



Analytický komentár

Vyhodnotenie prínosov eura – po 10 rokoch

Desať rokov od prechodu Slovenska na euro môžeme konštatovať, že spoločná mena priniesla viacero pozitívnych dopadov. Nižšie transakčné náklady podporili medzinárodný obchod najmä s krajinami eurozóny. To sa prejavilo vo vyššom dovoze a vývoze, dôsledkom čoho bol rýchlejší domáci hospodársky rast. Očakávania vyššieho rastu spotrebiteľských cien sa nenaplnili. Skutočné prínosy eura boli však nižšie oproti očakávaniam. Významnú úlohu zohrali globálna hospodárska kríza a dlhová kríza v eurozóne, ktoré negatívne ovplyvnili celosvetový ekonomický vývoj.

Z viacerých analýz vypracovaných pred zavedením eura vyplynulo, že euro bude mať prevažne pozitívny vplyv na slovenskú ekonomiku, podniky a životnú úroveň obyvateľstva. Za najdôležitejšiu priamu výhodu sa považovalo odstránenie nákladov na výmenu slovenských korún za eurá, t. j. odstránenie transakčných nákladov. Od prijatia spoločnej meny sa očakával zároveň zánik významnej časti kurzového rizika a zníženie nákladov na kapitál. Priame výhody zavedenia eura mali v dlhodobom horizonte viesť k podstatne širším nepriamym prínosom. Rátalo sa s tým, že úspora transakčných nákladov spolu s nižším kurzovým rizikom sa premietnu v dodatočnom príleve priamych zahraničných investícií a podporia zahraničný obchod, čo malo následne prispieť k rýchlejšiemu rastu HDP a k zvýšeniu kvality života na Slovensku.¹

Popri prínosoch sa pred zavedením eura diskutovalo o viacerých výzvach spojených s týmto zásadným rozhodnutím. Za hlavnú nevýhodu sa pokladalo vzdanie sa autonómnej menovej politiky.² Medzi najviac diskutované otázky preto prirodzene patrili priaznivý vplyv posilňovania koruny na infláciu na Slovensku a následná udržateľnosť inflácie po zafixovaní kurzu. Dôležitou výzvou bola obava týkajúca sa neúmerneho nárastu cien pri samotnom prechode na euro.

Nikdy sa nedozvieme, ako presne by sa naša ekonomika vyvíjala, keby Slovensko nezaviedlo euro. Vplyv eura nemožno objektívne zhodnotiť jednoduchým porovnaním hodnôt makroekonomických ukazovateľov pred a po zavedení eura, nakoľko Slovensko po zavedení eura jednoducho nie je porovnateľné so Slovenskom pred jeho zavedením. Vplyv eura však môžeme zmerať porovnaním domáceho vývoja s vývojom v krajinách, ktoré sa podobali Slovensku pred zavedením eura, no neboli súčasťou eurozóny.

Na zodpovedanie tejto otázky využívame tri samostatné analytické prístupy, ktoré sú (budú) predmetom osobitných štúdií:

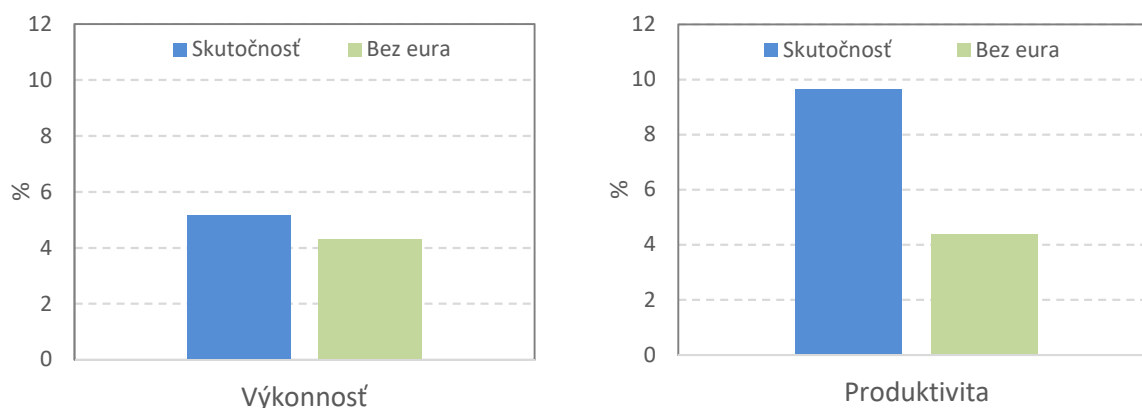
¹ Uvažovalo sa, že Slovensko by mohlo po zavedení eura rásť ročne o 0,4 až 1 % rýchlejšie. Podrobná kvantitatívna analýza očakávaných dopadov zavedenia eura na slovenskú ekonomiku je obsahom práce Šuster a kol. (2006).

² Strata nezávislej menovej politiky v krátkodobom horizonte znamená nižšiu domácu schopnosť reagovať na asymetrické šoky v menovej únii. V strednom a dlhom horizonte tiež znižuje možnosť krajiny reagovať na nerovnovážnu úroveň cien, bubliny na finančných trhoch či trhu s nehnuteľnosťami, alebo nerovnováhy v platobnej bilancii.

1. Syntetická kontrolná metóda – porovnanie dnešného Slovenska s hypotetickým vývojom keby sa u nás nezaviedlo euro,
2. Mikro analýza podnikového sektora,
3. Odhad GVAR – odhad priameho vplyvu prechodu na spoločnú menovú politiku a trvalo zafixovaného kurzu, s pomocou veľkého makroekonomického modelu.

V období prechodu Slovenska zo slovenskej koruny na euro vrcholil vplyv globálnej hospodárskej krízy. Slovenská ekonomika čelila prepadu zahraničného obchodu a hrubý domáci produkt klesol v roku 2009 o viac ako 5 %. Napriek počiatocnému poklesu HDP Slovenska, ktorý bol výraznejší ako v krajinách EÚ mimo eurozóny, celkovo v rokoch 2009 až 2013 zaznamenalo Slovensko vyšší celkový rast výkonnosti a produktivity ako by tomu bolo v prípade nezavedenia eura.³

Graf 1 Porovnanie vývoja výkonnosti a produktivity na Slovensku s eurom a bez eura (kumulovaný rast za roky 2009 až 2013)



Zdroj: NBS (2018).

Poznámka: hodnoty bez eura vypočítané syntetickou kontrolnou metódou. Výkonnosť označuje rast HDP na obyvateľa, produktivita je HDP na zamestnanca.

Podľa NBS (2018) bol rast reálneho HDP na obyvateľa na Slovensku oproti tzv. syntetickému Slovensku, reprezentujúcemu Slovensko bez eura, vyšší o 0,17 percentuálneho bodu ročne.⁴ V prípade produktivity práce bol rozdiel medzi skutočným medziročným rastom po zavedení eura a hypotetickým rastom bez eura ešte výraznejší. V prvých piatich rokoch od vstupu do eurozóny predstavoval takmer jedno percento ročne.

Vyšší skutočný hospodársky rast po zavedení eura súvisel s prínosmi spoločnej meny najmä v oblasti zahraničného obchodu Slovenska. Pokles nákladov na výmenu meny a nákladov súvisiacich s volatilitou výmenného kurzu sa prejavil vo vyššom obrate zahraničného

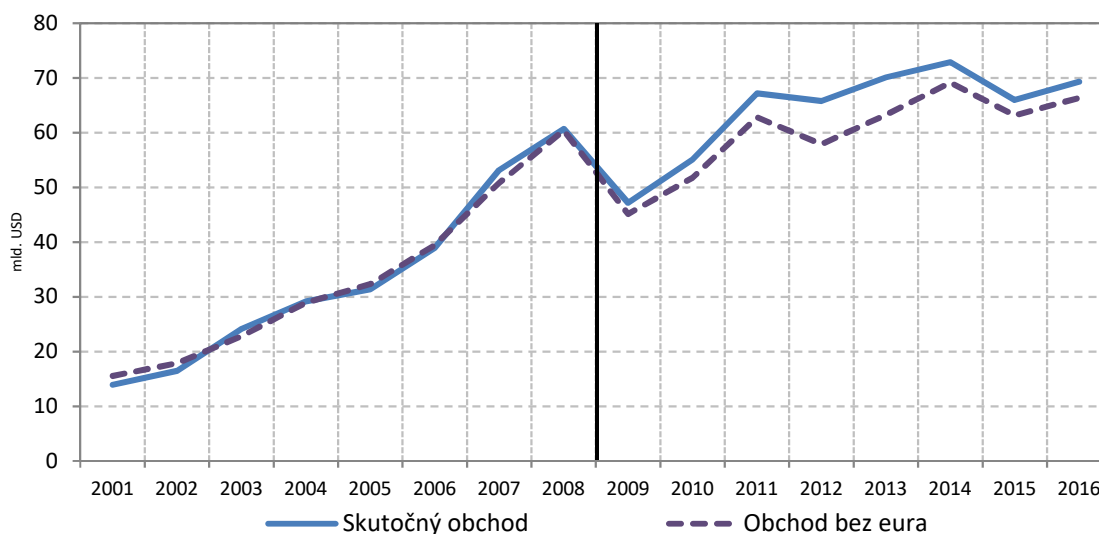
³ Výraznejší prepád HDP v roku 2009 zaznamenalo iba Chorvátsko (7,3 %), Maďarsko (6,6 %) a Rumunsko (5,9 %).

⁴ Syntetické Slovensko je vytvorené váženým priemerom krajín EÚ, ktoré euro nezaviedli, a to takým spôsobom, aby sa minimalizovali rozdiely medzi Slovenskom a syntetickým Slovenskom pred zavedením eura. Bližšie informácie o metóde a výpočtoch sú dostupné v prílohe k Analýze konvergencie slovenskej ekonomiky (NBS, 2018).

obchodu s eurozónou. Prvé odhady naznačujú, že suma vývozov a dovozov bola o necelé jedno percento ročne vyššia ako v prípade, že by Slovensko euro nezaviedlo.⁵

Niektoré výhody spojené so zavedením eura sa mohli realizovať aj skôr, než na prelome rokov 2008-9. Na jednej strane je to disciplína vo fiškálnej politike a dodatočné štrukturálne reformy, ktoré mali pre ekonomiku prínos samy o sebe, ale bez motivácie zaviesť euro by ich presadenie bolo náročnejšie. Na druhej strane sú to zahraničné investície, ktoré boli realizované už pred dátumom zavedenia eura, ale v očakávaní investorov, že k vstupu do eurozóny príde. Tieto efekty však nevieme kvantifikovať.

Graf 2 Porovnanie vývoja zahraničného obchodu Slovenska s eurom a bez eura



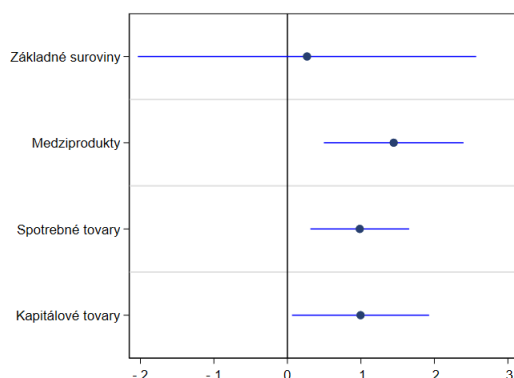
Zdroj: Lalinský a Tóth (mimeo)

Poznámka: zahraničný obchod s eurozónou: dovoz + vývoz. Vertikálna čiara označuje zavedenie eura na Slovensku. Hodnota bez eura vypočítaná syntetickou kontrolnou metódou.

Údaje o zahraničnom obchode slovenských firiem umožňujú odpovedať na podrobnejšie otázky týkajúce sa vplyvu zavedenia eura. Odhady založené na vzorke priemyselných podnikov s 20 a viac zamestnancami naznačujú, že zavedenie eura na Slovensku malo pozitívny dopad na podnikový vývoz tovarov do eurozóny.⁶

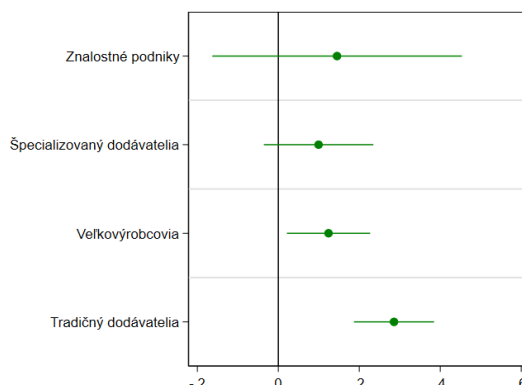
⁵ Pozri Lalinský a Tóth (mimeo).

⁶ Krátkodobý efekt je približne 14 % a dlhodobý efekt zohľadňujúci vplyv časovo posunutej závislej premennej je 18 %.

Graf 3 Efekt eura pre hlavné skupiny vyvážaných tovarov


Zdroj: Lalinský a Meriküll (2018).

Poznámka: Graf znázorňuje hodnoty odhadnutých koeficientov a intervaly spoľahlivosti pre 10 %-nú úroveň významnosti.

Graf 4 Efekt eura pre hlavné odvetvové skupiny vyvážajúcich podnikov


Zdroj: Lalinský a Meriküll (2018).

Poznámka: Graf znázorňuje hodnoty odhadnutých koeficientov a intervaly spoľahlivosti pre 10 %-nú úroveň významnosti. Klasifikácia odvetví podľa Pavitta (1984) zohľadňujúca rozsah tvorby a využitia technológií a inovácií.

Prechodom na euro získali najmä podniky z tradičných dodávateľských odvetví a odvetví založených na výnosoch z rozsahu.⁷ Výsledky vychádzajúce z mikro údajov zároveň ukazujú, že popri priemernej hodnote vývozu existujúcich podnikov sa zvýšil aj počet podnikov vyvážajúcich do eurozóny, a to najmä v skupine menších podnikov.⁸

Prevažná časť prínosov eura pre zahraničný obchod na Slovensku súvisela s poklesom transakčných nákladov. Na porovnanie, Estónsko malo kurz svojej meny už dlhú dobu pred zavedením eura pevne naviazaný na euro, estónske podniky tak čelili už pred prijatím eura značne nižším nákladom súvisiacim so zmenami kurzu ako slovenské podniky.

Euro vplýva na ekonomiku zvýšením stability kurzu, úrokových mier, ako aj znížením transakčných nákladov a odstránením niektorých rizík pri zahraničnom obchode a investíciách. Simulácia samotného vplyvu zafixovania kurzu a/alebo rovnakej menovej politiky s ECB ukazujú, že export či priemyselná produkcia stúpnu, ale vplyv je pomerne malý (Kapounek a Šuster, mimeo). Preto usudzujeme, že hlavný kanál, ktorým prechod na euro vplýva na ekonomiku, nie je samotné zafixovanie kurzu, ale skôr trvalé odstránenie kurzových rizík a odstránenie transakčných nákladov pri obchode alebo investovaní s eurozónou.

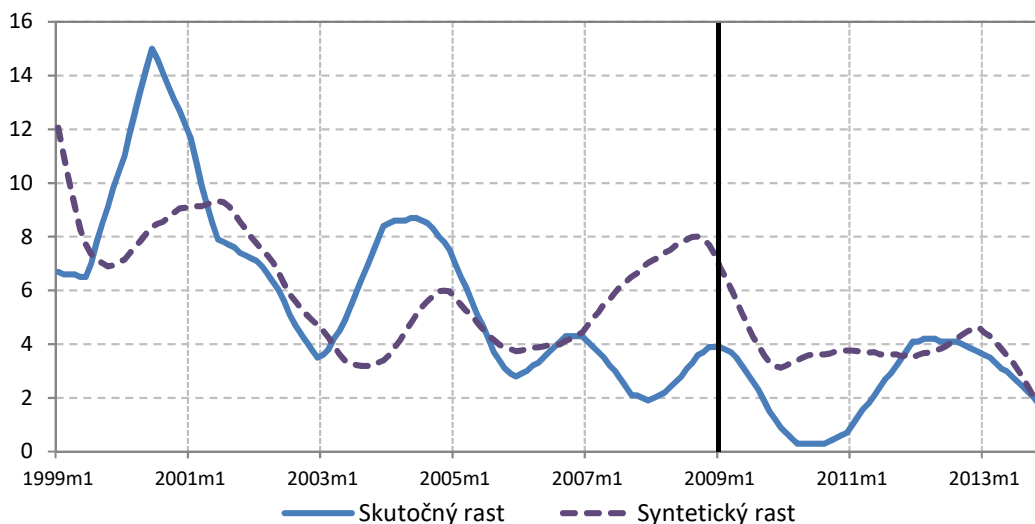
Na strane nevýhod zavedenia eura prevládala najmä obava z vyššieho rastu cien. Vývoj po roku 2009 tieto obavy nepotvrdil. Komplexný systém ochrany spotrebiteľa prispel k nízkeму vplyvu výmeny korún za eurá na infláciu a neskorší vývoj bol tiež charakterizovaný veľmi nízkou infláciou.⁹ Celkovo bola za 10 rokov od zavedenia eura priemerná inflácia na Slovensku 1,3% ročne – pre porovnanie počas 10 rokov pred zavedením eura sme mali priemernú ročnú infláciu 6,1%.

⁷ Sofistikovanejšie odvetvia produkujúce nové technológie a odvetvia prinášajúce inovácie vykázali slabší, resp. štatisticky nevýznamný efekt eura na ich vývoz.

⁸ Podrobnejšie výsledky a popis výpočtu sú obsahom štúdie Lalinský a Meriküll (2018).

⁹ Prvé krátke obdobie miernej deflácie bolo na prelome rokov 2009 a 2010. Neskôr, v rokoch 2014 až 2016, spotrebiteľské ceny na Slovensku klesali takmer nepretržite 31 mesiacov.

Graf 5 Rast spotrebiteľských cien na Slovensko (skutočný a syntetický rast v %)



Zdroj: NBS (2018).

Poznámka: vertikálna čiara označuje zavedenie eura na Slovensku.

Výsledky získané pomocou syntetickej kontrolnej metódy (graf 5) potvrdzujú, že euro nevedlo k rastu cien. V prvom roku nášho členstva v eurozóne, kedy vrcholil negatívny vplyv globálnej hospodárskej krízy, sa meny krajín EÚ mimo eurozóny výraznejšie oslabovali a pomáhali tak udržať vyššiu infláciu, kým na Slovensku fixný výmenný kurz zabránil rastu domácich cien. Na nízku infláciu v prvých rokoch po zavedení eura tiež vplývalo silné posilnenie kurzu koruny v rokoch 2006-8. Neskôr sa už spotrebiteľské ceny na Slovensku vyvíjali podobným tempom ako v kontrolných krajinách. V rokoch 2009 až 2013 bola inflácia na Slovensku v priemere o 1,3 percentuálneho bodu ročne nižšia ako na syntetickom Slovensku.

Záver

Presnú trajektóriu vývoja našej ekonomiky za predpokladu, že by sme neprijali euro, sa už nedozvieme. Vieme však porovnať skutočný vývoj s našimi pôvodnými odhadmi vývoja ekonomiky po zavedení spoločnej meny. Doterajšie zistenia ukazujú, že v súlade s očakávaniami, prínosy eura súvisia najmä s poklesom transakčných nákladov, odstránilo sa kurzové riziko pri zahraničnom obchode s eurozónou a zredukovalo sa tiež riziko pri obchode s krajinami mimo eurozóny. Celkové prínosy eura však boli aj v súvislosti s negatívnymi vplyvmi globálnej hospodárskej krízy a dlhovej krízy v eurozóne nižšie, než sa predpokladalo. Od globálnej krízy sa celosvetovo výrazne, viac než dvojnásobne, spomalil rast medzinárodného obchodu. Keďže obchod mal byť hlavným kanálom, cez ktorý malo Slovensko benefitovať z eura, rast nášho obchodu v prostredí globálne pomalšieho obchodu bol výrazne náročnejší. Ďalším dôvodom pomalšieho rastu obchodu je absencia zásadných hospodárskych reforiem v posledných desiatich rokoch. Kým v roku 2008 bolo Slovensko v rebríčku Svetovej banky Doing Business na 32. mieste, po desiatich rokoch sme na 39. mieste. Strata inštitucionálnej konkurencieschopnosti oproti krajinám na podobnej úrovni rozvoja zhoršuje naše možnosti presadiť sa na zahraničných trhoch. Rast zahraničného

obchodu a HDP sa zvýšili asi o polovicu menej ako sa očakávalo. Na druhej strane, inflácia a úrokové náklady boli nižšie oproti predpokladom.

Popri týchto aspoň do istej miery merateľných vplyvoch si prijatie eura vyžiadalo zásadnú úpravu domácich hospodárskych politík. Strukturálne a inštitucionálne zmeny implementované v záujme úspešného zavedenia eura mali rozsiahlejšie, no ťažšie kvantifikovateľné priaznivé spoločenské dopady a zvýšili odolnosť slovenskej ekonomiky voči šokom, ktorým čelilo nielen Slovensko, ale aj všetky krajiny EÚ po roku 2008. Dlhová kríza spôsobená nezodpovednou fiškálnou politikou niektorých krajín eurozóny si však zároveň vyžiadala vytvorenie nových záchranných mechanizmov na zabezpečenie finančnej stability eurozóny. Inštitucionálna neistota ohľadom budúceho usporiadania eurozóny predstavuje dodatočný náklad, ktorý výrazne redukuje čisté prínosy zavedenia eura na Slovensku a v ďalších krajinách zvažujúcich prijatie eura.

Literatúra

Juncker a kol. (2015): Completing Europe's Economic and Monetary Union (5 Presidents Report), European Commission

Kapounek a Šuster (mimeo): Impact of Euro adoption on international trade within the heterogeneous euro area, výskumná štúdia, Národná banka Slovenska.

Lalinský a Meriküll (2018): The effects of euro adoption on firm-level exports, IWH-CompNet Working Papers, Halle Institute for Economic Research.

Lalinský a Tóth (mimeo): The effect of introducing the euro on trade using the synthetic control method – the case of Slovakia, výskumná štúdia, Národná banka Slovenska.

NBS (2018): Analýza konvergencie slovenskej ekonomiky, Národná banka Slovenska.

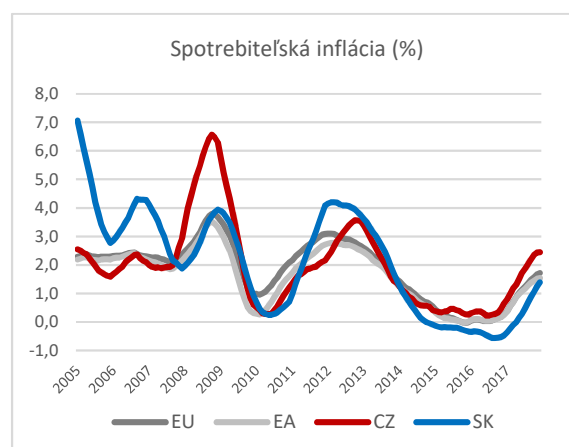
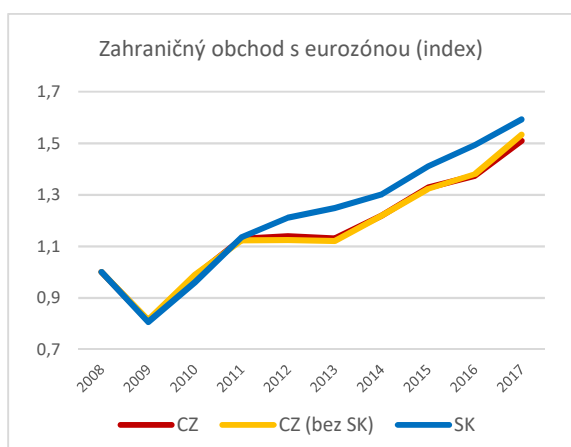
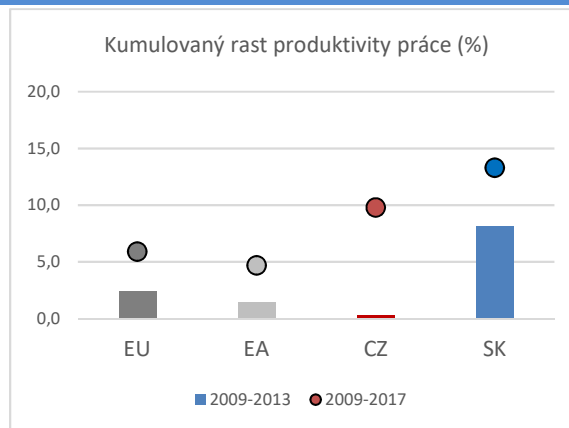
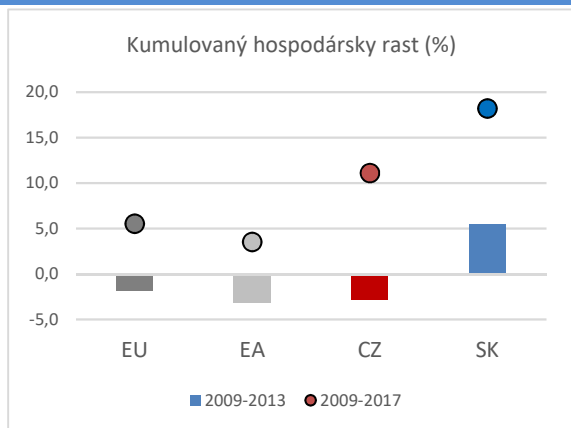
Pavitt (1984): Sectoral patterns of technical change: Towards a taxonomy and a theory. *Research Policy*, 13, 343-373.

Šuster a kol. (2006): Vplyv zavedenia eura na slovenské hospodárstvo, Národná banka Slovenska.

Tibor Lalinský, Martin Šuster

analytici@nbs.sk

Príloha: Základné ukazovatele hospodárskeho vývoja na Slovensku, v eurozóne, v EÚ a v Česku



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: rast HDP v stálych cenách, reálna produktivita práce na zamestnanca, vývoz a dovoz tovarov (index 2008=1) harmonizovaný index spotrebiteľských cien, EU = EÚ 28, EA= EA 18.