



Otázky konvergenencie v ekonomikách s fixným kurzom – skúsenosť pobaltských krajín

Ing. Nadežda Stanová, Národná banka Slovenska

Pokračovanie z predchádzajúceho čísla

V predchádzajúcej časti sme načrtli vývoj v baltskom regióne, ktorý v súčasnosti vyústil do nerovnováh prejavujúcich sa na cenovom vývoji. Zdá sa, že vysvetlenia pre súčasnú akceleráciu inflácie treba hľadať nielen vo fundamentoch, ale aj v tlakoch nerovnovážnej povahy. V tejto časti prinášame prehľad faktorov, ktoré túto situáciu objasňujú.

Zameriame sa na:

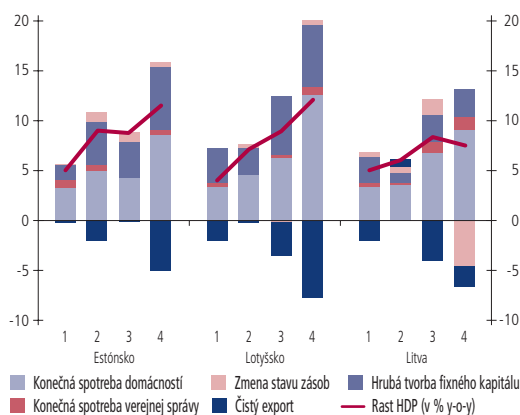
- vývoj domáceho dopytu a HDP vrátane pohľadu na vonkajšiu nerovnováhu,
- celkovú a sektorovú analýzu trhu práce so zameraním na vývoj miezd, produktivity a jeho dopadu na infláciu,
- problematiku úverového trhu a zadlžovania domácností,
- vplyv fiškálnej politiky na ekonomiku.

Napokon, táto časť článku obsahuje aj zhrnutie a interpretáciu záverov z jednotlivých okruhov pre ďalšiu konvergenciu ekonomiky Slovenska.

3. RÝCHLY HOSPODÁRSKY RAST A VONKAJŠIA NEROVNOVÁHA

Hospodársky rast baltských krajín v posledných rokoch kulminuje, pričom v roku 2006 dosiahol v Estónsku a Lotyšsku najvyššie tempo za poslednú dekádu. Na súčasnom raste baltského regiónu nie sú zaujímavé v prvom rade vysoké čísla, ako skôr jeho štruktúra. Základnou typickou črtou rastu je, že jeho hlavným zdrojom je domáci súkromný dopyt, v rámci ktorého čoraz viac dominuje spotreba domácností. Na druhom mieste za ňou sú hrubé investície. Spotreba vlády prispieva k rastu pomerne veľmi málo – tieto krajiny majú tradíciu nízkych rozpočtových deficitov, resp. prebytkových rozpočtov (viac o vplyve fiškálnej politiky na ekonomiku v časti 5 Dopady úverového boomeru na stabilitu). Pretože tieto krajiny dovážajú podstatne viac tovarov, než vyvážajú (v službách je bilancia dlhodobo kladná, avšak nevyvažuje deficit v tovaroch), dopyt súkromného sektora svojím tempom rastu dlhodobo predbeha HDP.

Graf 15 Príspevky k rastu HDP (v p. b.)



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

1 je priemer 1995 – 1999 (za Lotyšsko a Litvu 1996 – 1999),
2 priemer 2000 – 2002, 3 priemer 2003 – 2005, 4 rok 2006.

Takáto relácia medzi ich dynamikami predstavuje pre stabilitu regiónu určitú hrozbu. V horizonte blízkej budúcnosti sa objavujú úvahy o tzv.

Tab. 2

Tempo rastu domáceho dopytu (% y-o-y)

Tempo rastu HDP (% y-o-y)

	Tempo rastu domáceho dopytu (% y-o-y)					Tempo rastu HDP (% y-o-y)				
	kumulatív 2000 – 2006	2005	2006	2007 (p)	2008 (p)	kumulatív 2000 – 2006	2005	2006	2007 (p)	2008 (p)
Estónsko	75,6	9,7	12,6	12,9	10,9	65,6	10,5	11,4	8,7	8,2
Lotyšsko	87,5	9,3	17,3	11,5	7,7	65,9	10,6	11,9	9,6	7,9
Litva	69,9	9,3	8,5	10,6	8,0	56,1	7,6	7,5	7,3	6,3
Slovensko	36,1	8,6	6,2	6,2	5,3	35,5	6,0	8,3	8,5	6,5

Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

(p) Predikcia podľa Eurostatu. (% y-o-y) – medziročná zmena v %.



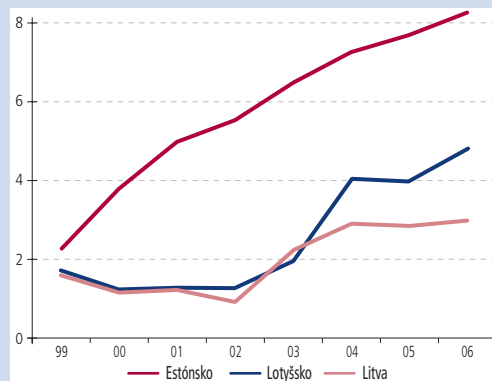
Box 4

Vonkajšia (ne)rovnováha baltského regiónu

Vonkajšiu pozíciu pobaltských krajín charakterizuje, s výnimkou úrovňových odlišností, viacero spoločných znakov.

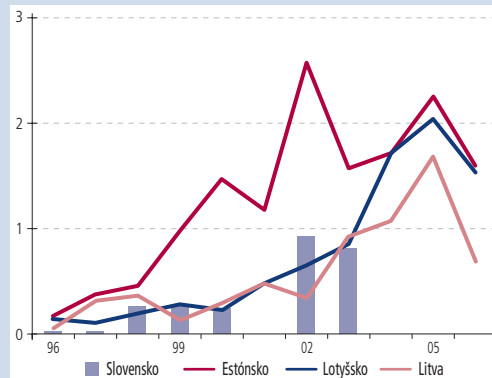
1. Bežný účet je typicky deficitný, čo súvisí s prehĺbujúcimi sa deficitmi v bilancii tovarov, záporné saldá však dosahuje aj bilancia výnosov. Odlev prostriedkov na tomto účte súvisí s repatriáciou zisku a s reinvestovanými výnosmi firiem v zahraničnom vlastníctve. Konkrétne položka „výnosy z priamych investícií“ v bilancii výnosov zahŕňa dividendy a reinvestovaný zisk. Jej narastajúci podiel na HDP (3 – 8 %) tak v regióne poukazuje na rastúcu silu a ziskovosť subjektov v zahraničnom vlastníctve. Samotné dividendy a distribuované zisky pobočiek majú na HDP podiel len asi 0,7 – 1,6 %.

Bilancia výnosov BÚ – výnosy z priamych investícií (% HDP)



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

Bilancia výnosov BÚ – odlev dividend a distr. ziskov pobočiek (% HDP)

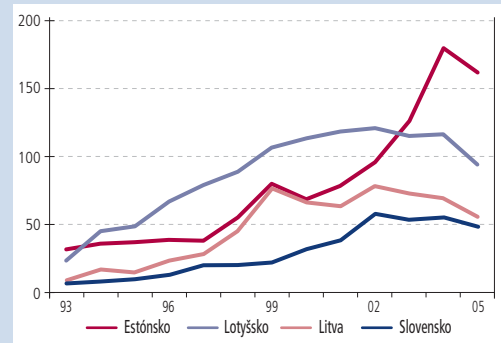


Zdroj: MMF (IFS, BOP) a výpočty NBS. V rokoch 1996, 1997, 2001 a 2004 – 2006 za Slovensko chýbajú údaje.

2. Finančný účet je naopak prebytkový, najmä vďaka objemom čistých priamych zahra-

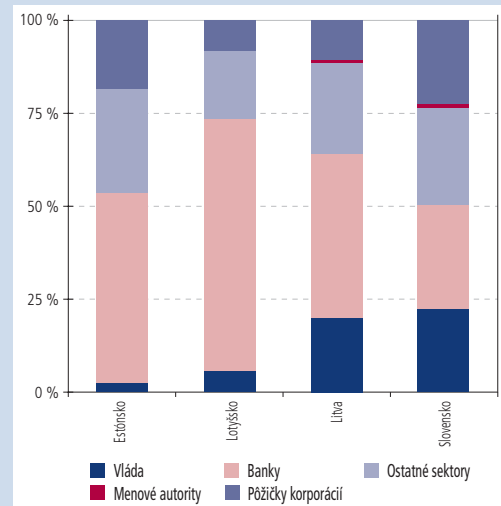
ničných investícií. Zdroj prílevu prostriedkov predstavuje aj požíčovanie si bánk od matiek v zahraničí v rámci „ostatných investícií“ na finančnom účte. Prílev priamych zahraničných investícií do týchto ekonomík bol zrejme dôležitým faktorom zvyšovania ich produkčnej kapacity. Dokumentuje to zvyšujúca sa marginálna produktivita (s výnimkou Estónska).

Zásoba priamych zahraničných investícií (v reportujúcej ekonomike; % z exportu)



Zdroj: UNCTAD.

Štruktúra hrubého zahraničného dlhu (Q2-06 až Q1-07)



Zdroj: World Bank – World Development Indicators database, Apríl 2007.

3. Externá zadlženosť v posledných rokoch vzrástla na vysoké úrovne najmä v Estónsku a Lotyšsku. V roku 2005 dosiahla podľa údajov Svetovej banky 101,6 %, resp. 103,7 % hrubého národného príjmu, v Litve to bolo 52,5 %. Najvýraznejšie sa na vonkajšej zadlženosti podieľa bankový sektor.

tvrdom pristátí, ktoré by bolo spojené so „zmrazením“ ekonomického rastu. K miernemu spomaleniu rastu už došlo v roku 2006 v Litve, pričom rast HDP by sa mal v tomto a nasledujúcom

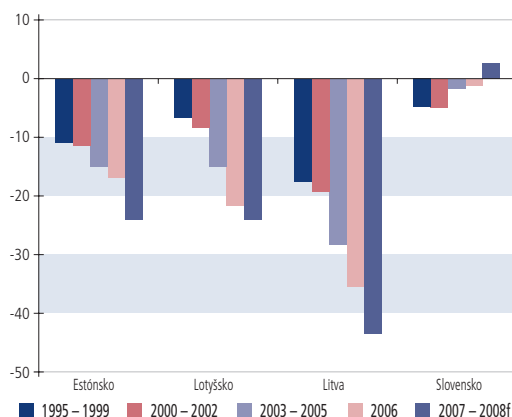
roku mierne spomaliť vo všetkých troch krajinách. Podľa doterajších predikcií Eurostatu by však trend silnejšej dynamiky domáceho dopytu v porovnaní s dynamikou HDP mal pokračovať.



1 V roku 2004 a 2005 bol u nás príspevok čistého exportu k rastu záporný; v grafe 15 sú priemerné čísla za viacero rokov.

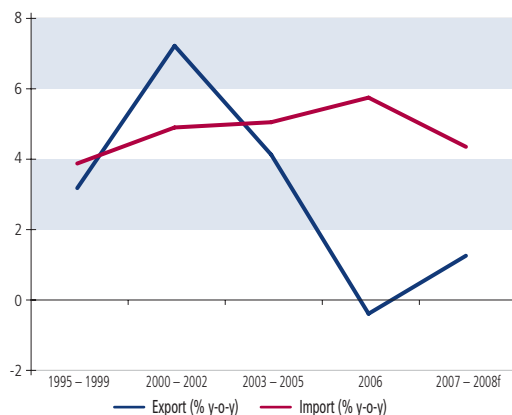
Prečo pobaltské ekonomiky dlhodobo vykazujú záporné príspevky čistého exportu k rastu HDP? Zdá sa, že problém je v obchodnej výmene tovarov, a to tak na strane dovozov, ako aj na strane vývozov. Vysoké dovozy súvisia jednak s nákupom technológií a jednak s rýchlym rastom týchto ekonomík, vplyvom ktorého sa zvyšujú disponibilné príjmy domácností. Silný domáci dopyt, ktorý vlastná produkcia nie je schopná pokryť, sa tak orientuje na dovozy. Na druhej strane, hlavne v posledných rokoch poklesla dynamika pobaltských vývozov. Pozitívne výsledky bilancie služieb nestačia kompenzovať deficity bilancie tovarov. Výsledkom sú prehlbujúce sa záporné podiely čistého exportu na HDP.

Graf 16 Podiel čistých exportov na HDP (tovary a služby; v %)



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

Graf 17 Dynamika vývozov a dovozov (priemer za baltský región – tovary)



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

Podobne ako baltský región dosahuje naša ekonomika v posledných rokoch dynamický rast. V jeho štruktúre je však v porovnaní s pobaltskými krajinami množstvo rozdielov.

1. Medzi dynamikou HDP a rastom domáceho dopytu bola u nás doteraz zdravá relácia v prospech HDP. Jej zachovanie sa podľa predikcie Eurostatu predpokladá aj na tento a ďalší rok.

2. Osobitne pozitívnym znakom je kladný príspevok čistého exportu k HDP, ktorý slovenská ekonomika zaznamenala v roku 2006 a predtým

v roku 2003¹. Je však potrebné, aby si naša ekonomika udržala, resp. ďalej zlepšila exportnú výkonnosť aj po vstupe do eurozóny.

3. Z porovnania štruktúry rastu ešte vyplývajú dva varovné signály. Jedným je pomerne silný príspevok spotreby domácností k rastu u nás (silnejší než príspevok tvorby nových investícií). Zatiaľ je relatívne menší než v pobaltských krajinách, ich skúsenosť však ukazuje, aké dôsledky by mohlo mať jeho narastanie. Druhým varovaním je relatívne väčší príspevok spotreby verejnej správy k rastu nášho HDP. V najbližšom období bude potrebné, aby verejné výdavky prispievali impulzmi do ekonomiky čo najmenej (viac o fiškálnom hospodárení v časti 5 Dopady úverového boomu na stabilitu).

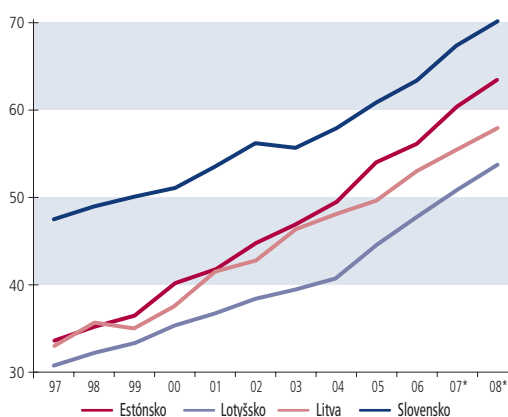
4. Hrubý externý dlh Slovenska je v porovnaní s Estónskom a Lotyšskom výrazne nižší – v roku 2005 dosiahol 61 % hrubého národného príjmu. Štruktúra nášho dlhu je z hľadiska stability finančného sektora a jeho vplyvu na domácu ekonomiku priaznivejšia. Bankový sektor má na dlhu relatívne menší, len približne 25-percentný podiel.

5. Zahraničný sektor je pomerne silný nielen v baltskom regióne, ale pravdepodobne aj u nás. Výnosy z priamych investícií na našom bežnom účte v roku 2006 predstavovali približne 5,1 % HDP. Môžeme očakávať, že vplyvom ďalších priamych zahraničných investícií jeho sila v našej ekonomike ďalej vzrastie. Otázkou je, ako budú zahraničné firmy rozdeľovať dosiahnutý zisk medzi výplatu dividend a reinvestovaný zisk. Druhá položka by mohla ovplyvňovať jednak potenciálny output (prostredníctvom domácich investícií), čo je pozitívne, na druhej strane by však cez mzdy zamestnancom mohla vytvárať určitý tlak na cenový vývoj.

4. VPLYV TRHU PRÁCE NA INFLÁCIU

Silná spotreba baltských domácností vyplýva najmä z rýchleho rastu reálnych miezd na „zužujúcom sa“ trhu práce. Okrem toho je podporovaná aj ich značným zadlžovaním. Náklady práce v týchto krajinách rastú na jednej strane v dôsledku zlepšovania produktivity v súvislosti s proce-

Graf 18 Úrovně produktivity – HDP v PKS na zamestnanca (EÚ-15 = 100)



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.



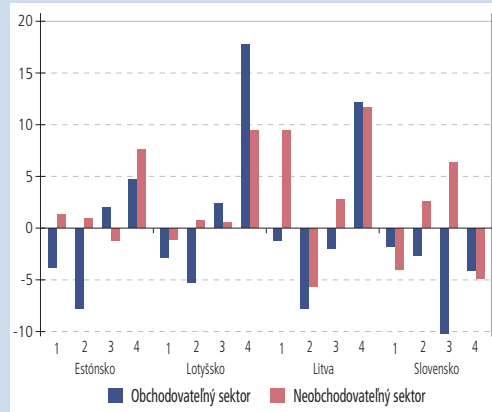
2 Použili sme štvrťročné údaje o hrubej pridanej hodnote v stálych cenách podľa národných účtov, o počte pracovníkov a o celkových reálnych nákladoch práce z databázy Eurostatu. Do obchodovateľného sektora sme zahrnuli ťažbu, priemyselnú výrobu, dodávku elektriny a plynu, a stavebníctvo (odvetvia c – f klasifikácie NACE). Do neobchodovateľného sektora sme zaradili veľko- a maloobchod, dopravu a skladovanie, ubytovacie a stravovacie služby, informácie a komunikácie, finančné a poisťovacie činnosti, nehnuteľnosti, verejnú správu a obranu, vzdelávanie, zdravotníctvo a sociálnu pomoc, a ostatné činnosti (odvetvia g – o klasifikácie NACE). Podobnú analýzu obsahuje článok autorov Nenovsky, N., Dimitrova, K.: "Dual Inflation under the Currency Board: The Challenges of Bulgarian Accession." William Davidson WP No. 487, júl 2002.

Box 5

Nerovnováhy v sektoroch – dopad na cenový rast

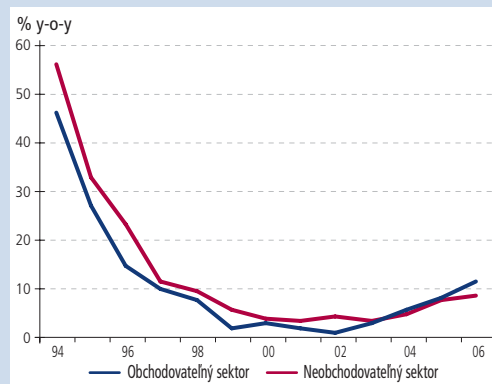
Problém, ktorý sa v baltskom regióne ukazuje v reálnych nákladoch práce na úrovni celej ekonomiky, potvrdzuje aj sektorová analýza.

Rozdiely v medziročnej dynamike nákladov práce a produktivity (v p. b.)



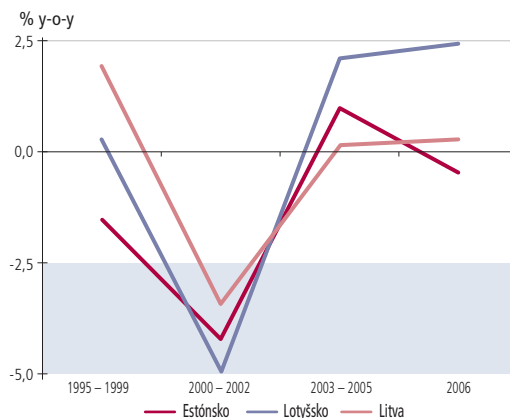
Zdroj: Eurostat a výpočty NBS. Obe veličiny sú v reálnom vyjadrení. 1 je priemer 1997 – 1999, 2 priemer 2000 – 2002, 3 priemer 2003 – 2005, 4 rok 2006.

Rast cien v baltskom regióne



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS. Ide o deflátovej hrubej pridanej hodnoty.

Graf 19 Rast reálnych jednotkových nákladov práce



Zdroj: Európska komisia, DG ECFIN.

1. Rýchly rast nákladov práce v týchto ekonomikách možno sčasti pripisovať konvergencii, ktorá so sebou prináša prispôsobovanie produktivitou aj nákladmi a cenami. V zmysle konceptu o Balassa-Samuelson efekte, produktivita práce (vplyvom medzinárodnej konkurencie) spravidla rastie rýchlejšie v obchodovateľnom sektore ako v neobchodovateľnom. Náklady práce sa zvyšujú v celej ekonomike, pričom mzdy v neobchodovateľnom sektore (teda v sektore služieb) majú zvyčajne tendenciu kopírovať rast miezd v obchodovateľnom sektore. Vedie to k tomu, že v neobchodovateľnom sektore náklady práce prekračujú dynamiku rast produktivity. Tieto predpoklady sa potvrdzujú tak v pobaltských krajinách, ako aj na Slovensku².

2. Rast nákladov práce v týchto ekonomikách však prekračuje dynamiku produktivity veľmi výrazne a poukazuje tak predovšetkým na nerovnovážnu situáciu na trhu práce. Čo je podstatné, nepriaznivú reláciu v dynamike miezd a produktivity majú obidva sektory – neobchodovateľný (sektor služieb) aj obchodovateľný.

3. Tlak na rast miezd a odmien v každom z týchto sektorov má prorastový dopad na infláciu.

3a) Čo sa týka sektora služieb, rozdiel medzi rýchlejšie rastúcimi nákladmi práce a rastom produktivity mal rastúcu tendenciu už od 90-tych rokov. V roku 2006 vo všetkých troch ekonomikách prekročil 7 percentuálnych bodov (v Litve dosiahol približne 11 percentuálnych bodov). Výsledkom toho môže byť súčasná akcelerácia cien služieb.

3b) Kladný rozdiel medzi rastom nákladov práce a produktivity je aj v obchodovateľnom sektore, v prípade Lotyšska a Litvy je dokonca väčší než v sektore služieb. Tento problém zrejme ovplyvňuje celú ekonomiku a dopytovo tlačí na zrýchľovanie inflácie.

som dobiehania, čo v konvergujúcich ekonomikách nie je ničím neprirodzeným. V prípade pobaltských krajín je relatívny rast produktivity v porovnaní s priemerom EÚ-15 (prepočet HDP na zamestnanca cez paritu kúpnej sily) dokonca o trochu rýchlejší než napríklad v našej ekonomike (idú z nižšej bázy). Na druhej strane, rast produktivity v porovnaní s prírastkami v nákladoch zamestnávateľov na pracovnú silu sa v týchto ekonomikách reálne spomaľuje. V roku 2006 sa reálne náklady práce dostali na približne nulovú, resp. kladnú hodnotu. Hovorí to o tom, že silná dynamika miezd má aj príčiny nerovnovážnej povahy.

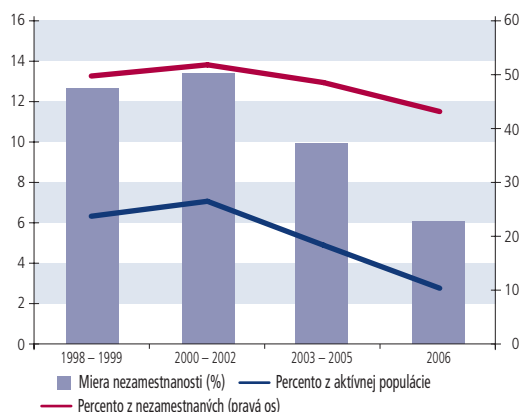
Napriek určitým rozdielnostiam medzi jednotlivými pobaltskými krajinami majú nerovnováhy na trhu práce spoločných menovateľov:

1. Pracovný trh v regióne je napätý v dôsled-



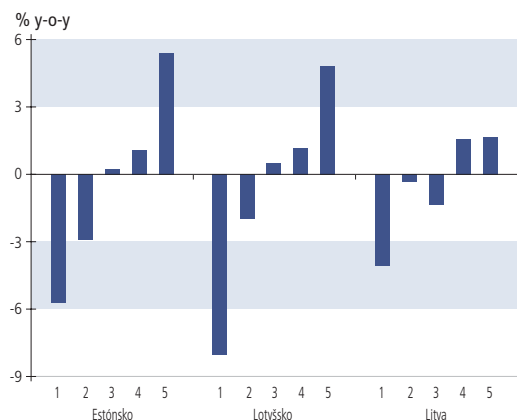
ku nedostatku pracovnej sily. Pretrvávajúcim javom je emigrácia pracovnej sily do zahraničia. Miera zamestnanosti podľa Labour Force Survey, ktorá zahŕňa celkovú národnú zamestnanosť doma aj v zahraničí, v roku 2006 rekordne vzrástla najmä v Estónsku a Lotyšsku – medziročne o 5,4 %, resp. 4,8 %. Zároveň sa sústavne znižuje miera nezamestnanosti. Typickým javom je, že do pracovnej aktivity sa vracajú aj tzv. dlhodobo odrazení nezamestnaní.

Graf 20 Ukazovatele dlhodobej nezamestnanosti – priemer za baltský región



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

Graf 21 Rast zamestnanosti



Zdroj: Eurostat.

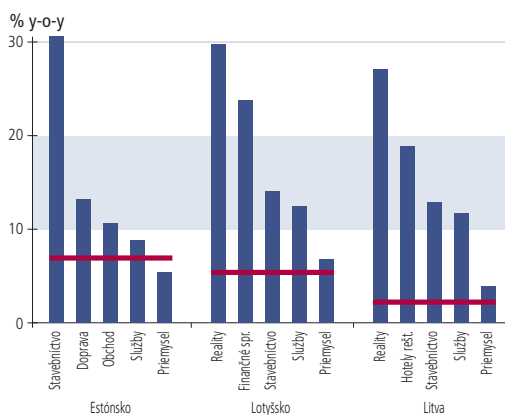
1 je priemer 1992 – 1994, 2 priemer 1995 – 1999, 3 priemer 2000 – 2002, 4 priemer 2003 – 2005, 5 rok 2006.

2. Napätie na trhu práce sa osobitne výrazne dotýka niektorých odvetví. Zdá sa, že otvorenie pracovného trhu niektorými členskými krajinami pre nových členov z rozširovania EÚ v roku 2004 v prípade pobaltských krajín paradoxne znížilo ich schopnosť prispôsobenia šokom. Zmeny, ktorými prechádzali ekonomiky a ktoré navyše sprevádzal odlev určitých skupín pracovníkov, prehĺbili štrukturálne problémy trhu práce. Výsledný nedostatok pracovníkov, resp. pracovníkov s vhodnou kvalifikáciou sa tak najmä v niektorých odvetviach silno premieta do tlaku na rast miezd. Situáciu z pohľadu firiem pomerne dobre ilustrujú soft indikátory v rámci priemyselných odvetví: percento využitia kapacít sa zvyšuje, pričom ne-

dostatočný dopyt predstavuje čoraz menšie obmedzenie produkcie. Naopak, vnímaný podiel práce na obmedzeniach výroby najmä za posledný rok výrazne vzrástol.

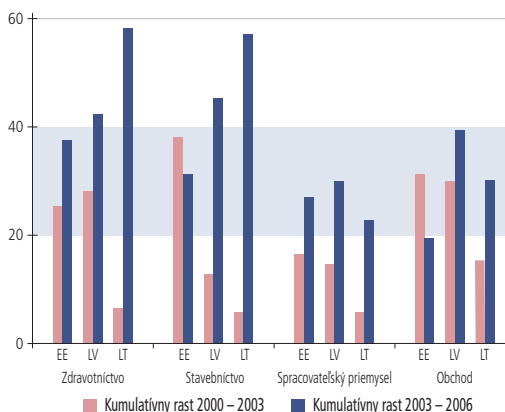
Reálny rast nákladov na prácu sa v období 2003 – 2006 v porovnaní s obdobím 2001 – 2003 najvýraznejšie zrýchlil v zdravotníctve, stavebníctve, spracovateľskom priemysle a obchode. Za posledné tri roky pracovné náklady zamestnávateľov v týchto odvetviach kumulatívne reálne vzrástli o 19 – 57 %. V porovnaní s predchádzajúcim obdobím to predstavuje výrazný nárast (markantný najmä v zdravotníctve a stavebníctve). Výnimkou z tohto trendu je stavebníctvo a obchod v Estónsku, kde došlo naopak k poklesu. Aj tu však dynamiky naďalej prekračovali reálne 30 %, resp. 19 %. Zaujímavé sú aj kumulatívne nárasty za celé hospodárstvo: od roku 2003 náklady práce reálne vzrástli v Estónsku o 23 %, v Lotyšsku o 31 % a v Litve o 28 %.

Graf 22 Zmena počtu zamestnaných v odvetviach a v celej ekonomike (rok 2006)



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

Graf 23 Odvetvia s najväčším reálnym nárastom nákladov práce (v %)



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

EE – Estónsko, LV – Lotyšsko, LT – Litva.

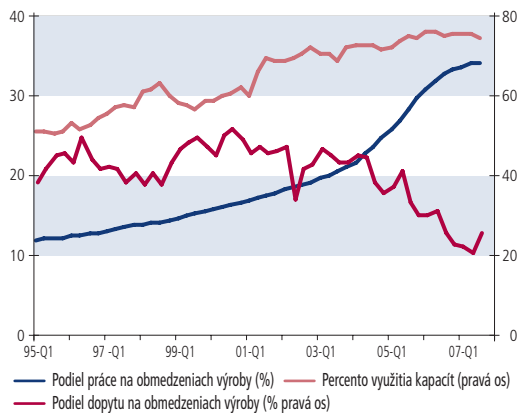
3. Hoci najrýchlejší rast reálnych miezd v priemere za baltský región zažíva zdravotníctvo, z hľadiska makroekonomickej a cenovej (ne)stability považujeme za najkritickejšie odvetvie stavebníctva. Stavebníctvo je úzko späté jednak



3 Hlavné mestá baltského regiónu patrili v priebehu roka 2006 medzi prvú desiatku v globálnom indexe cien domov Knight Frank. V poslednom štvrtroku 2006 sa lotyšská Riga umiestnila na čele rebríčka so 66-percentným medziročným nárastom, litovský Vilnius dosiahol rast 13,3 % a prvú desiatku uzatváral estónsky Tallinn s 10,4 %. V priebehu roka 2007 sa na trhu nehnuteľností v týchto krajinách objavujú známky ochladzovania.

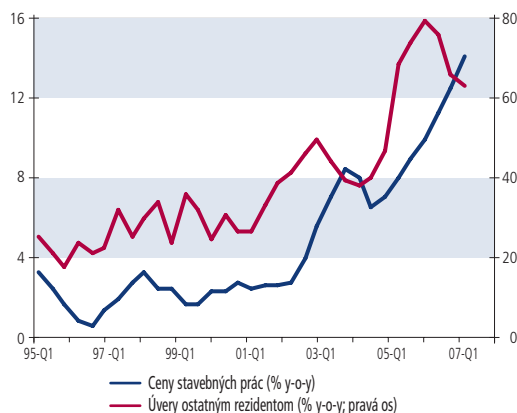
s trhom nehnuteľností a jednak s financujúcim úverovým trhom. Prípadná kríza v tejto oblasti má potenciál negatívne ovplyvniť celú ekonomiku. Stavebníctvo spolu s realitami patrí k odvetviam, ktoré v regióne zažívajú boom v dôsledku veľkého prílevu investícií. Zabezpečenie dostatočného počtu pracovníkov s potrebnou kvalifikáciou na pokrytie nových objednávok je tu spojené s vysokými nákladmi. Boom v týchto dvoch odvetviach je podporovaný masívnym úverovým financovaním cez hypotekárne úvery, ako aj úvery viažuce sa na nehnuteľnosti (viac o vývoji na trhu úverov v časti 5 Dopady úverového boomu na stabilitu). Stavebníctvo ako najkritickejšie odvetvie je „preťažené“ v dôsledku mimoriadnej atraktivity východoeurópskeho trhu s nehnuteľnosťami, v súvislosti s ktorým sa hovorilo o vytváraní cenovej bubliny³. Obrovský záujem o nehnuteľnosti spôsobuje zosilňovanie akceleračného trendu v dynamike cien stavebných prác. V prvom štvrtroku 2007 ich rast prekročil 13 % medziročne.

Graf 24 Soft ukazovatele priemyselnej produkcie (priemer za Estónsko, Lotyšsko a Litvu)



Zdroj: Európska komisia. Sezónne očistené údaje.

Graf 25 Úverový boom a stavebníctvo (priemer za Estónsko, Lotyšsko a Litvu)



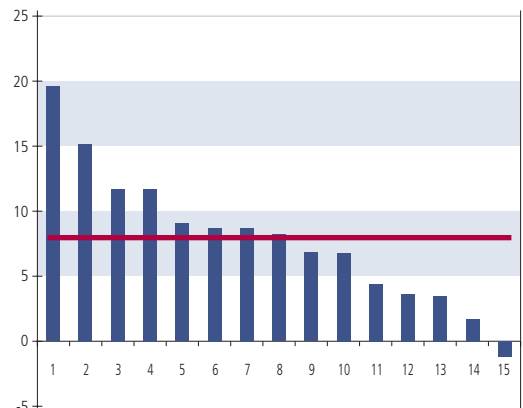
Zdroj: Eurostat, národné centrálné banky a výpočty NBS.

Slovenský trh práce je podobne ako v pobaltských krajinách pomerne malý. Podľa dostupných porovnateľných údajov sa však jeho vývoj ukazuje byť zdravším než v baltskom regióne. Je tu niekoľko pozitívnych rozdielov.

1. Zdá sa, že otvorenie európskeho trhu práce po našom vstupe do EÚ nás „zasiahlo“ menej než baltské krajiny. Od príležitostných pracovných pobytov odrádza našich ľudí v poslednom období aj posilňujúca koruna. Táto otázka je však v rámci nášho trhu práce skôr marginálna.

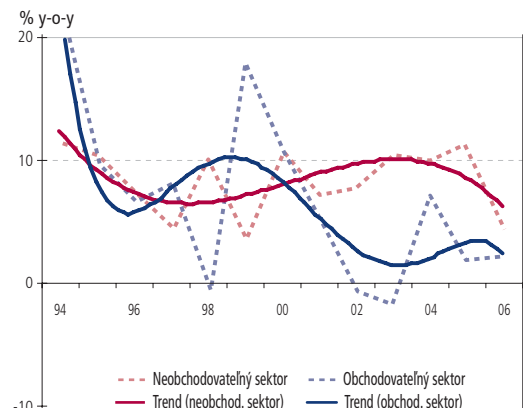
2. Rast zamestnanosti a zrýchľovanie rastu miezd u nás je miernejšie a rovnomernejšie rozložené v rámci jednotlivých odvetví. Pomerne veľa odvetví zaznamenalo od roku 2003 kumulatívny reálny nárast blízky číslu za celé hospodárstvo (7,8 %). Výraznejšie z tohto obrazu vyčnievajú iba niektoré odvetvia – finančné služby, vzdelávanie, doprava, výroba a rozvod energií.

Graf 26 Kumulatívny reálny rast nákladov práce v slovenskej ekonomike v rokoch 2003 – 2006 (v %)



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS. Čiara – údaj za celú ekonomiku. 1 finančné sprostredkovanie, 2 vzdelávanie, 3 doprava, 4 výroba a rozvod energií a vody, 5 reality, 6 služby, 7 zdravotníctvo, 8 ostatné služby, 9 priemyselné odvetvia, 10 spracovateľský priemysel, 11 obchod, 12 stavebníctvo, 13 verejná správa, 14 ťažba, 15 hotely a reštaurácie.

Graf 27 Rast cien na Slovensku



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS. Ide o deflátor hrubej pridanej hodnoty.

3. Pozitívne vnímame vývoj aj z pohľadu jednoduchej analýzy sektorov. Obraz duálnej inflácie v prípade Slovenska v posledných štyroch rokoch zreteľne ukazuje na prítomnosť B-S efektu. Potvrdzujú to záporné rozdiely medzi rastom nákladov práce a produktivity v obchodovateľnom sektore a, naopak, donedávna kladné rozdiely



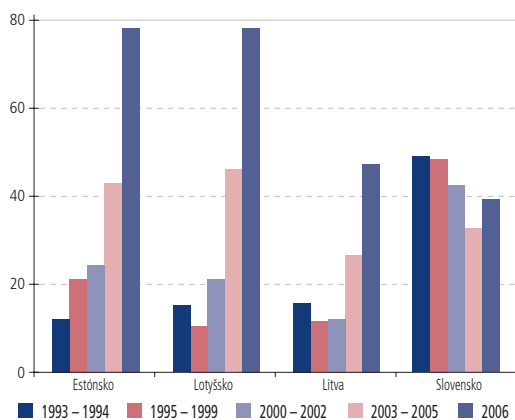
v sektore služieb. V roku 2006 produktivita dokonca reálne predstihla rast miezd vo všetkých sektoroch slovenskej ekonomiky (graf v boxe 5).

4. Čo nás v oblasti trhu práce čaká po vstupe do eurozóny? Štrukturálne problémy pobaltského pracovného trhu sú možno jedným zo špecifických problémov týchto krajín, za ktorý nie je zodpovedný režim fixného kurzu. Na druhej strane, s určitou rezervou túto situáciu môžeme zobrať ako upozornenie v súvislosti s koncentráciou ekonomickej aktivity do malého počtu odvetví, resp. do jediného odvetvia. Na Slovensku by sa mohol s ďalšími investíciami napríklad do automobilového a elektrotechnického priemyslu zvýrazniť dopyt po pracovnej sile v týchto odvetviach, čo by mohlo prispieť k tlaku na rýchlejšiu rast reálnych miezd. To poukazuje na potrebu udržania flexibility a vhodnej štruktúry slovenského trhu práce. Odvetvie priemyslu patrí do konkurenčného obchodovateľného sektora, v dôsledku čoho by sa samo osebe nemalo stať zdrojom vzniku nadmerných tlakov. Vysoký dopyt po priemyselnej výrobe však môže u nás ovplyvniť aj súvisiace a ďalšie odvetvia, medzi inými práve stavebníctvo, ktoré je kritickým odvetvím v baltickom regióne.

5. DOPADY ÚVEROVÉHO BOOMU NA STABILITU

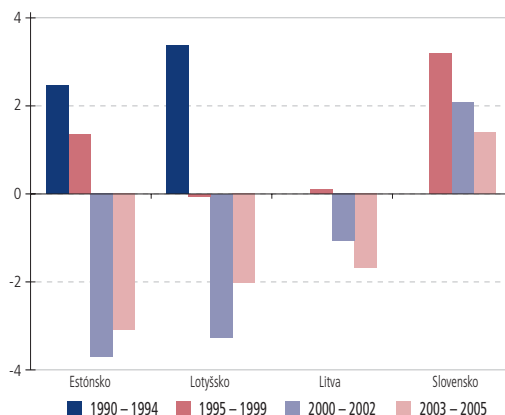
Prehriatiu, do ktorého sa dostali pobaltské ekonomiky, pomohlo vo veľkej miere výdatné úverové financovanie spojené s narastajúcou dôležitosťou finančného sektora. Masívne úverovanie a rýchly rast úverov predstavujú pre pobaltské ekonomiky problém z viacerých hľadísk. Čerpanie úverov na spotrebu (spolu so zadlžovaním domácností cez iné formy požíčavania) má za následok nadmerne silný dopyt domácností. Hypotekárne úvery a úvery viažuce sa na nehnuteľnosti prispeli k boomeru na trhu nehnuteľností – s dopadom na odvetvie stavebníctva a na trh práce, ktorý sme opísali v časti 4 Vplyv trhu práce na infláciu. Napokon, pobaltské krajiny ako malé otvorené ekonomiky sú v otázke (ne)stability, ale aj dôležitosti svojho bankového sektora značne zraniteľné.

Graf 28 Podiel úverov súkromnému sektoru na HDP (%)



Zdroj: IMF (International Financial Statistics) a výpočty NBS.

Graf 29 Čisté úspory domácností (% z hrubého disponibilného príjmu)



Zdroj: Európska komisia (DG ECFIN) a výpočty NBS.

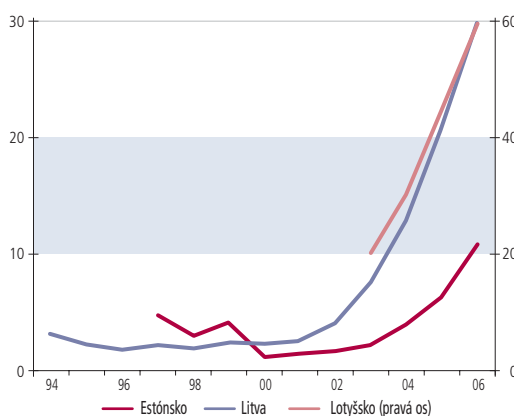
Dokumentuje to aj podiel úverov privátnemu sektoru na HDP. Po konsolidácii bankového sektora v baltickom regióne približne v rokoch 2000 – 2002 sa v ďalších dvoch rokoch zvýšil prakticky dvojnásobne, v roku 2006 vzrástol ešte o ďalšiu tretinu.

V baltických krajinách vnímame niekoľko príčin vysokej dynamiky úverov:

1. Rast úverov pravdepodobne odráža narastajúcu dôležitosť finančného sektora (tzv. *financial deepening*). Obyvateľstvo má značný sklon zadlžovať sa. Zadlženosť domácností v pomere k HDP tu dosahuje vysoké úrovne, čo je zrejme aj z ich negatívnych úspor. Podiel úverov domácnostiam určených na spotrebu (súčet spotrebných a tzv. ostatných úverov) v Lotyšsku dosiahol v roku 2006 až 60 % konečnej spotreby domácností. Dynamika úverov domácnostiam sa síce mierne spomaľuje, absolútne prírastky úverov však majú naďalej rastúcu tendenciu.

2. Vysoký dopyt po úveroch je podporovaný nízkym spreadom úrokových mier voči eurozóne (spready na peňažnom trhu sa pohybujú okolo 0,1 – 1,5 p. b.) Pri súčasných mierach inflácie sú reálne úrokové miery v regióne záporné.

Graf 30 Úvery domácnostiam na spotrebu (% konečnej spotreby domácností)

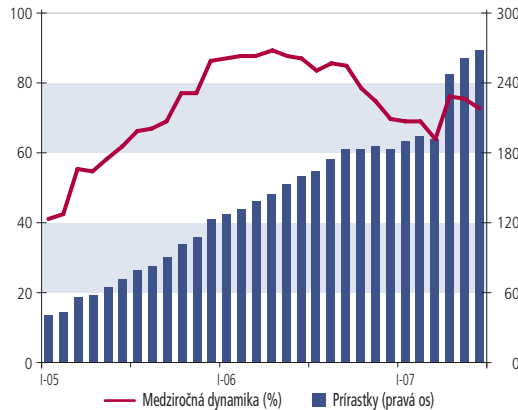


Zdroj: Národné centrálné banky, Eurostat a výpočty NBS.



4 Podľa Adahl, M.: "Banking in the Baltics – The Development of the Banking Systems of Estonia, Latvia and Lithuania since Independence: The Internationalization of Baltic Banking (1998–2002)." OENB Focus on Transition 2/2002.

Graf 31 Úvery domácnostiam (priemer za baltský región)



Zdroj: Národné centrálné banky a výpočty NBS.

3. Masívne úverovanie je v niektorých odvetviach spojené so silným prílevom investícií (jedným takým odvetvím je už spomenuté stavebníctvo). Baltský región každoročne za posledných dvanásť rokov pritiahol priame zahraničné investície vo výške najmenej 3 – 5 % HDP. Príležitosti pre stavebníctvo a s tým spojené úverovanie sa tu naďalej otvárajú napríklad v oblasti infraštruktúry a ďalších oblastiach.

4. Konkurencia v baltskom bankovom sektore sa neustále zvyšuje, pričom významné postavenie v ňom majú zahraniční investori – kontrolujú viac ako 80 % aktív, resp. 70 – 90 % kapitálu. V rámci nich dominujú dve konkurenčné švédske skupiny (SEB a Hansapank)⁴. Typickým javom v sektore je využívanie zdrojov materských bánk na tunajšie aktivity.

5. Špecifickou črtou baltského úverového trhu je tiež to, že podstatnú časť úverov (vyše 70 – 80 % úverového portfólia) poskytovaných súkromnému sektoru tvoria aktíva denominované v eurách. Zdá sa, že využívanie operácií v cudzích menách má v tomto regióne pomerne silnú tradíciu. Môže to súvisieť s dlhoročnou skúsenosťou týchto krajín so zafixovaním kurzu voči cudzím menám (americký dolár, nemecká marka, SDR a v súčasnosti euro).

Nevýhodou pri riešení „úverového problému“ je fakt, že pobaltské krajiny vzhľadom na zvolenú stratégiu menovej politiky (fixný charakter kurzu) prakticky nemajú možnosť tlmiť úverovú expanziu pomocou úrokových sadzieb. Minimálne rozdiely medzi ich úrokovými mierami a eurozónou sú v podstate dôsledkom preberania menovej politiky ECB. Navyše, pri vysokom podiele eurových úverov by prípadný vyšší diferenciál úrokových mier v snahe tlmiť dopyt po domácich úveroch mohol motivovať k väčším výpožičkám v eurách. Jedným z možných opatrení na stlmenie rastu úverov ostáva sprísňovanie pravidiel dohľadu nad bankovým sektorom. Podobný vplyv by mohlo mať aj zvyšovanie požiadaviek na povinné minimálne rezervy. Pobaltské centrálné banky tento nástroj využili za posledné štyri roky už niekoľkokrát. Úvery si však zachovávajú dynamiku aj po sprísnených opatreniach

v oblasti kapitálovej primeranosti. Napriek známkam ochladzovania, ktoré sa v oblasti trhu úverov prejavili v doterajšom priebehu roka 2007, zostáva táto oblasť zdrojom rizika pre tunajšiu stabilitu a ďalší inflačný vývoj.

Finančný sektor nabera na dôležitosť aj v rámci slovenskej ekonomiky, v porovnaní s baltským regiónom je tu však niekoľko rozdielov.

1. Zadlženosť slovenských domácností je pomerne nízka, v skutočnosti podľa údajov Európskej komisie (DG ECFIN) dosahuje ich čistá zadlženosť 0,3 % HDP, čo prakticky znamená veriteľskú pozíciu. Úvery domácnostiam u nás predstavujú približne 15 % na HDP (v pobaltských krajinách v priemere 19 – 38 %, v Estónsku okolo 5 %). Zadlženosť domácností sa u nás výraznejšie nezvýšila ani vplyvom rozširujúcich sa možností financovania (spotrebné úvery, leasing atď.).

2. Medziročná dynamika úverov a ich objem v pomere k HDP zatiaľ nedosahujú ani polovicu úrovne baltského regiónu. Nejaký dramatický skok vo vývoji úverov nenastal ani po vstupe Slovenska do EÚ.

Tab. 3

	2004	2005	2006
Úvery súkromnému sektoru (medziročný rast v %)			
Estónsko	44,6	66,5	62,1
Lotyšsko	47,0	64,3	64,0
Litva	40,3	56,1	51,4
Slovensko	6,2	26	22,9
Podiel úverov v cudzích menách na celkových úveroch súkromnému sektoru (v %)			
Estónsko	80,4	79,9	78,1
Lotyšsko	60,9	70,0	70,9
Litva	58,3	65,8	52,8
Slovensko	22,8	28,2	27,1

Zdroj: MMF, Staff Report for the 2007 Article IV Consultation, máj 2007.

3. Zmení sa situácia v tejto oblasti po našom vstupe do eurozóny? Zdá sa, že miera, v akej sa trh úverov stal v pobaltských krajinách problémom pre ekonomickú stabilitu, je z veľkej časti ich špecifikom. Na druhej strane však tento problém priamo súvisí s fixným charakterom kurzu ich mien. Preto je trh úverov upozornením aj pre nás. Je možné, že miera zadlženosti domácností postupne vzrastie aj na Slovensku vplyvom silného rastu ekonomiky a zmien v spotrebných návykoch. Podobne ako v baltskom regióne, po zavedení eura nebude ani u nás možné aktívne ovplyvňovať vývoj na trhu úverov cez úrokové sadzby. V blízkej budúcnosti sa u nás pravdepodobne posilnia jednak úvery smerujúce do odvetví priemyslu a jednak úvery viažuce sa na nehnuteľnosti a spotrebné úvery. V prvom prípade by išlo o podnikateľské investície, zatiaľ čo posledné dve skupiny úverov priamo súvisia so zadlžovaním, resp. spotrebou domácností.



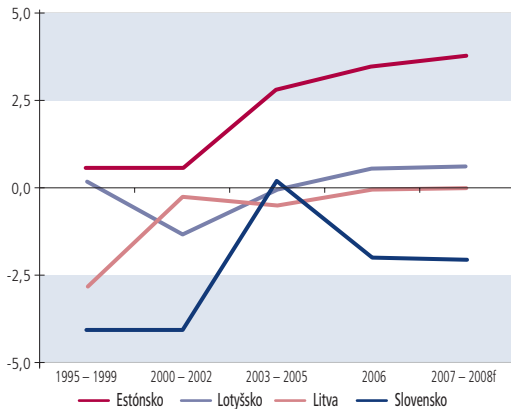
6. DÔLEŽITOSŤ FIŠKÁLNEJ POLITIKY

Makroekonomická stabilita baltského regiónu dlhodobo bola a aj aktuálne je ovplyvňovaná zo strany fiškálnej politiky. V 90-tych rokoch prinieslo jej reštriktívne pôsobenie stabilizáciu hyperinflácie, ale aj zmrazenie ekonomického rastu. Hospodárenie verejnej správy je v týchto krajinách tradične nízkodeficitné (Lotyšsko, Litva), resp. prebytkové (Estónsko). Zodpovedá tomu nízka miera hrubého vládneho dlhu, ktorá ani v jednej z trojice krajín nepresahuje 20 % HDP. Spotreba vlády tak v posledných rokoch priamo prispievala k rastu HDP iba minimálne.

Napriek na pohľad zdravému vývoju verejných financií tu existujú určité riziká – jednak pre stabilitu pobaltských ekonomík a jednak pre stabilitu ich cenového vývoja.

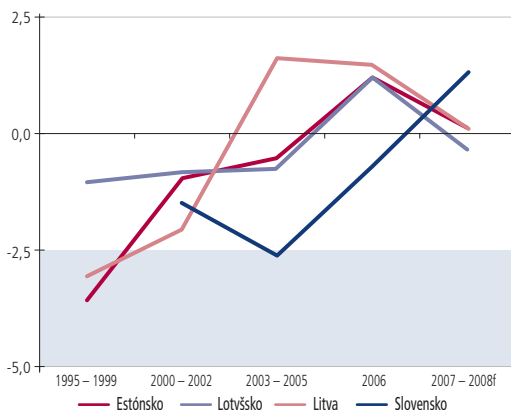
1. Podľa údajov DG ECFIN došlo v roku 2006 k prehĺbeniu deficitu rozpočtu v Litve a v Lotyšsku, pričom z makroekonomického hľadiska má väčšiu evidenčnú hodnotu vývoj cyklicky očisteného salda rozpočtu. Pobaltské krajiny dosahujú v tomto ukazovateli hodnoty blízke nule, resp. kladné v prípade Estónska. Vzhľadom na kladné medzery outputu v roku 2006 sa zdá, že takéto

Graf 32 Cyklicky očistené saldo ŠR podľa EDP (% potenciálu HDP)



Zdroj: DG ECFIN a výpočty NBS.
 Údaj za rok 2007 a 2008 je predikcia DG ECFIN.
 EDP – postup pri nadmernom deficite.

Graf 33 Produkčná medzera (% potenciálu HDP)



Zdroj: DG ECFIN a výpočty NBS.
 Údaj za rok 2007 a 2008 je predikcia DG ECFIN.

nastavenie fiškálnej politiky nebolo dostatočne reštriktívne. Odhady produkčnej medzery za konvergujúce ekonomiky sú však predmetom vysokej neistoty a preto nedovoľujú priamejšie hodnotenie. Ďalšie očakávané uvoľnenie hospodárenia v tomto a nasledujúcom roku by mohlo spôsobiť určitý kladný fiškálny impulz do ekonomík.

2. Fiškálny impulz vyplývajúci z mierneho uvoľnenia rozpočtového hospodárenia v pobaltských krajinách by nemal byť sám o sebe významný. Treba však k nemu prirátat dodatočný efekt vyplývajúci z čerpania prostriedkov z fondov EÚ. Takto upravený fiškálny impulz by mal v Litve a Estónsku dosiahnuť kladné hodnoty vo výške 0,1 – 1,2 % HDP⁵.

3. V najbližšom období sa pobaltských ekonomík dotknú zmeny priamych aj nepriamych daní. Estónsko už v roku 2006 znížilo daň z príjmu fyzických osôb, Litva plánuje podobný krok na január 2008. Čo sa týka nepriamych daní, ich výška je v týchto krajinách relatívne nízka, pričom majú povinnosť prispôbiť ju tzv. minimálnym požiadavkám v súlade so smernicami EÚ najneskôr do roku 2010. Týka sa to najmä dane z tabaku, ktorá má byť predmetom zvýšenia počas roka 2007, výraznejšie však v roku 2008 (Estónsko a Lotyšsko). Harmonizácia by mala prebehnúť aj v ďalších nepriamych daniach, osobitne v oblasti dane z pridanej hodnoty. Zatiaľ čo zníženia dane z príjmov môžu stimulačne ovplyvniť už teraz silne rastúcu spotrebu, zmeny v nepriamych daniach majú spravidla priamy efekt na cenu a mohli by prispieť k ďalšiemu zrýchleniu inflácie.

4. Sektor verejnej správy by mohol ovplyvniť pobaltské ekonomiky aj cez mzdy. Rast nákladov práce v administratíve a obrane a povinnom sociálnom zabezpečení sa v roku 2006 zrýchlil na 9 – 19 % (v roku 2005 dosahoval reálne 4 – 9 %). Hoci verejná správa nedosahuje miery rastu nákladov práce v niektorých odvetviach, v roku 2006 predstihla dynamiku napríklad v realitách, ubytovacích a stravovacích službách či finančnom sprostredkovaní. Mohlo by to mať určitý signalizačný vplyv na zvyšovanie miezd v týchto odvetviach.

5. Hmatateľnejšie riziko na vývoj cien smerom nahor zo strany fiškálnej politiky súvisí s (prebiehajúcimi a plánovanými) úpravami regulovaných cien tepla a plynu (o miere deregulácií v baltskom regióne sme písali viac v boxe 2).

Vplyv, ktorý mala a v súčasnosti má fiškálna politika na makroekonomickú stabilitu v baltskom regióne, je z viacerých hľadísk závažným upozornením aj pre našu ekonomiku.

1. Fiškálna politika v týchto krajinách napriek nízkym rozpočtovým deficitom (Litva, Lotyšsko), resp. prebytkom (Estónsko) možno nebola vzhľadom na otváranie kladnej produkčnej medzery v posledných rokoch dostatočne prísna.

2. Upozornenie z fiškálnej stránky je tak pre pobaltské krajiny, ako aj pre nás o to vážnejšie, keď k samotnému fiškálnemu impulzu pripočítame čerpanie prostriedkov z fondov EÚ novými členskými krajinami (impulz do ekonomiky upravený

5 Na základe štúdie autorov Rosenberg, Ch., Sierhej, R.: „Interpreting EU Funds Data for Macroeconomic Analysis in the New Member States.“ IMF WPI/07/177. Autori upozorňujú, že kvantifikovanie dopadov, ktoré má čerpanie prostriedkov z fondov EÚ, je metodologicky pomerne náročné.



o tento vplyv by v našom prípade mohol predstavať okolo -0,5 až 0,3 % HDP).

3. Z hľadiska dostupných politík po vstupe do eurozóny sa fiškálna politika stane kľúčovým nástrojom. Jej dôležitosť sa po strate nominálneho kurzu voči euru zvýši a vzrastie potreba toho, aby bola proticyklická a neprispievala zbytočne impulzmi do rýchlorastúcej ekonomiky. Vzhľadom na kladný impulz, ktorý by zavedenie eura mohlo priniesť, vrátane ďalšieho prílevu PZI, bude potrebné, aby fiškálna politika bola nastavená dostatočne prísne. Zároveň sa ešte zvýrazní význam a dosah štrukturálnych politík.

7. ZÁVERY

Jednotlivé časti materiálu približujú vývoj v konvergujúcich pobaltských ekonomikách, ktorý v súčasnosti vyústil do nerovnováh vnútri aj navonok. Niektoré problémy spojené s otvorením kladnej produkčnej medzery môžu vyplývať zo zvoleného fixného režimu kurzu, ktorý tieto ekonomiky využívajú už viac ako dekádu. V regióne sa však zvýraznili aj špecifické problémy, za ktoré kurzová politika nenesie zodpovednosť.

Áké informácie sú zo skúsenosti pobaltských krajín relevantné pre našu ekonomiku? Na jednej strane si z ich vývoja môžeme vziať niekoľko upozornení. Ide predovšetkým o dôsledky straty kurzu voči euru, ku ktorej automaticky dôjde vstupom do eurozóny.

Zdá sa, že doteraz sa do našich cien priemyselných tovarov bez energií a tiež potravín aspoň mierne premiatl tlmici vplyv zhodnocujúceho NEER koruny. Podľa toho, že v prípade baltských mien sa NEER postupne stabilizovali, môžeme stratu apreciácie NEER očakávať aj v prípade koruny. Vstupom do eurozóny zároveň zanikne samostatná menová politika. Fiškálna politika sa stane o to dôležitejším a prakticky jediným aktívnym nástrojom na ovplyvňovanie stability. Pokiaľ by bola nastavená neprimerane uvoľnene, výsledné impulzy by predstavovali pre zdravý vývoj ekonomiky hrozbu.

Ponaučenie si s určitou rezervou môžeme zobrať aj z ďalších oblastí pobaltského vývoja, najmä z trhu práce a vývoja úverov. Detailnejšie porovnanie s našou ekonomikou však ukazuje, že tieto problémy by sa u nás mohli objaviť, ale v omnoho menšej miere.

Na druhej strane tento článok poukazuje na niekoľko výhod, ktoré pre Slovensko vyplývajú z porovnania s baltským regiónom. Je zrejme, že vývoj slovenskej ekonomiky od začiatku 90-tych rokov bol v mnohých obdobiach a oblastiach omnoho rovnomernejší než napríklad v baltskom regióne. Čo je dôležité, cenová konvergencia išla ruka v ruku s dobiehaním cez HDP, pričom reálna konvergencia sa priebežne premietala aj do reálnej apreciácie.

Rozdiel vidíme aj v tom, kedy fakticky dôjde k zafixovaniu kurzu koruny voči euru. Slovensko vstúpi do eurozóny v čase, keď sa naša ekonomika bude nachádzať na vyššom stupni konvergenie než boli pri zafixovaní na euro pobaltské krajiny. Litva v roku 2002 dosahovala v HDP na obyvateľa asi 38 % priemeru EÚ-15, Lotyšsko v roku 2004 dosiahlo približne 40 % (prepočet cez paritu kúpnej sily). Slovensko už v roku 2006 bolo na úrovni 56 % priemeru EÚ-15. Okrem toho, „zafixovanie“ koruny na euro je v našom prípade niečo ako vedľajší efekt vstupe do eurozóny, nie stabilizačný nástroj v podobe nominálnej kotvy kurzu.

Očakávame, že členstvo v eurozóne pomôže ďalšej konvergencii ekonomiky cez tesnejšie obchodné väzby a ďalší prílev priamych zahraničných investícií. Vstup Slovenska do eurozóny v čase jej expanzie by mohol pomôcť väčšiemu prispôbeniu hospodárskym cyklom, pričom by to obmedzilo možný inflačný impulz zo strany uvoľnenej politiky ECB. Určitý impulz do inflácie vyplývajúci zo začlenenia do eurozóny môžeme napriek tomu očakávať s veľkou pravdepodobnosťou. Jeho zvládnutie by mala napomôcť primerane nastavená fiškálna politika.

Štúdie:

1. 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.
2. Republic of Lithuania: Selected Issues, Part II: Inflation in Lithuania. IMF Country Report No. 06/163, máj 2006.
3. 2006 Convergence Report on Lithuania. European Economy Special Report No 2/2006.
4. Energy supply in Central Europe and the Baltics. IMF Regional Office Note, júl 2006.
5. European Economy No 2/2007., European Commission Forecast Spring 2007.
6. Eastern European Outlook, SEB Economic Research, marec 2007.
7. Nenovsky, N., Dimitrova, K.: Dual Inflation under the Currency Board: The Challenges of Bulgarian Accession. William Davidson WP No. 487, júl 2002.
8. Adahl, M.: Banking in the Baltics – The Development of the Banking Systems of Estonia, Latvia and Lithuania since Independence: The Internationalization of Baltic Banking (1998-2002). OENB Focus on Transition 2/2002.
9. Rosenberg, Ch., Sierhej, R.: Interpreting EU Funds Data for Macroeconomic Analysis in the New Member States. IMF WP/07/77.
10. Latvia – highest rise in property prices. 24. marec 2007. www.acquireabroad.com

Štatistické údaje:

Eurostat
AMECO DG ECFIN (European Commission)
Národné centrálné banky
International Financial Statistics (IMF)
Balance of Payments Statistics (MMF)
World Development Indicators database (World Bank)
Joint BIS-IMF-OECD-World Bank
Statistics on External Debt
UNCTAD