEB Economic Research, marec 2007.
- 14 Celkovo sme s cenami tovarov na úrovni presahujúcej 70 % priemeru EÚ-15, s cenami služieb asi na úrovni presahujúcej 35 %. Estónsko je v cenovej konvergencii o niečo ďalej, Lotyšsko dosahuje približne našu úroveň a Litva za nami mierne zaostáva (podľa údajov Eurostatu za rok 2005).

Box 3

Trh s energiami v pobaltských krajinách

Postavenie pobaltských krajín na trhu s energiami je pomerne špecifické. V blízkej budúcnosti sa vo všeobecnosti predpokladá, že trh s energiami by mohol významnejšie ovplyvniť ceny energií v týchto krajinách, a to z niekoľkých dôvodov.

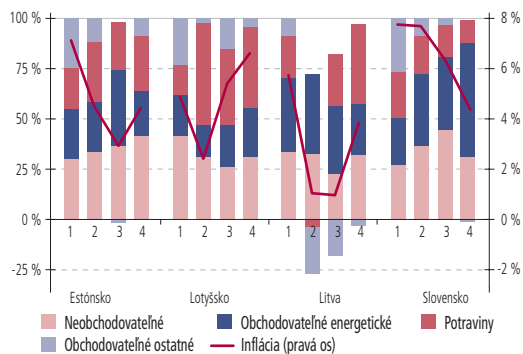
1. Spotreba energie, najmä zemného plynu, by podľa odhadov mala ďalej vzrásť. Región je pritom takmer výlučne závislý od dodávok zemného plynu a ropy z Ruska.
2. Ceny energií pre koncových užívateľov dosahujú len okolo 50 až 60 % priemeru EÚ-15, čo je sčasti dané výhodnejšími kontraktmi a sčasti aj regulačnou politikou (nízka miera *pass-through* nárastu importných cien do ceny pre koncových užívateľov). V horizonte 2 – 3 rokov sa očakáva zvýšenie importných cien zemného plynu pre baltské krajiny o viac ako 30 % v súvislosti s expanzív-

nou stratégiou Gazpromu. Priamy efekt na infláciu by pri váhe HICP 0,3 až 1,3 % mal byť malý, môže sa však preniesť do cien iných tovarov a ovplyvniť inflačné očakávania¹¹.

3. Osobitná situácia je v Litve, ktorá na rozdiel od Estónska a Lotyšska nie je primárne viazaná na zemný plyn. Jej spotreba energie sa rozkladá najmä medzi ropu a jadrovú energiu. Meškajúca obnova spracovateľských kapacít a problémy s dodávkami ropy sa tu prejavili už ku koncu roka 2006¹². Čo sa týka jadrovej energie, v súlade s predpismi EÚ má byť do konca roku 2009 uzatvorený reaktor Ignalia¹³ a prevádzka nových kapacít by mala byť spustená až v rokoch 2015 – 2016. Trh s energiami tak predstavuje z hľadiska cenového vplyvu v pobaltských krajinám riziko zvýšenia inflácie.

tomnosť dopytových tlakov v ekonomikách ukazuje nielen vývoj cien, ale tiež narastajúce deficity bežného účtu.

Graf 14 Príspevky k inflácii HICP



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS7. 1 je priemer 1997 – 1999, 2 priemer 2000 – 2002, 3 priemer 2003 – 2005, 4 rok 2006.

V cenovej konvergencii dosahuje Slovensko v porovnaní s priemerom EÚ-15 podobné čísla ako pobaltské krajiny. Značná časť cenového dobiehania nás aj ich ešte čaká.¹⁴ Vo vývoji inflácie sú však medzi nimi a nami rozdiely.

1. Cenové očisťovanie u nás prebiehalo postupne a bolo rovnomernejšie rozložené v celom období od začiatku 90-tych rokov. V tej časti cenového vyrovnávania, ktorá je viac-menej vecou trhu, sme na tom podobne. Rozdiely medzi nami sú však v oblasti administratívne ovplyvňovaných cien, kde sme sa pravdepodobne dostali ďalej. Ide najmä o ceny energií, ktoré u nás dosahujú úroveň takmer porovnateľnú s priemerom EÚ-15 (v našom koši HICP majú váhu až 18 %). K tejto úrovni sa približujú tiež ceny telekomunikácií. Z hľadiska budúceho cenového vývoja je to pre nás výhoda. Ďalšie cenové prispôbenia v tejto oblasti predstavujú v porovnaní s baltskými krajinami menšie inflačné riziko.

2. Zásadným rozdielom je vplyv kurzu na našu

infláciu, resp. jeho absencia v prípade baltských krajín. Zdá sa, že apreciácia NEER koruny doteraz vplývala (aspoň mierne) tlmiačo na ceny obchodovateľných tovarov, a najmä potravín. Dá sa očakávať, že po strate pohyblivého kurzu koruny voči euru sa NEER koruny stabilizuje, podobne ako to bolo v pobaltských krajinách, a že o tento tlmiači vplyv prídeme. V skutočnosti je však tento vplyv v našej ekonomike relatívne malý – za posledné tri roky dynamika cien priemyselných tovarov bez energií dosahovala v priemere 0,6 %, t. j. rovnako ako v eurozóne, v pobaltských krajinách bola v rozmedzí od -0,3 % do 2,7 %. Podobne sú na tom priemyselné tovary dlhodobej spotreby. O niečo výraznejšie rozdiely v dynamikách majú skôr ceny potravín – u nás boli v priemere na úrovni 2,3 % (v eurozóne 1,4 %), v pobaltských krajinách 4,2 % až 8,5 %.

3. Čo nám môže pomôcť udržať zdravý inflačný vývoj? Vplyv kurzu na obchodovateľné tovary či volatilita cien energií sú viac-menej parciálne otázky, ktorým sa podobne ako pobaltské krajiny nevyhne ani naša ekonomika. Skúsenosť pobaltských krajín ukazuje, že podstatnou podmienkou na udržanie zdravého inflačného vývoja sa javí byť skôr celková stabilita ekonomiky – najmä zdravá relácia produktivity a rastu miezd, ako aj priaznivý vzťah medzi dynamikou HDP a domáceho dopytu.

Pokračovanie v ďalšom čísle. Zameriame sa na:

- vývoj domáceho dopytu a HDP vrátane pohľadu na vonkajšiu nerovnováhu,
- celkovú a sektorovú analýzu trhu práce so zameraním na vývoj miezd, produktivity a jeho dopadu na infláciu,
- otázky úverového trhu a zadlžovania domácností,
- hodnotenie vplyvu fiškálnej politiky na ekonomiku,
- zhrnutie a interpretáciu záverov z jednotlivých okruhov pre ďalšiu konvergenciu ekonomiky Slovenska.