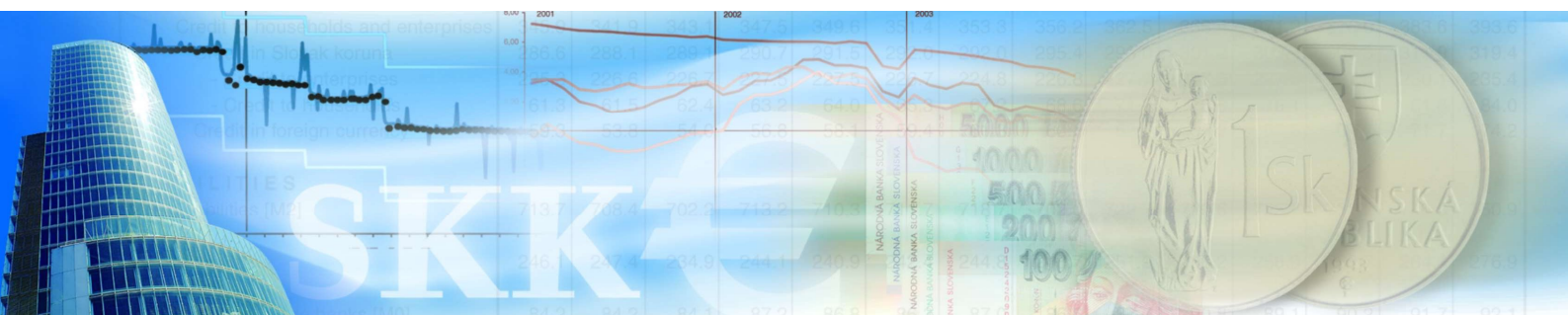




NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA

VPLYV ZAVEDENIA EURA NA SLOVENSKÉ HOSPODÁRSTVO



Odbor výskumu NBS
Marec 2006

© Národná banka Slovenska, 2006

Editor:

Martin Šuster
martin.suster@nbs.sk

Autori:

Martin Šuster, Marek Árendáš, Michal Benčík, Pavel Gertler, František Hajnovič, Zora Komínková, Tibor Lalinský, Marián Nemeč, Dušan Preisinger, Vladimír Solanič, Anna Strachotová, Marcel Tirpák, Tomáš Tózsér, Juraj Zeman

Úprava:

Vladimír Solanič

Prezentované názory a výsledky v tejto štúdií sú názormi autorov a nevyjadrujú oficiálne stanovisko Národnej banky Slovenska.

Všetky práva vyhradené.

Krátke časti textu, nie viac ako dva odseky, môžu byť citované bez predchádzajúceho súhlasu autorov, pokiaľ bude úplne uvedený zdroj.

Obsah

Netechnické zhrnutie	iv
1. Úvod	1
2. Priame výhody zavedenia eura	4
2.1. Odstránenie transakčných nákladov pri eurových transakciách	4
2.2. Odstránenie transakčných nákladov v administratíve a účtovníctve	6
2.3. Odstránenie kurzového rizika voči euru	7
2.4. Zníženie kurzovej volatility voči menám obchodných partnerov	9
2.5. Vyššia transparentnosť cien	10
2.6. Zníženie nákladov kapitálu	13
3. Nepriame prínosy zavedenia eura	15
3.1. Rast zahraničného obchodu	15
3.2. Prílev priamych zahraničných investícií	17
3.3. Zrýchlenie ekonomického rastu a zvýšenie životnej úrovne	20
4. Náklady a nevýhody zavedenia eura	25
4.1. Jednorazové náklady na zavedenie eura	25
4.2. Špecifické náklady bankového sektora a pokles výnosov bánk	31
4.3. Strata nezávislej menovej politiky	32
4.4. (A)symetria šokov na Slovensku a v eurozóne	37
4.5. Vplyv asymetrických šokov a straty nezávislosti menovej politiky na slovenskú ekonomiku	45
5. Riziká a obavy zo zavedenia eura	48
5.1. Hrozí bezprostredné zvýšenie cien pri zavedení eura?	48
5.2. Očakávaný dlhodobý vývoj inflácie po vstupe do eurozóny	52
5.3. Znehodnotenie úspor	61
5.4. Zníženie hodnoty dôchodkov	64
5.5. Prekážky pre plné využitie výhod z existencie spoločnej meny	67
5.6. Spoločná menová politika pri decentralizovanej fiškálnej politike	71
5.7. Vníma odborná literatúra eurozónu ako optimálnu menovú oblasť?	74
6. Hospodárske politiky na podporu zavedenia eura	79
6.1. Menová politika	79
6.2. Fiškálna politika	82
6.3. Štrukturálne politiky	85
6.4. Trh práce	86
6.5. Úloha finančného sektora	88
6.6. Optimálny mix politík	90
7. Načasovanie vstupu do eurozóny	93
7.1. Porovnanie výhod a nevýhod zavedenia eura na Slovensku	93
7.2. Postup pri vstupe do eurozóny	93
7.3. Vstup v roku 2009 a výhľad plnenia maastrichtských kritérií	98
7.4. Odloženie termínu zavedenia eura	100
7.5. (Ne)koordinácia vstupu krajín V4 do eurozóny	102
8. Dopady zavedenia eura na obyvateľstvo, podniky a štátnu správu	103
8.1. Dopady zavedenia eura na obyvateľstvo	103
8.2. Dopady zavedenia eura na podniky	105
8.3. Dopady zavedenia eura na štátnu správu	108
Zoznam literatúry	110
Prílohy	119
Porovnanie výhod a nevýhod zavedenia eura v Maďarsku	119
Porovnanie výhod a nevýhod zavedenia eura v Poľsku	120
Zhrnutie výhod a nevýhod zavedenia eura na Slovensku	121

Boxy

Box 1 Cenová konvergencia na automobilovom trhu eurozóny	11
Box 2 Vplyv zavedenia eura na priame zahraničné investície v eurozóne	18
Box 3 Náklady britských podnikov v súvislosti so zavedením eura	27
Box 4 Identifikácia štrukturálnych šokov pomocou VAR metódy	39
Box 5 Automobilový priemysel a riziko asymetrických šokov	44
Box 6 Technické zaokrúhľovanie a jeho vplyv na zmenu cien	48
Box 7 Prečo môžu spotrebiteľia nesprávne vnímať mieru inflácie	51
Box 8 Prehľad poznatkov z modelov rovnovážneho kurzu (strednodobá rovnováha)	56
Box 9 Ekonomický rast a konvergencia výkonnosti	60
Box 10 Zadĺženie slovenského obyvateľstva	64
Box 11 Predstavuje plnenie Maastrichtských kritérií záťaž?	73
Box 12 Odhad referenčnej hodnoty inflačného kritéria na rok 2007	96

Tabuľky

Tabuľka 1 Úspora transakčných nákladov zo zavedenia eura v SR (v % HDP)	7
Tabuľka 2 Priemerná volatilita kurzu koruny voči vybraným menám (v %)	10
Tabuľka 3 Vplyv eura na transparentnosť cien (Coca-Cola, fľaša 1,5 l)	11
Tabuľka 4 Odhadované náklady na menovú konverziu	27
Tabuľka 5 Odhad nákladov na zavedenie eura pre podnikateľské sektory v Holandsku	28
Tabuľka 6 Odhad nákladov zo zavedenia eura vo Veľkej Británii pre podnikateľské subjekty podľa počtu ich zamestnancov	28
Tabuľka 7 Odhadovaná štruktúra nákladov na zavedenie eura pre jednotlivé podniky	30
Tabuľka 8 Synchronizácia hospodárskych cyklov Slovenska a eurozóny	38
Tabuľka 9 Korelácia šokov Slovenska a eurozóny	40
Tabuľka 10 Dlhodobé multiplikátory šokov na Slovensku a v eurozóne	40
Tabuľka 11 Symetria šokov na Slovensku a v eurozóne	41
Tabuľka 12 GLI index Slovenska vzhľadom na EÚ	42
Tabuľka 13 Komoditná štruktúra zahraničného obchodu SR (v %)	43
Tabuľka 14 Komoditná štruktúra zahraničného obchodu SR – podiel dovozu/vývozu do EÚ	43
Tabuľka 15 Hodnota stabilnejšieho ekonomického prostredia pri nezávislej menovej politike	47
Tabuľka 16 Porovnanie relatívnej a rovnovážnej cenovej úrovne	58
Tabuľka 17 Číselný odhad niektorých prínosov a nákladov zavedenia eura v SR	93
Tabuľka 18 Plnenie maastrichtských kritérií	99

Grafy

Graf 1 Vývoj zahraničného obchodu SR	4
Graf 2 Otvorenosť nových členských krajín EÚ	4
Graf 3 Teritoriálna štruktúra dovozu	5
Graf 4 Teritoriálna štruktúra vývozu	5
Graf 5 Vývoj spreadov eurových transakcií	6
Graf 6 Vývoj finančných transakčných nákladov eurových operácií	6
Graf 7 Vývoj výmenného kurzu slovenskej koruny voči euru v období 2004 – 2005	8
Graf 8 Volatilita kurzu slovenskej koruny voči euru v období 2004 – 2005	8
Graf 9 Cenový diferencál na automobilovom trhu eurozóny	12
Graf 10 Vývoj exportu Slovenska	17
Graf 11 Obchodná bilancia Slovenska	17
Graf 12 Podiel PZI na HDP v SR	19
Graf 13 Podiel PZI na obyvateľa SR	19
Graf 14 Teritoriálna štruktúra PZI	20
Graf 15 Odvetvová štruktúra PZI	20
Graf 16 HDP na obyvateľa (v PKS)	21
Graf 17 Reálny rast HDP	21
Graf 18 Vývoj nákladov, výnosov a ziskovosti devízových operácií	32
Graf 19 Vývoj výmenného kurzu slovenskej koruny voči euru	36
Graf 20 Porovnanie štruktúry slovenskej ekonomiky a eurozóny	44
Graf 21 Fluktuácie HDP – Produkčná medzera	46
Graf 22 Fluktuácie inflácie voči dlhodobému priemeru	46
Graf 23 HICP a vnímaná inflácia v eurozóne	49
Graf 24 Vnímaná inflácia vo vybraných krajinách eurozóny	52
Graf 25 Reálna konvergencia slovenskej ekonomiky 1996 – 2004	57
Graf 26 Reálna úroková miera z jednoročných vkladov domácností	62
Graf 27 Index reálnej úrovne dôchodkov	66
Graf 28 Indikátory cenového vývoja na Slovensku	80
Graf 29: Referenčné hodnoty maastrichtských kritérií	94
Graf 30 Postupnosť jednotlivých krokov a termíny ich splnenia	98
Graf 31 Vývoj HDP pri odklade alebo úplnom nezavedení eura	101
Graf 32 Stratené prínosy pri odklade zavedenia eura o rok	101
Graf 33 Vplyvy zavedenia eura na podniky	108

Netechnické zhrnutie

Euro ovplyvní
všetkých
obyvateľov
Slovenska

Zavedenie eura bude na najbližšie desaťročie najväčším integračným krokom Slovenska. Tento krok priamo ovplyvní všetkých obyvateľov. Slovensko sa už pri vstupe do Európskej únie zaviazalo zaviesť euro po splnení podmienok, tzv. maastrichtských kritérií, ktoré stanovuje pre kandidátov na členstvo v menovej únii Maastrichtská zmluva. Na základe presvedčenia, že zavedenie eura bude pre väčšinu obyvateľov a podnikov na Slovensku prínosom a po posúdení perspektívy splnenia maastrichtských kritérií určili vláda SR a Národná banka Slovenska rok 2009 ako cieľový pre vstup Slovenska do eurozóny.

Zo zavedenia
eura budú
prínosy aj
nevýhody

V tejto štúdií posudzujeme vplyvy zavedenia eura z ekonomického hľadiska. Výhody a nevýhody vstupu Slovenska do eurozóny boli predmetom diskusie a hodnotenia už pri rozhodovaní o stratégii prijatia eura. Tu ich analyzujeme s prihliadnutím na najnovšie poznatky a s využitím stanoveného dátumu vstupu do eurozóny a spôsobu zavedenia eura. Pritom sa snažíme kvantifikovať najdôležitejšie vplyvy, aby bolo možné porovnať jednotlivé prínosy a nevýhody. Náklady a riziká spojené s prijatím eura závisia od podmienok v ekonomike a uskutočňovanej hospodárskej politiky. Preto analyzujeme hospodárske politiky, ktoré by mali podporiť zavedenie eura, otázky optimálneho načasovania vstupu do eurozóny a dopady zavedenia eura na obyvateľstvo, podniky a štátnu správu.

Euro je
najčastejšie
používanou
devízou

Zavedenie eura na Slovensku povedie okamžite k úsporám niektorých nákladov alebo odstráneniu niektorých rizík, čo by malo trvalo zvýšiť hrubý domáci produkt. Najdôležitejšou z priamych výhod je odstránenie transakčných nákladov pri eurových obchodoch. Slovensko je jednou z najotvorenejších krajín EÚ, obrat jeho zahraničného obchodu dosahuje viac ako 160 % HDP. Z toho viac ako 80 % sú obchody s európskymi krajinami platené v eurách. Podniky a obyvatelia nemusia nakupovať alebo predávať eurá pri každej finančnej transakcii. Ak majú aj príjmy aj výdavky v eurách, stačí im zameniť za eurá iba rozdiel medzi nimi. Nákupy a predaje eur však tvoria 98 % pohotových obchodov na devízovom trhu.

Odstránenie
transakčných
nákladov pri
eurových
obchodoch...

V súčasnosti platia obyvatelia, podniky a investori pri výmene korún za eurá poplatky alebo uskutočňujú výmenu pre nich za menej výhodný kurz. Rozdiel medzi nákupnou a predajnou cenou devíz je v rozsahu od 5 halierov za jedno euro na medzibankovom trhu po 96 halierov pre retailových klientov komerčných bánk. Za skutočnú cenu však pokladáme iba polovicu tohto rozdielu, teda rozdiel medzi nákupným, resp. predajným kurzom a stredom. Táto cena má klesajúci trend, na druhej strane však rastie objem transakcií. Celkovo finančné transakčné náklady eurových operácií odhadujeme na 0,3 % HDP, ktoré po zavedení eura možno ušetriť.

... ušetrí asi
0,36 % HDP

Okrem rozdielov medzi nákupným a predajným kurzom majú podniky pri predaji alebo kúpe devíz aj administratívne náklady. Patria sem náklady na správu devíz, účtovanie kurzových ziskov a strát, dodatočné výkazníctvo a pod. Odhadujeme, že zavedenie eura zníži tieto transakčné náklady o približne 0,06 % HDP. Celkovo teda úsporu transakčných nákladov odhadujeme na 0,36 % HDP ročne.

Zánik kurzového rizika voči euru	Zavedenie eura odstráni významnú časť kurzového rizika slovenských subjektov. Voči kurzovému riziku sa podniky môžu zabezpečiť nákupom vhodných finančných derivátov, napr. opcií. Cena za nákup modelovej opcie na výmenu jedného eura za koruny je 17 halierov. Väčšina podnikov sa však takto voči kurzovému riziku nezabezpečuje, pretože cena za zaistenie sa je pre nich príliš vysoká, alebo ich odrádzajú administratívne náklady. Skutočnú hospodársku cenu kurzového rizika preto odhadujeme na približne polovicu ceny devízovej opcie. Kurzovému riziku sú vystavené transakcie približne vo výške 10 % HDP, ostatné obchody sú zabezpečené prirodzene. Celkovo hodnotu kurzového rizika, ktoré bude odstránené zavedením eura, odhadujeme na 0,02 % HDP. Zavedením eura by sa mala tiež mierne znížiť volatilita voči ďalším dôležitým menám, najmä americkému doláru, keďže kurz eura voči doláru je historicky stabilnejší než kurz koruny voči doláru.
Vyššia cenová transparentnosť	Pre spotrebiteľov bude priamou výhodou zo zavedenia eura podstatne ľahšia porovnateľnosť cien doma a v ostatných krajinách eurozóny. Pri obchodovateľných tovaroch sa vytvorí tlak na výrobcov a predajcov na znižovanie cien, keďže konkurencia v eurozóne bude tvrdšia než na domacom trhu. Doterajšie skúsenosti z krajín eurozóny ukazujú, že ceny sa medzi krajinami čiastočne zblížili, aj napriek tomu, že stále pretrvávajú výrazné rozdiely.
Zníženie nákladov kapitálu	Pre podniky by zavedenie eura malo priniesť mierne nižšie náklady kapitálu a tým podporiť investičné aktivity. Miera investícií v krajinách eurozóny bola asi o 2,5 % vyššia než v ostatných európskych štátoch. Zo zavedenia eura najviac profitovali malé a stredné podniky v okrajových krajinách eurozóny, napr. v Grécku prispelo euro k poklesu úrokových sadziieb na podnikové úvery o skoro 4 percentuálne body. Podobne v pobaltských krajinách, Slovinsku a na Cypre sa po zavedení eura dá očakávať zlacnenie úverov nefinančným korporáciám o 1,4 až 4,7 p. b. Na Slovensku je očakávaný prínos mierne nižší, pretože úrokové sadzby pre podniky významne klesli už v rokoch 2004 a 2005, pred zavedením eura však môžu klesnúť ešte až o 1 percentuálny bod. Takéto lacnejšie financovanie by malo podporiť investície. Naopak, nedá sa očakávať významné zvýšenie zisku podnikov, pretože úroky z vkladov podnikov sa tiež znížia, hoci pravdepodobne o niečo menej ako úroky z úverov.
	Všetky už spomenuté prínosy zo zavedenia eura budú mať v konečnom dôsledku podstatne širšie nepriame prínosy. Očakávame nárast priamych zahraničných investícií a zahraničného obchodu Slovenska, čo prispeje k rýchlejšiemu rastu HDP a k zvýšeniu životnej úrovne.
Zavedenie eura prispeje k postupnému výraznému rastu zahraničného obchodu...	Odborná literatúra sa najviac venovala vplyvom menových únií na zahraničný obchod. Vo svojej priekopníckej štúdií v roku 2000 dospel Andrew Rose k záveru, že menová únia môže až stonásobne zvýšiť obchod medzi svojimi členmi. Tieto odhady však boli postavené na relatívne malej vzorke menových únií, z ktorých väčšinu tvorili veľmi malé alebo málo rozvinuté štáty. Neskorší výskum sa sústredil na spresnenie a „zreálnenie“ odhadov, ktoré by boli lepšie aplikovateľné na takú veľkú menovú úniu, akou je eurozóna. Náš odhad zakladáme na prierezovej analýze Rosea a Stanleyho z roku 2005. Predpokladáme, že po vstupe Slovenska do eurozóny stúpne obchod s partnermi v menovej únii o 30 až 90 %. Tento nárast nebude okamžitý, môže trvať až dve desaťročia, kým sa prejaví naplno. V tomto období už budú členmi eurozóny aj

naši susedia Česká republika, Poľsko a Maďarsko, takže obchod Slovenska s ostatnými krajinami eurozóny bude predstavovať vyše 80 % celkového obchodu. Zavedenie eura by malo dlhodobo zvýšiť celkový zahraničný obchod o približne 50 %.

... a priamych zahraničných investícií,...

Zavedenie eura zjednoduší prílev zahraničných investícií na Slovensko. Vstup do eurozóny výrazne zvýši stabilitu Slovenska v očiach zahraničných investorov. Investori tiež ušetria na transakčných nákladoch, nebudú vystavení kurzovému riziku, a to tak pri umiestnení investície, ako aj pri exporte produkcie a repatriácii ziskov. Priame zahraničné investície budú jedným z „motorov“ zvýšenia zahraničného obchodu.

... čo v konečnom dôsledku zvýši HDP o 7 až 20 %

Celkovo by vyšší prílev zahraničných investícií a rast medzinárodného obchodu mali viesť k rastu HDP. Tak pri zahraničných investíciách, ako aj pri obchode sú empiricky preukázané silné súvislosti s HDP. Rast zahraničného obchodu o 1 % zvyšuje HDP o jednu tretinu percenta. Celkovo očakávame v dlhom období zvýšenie slovenského HDP o 7 až 20 % v dôsledku zavedenia eura. Tento nárast bude postupný, ročný príspevok eura k ekonomickému rastu odhadujeme na 0,7 %. Očakávaný efekt bude silnejší v prvých rokoch po zavedení eura a postupne po asi 20 rokoch zoslabne. Treba však upozorniť, že pri tomto odhade je vysoká miera neistoty, skutočný vplyv môže byť o polovicu vyšší alebo aj nižší.

Jednorazové náklady na menovú konverziu budú okolo 0,3 % HDP

Proti vyššie spomínaným výhodám zo zavedenia eura je potrebné postaviť nevýhody a náklady. Bezprostredne pred a po prechode na euro vzniknú podnikateľským subjektom a štátu náklady na úpravu informačných systémov, výmenu meny, prepočet cien, duálne oceňovanie, vzdelávanie pracovníkov a pod. Odhady týchto nákladov pre súčasné krajiny eurozóny sa pohybujú v rozsahu 0,3 až 0,8 % HDP. Slovenské podniky a štátna správa zatiaľ podobným analýzám vo svojich organizáciách nevenovali veľkú pozornosť, takže pri našich odhadoch vychádzame zo zahraničných skúseností. Viaceré fakty naznačujú, že technické náklady na zavedenie eura by na Slovensku mali byť nižšie než v krajinách európskej dvanástky. Euro sa na Slovensku zavedie systémom „veľkého tresku“, čiže bez prechodného obdobia, ktoré by zvyšovalo rozsah príprav. Krátke obdobie duálneho obehu by malo minimalizovať náklady obchodov. Veľká časť slovenských podnikov už s eurom aktívne obchoduje, takže ich prípravy nebudú také náročné ako pri vzniku novej meny. Takisto veľa podnikov, osobitne finančné inštitúcie, má vlastníkov z eurozóny a bude môcť využiť ich skúsenosti. Z týchto dôvodov odhadujeme technické náklady na zavedenie eura na úrovni 0,3 % HDP. Treba zdôrazniť, že tieto náklady budú jednorazové. Ak by si podniky na pokrytie týchto nákladov zobrali napr. strednodobý úver, splátky by boli menej ako 0,06 % HDP ročne. Táto hodnota je ľahšie porovnateľná s prínosmi zavedenia eura, ktoré budú trvalé.

Banky po zavedení eura stratia časť svojich činností

Zavedenie eura bude mať čiastočne negatívny dopad na hospodárenie bánk. Banky pôsobiace na Slovensku majú z devízových transakcií významnú časť zisku. Zánik slovenskej koruny odstráni transakčné náklady pre podniky, ale súčasne zníži výnosy z devízových operácií bánk. Vzhľadom na silné konkurenčné prostredie v bankovom sektore však nepredpokladáme, že by mali banky z devízových a zmenárenských operácií neprímerane vysoké zisky. Po strate devízových obchodov medzi korunou a eurom by teda banky mali byť schopné znížiť niektoré svoje náklady, alebo rozšíriť svoje aktivity v iných

oblastiach, bez významného poklesu celkovej ziskovosti. Banky by tiež mali nepriamo pocítiť prínosy, ktoré budú z eura plynúť celej ekonomike. Vyššia ziskovosť a lepšia finančná situácia podnikov po vstupe do eurozóny zlepšia aj úverové portfólio bánk.

Strata
nezávislosti
menovej
politiky...

Za najvýznamnejšiu nevýhodu vstupu do eurozóny sa pokladá strata nezávislej menovej politiky. Nastavenie spoločnej menovej politiky Európskej centrálnej banky nemusí byť pre Slovensko vždy vyhovujúce. Národná banka Slovenska už nebude môcť svojimi úrokovými sadzbami reagovať na externé šoky, a tým stabilizovať cenovú hladinu a produkciu. Efektívnosť slovenskej menovej politiky je však limitovaná už teraz. Slovensko má plne liberalizované kapitálové toky, ktorých veľkosť niekoľkonásobne prevyšuje možnosti menovej politiky ovplyvniť ich. Centrálna banka nie je schopná súčasne stabilizovať kurz koruny, cenovú hladinu a reálnu ekonomiku. Kurz koruny je často pod vplyvom zahraničných udalostí, najmä v okolitých krajinách. Kurz je často skôr zdrojom šokov pre ekonomiku ako ich absorbérom.

Strata nezávislosti menovej politiky bude tým menej dôležitá, čím podobnejší bude vývoj slovenského hospodárstva s eurozónou. Hospodárske cykly Slovenska boli v posledných rokoch len slabo synchronizované s eurozónou. Slabú synchronizáciu v minulosti čiastočne vysvetľujú aj významné vládne reformné a stabilizačné programy v minulých rokoch, ktoré by sa už v takej intenzite nemali opakovať. Môžeme tiež analyzovať podobnosť šokov, ktoré ovplyvňujú slovenskú ekonomiku a eurozónu. Tieto sú iba mierne symetrické. Do budúcnosti sa však dá predpokladať zvýšenie symetrie, keďže sa bude rýchlo rozvíjať obchod s partnermi eurozóny, hlavne vnútroodvetvový obchod, a štruktúra slovenskej ekonomiky sa bude približovať k jadru eurozóny.

... nebude
významnou
stratou

Vplyv straty nezávislej menovej politiky simulujeme v prognostickom modeli NBS. Napriek predpokladu, že Slovensko sa postupne viac zosynchronizuje s eurozónou, využívame pri tom dnešné odhady pre symetriu šokov. Po vstupe do eurozóny sa reálne fluktuácie hospodárstva, merané ako štandardná odchýlka produkčnej medzery, zvýšia iba mierne – z 1,04 % na 1,11 %. Vyšší bude negatívny dopad na cenovú stabilitu, fluktuácie inflácie sa zvýšia z 0,24 % na 0,68 %. Tieto výsledky potvrdzujú, že už v súčasnosti má slovenská menová politika veľmi obmedzenú schopnosť reagovať na reálne šoky. Veľmi indikatívne tiež odhadujeme hodnotu stabilnejšieho ekonomického prostredia, ktoré vytvára vlastná menová politika. Vzdanie sa nezávislej menovej politiky predstavuje stratu približne 0,04 % HDP.

Najväčšou
obavou
obyvateľstva je
rast cien po
zavedení eura

So zavedením eura sú spojené ďalšie riziká alebo obavy, ktoré síce nemôžeme presne kvantifikovať, ale vieme ich aspoň kvalitatívne posúdiť. Najčastejšou obavou obyvateľstva je zvýšenie cien pri ich prepočte na euro. V krajinách súčasnej eurozóny sa v niektorých oblastiach preukázalo zvýšenie cien, ktoré bolo spôsobené nesprávnym prepočtom cien na euro alebo zaokrúhľovaním cien nahor. Celkový vplyv eura na zvýšenie cien bol však veľmi malý, podľa odhadov Eurostatu okolo 0,2 %. Na Slovensku je v maloobchode veľmi silná konkurencia, ktorá by mala zabrániť neodôvodnenému zvýšeniu cien. Pripravuje sa tiež veľmi rozsiahly program duálneho oceňovania, takže spotrebiteľia by nemali stratiť prehľad v cenových hladinách ani po zavedení eura. Očakávame preto, že vplyvy zaokrúhľovania pri prepočte na euro ovplyvnia cenovú hladinu iba minimálne.

Inflácia môže po vstupe do eurozóny mierne stúpnuť

Viac opodstatnená je obava zo zvýšenia inflácie v dlhodobejšom horizonte. Slovensko má hospodársku úroveň a cenovú hladinu iba o niečo vyššiu ako je polovica priemeru EÚ. Pri rýchlom raste hospodárstva bude Slovensko EÚ dobiehať nielen v životnej úrovni, ale nevyhnutne aj v cenovej hladine. Po zavedení eura a teda trvalom zafixovaní kurzu bude jediným kanálom dobiehania cenových hladín vyššia inflácia na Slovensku. Na základe viacerých metód odhadujeme, že naša inflácia bude v priemere za obdobie niekoľko rokov po vstupe do eurozóny o približne 1,5 percentuálneho bodu vyššia než priemerná inflácia v eurozóne. V prípade nezavedenia eura by však slovenská inflácia bola pravdepodobne tiež o niečo vyššia ako v eurozóne, podobne ako v ostatných krajinách V4, ktorých inflačný cieľ je až o 1 p. b. vyšší ako cieľ ECB.

Mierne vyššia inflácia na Slovensku než priemer eurozóny bude spôsobovaná hlavne rovnovážnymi faktormi: rýchlejším rastom produktivity a z neho prameniacim Balassa-Samuelsonovým efektom a zvyšovaním váhy služieb v spotrebnom koši, pričom ceny služieb porastú rýchlejšie než ceny tovarov. Takáto rovnovážna inflácia nebude predstavovať pre hospodárstvo riziko nestability alebo straty konkurencieschopnosti, ani negatívne vplyvy na životnú úroveň obyvateľstva.

Reálna hodnota úspor...

S rastom cien, resp. rastom inflácie je úzko spojená obava o znehodnotenie reálnej hodnoty úspor alebo dôchodkov. Pri samotnej menovej výmene nehrozí riziko zníženia hodnoty úspor alebo dôchodkov, pretože, ako sme už uviedli, z menovej konverzie by sa cenová hladina nemala zvýšiť. Ceny tovarov a služieb sa prepočítajú na euro tým istým konverzným kurzom ako úspory a dôchodky, takže ich kúpna sila zostane nezmenená. Z tohto tiež vidieť, že reálna kúpna sila úspor a dôchodkov zostane rovnaká bez ohľadu na to, aká bude výška konverzného kurzu. Niektoré návrhy na odloženie zavedenia eura až kým nebude výhodnejší kurz preto nemajú opodstatnenie.

Obava, že vyššia inflácia po vstupe do eurozóny bude znižovať reálnu hodnotu úspor je však pravdepodobne opodstatnená. Reálna úroková miera z vkladov domácností je v súčasnosti záporná a pravdepodobne zostane záporná aj po zavedení eura. Úroky by však boli veľmi nízke aj v prípade, že by Slovensko euro neprijalo. Mierne nižšie reálne úročenie úspor po zavedení eura bude sprevádzané takisto nižším úročením úverov. Kým pre podnikovú sféru sme argumentovali, že pokles úrokov pre ne bude prínosom, keďže podniky sú čistými dlžníkmi, pre domácnosti, ktoré sú čistými sporiteľmi, bude zníženie úrokov stratou. Pokiaľ sa však zachová súčasný trend rýchleho rastu úverov domácnostiam, pri zavedení eura bude čistá pozícia domácností veľmi nízka, takže aj strata zo zníženia reálnych úrokových mier bude malá.

... a hlavne dôchodkov sa nezníži

Pre hodnotu dôchodkov nebude prípadná vyššia inflácia prekážkou. Dôchodky sú pravidelne valorizované, takže vyššia inflácia bude dôchodcom kompenzovaná pri najbližšej valorizácii. Malý rozdiel medzi časom zvýšenia cien a dátumom valorizácie, ktorého dôsledok ohodnocujeme na priemerne 200 korún v prvom roku po zavedení eura, môže byť ľahko kompenzovaný jednorazovým mimoriadnym zvýšením dôchodkov. Keďže valorizácia dôchodkov závisí tiež od rastu miezd, pri ktorých predpokladáme po vstupe do eurozóny vyšší rast, už v druhom roku po zavedení eura by mali dôchodcovia pocítiť vyššie reálne príjmy.

Očakávaný vyšší rast miezd je treba vziať do úvahy aj pri celkovom hodnotení vývoja objemu a úrovne úspor a dôchodkov. Vysoký rast miezd umožní tvoriť vyššie bežné a dôchodkové úspory, čo bude čiastočne kompenzovať ich nižšie reálne úročenie, spôsobené vyššou infláciou.

Administratívne bariéry bránia eurozóne v plnom rozvoji

Eurozóna nie je ideálnym zoskupením s úplne otvoreným trhom pre všetkých členov. Sú v nej viaceré administratívne bariéry, ktoré ju obmedzujú a znižujú jej atraktívnosť. V eurozóne je prakticky slobodný pohyb tovaru a kapitálu. Jednotný trh služieb sa však zatiaľ napriek snahe viacerých európskych inštitúcií nepodarilo zaviesť. Najväčšie obmedzenia však existujú na trhu práce, kde väčšina starých členov EÚ obmedzila možnosť pracovníkom z nových členských krajín vstúpiť na ich trh práce. Obmedzená mobilita pracovných síl zhoršuje odolnosť členských krajín voči prípadným asymetrickým šokom, osobitne ak by takýto šok bol veľmi veľkého rozsahu. Administratívne bariéry a ďalšie rigidity trhov znamenajú, že eurozóna nie je úplne optimálnou menovou oblasťou.

Nevýhodou súčasného usporiadania eurozóny tiež je, že pri spoločnej menovej politike existuje decentralizovaná fiškálna politika. Nedisciplinovaná fiškálna politika jedného z členov únie totiž môže uškodiť všetkým jej členom, napríklad ak by viedla k zvýšeniu úrokových sadzieb alebo pohybu kurzu. Na riešenie tohto problému bol vytvorený Pakt stability a rastu, ktorý má za úlohu zabrániť nadmerne vysokým vládnym deficitom. Účinnosť Paktu sa však ukázala byť nižšia, než bol tlak trhov na jednotlivé krajiny pred ich vstupom do eurozóny. Z dlhodobého hľadiska bude nevyhnutné podporiť fungovanie menovej únie aj užšou politickou integráciou a lepšou koordináciou hospodárskych politík.

Správne hospodárske politiky sú nevyhnutné na plné využitie možných prínosov zo zavedenia eura

Analýzy zhrnuté vyššie ukázali, že pre Slovensko výhody zo zavedenia eura prevýšia nevýhody, ale tiež, že fungovanie eurozóny nie je úplne ideálne. Na to, aby Slovensko bolo schopné euro prijať, aby plne využilo jeho výhody a obmedzilo jeho nevýhody sú však potrebné správne nastavené politiky. Ich krátkodobým cieľom je splnenie maastrichtských kritérií, z dlhodobého hľadiska musia posilňovať flexibilitu hospodárstva.

Hlavným cieľom menovej politiky je dosiahnuť nízku infláciu a zároveň udržiavať stabilný kurz v ERM II. Popri tom je však menová politika postupne obmedzovaná, čím sa Slovensko pripravuje na stratu vlastnej menovej politiky po vstupe do eurozóny. Na splnenie menových cieľov bude preto potrebná podpora zo strany ostatných hospodárskych politík.

Bezprostredným cieľom fiškálnej politiky je pokračovať v konsolidácii rozpočtu a odstrániť nadmerný deficit na Slovensku. K významnej konsolidácii by mal prispieť najmä rýchly hospodársky rast. Na zabezpečenie dlhodobej udržateľnosti verejných financií bude nutné pokračovať v konsolidácii aj po vstupe do eurozóny a smerovať k vyrovnanému rozpočtu. Popritom fiškálna politika preberá na seba čoraz väčšiu zodpovednosť za stabilizáciu celej ekonomiky, keďže menová politika stratí svoju samostatnosť.

Podporiť fiškálnu politiku a prispieť k dlhodobo udržateľnému rozvoju by mali aj správne štrukturálne politiky. Z nich najdôležitejšie sú politiky trhu práce. Na úspešné fungovanie v menovej únii v dobrých aj v horších časoch bude potrebné ďalej zvýšiť flexibilitu miezd a hlavne podporiť mobilitu práce. Dôležitými budú tiež podpora vedy a výskumu a vzdelávanie.

Maastrichtské kritériá by SR mala splniť v roku 2007	Pri správnom nastavení všetkých politík by Slovensko malo splniť všetky maastrichtské kritériá v roku 2007 alebo začiatkom roku 2008, pokiaľ nebude ovplyvnené mimoriadne silnými externými šokmi. V súčasnosti sa plní kritérium pre výšku úrokových mier a po prvý raz aj fiškálne kritérium. Do roku 2007 sa očakáva ďalšie zníženie inflácie a splní sa aj podmienka dvojročného členstva v ERM II. Deficit verejných financií by mal tiež ešte poklesnúť, takže fiškálne kritérium bude splnené aj po započítaní vplyvov dôchodkovej reformy. Naše predikcie ukazujú, že koncom roku 2007 by všetky maastrichtské kritériá mali byť splnené s istými rezervami. Napriek tomu však pri inflačnom a kurzovom kritériu existujú určité riziká, ktorým domáce politiky nevedia zabrániť. Výrazné vplyvy zo stredoeurópskeho regiónu na kurz, veľmi vysoké ceny energií, alebo výnimočne nízka inflácia v niektorých krajinách EÚ sú síce nepravdepodobné, ale v prípade realizácie môžu ohroziť splnenie maastrichtských kritérií.
Vstup do eurozóny v roku 2009 je optimálny	Keďže z pohľadu Slovenska výhody zo zavedenia eura výrazne prevýšia nevýhody, bude sa snažiť prijať euro čo najskôr po splnení maastrichtských kritérií. Pozitívne hodnotenie plnenia maastrichtských kritérií bude možné v prvom polroku 2008. Bude teda optimálne prijať euro v roku 2009, čo je deklarované aj oficiálne.
Neskoršie prijatie eura znamená stratu potenciálnych prínosov	Neskoršie prijatie eura ako v roku 2009 by znamenalo stratu čistých prínosov, ktoré od eura očakávame. Výška tejto straty však bude závisieť od dôvodu oneskorenia. Pokiaľ by dôvodom boli externé šoky a Slovensko by naďalej udržiavalo zdravú hospodársku politiku, strata z odkladu zavedenia eura by nebola príliš veľká. Medzi takéto externé šoky môže patriť napríklad ďalší rast cien ropy a energií, ktoré by nakrátko oddialili splnenie maastrichtských kritérií. Pokiaľ by však Slovensko zmenilo svoju hospodársku politiku, rozhodlo sa odložiť splnenie maastrichtských kritérií a stanovilo si iné priority, trhy by pravdepodobne stratili dôveru v jeho smerovanie. Takáto strata dôvery by viedla k výraznému oslabeniu kurzu, zvýšeniu inflácie, zvýšeniu úrokových mier a odlevu zahraničných investícií. Tieto nepriaznivé javy by mali za následok neschopnosť splniť maastrichtské kritériá aj niekoľko rokov. Potenciálne prínosy zo zavedenia eura by boli stratené na dlhšiu dobu a zo vzniknutej nestability by vznikli aj priame hospodárske škody.
Podniky by mali zo zavedenia eura profitovať najviac	Zavedenie eura nebude mať len anonymné makroekonomické dopady, ale odrazí sa na živote všetkých obyvateľov. Najviac budú z eura profitovať podniky, ktorým euro okamžite zníži transakčné náklady a odbúra kurzové riziko. Jednorazové priame náklady na zavedenie eura by mali byť pokryté úsporami už po prvom roku. Najdôležitejší však bude vplyv eura na medzinárodný obchod a hospodársky rast, ktoré priamo zvýšia ziskovosť podnikov. Vplyv eura však bude rôzny pre každý podnik. Pre niektoré podniky nevýhody prevýšia prínosy, iné budú vystavené tvrdej konkurencii zo zahraničia, ďalšie stratia svoje trhy. Niektoré podniky budú mať z eura nadpriemerne vysoké prínosy.
Pre obyvateľstvo by malo euro byť tiež čistým prínosom	Euro by malo byť prínosom pre väčšinu obyvateľstva. Pociťia to najmä pracujúci, ktorých mzdy by mali rásť v závislosti od rastu hospodárstva. Keďže v dôsledku zavedenia eura predpokladáme vyšší reálny rast asi o 0,7 %, podobne by mali akcelerovať aj reálne mzdy. Rast miezd sa s určitým oneskorením a v iba polovičnej miere prejaví aj v raste dôchodkov. Obyvatelia tiež ušetria určité prostriedky pri odbúrání výmeny korún za eurá. Naopak, určité mierne straty budú spôsobené chybami pri zaokrúhľovaní po prepočítaní cien na euro a mierne nižším úročením úspor obyvateľstva.

1. Úvod

Po transformácii slovenského hospodárstva na trhovú ekonomiku a vstupe do Európskej únie bude vstup Slovenska do eurozóny posledným veľkým integračným krokom. Zavedenie spoločnej európskej meny, eura, ovplyvní všetkých obyvateľov Slovenska, dotkne sa všetkých obchodných vzťahov a všetkých organizácií a inštitúcií. Zavedenie eura do obehu bude okamžite viditeľné pre všetkých občanov, preto je táto téma atraktívna nielen pre odborníkov, ale pre každého.

Cieľom tejto štúdie je zhodnotiť vplyv zavedenia eura na slovenské hospodárstvo. Podrobne analyzujeme jednotlivé výhody aj nevýhody alebo riziká spojené so zavedením eura. Štúdia sumarizuje a hodnotí najdôležitejšie argumenty, ktoré sa v diskusii o zavedení eura na Slovensku spomínali. Teraz však už môžeme podstatne lepšie kvantifikovať najdôležitejšie vplyvy zavedenia eura. Využívame tiež to, že je známy termín a spôsob zavedenia eura na Slovensku, čo nám uľahčuje niektoré odhady. Zavedenie eura na Slovensku hodnotíme hlavne z celkového makroekonomického hľadiska, zohľadňujeme však aj špecifické vplyvy na niektoré sektory hospodárstva alebo na niektoré skupiny obyvateľstva. Sektorovým vplyvom zavedenia eura sa však budú podrobnejšie venovať ďalšie štúdie.

Táto štúdia sa zaoberá zavedením eura ako výslovne ekonomickou otázkou. Nerozoberáme politické, sociologické a kultúrne aspekty spoločnej európskej meny, hoci sú určite tiež veľmi dôležité. Zohľadňujeme však dôležité hospodárskopolitické rozhodnutia, ktoré boli prijaté a ktoré ovplyvnia ekonomické prínosy aj nevýhody eura.

Slovensko sa zaviazalo prijať euro už pri vstupe do Európskej únie. Naša prístupová zmluva určuje, že vo vhodnom čase musí Slovensko prijať spoločnú európsku menu a stať sa členom eurozóny. Nešpecifikuje však žiadne termíny na splnenie tejto požiadavky. V súčasnosti má Slovensko štatút krajiny s výnimkou, podobne ako všetky ostatné z desiatich nových členských štátov EÚ a tiež Švédsko. Sme síce členmi Hospodárskej a menovej únie, ale nepodieľame sa na spoločnej mene – z hospodárskej a menovej únie teda využívame iba hospodársku úniu.

Slovensko sa môže stať členom eurozóny až po splnení kritérií makroekonomickej stability, takzvaných maastrichtských kritérií, a po zrušení našej výnimky. Až po zavedení spoločnej meny bude Slovensko plne zapojené do spoločného trhu EÚ a bude môcť využiť tieto výhody pre rast svojho hospodárstva a zvyšovanie životnej úrovne obyvateľstva.

Kým prístupová zmluva Slovenska k EÚ sa nijako nezaobera načasovaním vstupu Slovenska do eurozóny, vláda SR a NBS už stanovili presný termín, kedy by Slovensko chcelo euro prijať, aj základné črty procesu zavedenia eura v SR. Rozhodnutie o načasovaní vstupu do eurozóny muselo vyriešiť určitú dilemu. Na jednej strane rýchly vstup do menovej únie má potenciál podporiť reálnu konvergenciu a tým aj rýchlosť rastu životnej úrovne. Na druhej strane zavedením eura stratí Slovensko časť nezávislosti a flexibility svojej hospodárskej politiky – úplne stratí menovú politiku, kým fiškálna politika je už teraz čiastočne obmedzená rozpočtovými pravidlami EÚ. V zásade bolo možné zvoliť z celej škály medzi dvoma krajnými možnosťami. Jednou krajnou alternatívou je prijať euro čo najskôr, keď to bude technicky možné, aj s rizikom, že dôjde ku krátkodobým výkyvom v nastavení politik alebo vývoja hospodárstva (touto cestou sa vybrali najmä pobaltské krajiny). Druhou hranicou je počkať na výraznejší pokrok reálnej konvergenie. Pri tejto možnosti by sa dali flexibilnejšie využívať domáce politiky, hospodárske fluktuácie by mohli byť nižšie, ale cenou by bola pomalšia konvergencia.

Prvá veľká diskusia o výhodách a nevýhodách zavedenia eura na Slovensku prebehla v odborných kruhoch v rokoch 2002 až 2003, teda ešte pred vstupom Slovenska do EÚ. V roku 2003 pripravili NBS a Ministerstvo financií SR Stratéziu prijatia eura v SR, ktorá analyzovala ekonomické dôsledky vstupu do eurozóny. Vláda SR a NBS v Stratégii spoločne deklarovali, že „SR by sa mala stať členom menovej únie čo najskôr, to znamená hneď po tom, keď slovenská ekonomika bude schopná udržateľným spôsobom spĺňať maastrichtské kritériá. Vyplýva to najmä z možného prínosu, ktorý bude mať členstvo v eurozóne pre ekonomický rast a pre vytvorenie stabilného ekonomického prostredia.“ K veľmi podobným záverom dospel začiatkom roku 2004 aj Medzinárodný menový fond (Schadler a kol., 2005, str. 123): „Zavedenie eura s najväčšou pravdepodobnosťou poskytne stredoeurópskym krajinám v dlhodobom horizonte značné výhody, za predpokladu, že budú zavedené dôrazné podporné politiky.“

V roku 2004 už bolo možné na základe vývoja ekonomiky a po zohľadnení prebiehajúcich ekonomických reforiem stanoviť presný harmonogram vstupu do eurozóny. Hlavnou otázkou bolo, kedy bude Slovensko schopné „udržateľným spôsobom spĺňať maastrichtské kritériá“. Konkretizácia stratégie prijatia eura v SR odpovedala, že Slovensko bude schopné splniť maastrichtské kritériá v priebehu roku 2007. Za predpokladu úspešného splnenia všetkých kritérií bude v roku 2008 prebiehať hodnotenie konvergencie a Rada EÚ zruší výnimku Slovenska z plného členstva v Hospodárskej a menovej únii. Cieľový dátum na zavedenie eura v SR bol preto stanovený na 1. januára 2009.

Následne bol vypracovaný Národný plán zavedenia eura v SR, ktorý okrem podrobného rozpisu úloh na úspešné zvládnutie technických otázok prechodu na euro obsahuje aj vymedzenie dôležitých charakteristík tohto procesu. Najdôležitejšou charakteristikou z pohľadu ekonóma je plánované zavedenie eura systémom veľkého tresku – súčasné zavedenie hotovostného aj bezhotovostného eura. Ďalej je dôležitý krátky duálny obeh, hotovosť v eurách a korunách bude obiehať súbežne iba do 16. januára 2009. Tieto rozhodnutia by mali prispieť k zníženiu nákladov na prechod na euro, na druhej strane organizácia celého procesu bude zložitejšia. Z hľadiska prípravy spotrebiteľov na euro je kľúčová povinnosť maloobchodu a zamestnávateľov duálne oceňovať tovary a služby už približne pol roka pred a aspoň rok po zavedení eura.

Napriek tomu, že Slovensko má veľmi konkrétne plány ohľadom vstupu do eurozóny, hospodárske dopady zavedenia eura neboli zatiaľ súhrnne zhodnotené. Pri posudzovaní vplyvov takej významnej zmeny, akou bude zavedenie eura, navyše niekoľko rokov vzdialenej, sú všetky odhady vystavené značnej miere neistoty. Odborná literatúra stále nevie presne identifikovať vplyvy spoločnej meny ani na tie krajiny, ktoré euro prijali už v roku 1999. S použitím najnovších poznatkov a pri zohľadnení súčasných konkrétnych plánov Slovenska na vstup do eurozóny však vieme určiť niektoré faktory, ktoré doteraz neboli zohľadnené, vieme spresniť viacero odhadov a môžeme tiež zhodnotiť reálnosť niektorých hypotéz o vplyve eura na slovenské hospodárstvo. Pri tom sa potvrdzuje, že výhody zo zavedenia eura prevažujú nevýhody.

V druhej kapitole analyzujeme predpokladané priame výhody zo zavedenia eura na Slovensku. Sú to výhody, ktoré sa prejavujú skoro okamžite po prechode hospodárstva na euro. Ich vplyv na rast HDP alebo úsporu nákladov bude jednorazový, úroveň HDP však zostane zmenená natrvalo. Najdôležitejšou výhodou eura je odstránenie niektorých transakčných nákladov pri eurových transakciách vrátane administratívnych nákladov na uskutočnenie platieb. Odstráni sa kurzové riziko pri platbách do eurovej oblasti a možný je aj mierny pokles kurzového rizika voči doláru a iným menám dôležitým pre Slovensko. Medzi priame výhody

zavedenia eura patrí takisto zvýšenie cenovej transparentnosti na spoločnom európskom trhu a zníženie úrokových nákladov, alebo nákladov kapitálu pre niektoré podniky.

V tretej kapitole sa venujeme nepriamym prínosom zavedenia eura. Na rozdiel od priamych prínosov tieto nemusia byť badateľné okamžite po vstupe do eurozóny a ich vplyv môže byť nerovnomerný. Tieto celkové dôsledky prijatia eura, akými sú zvýšenie zahraničného obchodu, zvýšenie priamych zahraničných investícií a hlavne zlepšenie výkonnosti hospodárstva a životnej úrovne obyvateľstva, boli hlavným dôvodom pre vznik eura a aj pre rozhodnutie Slovenska vstúpiť do eurozóny.

Zavedenie eura samozrejme nie je spojené iba s výhodami, náklady a riziká sú nezanedbateľné. Týmto sú venované kapitoly 4 a 5. Náklady či nevýhody eura môžu byť trvalé alebo jednorazové. Trvalé nevýhody budú pretrvávať po celý čas členstva Slovenska v eurozóne, jednorazové náklady vzniknú iba v období prechodu na novú menu. V odbornej literatúre sa za najdôležitejšiu nevýhodu vstupu do eurozóny pokladá strata nezávislej menovej politiky. Ukazuje sa však, že pre Slovensko sú odhady týchto nákladov relatívne malé. Je to aj preto, že schopnosť menovej politiky stabilizovať reálnu ekonomiku je nízka. Pri samotnom zavedení eura vzniknú aj priame náklady na technickú konverziu finančných systémov a výmenu hotovosti. Tieto náklady je potrebné pokladať za investíciu – budú iba jednorazové, kým priame finančné úspory z existencie eura sa budú opakovať každoročne. So vstupom do eurozóny sa spájajú aj viaceré obavy, viac či menej opodstatnené. Medzi tieto hrozby patrí zvýšenie cien po zavedení eura, či už ako dlhodobé zvýšenie inflácie nad priemer v eurozóne, alebo ako okamžitý skok v cenovej hladine a tomu zodpovedajúce zníženie hodnoty úspor alebo dôchodkov, alebo globálne obavy o osud celej menovej únie.

V šiestej kapitole sú načrtnuté hospodárske politiky na podporu zavedenia eura. Ich krátkodobým cieľom je bezpečné splnenie maastrichtských kritérií ku koncu roka 2007. Dlhodobým cieľom je však pripraviť v slovenskom hospodárstve dostatočne pružné prostredie, aby Slovensko mohlo plne využiť všetky výhody, ktoré euro potenciálne prinesie, a zároveň aby bolo čo najlepšie schopné odolať prípadným šokom aj po strate nezávislej menovej politiky. Bez správnych politík a vhodného ekonomického prostredia nemožno očakávať, že euro samo osebe bude prostriedkom hospodárskeho rastu.

Rôzne hypotetické scenáre zavedenia eura porovnávame v siedmej kapitole. Z porovnania výhod a nevýhod eura vyplýva, že zavedenie eura bude pre Slovensko čistým prínosom. Z praktického hľadiska možno prijať euro najskôr v roku 2009, až po splnení maastrichtských kritérií a dokončení technických príprav. V porovnaní s neskoršími dátumami je rok 2009 optimálnym termínom zavedenia eura, ktorý maximalizuje čisté prínosy zavedenia eura. Potvrďuje sa teda správnosť rozhodnutia prijať euro v tomto termíne. Odloženie zavedenia eura o dlhšie obdobie, alebo na neurčito by znamenalo stratu týchto čistých prínosov.

V poslednej, ôsmej kapitole sa venujeme rozdeleniu dopadov zavedenia eura na jednotlivé sektory, resp. skupiny obyvateľstva. Hoci predpokladáme, že pre celé slovenské hospodárstvo bude zavedenie eura čistým prínosom, nebude to platiť rovnomerne pre každého.

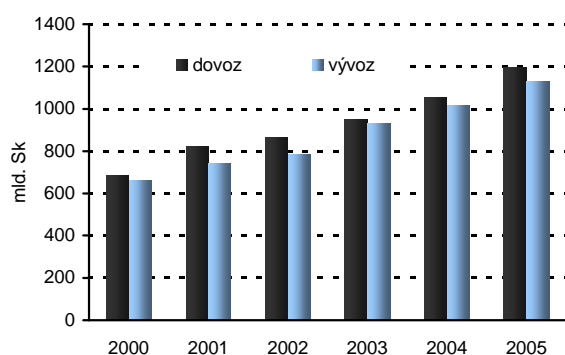
2. Priame výhody zavedenia eura

Zavedenie spoločnej európskej meny na Slovensku bude mať viacero priaznivých vplyvov, ktoré sa začnú prejavovať okamžite. Tieto pozitíva permanentne znížia úroveň nákladov alebo zvýšia HDP. Najviac viditeľné budú úspory podnikov a obyvateľstva na transakčných nákladoch, keďže odpadnú poplatky a marže pri výmenách medzi korunami a eurami. Podniky budú môcť tiež mierne znížiť svoje administratívne náklady, keďže sa už nebudú zaoberať riadením a účtovaním eurových devízových transakcií. Úplné odstránenie kurzového rizika voči euru a mierne zníženie tohto rizika aj voči iným menám pocítia podniky ako pokles implicitných nákladov, pretože doteraz sa voči nim zabezpečovali zriedkavo. Hlavne menšie podniky, ktoré nemali doteraz jednoduchý prístup na zahraničné finančné trhy, by mali po zavedení eura pocítiť jednoduchší alebo lacnejší prístup k úverom a k akciovému kapitálu. Spotrebiteľia by mali profitovať zo zvýšenia transparentnosti cien na európskom trhu a predpokladaného zostrenia konkurencie.

2.1. Odstránenie transakčných nákladov pri eurových transakciách

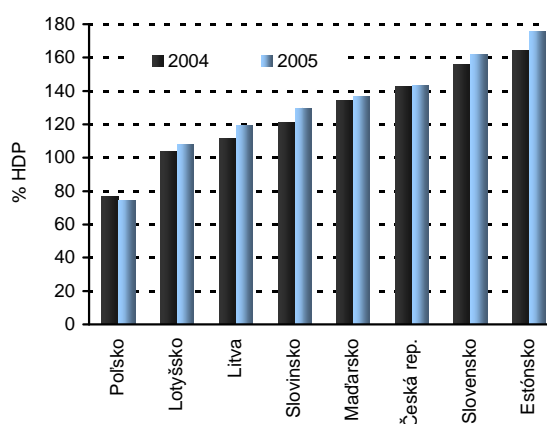
Slovenská ekonomika sa vyznačuje vysokou otvorenosťou (grafy 1 a 2). Podiel zahraničného obchodu (suma vývozu a dovozu) na HDP v roku 2005 predstavoval 162 % HDP. Vstupom Slovenska do EÚ dochádza k ďalšiemu zintenzívneniu obchodu medzi Slovenskom a ostatnými krajinami EÚ. Po nábehu výroby vo veľkých investičných projektoch v automobilovom priemysle očakávame zodpovedajúci nárast aj v otvorenosti slovenskej ekonomiky.

Graf 1 Vývoj zahraničného obchodu SR



Zdroj: Eurostat.

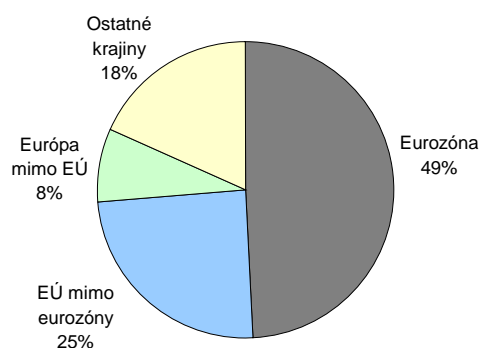
Graf 2 Otvorenosť nových členských krajín EÚ



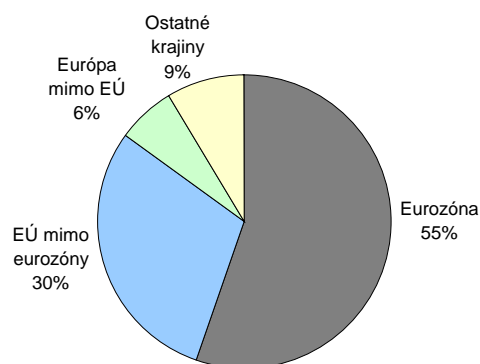
Zdroj: Eurostat.

Dovoz z krajín EÚ tvoril okolo 75 % a dovoz z eurozóny necelých 50 % celkového dovozu do SR. Do krajín EÚ smerovalo 85 % vývozu zo SR a do eurozóny 55 %.

Rastúca medzinárodná obchodná výmena a prílev zahraničných investícií sa premietajú do rastu počtu a objemu devízových obchodov. V roku 2005 prekročil objem devízových obchodov v eurách 4 300 mld. Sk, pričom za rok 2004 to bolo približne 2 500 mld. Sk. Euro sa obchoduje prevažne na spotovom (pohotovom) trhu, kde jeho podiel v roku 2005 predstavoval 98 %.

Graf 3 Teritoriálna štruktúra dovozu

Zdroj: ŠÚ SR.

Graf 4 Teritoriálna štruktúra vývozu

Zdroj: ŠÚ SR.

Pri výmene domácej meny za zahraničnú musia domácnosti, ako aj podniky znášať tzv. transakčné náklady. Najvyššie transakčné náklady vznikajú pri výmene hotovosti, ktorú uskutočňujú predovšetkým obyvatelia cestujúci do zahraničia. Relatívne vysoké transakčné náklady vznikajú aj pri platbách bankovými kartami, prípadne cestovnými šekmi. Objem týchto transakcií však predstavuje iba malú časť valutových a devízových transakcií v ekonomike. Väčšina transakcií prebieha na medzibankovom trhu a vznikajú v súvislosti s medzinárodnou obchodnou výmenou a špekuláciami na devízovom trhu.

Transakčné náklady vznikajúce pri devízových transakciách možno rozdeliť na finančné a administratívne.¹ Finančné transakčné náklady zahŕňajú rozdiel medzi nákupnou a predajnou cenou (tzv. spread) a rôzne poplatky za výmenu.

Najväčšiu položku v rámci *finančných transakčných nákladov* predstavuje rozdiel medzi nákupnou a predajnou cenou devíz. Na medzibankovom trhu dosahuje tento rozdiel v súčasnosti pri spotových obchodoch s eurom v priemere 5,3 halierov a pri forwardových obchodoch 10 halierov na jedno euro. Pri transakciách uskutočňovaných medzi bankami a podnikmi/občanmi predpokladáme, že väčšina transakcií prebieha na základe devízového kurzu vyhlasovaného komerčnými bankami. Priemerný rozdiel medzi predajnou a nákupnou cenou eura v troch najväčších komerčných bankách na Slovensku za rok 2005 predstavoval 96 halierov.

Spread pri medzibankových devízových operáciách, ako aj spread pri devízových transakciách medzi bankami a podnikmi/občanmi v ostatných rokoch klesá. Tento pokles sa odrazil v poklese finančných transakčných nákladov v ekonomike. Výrazný medziročný nárast objemu devízových transakcií po vstupe do EÚ však viedol k opätovnému zvýšeniu objemu finančných transakčných nákladov spojených s eurovými operáciami (grafy 5 a 6).

Do výpočtu finančných transakčných nákladov vstupuje vždy iba polovica zisteného spreadu, čiže za skutočný náklad považujeme iba rozdiel medzi kurzom stred a nákupným/predajným kurzom. Nezapočítavame teda úspory, ktoré vzniknú zahraničným protistranám, resp. počítame iba s časťou úspor, ktoré vznikajú pri špekulatívnych obchodoch medzi slovenskými účastníkmi. Celkovú úsporu finančných transakčných nákladov teda počítame ako súčin polovice spreadu a relevantného objemu transakcií.

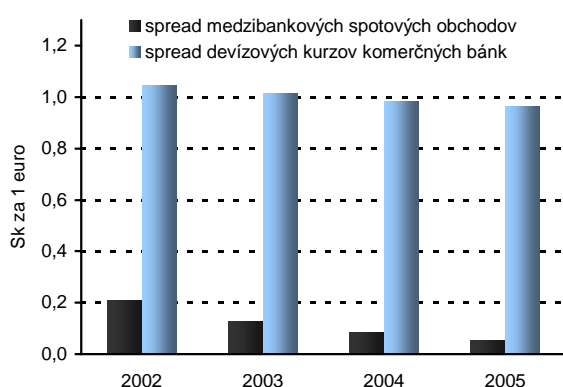
Objem spotových a forwardových devízových obchodov s eurom predstavoval v roku 2005 viac ako 3 088 mld. Sk. Ročnú úsporu finančných transakčných nákladov zo zavedenia eura možno vyčíslíť na približne 2,1 mld. Sk, t. j. 0,15 % HDP.

¹ Úspore administratívnych transakčných nákladov sa venujeme v časti 2.2.

Objem devízových operácií s podnikmi a obyvateľstvom je podstatne menší,² ale spready sú výrazne vyššie. Úspora finančných transakčných nákladov pri valutových a devízových operáciách medzi bankami a podnikmi/občanmi predstavuje tiež asi 0,15 % HDP.

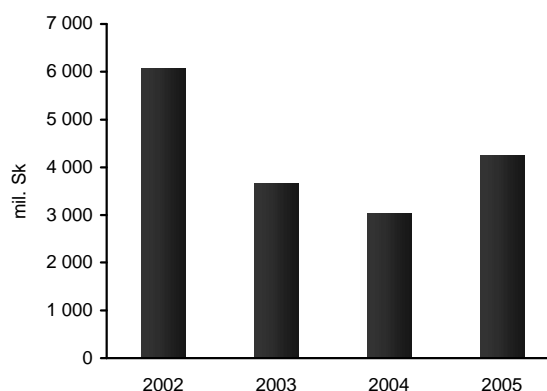
Na základe vyššie uvedených výpočtov možno konštatovať, že prijatie eura povedie k úspore finančných transakčných nákladov vo výške 0,3 % HDP. Toto zistenie je plne v súlade so závermi štúdie vypracovanej Komisiou ES,³ podľa ktorých transakčné náklady v malých otvorených ekonomikách (akou je nesporne aj Slovensko) môžu dosahovať až osemnásobok finančných transakčných nákladov vo veľkých štátoch (v Nemecku a Francúzsku), kde finančné transakčné náklady pred zavedením eura tvorili 0,11 % HDP.

Graf 5 Vývoj spreadov eurových transakcií



Zdroj: NBS, vlastné výpočty.

Graf 6 Vývoj finančných transakčných nákladov eurových operácií



Zdroj: NBS, vlastné výpočty.

2.2. Odstránenie transakčných nákladov v administratíve a účtovníctve

Popri finančných transakčných nákladoch vznikajú pri devízových transakciách aj *administratívne náklady*. Medzi administratívne náklady (tzv. in-house costs) patria dodatočné náklady vynaložené podnikmi na zabezpečenie ľudských a kapitálových zdrojov potrebných na uskutočňovanie devízových operácií (náklady na správu devíz, náklady na dodatočné výkazníctvo, náklady spôsobené meškaním platieb a pod.).

Pri odhade výšky tzv. in-house nákladov vychádzame zo štúdií vypracovaných pred prijatím eura v súčasných krajinách eurozóny. Zo záverov týchto štúdií vyplýva, že administratívne transakčné náklady pred zavedením eura tvorili približne 0,1 % vývozu do krajín EÚ.⁴

Za prvé tri štvrtroky roku 2005 dosiahol vývoz do krajín EÚ 611 mld. Sk (HDP bol 1 056 mld. Sk), na základe čoho možno predpokladať, že prijatie eura v SR povedie k úspore administratívnych transakčných nákladov vo výške 0,06 % HDP.

Z iného prieskumu realizovaného na vzorke malých a stredných podnikov v Belgicku⁵ vyplýva, že administratívne transakčné náklady môžu byť v skutočnosti v malých a stredných podnikoch výrazne vyššie (až 0,3 % z ich obratu). Ak by sme tento extrémny prípad

² Presný objem devízových a valutových operácií medzi bankami a nefinančnými subjektmi nie je k dispozícii. Odhadujeme, že sa pohybuje na úrovni objemu salda zahraničného obchodu s EÚ zvýšeného o výnosy a platby za kompenzácie pracovníkov v zahraničí, výnosy a platby z investícií a saldo bežných transferov.

³ Európska komisia (1990).

⁴ Ernst and Young (1990).

⁵ De Pecunia (1990).

aplikovali na Slovensko, administratívne transakčné náklady by predstavovali hodnotu necelých 0,4 % HDP.

Zjednodušenie administratívy a účtovníctva ocenia najmä tie slovenské firmy, ktoré už v súčasnosti väčšinou obchodujú v eurách, ale musia viesť účtovníctvo v korunách, podávať výkazy v korunách, zaúčtovať kurzové straty a zisky a podobne. Okrem zjednodušenia samotného výkazníctva sa tým firmám uľahčí prognózovanie nákladov a výnosov (cash-flows). Súčasťou tejto výhody môžu byť aj úspory na mzdových nákladoch.

Po zohľadnení úspory administratívnych transakčných nákladov vo výške 0,06 % HDP, celkovú úsporu transakčných nákladov z prijatia eura na Slovensku možno vyčíslieť na minimálne 0,36 % HDP.

Tabuľka 1 Úspora transakčných nákladov zo zavedenia eura v SR (v % HDP)

úspora finančných transakčných nákladov	medzibankové spotové a forwardové transakcie	0,15
	devízové a valutové transakcie s podnikmi a obyvateľstvom	0,15
úspora administratívnych transakčných nákladov		0,06
celková úspora transakčných nákladov		0,36

Zdroj: NBS, vlastné výpočty.

2.3. Odstránenie kurzového rizika voči euru

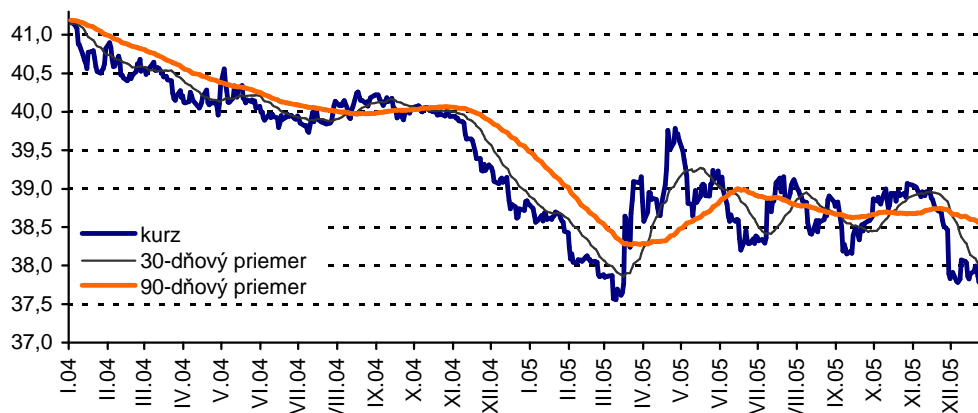
Zavedením eura zanikne kurzové riziko medzi slovenskou korunou a eurom. Sprievodným efektom prijatia eura bude aj mierne zníženie kurzového rizika voči ostatným dôležitým menám (bližšie časť 2.4).

Kurz koruny voči euru je síce relatívne stabilný – napríklad v porovnaní s kurzom koruny voči doláru, alebo aj v porovnaní s kurzom niektorých ďalších stredo európskych mien voči euru – predsa však jeho výkyvy nie sú zanedbateľné. V priebehu väčšiny roku 2004 bol kurz koruny stabilný. Vyššie výkyvy sa začali ku koncu roku 2004 a v prvej polovici roku 2005 bol kurz relatívne rozkolísaný.

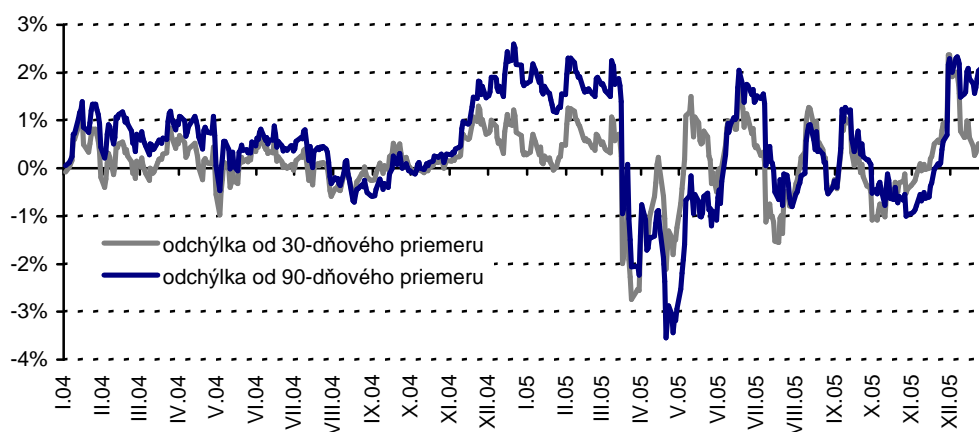
Počas skoro celého roku 2004 sa aktuálny kurz neodchyľoval o viac ako 1 % od 30- ani od 90-dňového priemeru. V roku 2005 však výkyvy dosahovali viac ako 3 % (graf 8). Pri posudzovaní volatility kurzu sme sa snažili vývoj kurzu očistiť od dlhodobého trendu.⁶ Celková volatilita kurzu koruny v rokoch 2004 a 2005 dosahovala 2 – 6 %, po očistení o dlhodobý trend sa však znížila na 1,6 %.

Z volatility kurzu vyplýva pre podniky a obyvateľstvo kurzové riziko. Rozhodnutia o nákupe alebo predaji tovarov a služieb v eurách sú vystavené riziku pri nepriaznivom vývoji kurzu, niektoré obchody pre toto riziko nemusia byť uskutočnené. Kurzové riziko sa snažíme vyjadriť finančne, ako cenu v korunách, aby sme ho mohli porovnať s inými výhodami a nevýhodami stabilného kurzu.

⁶ Od kurzových výnosov odpočítavame priemerný výnos za sledované obdobie.

Graf 7 Vývoj výmenného kurzu slovenskej koruny voči euru v období 2004 – 2005

Zdroj: NBS, vlastné výpočty.

Graf 8 Volatilita kurzu slovenskej koruny voči euru v období 2004 – 2005

Zdroj: NBS, vlastné výpočty.

Cena kurzového rizika

Kurzovému riziku priradujeme cenu s pomocou modelu ocenenia opcií na devízy navrhnutom Garmanom a Kohlhagenom (1983). Tento model modifikuje štandardný Black-Scholesov model ocenenia opcií na cenné papiere pre potreby devízových opcií (umožňuje počítat s rôznymi nominálnymi úrokovými sadzbami pre každú menu). Vo výpočte boli použité nasledovné parametre:

- súčasný (spotový) kurz: 38 SKK/EUR,
- dĺžka opcie: 180 dní (zodpovedá času prípravy, uskutočnenia a vyrovnania bežnej transakcie v zahraničnom obchode),
- volatilita kurzu: 1,6 %.

Budúci kurz (forwardový kurz, resp. kurz opcie) určujeme tak, aby bol konzistentný s úrokovými mierami na Slovensku a v eurozóne. Absolútna výška úrokových mier potom neovplyvňuje cenu opcie.

Cena opcie pri takto zvolených vstupných parametroch je 0,17 SKK. Táto cena je vyjadrená ako cena jednostranného zabezpečenia (hedžingu) hodnoty jedného eura. Pri prepočte na hodnotu jednej koruny je cena hedžingu 0,004 Sk.

V skutočnom hospodárskom živote je hedžing využívaný len veľmi málo. Čiastočne to určite spôsobuje malá likvidita trhu a vysoké transakčné náklady. Do určitej miery je však samotná cena hedžingu pre niektorých účastníkov trhu príliš vysoká, radšej akceptujú kurzové riziko, ako by sa voči nemu zabezpečili. Predpokladáme preto, že priemerná akceptovateľná cena za úplné zabezpečenie sa voči riziku je polovica z teoreticky určenej ceny devízovej opcie. Vzhľadom na určitú neistotu ohľadom budúcej volatility koruny a dĺžky ekonomicky relevantného zabezpečenia odhadujeme cenu kurzového rizika medzi 0,09 % a 0,95 % z objemu transakcií vystavených riziku so strednou hodnotou 0,22 %.

Objem transakcií vystavených riziku

Kurzovému riziku sú vystavené skoro všetky transakcie so zahraničím, ktoré sa vyrovnávajú v zahraničnej mene. Časť týchto transakcií je však voči kurzovému riziku zabezpečená prirodzene. Napríklad, ak má podnik obchodujúci so zahraničím aj devízové príjmy aj devízové výdavky, jeho skutočná expozícia voči kurzovému riziku je iba saldo devízových príjmov a výdavkov.

Objem transakcií vystavených kurzovému riziku sa snažíme odhadnúť čo najkonzervatívnejšie. Pokiaľ by sme započítali všetky obchodné transakcie, dosiahli by v roku 2004 až 156 % HDP. Transakcie, ktoré môžu byť kandidátmi na prirodzený hedžing však vylučujeme. Za reálne vystavené kurzovému riziku považujeme:

- čisté saldo zahraničného obchodu s tovarmi,
- čisté saldo zahraničného obchodu so službami,
- výnosy a platby za kompenzácie pracovníkov v zahraničí,
- výnosy z investícií a platby (dividendy),
- čisté saldo bežných transferov.

Nezapočítavame žiadne finančné a kapitálové transakcie (hoci ich obrat je veľmi vysoký), ani oficiálne devízové operácie. Výhodou zvolenej metódy, okrem opatrného postupu, je aj vysoká stabilita výsledkov. Odhad objemu transakcií vystavených kurzovému riziku bol 10,11 % HDP v roku 2004 a 9,35 % HDP v roku 2003.

Nie všetky tieto transakcie sú vystavené riziku voči euru. Časť zahraničného obchodu a platieb sa realizuje aj v amerických dolároch alebo iných menách. Obchod v eurách tvorí približne 85 % slovenského vývozu a 80 % dovozu. Predpokladáme, že približne rovnaký pomer sa týka aj ostatných transakcií.

Objem transakcií priamo vystavených kurzovému riziku preto odhadujeme približne medzi 6,36 % HDP a 8,59 % HDP so strednou hodnotou 8,34 %.

Veľkosť kurzového rizika koruny voči euru

Na základe odhadu ceny kurzového rizika a objemu prostriedkov vystavených riziku odhadujeme veľkosť kurzového rizika bodovo na 0,02 % HDP. Horná hranica odhadu je 0,08 % HDP a dolná 0,01 % HDP.

2.4. Zníženie kurzovej volatility voči menám obchodných partnerov

Jednou z najnespornejších výhod vstupu do eurozóny je odstránenie kurzového rizika a volatility kurzu koruny voči euru. Niektoré krajiny, hlavne Veľká Británia, však

argumentujú, že vstupom do eurozóny sa môže zvýšiť volatilita kurzu voči ostatným menám, hlavne voči doláru. Ako sa zmení kurzová stabilita po vstupe do eurozóny na Slovensku?

Tabuľka 2 Priemerná volatilita kurzu koruny voči vybraným menám (v %)

	EUR/SKK	USD/SKK	CZK/SKK	USD/EUR	CZK/EUR
1999 – 2005	0,54	1,10	0,74	1,09	0,70
2001 – 2005	0,48	1,20	0,62	1,12	0,60

Zdroj: NBS, vlastné výpočty.

Poznámka: Volatilita je meraná ako variačný koeficient pre porovnanie kurzov s rádovo rôznymi priemernými hodnotami.

Kurz eura voči doláru a českej korune je mierne stabilnejší ako kurz slovenskej koruny voči týmto dvom menám. Po vstupe Slovenska do eurozóny teda nielen zanikne kurzové riziko voči euru, ale tiež sa mierne zníži toto riziko aj voči ostatným dôležitým menám.

Celková efektívna volatilita⁷ koruny voči ostatným menám bola v rokoch 2001 – 2005 v priemere 0,63 %. Po vstupe Slovenska do eurozóny klesne táto volatilita na 0,35 %.⁸ Po vstupe ČR (a ostatných okolitých krajín) do eurozóny klesne efektívna kurzová volatilita na 0,17 %.

2.5. Vyššia transparentnosť cien

Bezprostredným efektom zavedenia eura na Slovensku bude aj priama porovnateľnosť cien na domácom trhu a na trhoch v krajinách eurozóny. Transparentnosť spotrebiteľských cien umožní občanom lepšie sa orientovať v cenových reláciách doma a v zahraničí. V podnikateľskom sektore bude cenová transparentnosť pôsobiť ako faktor zvyšujúci konkurenciu, ktorá bude vyvíjať tlak na ceny a zabraňovať ich rastu.

Napriek tomu, že vysoká transparentnosť spotrebiteľských cien v eurách implikuje možnosť zmeny nákupného správania obyvateľstva v rozhodovaní, kde si ten-ktorý tovar zaobstarať, sotva možno očakávať, že takáto „nákupná turistika“ zo strany občanov Slovenska by mohla nadobudnúť širší rozmer. V segmente obchodovateľných tovarov sú domáce ceny už v súčasnosti v zásade vyrovnané s cenami v eurozóne (a k prípadnej „výhodnej kúpe“ by bolo potrebné prirátat dopravné náklady). V neobchodovateľnom segmente (najmä v službách), kde je konkurencia slabá, sú ceny na Slovensku nižšie (často podstatne nižšie) než v eurozóne a ich vývoj aj po zavedení eura bude úzko naviazaný na vývoj príjmov a kúpnej sily slovenských spotrebiteľov.

Zavedenie eura poukázalo na rozdiely v cenách príbuzných výrobkov v členských štátoch eurozóny, ktoré boli do značnej miery skryté, pokiaľ boli ceny vyjadrené v rôznych národných menách (tabuľka 3). Očakávalo sa, že zviditeľnenie cenových rozdielov vyostří konkurenciu a povedie v rámci eurozóny k regionálnemu vyrovnávaniu cien. Tieto očakávania sa však nenaplnili a regionálne cenové rozdiely aj po zavedení eura zostali zachované. Viaceré štúdie potvrdzujú,⁹ že intenzívna cenová konvergencia sa uskutočnila v priestore EÚ v prvej polovici 90. rokov v súvislosti s vytvorením jednotného trhu, keď reálne došlo aj k prudkému zostreniu konkurencie.

⁷ Meraná ako vážený priemer volatilit jednotlivých mien, kde váhy sú dané obchodnými podielmi. Konkrétne váha eurovej oblasti je 55 %, dolárovej 15 % a váha okolitých krajín reprezentovaných českou korunou je 30 %.

⁸ Predpokladá sa, že volatilita krížového kurzu USD/EUR a CZK/EUR zostane v budúcnosti rovnaká ako teraz. Vstup Slovenska do eurozóny by vzhľadom na hospodársku váhu SR nemal kurz eura zreteľne ovplyvniť.

⁹ Napr. Tabellini (2004).

Tabuľka 3 Vplyv eura na transparentnosť cien (Coca-Cola, fľaša 1,5 l)

	Mena	Cena v národnej mene	Cena v EUR
Belgicko	BEF	48	1,22
Francúzsko	FFR	65	1,02
Nemecko	DEM	3,02	1,57
Írsko	IEP	0,93	1,19
Taliansko	LIT	2 460	1,29
Luxembursko	LFR	42	1,06
Portugalsko	ECS	199	1,02
Španielsko	PTA	125	0,77

Zdroj: Euro Information Centre, pôvodný prameň: Bureau européen des Unions des consommateurs.

Príprava na euro ani jeho zavedenie do obehu neboli výrazným stimulom na pokračovanie cenovej konvergencie v eurozóne. Vplyv transparentných cien v eurách na konkurenciu sa v zásade obmedzil na to, aby brzdil rast cien, nepôsobil však ako faktor významnej regionálnej (medzištátnej ani vnútroštátnej) konvergencie cien. Dynamiku zblížovania cien na viacerých trhoch produktov naďalej ovplyvňovali (nedokonalé) konkurenčné podmienky udržiavané rozličnými pretrvávajúcimi administratívnymi bariérami. V boxe 1 uvádzame ako príklad vývoj cien na automobilovom trhu eurozóny, kde došlo k čiastočnej, ale zďaleka nie úplnej konvergencii.

Prieskum v podnikateľskom sektore pritom ukázal, že zvýšenie cenovej transparentnosti po zavedení eura neprijali všetky firmy priaznivo. Najmä pre medzinárodné spoločnosti obmedzuje možnosti uplatňovania praktík cenovej diferenciácie a diskriminácie medzi krajinami. To v konečnom dôsledku potvrdzuje výhodu jednotnej meny. Efekt cenovej konvergencie konštatovali viaceré firmy najmä v prihraničných oblastiach.¹⁰

Udržiavanie regionálne rozdielnych cien na príbuzné tovary aj po zavedení eura je podmienené rozdielmi v sociálnych a kultúrnych tradíciách jednotlivých krajín, rozdielmi v daňových systémoch a nákladoch práce, ako aj celkovou dôchodkovou úrovňou krajiny (regiónu).

Box 1 Cenová konvergencia na automobilovom trhu eurozóny

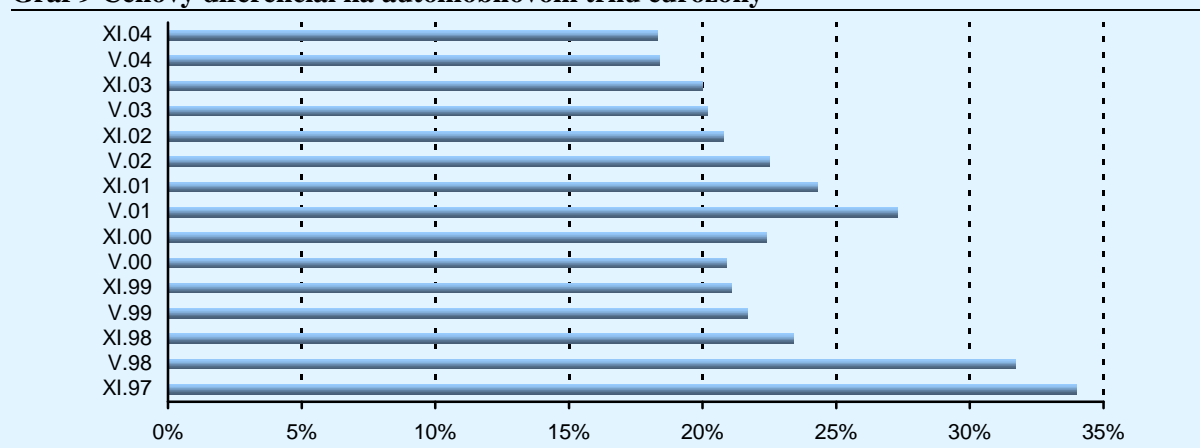
Automobilový trh je pravdepodobne najpozornejšie sledovaný z hľadiska rozdielov cien medzi krajinami EÚ. Realizuje sa na ňom významná časť výdavkov domácností. Napriek tomu, že ide o segment obchodovateľných tovarov, kde by konkurencia mala tlačiť na zblížovanie cien, ceny automobilov v jednotlivých krajinách EÚ sú veľmi rozdielne. Je to preto, lebo ceny na národných trhoch významne ovplyvňujú domáce právne predpisy (najmä daňové zákonodarstvo a bezpečnostné predpisy). Nedokonalé konkurenčné prostredie sa v tomto segmente dlhodobo zachovávalo aj vďaka striktno regulovanej politike predaja autorizovanými distribútormi. Vývoj cien automobilov v krajinách EÚ Európska komisia dlhodobo sleduje a pravidelne polročne hodnotí s osobitným dôrazom práve na dynamiku zblížovania cien na jednotlivých národných trhoch.

Graf vývoja cenového diferenciálu na automobilovom trhu eurozóny na prvý pohľad indikuje, že vznik eurozóny (1. 1. 1999) bol výrazným impulzom pre zblížovanie cenových rozdielov medzi jednotlivými krajinami. Cenový diferenciál medzi najlacnejším a najdrahším trhom v EÚ sa v roku 1998 prudko znížil. Údaje pred rokom 1999 však nie sú presne porovnateľné, pretože nezahŕňujú rovnakú vzorku krajín. Vzorka za predchádzajúce dva roky obsahuje aj Veľkú Britániu, kde sú ceny automobilov najvyššie v EÚ, keďže cenotvorba výrobcov zohľadňuje, že kúpa automobilu tu nepodlieha zdaneniu; vzorka na druhej strane nezahŕňa Fínsko, Dánsko a Grécko, kde vzhľadom na

¹⁰De Nederlandsche Bank (2004).

vysoké zdanenie pri kúpe automobilu výrobcovia určujú ceny pred zdanením veľmi nízke a patria k najnižším v EÚ. Až vzorka od roku 1999 zahrnuje všetky členské štáty eurozóny (11, resp. 12 po vstupe Grécka v roku 2001).

Graf 9 Cenový diferenciál na automobilovom trhu eurozóny



Zdroj: Car prices in the EU. Condensed reports. EC DG Competition, 1997 – 2005; vlastné výpočty.

Poznámka: Graf ukazuje priemernú hodnotu cenového diferenciálu¹¹ za všetky segmenty sledovaných 15 najpredávanejších značiek.¹² Cenová politika výrobcov v jednotlivých segmentoch sa v zásade nelíšila, hoci by sa dalo predpokladať, že pri najbežnejších typoch (segment A+B) by vysoký dopyt mal výraznejšie pôsobiť v prospech konkurencie, a tým aj na rýchlejšie znižovanie cenového diferenciálu.

Uvedené metodické nezrovnalosti do istej miery znižujú skutočnú veľkosť zmeny cenového diferenciálu po vzniku eurozóny (najmä vzhľadom na absenciu Veľkej Británie). Naopak vďaka rovnakej metodike od roku 1999 vstup Grécka do eurozóny (ako krajiny s najlacnejším trhom) výrazne posunul cenový diferenciál smerom hore.

Zavedenie eura do hotovostného obehu (1. 1. 2002) zjavne nemalo na zmenu cenového diferenciálu podstatnejší vplyv. K jeho výraznejšiemu poklesu došlo až v roku 2004 v súvislosti s rozšírením EÚ o nové členské štáty, kde ceny automobilov patria k najnižším v EÚ. Rozšírenie EÚ pôsobilo ako reálny faktor zostrenej konkurencie, čo sa odrážalo aj na zúžení cenového diferenciálu v užšej vzorke zahrnujúcej iba krajiny eurozóny. Správa EK z marca 2005 zároveň konštatuje, že cenová konvergencia na automobilových trhoch EÚ nadobudla v roku 2004 plošný charakter. Ceny nových vozov v nových členských štátoch sa približujú k cenám na trhoch v pôvodnej EÚ-15, stále však patria k najnižším v EÚ.

Najdrahším automobilovým trhom v EÚ v roku 2004 bola naďalej Veľká Británia, v rámci eurozóny to bolo Nemecko a Rakúsko. Najlacnejšie v eurozóne sa predávali autá vo Fínsku a v rámci rozšírenej EÚ v Estónsku a Poľsku. Za 6 rokov existencie eurozóny sa rozdiel medzi najdrahším a najlacnejším automobilovým trhom eurozóny znížil v priemere o 5 percentuálnych bodov (z 23,4 % na 18,3 %).

Vývoj cien na automobilových trhoch eurozóny v súhrne ukazuje, že samotné stransparentnenie cien vďaka zavedeniu eura, pokiaľ nie je sprevádzané reálnym zosťrením konkurencie, nie je dostatočným impulzom na rýchlu cenovú konvergenciu. Významným konkurenčným stimulom bolo rozšírenie EÚ o krajiny s nízkymi cenami automobilov, ktoré v priestore EÚ indikovalo zvýšenie cenového diferenciálu (zmiernované konvergenciou cien v nových členských štátoch). V eurozóne však došlo v roku 2004 k jeho výraznému poklesu. Na zrýchlenie zblížovania cien okrem konkurencie nových lacných trhov pôsobili v eurozóne, rovnako ako v celom priestore EÚ, aj zmeny v právnych predpisoch o distribúcii automobilov z roku 2002 (umožnenie vstupu neautorizovaným predajcom, napr. obchodným reťazcom). Podstatné zrýchlenie celého procesu sa očakáva od zásadného uvoľnenia konkurenčných pravidiel EÚ, odstraňujúcich prekážky paralelnému dovozu automobilov dílermi z rôznych štátov EÚ od 1. októbra 2005.

¹¹ Percentuálny rozdiel v cene na najdrahšom a najlacnejšom národnom trhu, meraný na cene pred zdanením.

¹² Malé segmenty A+B (Opel Corsa, Ford Fiesta, Renault Clio, Peugeot 106, VW Polo), stredný segment C (VW Golf, Opel Astra, Ford Focus, Renault Mégane, Peugeot 306), veľké segmenty D+E+F (BMW 318, Audi A 4, Ford Mondeo, Opel Vectra, VW Passat).

2.6. Zníženie nákladov kapitálu

Zavedenie eura zvýši efektívnosť a konkurenciu na finančných trhoch. Tiež sa odstránia rizikové prírážky z titulu rizika krajiny. To sa prejaví v poklese reálnych úrokových sadzieb. Priaznivejšie podmienky financovania umožnia zníženie nákladov kapitálu, ktoré vytvorí dodatočné stimuly pre rast investícií na Slovensku a to tak domácich, ako aj zahraničných. Zrýchlenie rastu investícií umožní rýchlejší rast HDP. Rýchlejší rast kapitálových investícií povedie zároveň k zvýšeniu celkovej produktivity výrobných faktorov, a tým k vyššej tvorbe pridanej hodnoty. To podporí rýchlejšiu tvorbu HDP na obyvateľa, a teda rast životnej úrovne. Na rast životnej úrovne bude vplyvať aj priaznivý vplyv zvýšenia investícií na zamestnanosť.

Bris a kol. (2004) ukázali, že miera investícií firiem z členských štátov eurozóny bola od roku 1999 o 2,5 % vyššia než firiem z krajín mimo eurozóny. Hlavným faktorom vyššej investičnej činnosti bolo zníženie nákladov kapitálu spôsobené znížením, resp. elimináciou transakčných nákladov voči euru (vrátane zaistovacích nákladov proti kurzovému riziku), ako aj samotným členstvom v eurozóne vyvolaným poklesom úrokových sadzieb. Najväčší prínos zo zavedenia eura mali pritom malé firmy. Zvýšenie miery investícií v tejto skupine podnikov bolo výrazne väčšie než efekt zavedenia eura nameraný pre všetky podniky eurozóny.¹³ Je to spôsobené tým, že v porovnaní s veľkými podnikmi pre malé firmy je obsluha kurzového rizika nákladnejšia, pričom tieto podniky väčšinou nemajú na výkon relevantných operácií ani dostatočné personálne vybavenie. Odstránenie kurzového rizika v priestore eurozóny tak prinieslo týmto firmám relatívne vyššie úspory na nákladoch kapitálu, ktoré viedli v tejto skupine podnikov k vyššiemu než priemernému zvýšeniu miery investícií vyvolanému zavedením eura v podnikovej sfére.

Vplyv zavedenia eura na úrokové sadzby pre podnikovú sféru odhadujeme na základe skúseností krajín eurozóny alebo vývoja v krajinách ERM II. Pri tom však treba vziať do úvahy, že skúsenosti iných krajín nemusia byť priamo aplikovateľné na Slovensko. Najvýraznejší pozitívny vplyv zo zavedenia eura zaznamenalo Grécko. Kým v roku 2000, teda pred vstupom Grécka do eurozóny, boli úrokové sadzby krátkodobých podnikových úverov o 5,7 p. b. vyššie ako priemer eurozóny, v roku 2001 sa tento rozdiel znížil na 1,8 p. b. Prijatie eura v Grécku teda znížilo úverové náklady podnikov skoro o 4 percentuálne body. Rozdiely medzi úrokovými sadzbami v eurozóne a v nových členských krajinách v ERM II sú v rozsahu 1,4 p. b. (Estónsko) až 4,7 p. b. (Cyprus).¹⁴ Po zavedení eura v týchto krajinách sa dá očakávať pokles nominálnych sadzieb približne na úroveň eurozóny, kým inflácia by v priemere mohla zostať nezmenená, keďže tieto krajiny majú v súčasnosti fixný výmenný kurz. Ich reálne úrokové sadzby teda výrazne klesnú.

Očakávaný pokles reálnych úrokových sadzieb na Slovensku po zavedení eura bude v porovnaní s inými krajinami skôr nižší, keďže úrokové sadzby klesli už po vstupe do EÚ a aj vzhľadom na očakávané prijatie eura. Reálne úrokové sadzby z úverov podnikom na Slovensku boli od roku 1999 v priemere o necelý percentuálny bod vyššie ako v eurozóne.¹⁵ V rokoch 2004 a 2005 na Slovensku síce reálne úrokové miery podnikov klesli skoro na úroveň eurozóny, po zavedení eura sa však dá očakávať ešte ďalší pokles reálnych sadzieb, hlavne pre vyšší deflátor na Slovensku (podrobnejšie časti 5.2 a 5.3). Kým reálne úrokové

¹³ Najväčšie zvýšenie miery investícií (6,3 %) zaznamenali malé firmy z krajín eurozóny s bývalou slabou národnou menou. Výsledok sa vysvetľuje predovšetkým elimináciou permanentnej hrozby devalvácie meny.

¹⁴ Eurostat, neharmonizované úrokové sadzby za rok 2005 z nových úverov nefinančným korporáciám do jedného roku.

¹⁵ Údaje z Eurostatu za roky 1998 – 2004. Nominálne úrokové sadzby pre Slovensko nie sú harmonizované. Ako deflátor bol použitý deflátor HDP. Za nominálne sadzby sú použité úrokové sadzby zo stavu úverov nefinančným korporáciám do jedného roku.

sadzby z podnikových úverov sú teraz na alebo pod hranicou 2 %, po zavedení eura môžu klesnúť na približne 1 – 1,5 %. Takéto zníženie nákladov kapitálu však neznamená rovnaké zvýšenie ziskov podnikovej sféry, keďže úrokové miery z vkladov podnikov sa tiež znížia. K určitému zvýšeniu čistých príjmov však dôjde, pretože čistá pozícia slovenských nefinančných korporácií je mierne v dlhovej pozícii (asi 40 mld. Sk, teda asi šestina hrubej zadlženosti podnikov). Okrem toho úroková marža na Slovensku je o 0,5 – 0,9 p. b. vyššia ako v eurozóne, takže po vstupe do eurozóny bude pokles úrokov z úverov pravdepodobne významnejší ako pokles úrokov z vkladov. Dôležitejší je však vplyv nižších nákladov kapitálu na výnosnosť investícií a následnú vyššiu mieru investícií.

3. Nepriame prínosy zavedenia eura

Priame výhody zo zavedenia eura majú aj širšie národohospodárske efekty. Nižšie transakčné náklady, cenová transparentnosť, vyšší konkurenčný tlak a celkovo vyššia kvalita podnikateľského prostredia vytvoria vo viacerých smeroch impulzy pre naplnenie dlhodobých výhod spoločnej meny. Nové priame zahraničné investície (PZI) a zvýšenie zahraničného obchodu, ktoré budú hlavnými výsledkami spomenutých procesov, sa premietnu do silnejšieho ekonomického rastu a napomôžu tak celkovej výkonnosti slovenskej ekonomiky. Hneď v úvode je potrebné spomenúť, že výskumné štúdie zaoberajúce sa vplyvmi menových únií na zahraničný obchod a jeho nasledovného pôsobenia na ekonomický rast pracujú s celkovými dátami vývozu a dovozu, kde sú zahrnuté aj PZI. Z tohto dôvodu zahŕňajú efekty spojené so zahraničným obchodom aj tie, ktoré plynú z PZI.

3.1. Rast zahraničného obchodu

Rast zahraničného obchodu možno očakávať zásluhou celkového zníženia nákladov na jeho realizáciu. Ako bolo bližšie vysvetlené v kapitole 2, k zlacneniu vzájomného obchodu medzi krajinami používajúcimi spoločnú menu prispievajú hlavne dva faktory, a to pokles transakčných nákladov a stabilizácia výmenného kurzu.

Štúdie o vplyvoch menovej únie na zahraničný obchod

Intenzívnu diskusiu v oblasti dopadu menovej únie na zahraničný obchod rozprúdil priekopnícky článok Andrewa Rosea z roku 2000. Vo svojej štúdii Rose (2000) použil na kvantifikáciu vplyvu členstva v menovej únii tzv. gravitačný model bilaterálneho obchodu a dospel k záveru, že jednotná mena môže viesť až k trojnásobnému zvýšeniu zahraničného obchodu. Toto zistenie bolo impulzom pre ďalšie štúdie, keďže „obchodný efekt“ menových únií bol neuveriteľne vysoký. Zvýšeniu medzinárodného obchodu ako výsledku integrácie do menového bloku sa v ekonomickej literatúre voľne hovorí aj Roseov efekt.

Jednotná vízia o veľkosti Roseovho efektu však neexistovala. Výsledkom toho bol relatívne široký rozptyl odhadov zvýšenia zahraničného obchodu v reakcii na integráciu krajiny do menovej únie. Jedna z hlavných kritík pôvodnej Roseovej štúdie v odborných článkoch súvisela s charakterom menových únií, ktoré boli zahrnuté v jeho vzorke krajín. Rose analyzoval hlavne malé a chudobné krajiny,¹⁶ ktoré namiesto národnej meny začali používať americký dolár. Dolarizácia ekonomiky je v štúdii vnímaná ako forma menovej integrácie, aj keď jej dôvodom môže byť aj snaha o stabilizáciu ekonomiky. Navyše v panelovej regresii Rosea (2000) je podiel krajín, ktoré spĺňajú podmienky menovej únie veľmi nízky. Pohybuje sa niečo nad jedným percentom. Pre tieto nedostatky je z tejto štúdie problematické vyvodit' všeobecné závery pre veľkú menovú úniu akou je eurozóna. Napriek tomu možno konštatovať, že integrácia krajiny do menovej únie má jednoznačne pozitívny efekt na rozvoj zahraničného obchodu. Otázkou zostáva jeho veľkosť.

V súvislosti s problematikou kvantifikácie „priemerného“ vplyvu menovej integrácie na zahraničný obchod vypracovali Rose a Stanley (2005) tzv. meta-analýzu (prierezovú analýzu) výsledkov niekoľkých desiatok doterajších štúdií so stovkami odhadov a s využitím rôznych metód a zdrojov dát. Okrem jednoznačného záveru o pozitívnom vplyve menovej integrácie na zahraničný obchod určili odhad príspevku spoločnej meny na bilaterálny obchod v intervale 30 až 90 %. Tieto odhady sú pri aplikácii na členstvo v eurozóne oveľa realistickejšie, keďže v skúmaných prácach je zahrnutý aj efekt samotnej eurozóny po roku 1999.

¹⁶ Išlo o štáty ako napr. Americké Panenské ostrovy, Guam, Severné Mariánske ostrovy.

Niekoľko štúdií sa zaoberá vyslovene efektom zavedenia eura na rozvoj zahraničného obchodu. Micco a kol. (2003) analyzovali vplyv eurozóny na vzorke 22 priemyselných krajín a dospeli k záveru, že zahraničný obchod členských štátov eurozóny vzrástol zásluhou jednotnej meny o 5 až 20 %. Barr a kol. (2003) odhadli vplyv členstva v eurozóne na rast zahraničného obchodu na 29 %. Autori v oboch prípadoch zahrnuli medzi kontrolné premenné aj volatilitu výmenného kurzu. Ich zistenia sa preto viažu na samotné zavedenie jednotnej meny, odhliadnuc od efektu, ktorý sa prejaví znížením volatility výmenného kurzu. Tento odhadovaný nárast obchodu teda možno pripísať výlučne prehĺbeniu obchodných vzťahov.

Baldwin a kol. (2005) ponúkli vysvetlenie, prečo sú odhadované vplyvy eurozóny aj po očistení o vplyv kurzovej stability relatívne vysoké. Poukázali na to, že vzťah medzi volatilitou výmenného kurzu a zahraničným obchodom nie je lineárny, ako sa predpokladá vo väčšine štúdií. Ich teoretický model predpovedá, že spomínaný vzťah je konvexný, čo znamená, že s postupným približovaním sa volatility k nule stúpa hraničný prírastok obchodu progresívne. Intuícia za týmto výsledkom je založená na dvoch skutočnostiach. Po prvé, výmenný kurz ovplyvňuje viac malé ako veľké firmy.¹⁷ Po druhé, v EÚ prevažujú pri rozdelení firiem podľa veľkosti malé firmy. Predstavený teoretický model tak predpokladá, že po vstupe do eurozóny sa zvýši nielen objem predaja už vyvážajúcich firiem, ale taktiež samotný počet exportujúcich firiem. Z empirických testov vyplynulo, že zásluhou členstva v eurozóne možno zvýšiť zahraničný obchod od 70 % do 112 %.

Hoci exaktné vyčíslenie nárastu zahraničného obchodu v dôsledku zavedenia eura zatiaľ pre krátky čas od jeho vzniku nie je možné, historický vývoj zahraničného obchodu eurozóny už potvrdzuje, že menová integrácia mala celkovo pozitívny účinok na rozvoj vnútorného obchodu, ako aj obchodu členských štátov eurozóny s tretími krajinami.¹⁸

Empirické testovanie vplyvu menovej integrácie prispelo aj k definovaniu ďalších kritérií pre optimálnu menovú oblasť, ktoré navrhli Baldwin a Taglioni (2004). Doplnili tak tradičné ekonomické kritériá akými sú otvorenosť ekonomiky, mobilita na trhu práce a diverzifikácia exportu.¹⁹ Výsledky ich testovaní potvrdili, že miera integrácie krajiny s menovou úniou vplýva pozitívne na rozvoj vzájomného obchodu. Nárast bilaterálneho obchodu medzi novým členom a menovou úniou je o to výraznejší, čím čulejšie boli obchodné vzťahy medzi nimi už pred samotnou integráciou. Druhým zistením je, že členstvo v menovej únii zvyšuje bilaterálny obchod v sektoroch, kde je miera konkurencie relatívne nízka. Toto zistenie priamo súvisí s efektom cenovej transparentnosti.

Odhad pre Slovensko

Ako bolo zdôraznené v úvode časti 2.1, Slovensko je tradičným príkladom malej otvorenej ekonomiky, ktorá je plnohodnotne integrovaná do medzinárodných obchodných a finančných tokov. Slovensko je tesne po Estónsku druhou najotvorenejšou krajinou zo skupiny 8 nových členských krajín EÚ (graf 1). Súčasne má otvorenejšiu pozíciu aj v porovnaní s krajinami, ktoré už participujú v systéme výmenných kurzov ERM II a plánujú prijať euro v najbližších dvoch až troch rokoch.²⁰

¹⁷ Veľké firmy sa môžu zaistiť proti kurzovému riziku, čo je však finančne náročné. Pre malé firmy je preto zaistenie sa väčšinou nedostupnou formou ochrany pred kurzovým rizikom.

¹⁸ Odhad tzv. Roseovho efektu pre jednotlivé krajiny eurozóny je uvedený v štúdiu Baldwin a Taglioni (2004), ktorí dezagregovali celkový efekt pre eurozónu podľa štúdie Miccoa a kol. (2003).

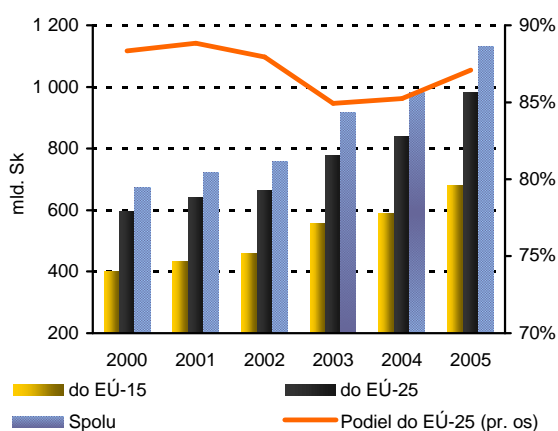
¹⁹ Tradičné ekonomické kritériá sú bližšie rozvedené v časti 5.7, rozoberajúcej teóriu optimálnej menovej oblasti.

²⁰ Estónsko, Litva a Slovensko vstúpili do ERM II v júni 2004 a plánujú zaviesť euro v roku 2007. V prípade Lotyšska, ktoré vstúpilo spolu s Maltou a Cyplom do ERM II v apríli 2005 je zavedenie spoločnej európskej meny plánované na rok 2008.

Zahraničný obchod sa stal jedným z nosných pilierov ekonomického rastu Slovenska, ktoré takto využíva svoj potenciál zosobnený v konkurencieschopnej ponuke práce a priaznivom ekonomickom prostredí. Prílev priamych zahraničných investícií a očakávané spustenie výroby v už realizovaných investičných projektoch²¹ dávajú predpoklad na ďalšiu expanziu vývozu v nasledujúcich rokoch.

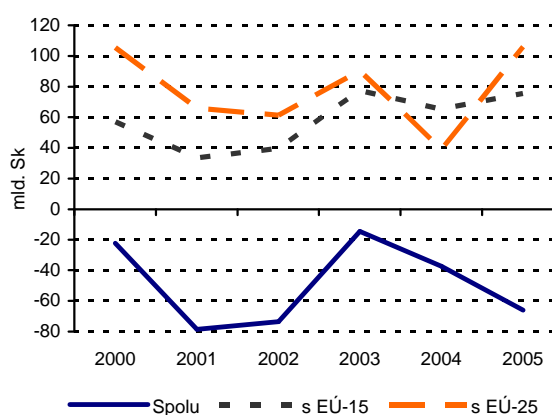
Pri odhade vplyvu spoločnej meny na zahraničný obchod je potrebné si uvedomiť, že do členských krajín EÚ (EÚ-25) smeruje viac ako 85 % slovenského exportu (graf 10). Ešte zaujímavejší výsledok získame, ak budeme analyzovať obchodnú bilanciu Slovenska cez teritoriálne hľadisko. Z grafu 11 je zrejmé, že s krajinami „európskej pätnástky“, ako aj s rozšírenou EÚ dosahujeme kladnú obchodnú bilanciu. Skutočnosť, že vývoz do krajín EÚ každoročne rastie, nám dáva predpoklad na znižovanie deficitu obchodnej bilancie (v prípade, že vývoz bude rásť rýchlejšie ako dovoz), ktorá je okrem iného spôsobená aj dovozom strategických surovín (najmä v energetike a petrochémii), alebo tzv. investičnými dovozmi.²²

Graf 10 Vývoj exportu Slovenska



Zdroj: Eurostat.

Graf 11 Obchodná bilancia Slovenska



Zdroj: Eurostat.

Po začlenení Slovenska a ostatných nových členských krajín do eurozóny možno očakávať nárast zahraničného obchodu Slovenska s eurozónou približne o 60 %, ²³ čoho výsledkom bude zvýšenie celkového zahraničného obchodu o približne 50 %. ²⁴ V prípade dôkladnejšej liberalizácie trhu služieb, ktorý zostáva pre EÚ skôr záležitosťou budúcnosti než súčasnosti, možno očakávať ešte zreteľnejší nárast obchodu medzi členmi eurozóny. Avšak aj zvýšenie zahraničného obchodu o polovicu je ekonomicky významné, a to hlavne z pohľadu jeho dosahu na ekonomickú výkonnosť ekonomiky ako bude podrobnejšie rozobraté v časti 3.3.

3.2. Prílev priamych zahraničných investícií

Jedným z predpokladov, ktorý sa očakáva v súvislosti so zavedením eura je aj zvýšenie prílivu priamych zahraničných investícií (PZI) na Slovensko. PZI sú významným faktorom pre ekonomický rast a zohrávajú významnú úlohu pri rozvoji hospodárstva najmä v tranzitívnych ekonomikách, akou je aj Slovenská republika.

²¹ Ide najmä o investície do automobilového priemyslu a ich dodávateľskú sieť, ktoré sú prednostne zamerané na vývoz svojej produkcie.

²² Investičným dovozom je napríklad dovoz technológií, ktoré majú z hodnotového hľadiska vysokú cenu, no na druhej strane ich implementácia bude pôsobiť stimulačným spôsobom na exportnú aktivitu Slovenska v budúcnosti.

²³ Pri odhade sme použili strednú hodnotu rozpätia zo štúdie Rose a Stanley (2005). Keďže ide o prierezovú analýzu odhadov vplyvov menovej únie na zahraničný obchod, považujeme tento prístup za objektívny.

²⁴ Pre tento indikatívny výpočet sme použili aktuálny podiel vývozu do členských štátov EÚ na celkovom vývoze Slovenska ($0,5 = 0,6 \cdot 0,85$).

Box 2 Vplyv zavedenia eura na priame zahraničné investície v eurozóne

Pred zavedením eura sa odstránenie transakčných nákladov a redukcia volatility výmenných kurzov považovali za základné predpokladané vplyvy, ktoré mali pozitívne ovplyvňovať prílev PZI a investičné prostredie v eurozóne.

Na základe štatistík možno pozorovať koncom 90. rokov minulého storočia obrovský rozmach PZI v rámci eurozóny, keď objem finančných tokov smerujúcich z eurozóny stúpol zo 110 (1996) na 680 mld. EUR (2000) a objem finančných tokov smerujúcich do eurozóny stúpol 11-násobne zo 60 na 690 mld. EUR.

V súčasnej dobe možno pozorovať pokles PZI v rámci eurozóny, a to pri finančných tokoch smerujúcich z eurozóny na 307 mld. EUR (2001) a pri finančných tokoch smerujúcich do eurozóny na 320 mld. EUR (2001).

Tento trend však treba vnímať na pozadí viacerých faktorov, ktoré koncom 90. rokov vplývali na rozvoj hospodárstva. Najvýznamnejším faktorom bola zintenzívňujúca sa globalizácia, keď mnohé krajiny OECD dosiahli významné prírastky v rámci PZI. Ďalším významným faktorom bola vlna fúzií a akvizícií, ktorých hlavná aktivita sa sústredila hlavne v spomenutom období. Navyše sa v tomto období na akciových trhoch vytvorila investičná bublina, ktorá prispela k rastu cien akcií, čo malo dopad na štatistiky o PZI.

Pri porovnaní rokov 1996 – 1998 s rokmi 1999 – 2001 možno skonštatovať, že tok PZI smerujúcich do krajín eurozóny významne vzrástol v porovnaní s tokom PZI smerujúcich do krajín EÚ mimo eurozóny. Tok PZI smerujúcich do krajín EÚ mimo eurozóny poklesol z 37 % v roku 1998 na 20 % v roku 2001. Tento úbytok PZI v EÚ krajinách mimo eurozóny zodpovedal prírastku PZI v krajinách eurozóny. Príliv PZI v eurozóne z hľadiska teritoriálnej štruktúry pochádzal predovšetkým zo samotných krajín EÚ, t. j. išlo o zvýšenie vzájomného investovania medzi krajinami EÚ. Zaznamenaný bol však aj prílev PZI pochádzajúcich z krajín mimo EÚ (Tabellini 2004).

Analýza HM Treasury (2003b) pre Veľkú Britániu, ktorá nezaviedla euro, a preto je zaujímavé ju porovnávať s krajinami eurozóny, rovnako konštatuje, že po zavedení eura sa zvýšil vzájomný tok PZI medzi krajinami eurozóny. V rovnakom časovom období od zavedenia eura však prílev PZI do Veľkej Británie oproti ostatným členom eurozóny klesol. Pri tejto analýze však treba brať do úvahy už spomenuté efekty z konca 90. rokov. Taktiež prílev PZI do Veľkej Británie nemožno chápať tradične len ako investície do zakladania nových podnikov „na zelenej lúke“ alebo do privatizácie podnikov, ako je to v tranzitívnych ekonomikách. Pri investíciách vo Veľkej Británii ide najmä o portfóliové investície a investovanie na akciových trhoch. Preto pri porovnávaní prílevu PZI do eurozóny a Veľkej Británie po zavedení eura treba zohľadniť tieto faktory.

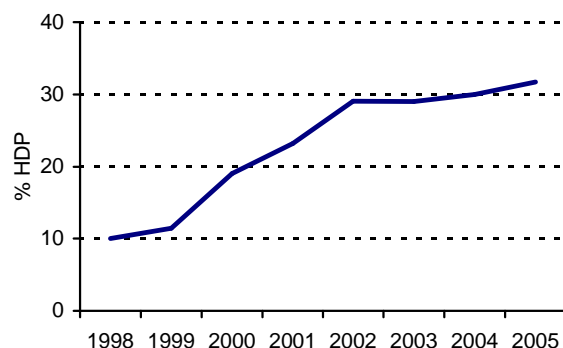
V prípade PZI je teda veľmi ťažko empiricky zistiť dopady zo zavedenia eura v krajinách eurozóny. Na základe analýzy tokov PZI do eurozóny možno skonštatovať, že po zavedení eura sa zvýšila jej atraktivita pre umiestnenie PZI. Napriek tomu umiestnenie PZI je determinované veľkým množstvom faktorov, ktorých vplyv veľmi sťažuje odhad presných dopadov zo zavedenia eura na PZI (Európska komisia 2003).

Možné vplyvy na výšku priamych zahraničných investícií pre Slovensko po jeho vstupe do eurozóny

Rozhodovanie o umiestnení investície je zložitý proces, pri ktorom zohráva úlohu množstvo faktorov, ktoré sa vzájomne ovplyvňujú a dopĺňujú. Dôležitý je tu predovšetkým investičný zámer, ktorý sa snažia investori realizovať v krajine, kde umiestňujú investíciu. Prílev PZI do cieľovej krajiny sa uskutočňuje na základe snahy (i) o prienik na nové trhy (PZI vznikajú, aby obslúžili domáci trh alebo zaistili produkciu určenú pre export), (ii) za účelom zabezpečenia si zdrojov (PZI sa uskutočňujú aby si zabezpečili zdroje, ktoré sú v domácej krajine nedostupné), alebo (iii) za účelom dosiahnutia vyššej produktivity (PZI prichádzajú do krajiny, kde môžu dosiahnuť vyššiu produktivitu ako v domácej krajine).

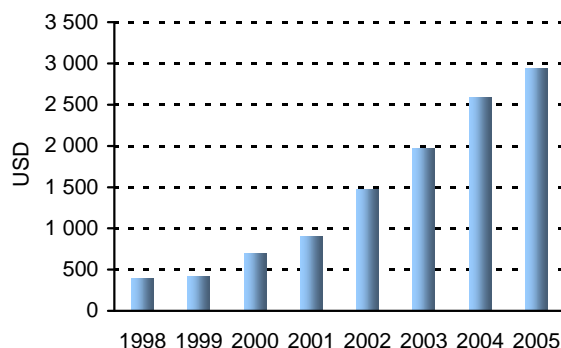
Jedným z hlavných dôvodov pre prílev PZI do tranzitívnych ekonomík bolo zabezpečenie si prístupu na trh a možnosť účasti na privatizačnom procese v týchto krajinách (Baniak a kol., 2002). V súčasnej dobe je úroveň PZI viac ako 30 % HDP Slovenska.

Graf 12 Podiel PZI na HDP v SR



Zdroj: NBS.

Graf 13 Podiel PZI na obyvateľa SR



Zdroj: NBS.

Z hľadiska teritoriálnej štruktúry pôvodu PZI na Slovensku pochádza 88 % z krajín EÚ, z toho 67 % je priamo z krajín eurozóny (graf 14). Pri doterajšom príleve PZI išlo predovšetkým o prílev dlhodobého kapitálu, a to najmä z krajín EÚ. Zavedenie eura na Slovensku by preto malo z pohľadu teritoriálnej štruktúry mať pozitívny vplyv na dodatočné zvýšenie PZI z krajín eurozóny.

V rámci analýzy odvetvovej štruktúry (graf 15) možno skonštatovať, že najviac PZI smerovalo do priemyselnej výroby. PZI v priemyselnej výrobe prispeli okrem tvorby nových pracovných miest aj k zavádzaniu nových technológií, transferu „know-how“ a výrobných technológií s vysokou pridanou hodnotou. Tieto pozitívne efekty, ktoré súvisia s prílevom PZI sa následne prejavili v raste produktivity práce, viedli k rozvoju kvalifikácie domácej pracovnej sily a prostredníctvom spolupráce s domácimi firmami aj k postupnej kultivácii domáceho ekonomického prostredia.

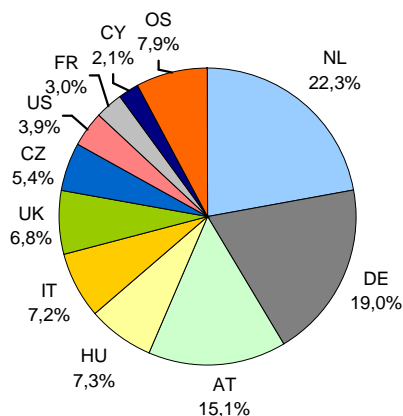
Ďalším významným sektorom kam smerovali PZI bolo finančné sprostredkovanie. Tento trend bol zapríčinený najmä privatizáciou bankového sektora na Slovensku, pričom investičný kapitál pochádzal najmä z krajín EÚ.

Na základe určitých teoretických predpokladov a praktických skúseností z eurozóny možno konštatovať, že zavedenie eura na Slovensku môže mať v budúcnosti pozitívny vplyv na prílev PZI. Medzi hlavné faktory, ktoré by mali prispieť k zvýšenému prílevu PZI po zavedení eura patrí odstránenie volatility výmenného kurzu, zníženie nákladov na kapitál a odstránenie transakčných nákladov.

Úroveň výmenného kurzu je nezanedbateľným faktorom, ktorý ovplyvňuje výšku investície, výšku zisku, a tým aj celkovú ziskovosť investičného projektu. Volatilita výmenného kurzu má v krajine pôvodu PZI vplyv na výnosy zo zahraničnej pobočky prostredníctvom konverzie mien, kde zmeny kurzu môžu ovplyvniť výšku zisku (HM Treasury, 2003a).

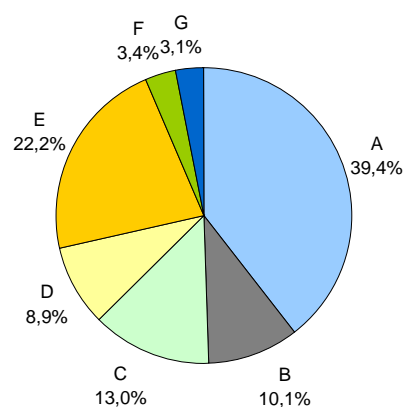
Odstránenie neistoty plynúcej z volatility výmenného kurzu vplyva na zníženie rizikovej prémie z kurzového rizika, ktoré vedie k zníženiu úrokovej sadzby a následne k nižším nákladom na kapitál (podrobnejšie v časti 2.6). Empirické odhady prichádzajú k záveru, že v prípade Poľska by dlhodobá úroková miera po vstupe do eurozóny mohla klesnúť o 150 – 200 bázických bodov, v prípade vstupu Maďarska sa tento efekt očakáva na úrovni 150 – 300 bázických bodov (Borowski a kol., 2004). Na základe týchto empirických výskumov možno preto predpokladať, že aj v prípade Slovenska po zavedení eura dôjde k zníženiu nákladov na

kapitál, čím by sa mala zvýšiť atraktivita investovania na Slovensku pre investorov z krajín eurozóny (v časti 2.6 indikatívne odhadujeme zníženie reálnych nákladov na podnikové úvery na Slovensku približne o 0,5-1 percentuálny bod).

Graf 14 Teritoriálna štruktúra PZI

NL – Holandsko, DE – Nemecko, AT – Rakúsko, HU – Maďarsko, IT – Taliansko, UK – Veľká Británia, CZ – Česká republika, US – USA, FR – Francúzsko, CY – Cyprus, OS – Ostatné krajiny

Zdroj: NBS.

Graf 15 Odvetvová štruktúra PZI

A – Priemyselná výroba, B – Výroba a rozvod elektriny, plynu a vody, C – Veľkoobchod a maloobchod, oprava motorových vozidiel, motocyklov a spotrebného tovaru, D – Doprava, skladovanie, pošty a telekomunikácie, E – Finančné sprostredkovanie, F – Nehnuteľnosti, prenájom a iné obchodné činnosti, G – Iné

Zdroj: NBS.

Okrem spomínaných efektov prispeje zavedenie eura k odstráneniu transakčných nákladov a pravdepodobne prinesie aj zvýšenie kredibility a ratingu SR a slovenského podnikateľského prostredia, čo tiež bude vplývať na znižovanie celkových nákladov na kapitál a bude prispievať k zvýšenému ekonomickému rastu. Perspektíva vstupu Slovenska do eurozóny už v súčasnosti prispieva k tomu, že SR má najlepší rating spomedzi krajín V4.

Samotná kvantifikácia dodatočného prílevu PZI na Slovensko z dôvodu zavedenia eura je však značne zložitá, vzhľadom na množstvo faktorov ovplyvňujúcich prílev PZI. Problémom pri kvantifikácii vplyvu spoločnej meny na PZI je aj relatívne krátka doba existencie eura a z toho plynúca slabá údajová báza pre analyzovanie dlhodobých efektov. Rovnako zložitým problémom je aj značná variabilita a volatilita v rámci PZI, s ktorou súvisí problém investičných aktivít v 90. rokoch vedúcich ku skresleniu dlhodobých analýz tokov PZI.

Napriek tomu možno konštatovať, že zavedenie eura malo jednoznačne pozitívny vplyv na výšku PZI v rámci eurozóny a viedlo k rastu atraktivity krajín eurozóny pre umiestnenie PZI. Možno preto predpokladať, že zavedenie eura na Slovensku bude mať rovnako pozitívny efekt na prílev PZI ako v krajinách eurozóny a prispeje k zvýšenému prílevu investícií na Slovensko.

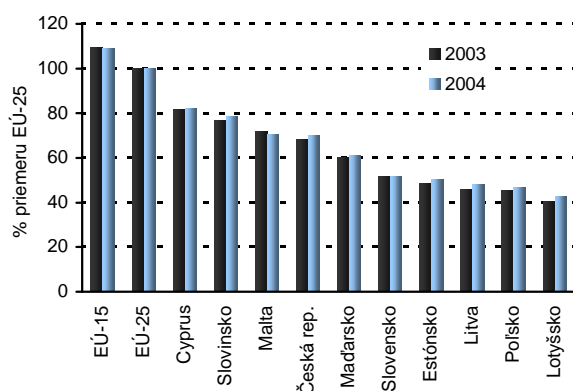
Prílev priamych zahraničných investícií predstavuje jeden z významných faktorov ekonomického rastu. Zohráva významnú úlohu pri rozvoji hospodárstva najmä v tranzitívnych ekonomikách, akou je aj Slovenská republika. Práve zvýšený prílev PZI môže urýchliť proces dobiehania ekonomiky Slovenska ku krajinám eurozóny.

3.3. Zrýchlenie ekonomického rastu a zvýšenie životnej úrovne

Predchádzajúce časti poukázali na to, že zavedenie eura prispeje k intenzívnejšiemu prílevu priamych zahraničných investícií a zvýšeniu zahraničného obchodu Slovenska, a tým posilní konkurenciu na slovenskom trhu. Vďaka týmto faktorom môžeme očakávať, že spoločná

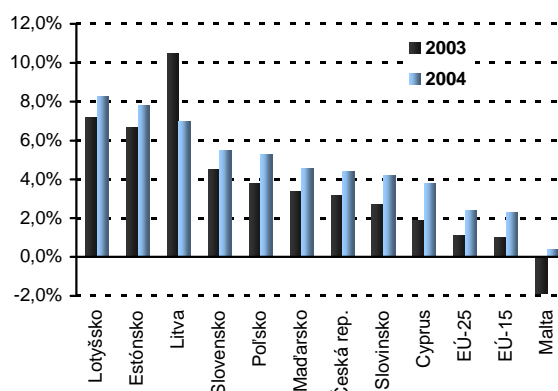
mena pozitívne ovplyvní ekonomický rast a následne sa premietne do rastu životnej úrovne obyvateľov. Aktuálna úroveň HDP na obyvateľa, prepočítaná podľa parity kúpnej sily, dosahuje niečo viac ako polovicu z priemeru členských krajín EÚ (graf 16). Tým, že zavedenie eura bude pozitívne vplyvať na ekonomický rast, dopomôže k rýchlejšiemu približovaniu životnej úrovne Slovenska k európskemu priemeru.

Graf 16 HDP na obyvateľa (v PKS)



Zdroj: Eurostat.

Graf 17 Reálny rast HDP



Zdroj: Eurostat.

Vzťah medzi vstupom krajiny do menovej únie a výkonom ekonomiky je nepriamy a je omnoho komplexnejší, ako napríklad prepojenie medzi spoločnou menou a zahraničným obchodom či PZI. Navyše, pozitívne efekty sa prejavujú až v strednodobom, alebo dlhodobom horizonte. Ak si uvedomíme, že ekonomický rast a životná úroveň sú pre tvorcov hospodárskej politiky cieľovými (a teda svojím spôsobom konečnými) veličinami, nie je toto zistenie ničím prekvapujúce.

Zahraničný obchod vytvára hlavný kanál, prostredníctvom ktorého sa priame pozitívne vplyvy spoločnej meny prenášajú až na celkovú výkonnosť ekonomiky a to tým, že prispieva k realokácii dostupných zdrojov a následne ich efektívnejšiemu využitiu. Pri príleve PZI zase dochádza k transferu nových technológií a postupov, ktoré zvyšujú hlavnú zložku ekonomického rastu – celkový faktor produktivity. PZI týmto samozrejme podporujú aj rast obchodu, takže tieto dva kanály musíme vnímať ako navzájom prepojené.

Zahraničný obchod

Teórie zaoberajúce sa efektmi zahraničného obchodu hovoria, že liberalizácia obchodu vedie k zvýšeniu efektívnej alokácie výrobných faktorov. Výsledkom je väčšia špecializácia krajín vo výrobe v závislosti od komparatívnych výhod. Ak sa krajiny špecializujú, môžu dosiahnuť vyššiu produkciu, čím sa zvýši ekonomický rast.²⁵ Zvýšenie produkcie je možné v dôsledku rozšírenia spotrebiteľského trhu a do popredia sa tak dostáva pozitívny efekt úspor z rozsahu (economies of scale). V tomto prostredí sa znižujú jednotkové výrobné náklady a vytvára sa tak dodatočný tlak na súťaživosť medzi firmami.

Napriek tomu, že zavedenie eura neovplyvní veľkosť trhu, určite bude mať vplyv na alokáciu výrobných faktorov – najmä kapitálu. Ako bolo vysvetlené v kapitole 2, zavedenie spoločnej meny povedie k poklesu reálnych úrokových sadzieb, odstráneniu kurzového rizika voči euru a zníženiu volatility výmenného kurzu voči ostatným menám. Tieto skutočnosti následne podnietia dva kľúčové procesy. Na jednej strane sa vďaka zníženým nákladom na získanie kapitálu zvýšia investície, čo prispeje k akumulácii fyzického kapitálu. Podľa Wacziarga

²⁵ Wacziarg (2001), pp. 394.

(2001) akumulácia fyzického kapitálu zásluhou zvýšenej miery domácich investícií vysvetľuje 46 % až 63 % z celkového pozitívneho vplyvu zahraničného obchodu na ekonomický rast. Na strane druhej sa zásluhou odstránenia, resp. zníženia kurzových rizík zvýši produkcia, keďže aj pre menšie firmy bude výhodné exportovať aspoň časť svojich výrobkov. V oboch prípadoch bude výsledkom pozitívny vplyv na ekonomický rast krajiny.

Beck a kol. (2000) empiricky skúmali úlohu finančného sektora pre ekonomický rast. V štúdií konštatujú, že finanční sprostredkovatelia majú významný pozitívny vplyv na rast celkovej produktivity výrobných faktorov, ktorá následne ovplyvňuje ekonomický rast krajiny. V ďalšej štúdií Beck a Levine (2002) poukázali na pozitívnu úlohu finančného sektora pri dosahovaní silnejšieho ekonomického rastu nielen prostredníctvom bánk, ale napríklad aj cez burzy cenných papierov.²⁶ Preto v prípade, že by zavedenie jednotnej meny prispelo k vyššej konkurencii vo finančnom sektore, resp. k tlaku na zlepšenie možností získavania finančných prostriedkov prostredníctvom burzy, mohli by sme očakávať príspevok k ekonomickému rastu aj z tohto zdroja. Na Slovensku sa však zdajú byť tieto možnosti obmedzené. Väčšina slovenských bánk a finančných inštitúcií je vlastnená zahraničnými bankami, ktoré sa už postarali o zefektívnenie chodu slovenského finančného sektora. Keďže Slovensko má pomerne slabo rozvinutý trh s cennými papiermi, jeho zlepšenie by mohlo mať isté prínosy. Avšak aj tu sú možnosti značne obmedzené, vzhľadom na to, že na Slovensku podniká iba málo firiem s dostatočne vysokou kapitalizáciou. Navyše, mnohé firmy sú vlastnené zahraničnými investormi, ktorí sú schopní získavať finančné prostriedky v zahraničí.

Vzťah medzi zahraničným obchodom a hospodárskym výkonom krajiny sa v literatúre venovala veľká pozornosť. Jednotlivé štúdie poukazovali na dôležitosť zahraničného obchodu, alebo naopak na jeho relatívne nízky význam pre ekonomický rast krajiny. Hlavným dôvodom pre tieto nejednotné závery bolo používanie rôznych ekonometrických techník a definícií otvorenosti ekonomiky. Nedávne štúdie (napr. Frankel a Rose, 2002 a Irwin a Terviö, 2000) riešia mnohé z pôvodných kritických pripomienok základného výskumu a uzatvárajú, že zahraničný obchod naozaj vplýva pozitívne na ekonomický rast. Podľa Frankela a Rosea (2002) nárast pomeru zahraničného obchodu k HDP o jeden percentuálny bod môže viesť k zvýšeniu HDP na obyvateľa o jednu tretinu p. b.

Priame zahraničné investície

PZI môžu prispieť k rastu hospodárstva dvoma hlavnými spôsobmi: (i) prostredníctvom prílevu kapitálu a (ii) zvyšovaním celkového faktora produktivity. PZI sa teda môžu v prvom rade postarať o priame zvýšenie zásob kapitálu, čím vytvárajú potenciál pre zvýšený ekonomický rast. Tu je však potrebné podotknúť, že PZI nie sú synonymom pre dodatočné investície. Vo väčšine prípadov ide hlavne o zmenu vlastníctva, kde zahraniční investori akvizíciami alebo kúpou väčšinových podielov v existujúcich prevádzkach získavajú kontrolu nad domácimi firmami. Omnoho dôležitejší prínos PZI možno preto očakávať vo forme zvýšenej produktivity, ktorý by mal byť podnietený hlavne (i) transferom moderných technológií, výrobných metód a postupov, (ii) transferom nových manažérskych prístupov v riadení ľudských zdrojov (napr. lepšie školenia zamestnancov) a (iii) celkovo zvýšenou konkurenciou na trhu. Dôležitosť príspevku týchto faktorov k zvýšeniu produktivity je zrejmá, keď si uvedomíme, že práve produktivita je hlavným zdrojom zvyšovania rastu potenciálneho HDP.

Štúdie zaoberajúce sa vplyvmi PZI na domáce hospodárstvo sa preto zamerali hlavne na vzťah medzi PZI a produktivitou (resp. PZI a pozitívnymi externalitami) a iba v menšej miere

²⁶ Beck a Levine (2002), podobne ako Beck a kol. (2000), používajú ako indikátor rozvoja finančného sektora podiel všetkých úverov bánk súkromnému sektoru na HDP.

na prepojenie medzi PZI a domácou zásobou kapitálu. Z dostupných výskumných prác vypracovaných pre USA a Veľkú Britániu je zrejmé, že produktivita práce v spoločnostiach vlastnených zahraničnými investormi je vyššia ako v prípade domácich firiem.²⁷ Avšak ešte výraznejší rozdiel v produktivite bol zaznamenaný medzi nadnárodnými a domácimi firmami.²⁸ Bez ohľadu na to, či teda ide o efekt spôsobený PZI alebo skôr nadnárodnými spoločnosťami, v prípade Veľkej Británie bol zistený rozdiel v produktivite medzi firmami vlastnenými cudzincami a domácimi firmami okolo 20 %.²⁹

Literatúra koncentrujúca sa na externality pochádzajúce z nadnárodných korporácií je relatívne rozsiahla. Baldwin a kol. (2005) poukazujú na to, že väčšie množstvá PZI viedli k rýchlejšiemu rastu produktivity práce, ktorý bol výsledkom vedľajších dopadov nových technológií. Kým počiatočné štúdie poukazovali na vysoké pozitívne externality,³⁰ nedávnejšie práce ponúkajú o čosi striedmejšie odhady. Haskel a kol. (2002) testovali výkonnosť produktivity na širokej vzorke anglických priemyselných podnikov a dospeli k záveru, že nárast PZI o 10 % vedie k zvýšeniu celkového faktora produktivity ostatných domácich firiem o 0,5 %. Ide síce o malý, avšak štatisticky dobre podložený efekt. V prípade Slovenska môžeme počítat' so silnejšími efektmi, keďže rozdiel v technológiách medzi zahraničnými a domácimi producentmi je v zásade vyšší ako vo vyspelých štátoch. Je tiež potrebné pripomenúť, že v tomto prípade ide o vedľajšie efekty PZI na domáce firmy, a teda nie o ich priamy prínos k produktivite v rámci samotných firiem, kam PZI smerujú. Silný pozitívny vplyv PZI na rast produktivity práce na Slovensku môžeme očakávať tiež na základe doterajších trendov, kde pozorujeme, že zahraničné firmy investujúce na Slovensku implementujú rovnaké technológie ako vo svojich materských spoločnostiach, čím sledujú dosahovanie vysokej produktivity.³¹

V súvislosti s prílevom PZI je však potrebné poznamenať, že ich pozitívny vplyv na domáce ekonomické prostredie závisí od úrovne vyspelosti krajiny každej krajiny. Pozitívne externality PZI sa môžu dostaviť iba ak je domáce prostredie schopné ich absorbovať. Rozšírenie prínosov z PZI závisí od toho, či sú krajiny schopné poskytnúť zahraničným investorom nielen určitú kombináciu ekonomických zvýhodnení ale aj dostatočný počet kvalifikovanej pracovnej sily, ktorá je schopná používať vyspelé technológie. V prípade, že nie je k dispozícii dostatočne kvalifikovaná pracovná sila a potrebná úroveň technologických znalostí, stúpajú pre investora náklady na investíciu v zahraničí a krajina sa tým stáva menej atraktívnou pre umiestnenie PZI (Blomstrom a Kokko, 2001). Slovensko by v blízkej budúcnosti, aj v dôsledku reformných snáh v oblasti školstva, nemalo byť konfrontované s takýmito nedostatkami. Celkovo preto môžeme očakávať, že spoločná mena zvýši atraktivitu Slovenska pre PZI, ktoré budú následne prispievať k produktivite práce, a teda celkovému ekonomickému rastu.

Odhad vplyvu eura na výkonnosť ekonomiky

Priamym vplyvom zavedenia spoločnej meny na hrubý domáci produkt sa nezaobera veľké množstvo štúdií. O kvantifikáciu tohto efektu sa pokúšajú napr. Frankel a Rose (2002). V prvom kroku odhadujú aký dosah má členstvo v menovej únii na obchod. Druhý krok je vyčíslením vplyvu zahraničného obchodu na hrubý domáci produkt. Z ich analýzy vyplýva,

²⁷ Pre Veľkú Britániu Griffith a Simpson (2001); pre USA Doms and Jensen (1998).

²⁸ Doms a Jensen (1998) dospievajú k tomuto záveru pre USA a Criscuolo a Martin (2002) pre Veľkú Britániu.

²⁹ Takéto porovnania môžu byť problematické, vzhľadom na selekciu PZI. Keďže mnohé PZI prichádzajú vo forme akvizícií a fúzií, nie je vylúčené, že zahraniční investori si vyberajú tie najlepšie firmy s najväčšou produktivitou. V tom prípade je ťažké implikovať kauzalitu medzi PZI a vyššou produktivitou práce.

³⁰ Caves (1974), Blomstrom (1989), Borensztein a kol. (1998).

³¹ Aj to je príčinou, že pri relatívne vysokom príleve PZI je ich vplyv na rast zamestnanosti dost' nízky.

že zvýšenie medzinárodného obchodu o 1 % by malo viesť k zvýšeniu HDP o jednu tretinu percenta. Vplyv prijatia spoločnej meny na ekonomický rast krajiny je teda kombináciou efektu menovej únie na zahraničný obchod a efektu zvýšenia obchodu na HDP. Pri tomto odhade predpokladáme, že prorastový vplyv PZI je v ňom zakomponovaný, keďže Frankel a Rose neočísťovali svoje odhady o zmenu PZI. Aj v tomto prípade môžeme konštatovať, že výhody z členstva v menovej únii vo forme dynamickejšieho rastu HDP rastú s otvorenosťou ekonomiky.

V tejto súvislosti a vzhľadom na očakávaný príspevok zavedenia eura na zvýšenie zahraničného obchodu by malo na Slovensku v nasledujúcich 20 rokoch dôjsť k zvýšeniu úrovne HDP o 7 až 20 %. Teda každoročne by spoločná mena zvýšila výkonnosť domácej ekonomiky o približne $0,7 \% \pm 0,3 \%$.

4. Náklady a nevýhody zavedenia eura

Medzi nevýhody zavedenia eura patria jednorazové náklady na zavedenie eura a trvalá nevýhoda zo straty nezávislosti menovej politiky. Jednorazové náklady na menovú výmenu vzniknú v období jedného až troch rokov pred vstupom do eurozóny, alebo tesne po zavedení eura. Strata nezávislej menovej politiky bude trvalou nevýhodou zo vstupu do eurozóny, aj keď jej intenzita sa môže časom meniť. Predpokladáme, že s postupnou synchronizáciou hospodárskych cyklov a štruktúry ekonomiky Slovenska s eurozónou straty zo vzdania sa vlastnej menovej politiky klesnú. Špecifickou trvalou nevýhodou je pokles výnosov bánk zo zmenárenských činností a devízových obchodov, ktorý bude mať dopad aj na zisky bánk.

4.1. Jednorazové náklady na zavedenie eura

Zavedenie eura na Slovensku si vyžiada zo strany bánk, podnikateľských subjektov, ale aj štátnej správy jednorazové náklady. Tieto náklady sa nebudú hradieť z verejných zdrojov a každý podnikateľský subjekt si ich bude musieť pokryť sám. Dôležitým faktorom pri minimalizácii nákladov na zavedenie eura je správna organizácia a načasovanie prípravných prác pri zavádzaní eura. Na mnohé kroky spojené so zavedením eura sa budú podnikatelia pripravovať už 2 – 3 roky vopred. Pri dobre organizovanej a dostatočne dlhodobej príprave možno viaceré druhy nákladov nefinančných spoločností minimalizovať alebo dokonca úplne eliminovať. Osobitne úpravy informačných systémov sa dajú v nasledujúcich troch rokoch zakomponovať do pravidelných aktualizácií a úprav s podstatne nižšími nákladmi, ako keby sa systémy upravovali výlučne pre (ne)kompatibilitu s eurom.

Rozsah príprav podnikateľov bude závisieť predovšetkým od veľkosti podnikateľského subjektu a tiež od druhu činností, ktoré firmy vykonávajú. Medzi najdôležitejšie úlohy, ktoré budú musieť podnikateľské subjekty vykonať, bude patriť najmä adaptácia informačných systémov, usporiadanie vzťahov so zamestnancami, dodávateľmi, odberateľmi a vlastnou bankou. Podniky sa tiež musia pripraviť na legislatívne zmeny, ktoré sa ich dotknú najmä v oblasti daní a účtovníctva. Rozsah všetkých týchto úloh a ich efektívna realizácia bude priamo vplývať na výšku nákladov zo zavedenia eura.

Softvér a informačné systémy

Zmeny softvéru a informačných systémov sa budú týkať pravdepodobne každého podnikateľského subjektu. Zmeny sa dotknú všetkých informačných systémov a softvérov, ktoré pracujú s finančnými informáciami. Dôležité je, aby podnikatelia vykonali v dostatočnom predstihu audit svojich informačných systémov na zistenie potrebných konkrétnych krokov na ich adaptáciu. Úprava zložitých a veľkých informačných systémov môže trvať dva roky, prípadne aj dlhšie, a preto je potrebné začať s prípravou dostatočne včas. Rozsah konverzie informačných systémov bude závisieť aj od druhu činnosti a veľkosti podnikateľského subjektu. Osobitnú pozornosť bude potrebné venovať zabezpečeniu vzájomnej prepojenosti systémov. Podnikatelia by mali pri svojich budúcich investičných rozhodnutiach v oblasti informačných technológií (IT) vziať do úvahy aj nevyhnutnosť ich konverzie na euro. Ako už bolo spomenuté, niektoré zmeny možno zahrnúť do každoročných aktualizácií programového vybavenia podnikov.

V tejto súvislosti však treba zdôrazniť, že náklady na IT oblasť treba chápať predovšetkým v kontexte investičnej činnosti podnikateľov. Túto časť nákladov si podnikatelia budú môcť v priebehu niekoľkých rokov odpisovať. Tieto náklady preto nemožno vnímať ako tzv. „utopené náklady“.

Duálne oceňovanie, duálny obeh

Dvojité (duálne) oceňovanie bude predstavovať vyjadrenie peňažných hodnôt v korunách aj v eurách. Duálne oceňovanie sa bude vyžadovať všade tam, kde sa spotrebiteľovi uvádza peňažná suma, cena alebo hodnota v domácej mene. Bude sa týkať všetkých cien tovarov a služieb, hodnoty peňažných súm na účtoch, faktúr, bankových služieb, rozpočtovaných nákladov, spotrebiteľských úverov, rôznych platieb a poplatkov, výplatných pásov, dôchodkov a sociálnych dávok, výpisov z účtov občanov a pod. Povinnosť duálne oceňovať budú mať tak právnické, ako aj fyzické osoby.

Duálny obeh bude predstavovať súčasný hotovostný obeh slovenskej meny a eura. Počas neho budú musieť podnikateľské subjekty prijímať platby v oboch menách. Z toho plynú zvýšené nároky na obsluhu hotovostných platieb u podnikateľov. Práve obchodný sektor bude slúžiť ako jeden z kanálov výmeny obeživa. V tomto období bude potrebné prispôsobiť najmä v obchodnom sektore registračné pokladnice a vyškoliť personál.

Vzdelávanie pracovníkov

Konkrétny obsah školenia bude závisieť od potrieb podniku. Pôjde najmä o školenia o zmene informačných systémov podniku, o ochranných prvkoch novej meny a nakladania s ňou. Predpokladá sa, že školenia pre svojich zamestnancov budú uskutočňovať najmä banky a veľké podniky.

Kvantifikácia nákladov

V súčasnej dobe existuje viacero analýz jednorazových nákladov na zavedenie eura. Pri odhade nákladov je veľmi dôležitá aká metodika bola použitá pri ich výpočte, ďalej treba zohľadniť špecifiká jednotlivých krajín, pre ktoré boli odhady urobené a rovnako hospodársku štruktúru, z ktorej môžu vyplývať odlišnosti vo výške nákladov.

Za najviac akceptovanú analýzu jednorazových nákladov na zavedenie eura sa považujú interné odhady nákladov, ktoré vypracovali jednotlivé centrálné banky krajín eurozóny. Tieto odhady sa pohybujú v rozpätí 0,3 % – 0,8 % HDP. Hlavným dôvodom tohto rozpätia je dĺžka prechodného obdobia, ktorá komplikuje presné určenie nákladov.

Náklady pre Holandsko, ktoré boli odhadované De Nederlandsche Bank (centrálnou bankou), boli postupne v priebehu jednotlivých rokov upravované, s tým že posledné odhady nákladov boli vyčíslené v roku 2001 na 7 mld. NGL, čo predstavuje 0,7 % HDP Holandska.

Odhady nákladov, ktoré boli uskutočnené na základe prieskumu Institut für Mittelstandforschung (IFM 1998) pre Nemecko odhadovali náklady v Nemecku na 21,5 mld. DM, čo predstavuje 0,6 % HDP.

Obdobný odhad bol urobený aj pre Rakúsko, kde Wirtschaftskammer Österreich (WKO) odhadla jednorazové náklady na 1,54 mld. EUR čo predstavuje 0,7 % HDP.

Pre odhad jednorazových nákladov existuje najviac štúdií vypracovaných práve pre podmienky Veľkej Británie. Britské odhady nákladov sú však významne vyššie než v iných krajinách. Je to najmä pre systémovú dôležitosť bankového a finančného sektora vo Veľkej Británii, ktorá je finančným centrom celej Európy, a rovnako aj pre odlišnú štruktúru a veľkosť jednotlivých podnikateľských subjektov.

Tabuľka 4 Odhadované náklady na menovú konverziu

Krajina	Náklady v domácej mene (v mld.)	Podiel nákladov na HPD krajiny (v %)
Odhady NCB	0,6 –1,6 EUR	0,3 –0,8
Holandsko (DNB)	7 NGL	0,7
Nemecko (IFM)	21,5 DEM	0,6
Rakúsko (WKO)	1,54 EUR	0,7
UK (Bannock Consulting)	11,7 GBP	1,26
UK (metodika IFM)	5,7 GBP	0,6

Zdroj: ONB 2005, DNB 2001, 1999, IMF 1998, Bannock Consulting 2001.

Bannock Consulting (2001) vo svojej komplexnej štúdií, kde boli vzaté do úvahy viaceré štúdiá a rôzne analýzy odhadov nákladov, predpokladá celkové náklady zo zavedenia eura na 11,7 mld. GBP čo predstavuje 1,26 % HDP. Z toho náklady podnikateľského sektora boli vyčíslené na 10,3 mld. GBP, čo je asi 1,1 % HDP. Náklady bankového sektora by sa mali pohybovať okolo 1 mld. GBP, kým v prípade verejného sektora by mali dosiahnuť niečo okolo 0,4 mld. GBP. Tieto odhady sú založené najmä na prieskume, ktorý vykonal Institute of Chartered Accountants in England and Wales (ICAEW).

Ako uvádza štúdiá Bannock Consulting, v prípade, že by sa metodika IFM odhadu nákladov aplikovala pre Veľkú Britániu tak celkové náklady by dosahovali výšku 5,7 mld. GBP, čo predstavuje 0,6 % HDP. Tento príklad ilustruje skutočnosť ako veľmi záleží na použitej metodike pri odhade nákladov zo zavedenia eura.

Dôležitým faktorom pri posudzovaní nákladov je nielen ich výška ale aj rozdelenie nákladov medzi jednotlivé sektory a ich dopad na ne. Väčšina štúdií a prieskumov sa zamerala na podnikateľský sektor a bankovú sféru.

Najväčšia časť nákladov na zavedenie eura vzniká práve pre podnikateľský sektor. Tomuto sektoru bola preto venovaná najväčšia pozornosť. Rovnako ako v prechádzajúcich prípadoch však odhad nákladov závisel značne od použitej metodiky, ale tiež od určitých špecifických okolností (IT oblasť).

Štúdiá vypracovaná IFM (1998) odhaduje náklady na zavedenie eura v Nemecku na 21,5 mld. DEM, čo predstavuje 0,3 % ročného obratu všetkých nemeckých podnikateľov. Pri prepočte na jedného podnikateľa predstavujú priemerné náklady 7 700 DEM. Pre veľké podniky (ročný obrat viac ako 100 mil. DEM) predstavujú náklady 0,04 % ročného obratu, pre malých podnikateľov (ročný obrat do 1 mil. DEM) predstavujú náklady 2 % ročného obratu. Celkovo na stredných podnikateľov pripadá 94 % celkových nákladov zo zavedenia eura.

Box 3 Náklady britských podnikov v súvislosti so zavedením eura

Odhad urobený centrálnymi bankami krajín eurozóny počíta s tým, že jedna tretina celkových nákladov vznikne práve v bankovom sektore. Tieto náklady predstavujú 0,1 – 0,3 % HDP. Náklady, ktoré sú odhadované pre bankový sektor sú značne závislé od veľkosti bankového a finančného trhu.

Najvyššie náklady na zavedenie eura v rámci bankového sektora sa odhadujú pre Veľkú Britániu, kde ich British Bankers Association vyčísli na 1 mld. GBP. Treba však poznamenať, že napriek tomu, že Veľká Británia nie je členom eurozóny, časti bankového a finančného sektora vzhľadom na svoj význam a postavenie v EÚ, už vznikli náklady v súvislosti so zavedením eura v eurozóne. Ide tu predovšetkým o náklady, ktoré museli vynaložiť britské banky na svoje pobočky v krajinách eurozóny. Tento faktor sa dotkol tiež niektorých britských nadnárodných podnikov, ktoré majú svoje pobočky a obchodné siete v eurozóne.

Odhadom nákladov na podnikateľský sektor sa venovala aj centrálna banka Holandska, ktorá tieto náklady odhadovala prostredníctvom prieskumu u podnikateľov. Tieto náklady boli priebežne upravované.

Z tabuľky 5 možno vidieť, že čím viac sa blížilo zavedenie eura do hotovostného obehu, tým presnejšie sa dali kvantifikovať náklady na zavedenie eura. Ako možno vidieť, najviac nákladov znášal sektor maloobchodu a služieb. Zo štúdie však nie je možné zistiť dopady na jednotlivé podniky podľa veľkosti.

Tabuľka 5 Odhad nákladov na zavedenie eura pre podnikateľské sektory v Holandsku
(v mld. NGL)

Sektor	Marec 1999	Marec 2000	Október 2000	Marec 2001
Priemysel	0,5	0,5	0,9	0,9
Veľkoobchod	0,6	1,0	0,9	0,9
Maloobchod	1,0	1,1	1,5	1,4
Služby	1,1	0,8	1,7	1,5
Ostatné (bez bank. sektora)	1,3	1,9	1,9	1,6
Spolu	4,5	5,3	6,9	6,3
Podiel nákladov spolu na HDP (v %)	0,54	0,59	0,77	0,63

Zdroj: De Nederlandsche Bank, vlastné výpočty.

Bannock Consulting (2001) predpokladá náklady pre podnikateľský sektor vo výške 10,3 mld. GBP. Odhady sú založené na metodológii používanej ICAEW, ktorá spočíva v odhadoch priemerných nákladov, ktoré vznikajú pri implementácii nových legislatívnych predpisov pre podnikateľské subjekty. Pri odhade dopadov sú následne tieto náklady rozdelené na jednotlivé podnikateľské subjekty podľa ich veľkosti.

Tabuľka 6 Odhad nákladov zo zavedenia eura vo Veľkej Británii pre podnikateľské subjekty podľa počtu ich zamestnancov

Počet zamestnancov	Celkový ročný obrat	Počet podnikov	Náklady na zavedenie eura		Podiel nákladov na ročnom obrate (v %)
			Celkovo	Priemer na jeden podnik	
0	90 463	2 324 340	2 324	1 000	2,6
1–9	329 414	1 165 450	4 196	3 600	1,3
10–49	289 058	156 235	1 250	8 000	0,4
50–199	215 769	22 615	380	16 800	0,2
200 a viac	1 239 305	8 305	2 182	262 758	0,2
Spolu	2 164 009	3 676 945	10 332	292 158	0,5

Zdroj: Bannock Consulting 2001.

Zavedenie eura vo Veľkej Británii by malo mať na podnikateľský sektor rovnaké následky ako v Nemecku. Celkové náklady by mali predstavovať 0,5 % ročného obratu všetkých podnikateľských subjektov. Zhoda výsledkov bola rovnako dosiahnutá aj pri prepočítaní nákladov podľa veľkosti podnikov. Náklady veľkých podnikov predstavujú 0,2 % ich ročného obratu, kým náklady podnikov, kde majiteľ je zároveň aj sám zamestnancom (živnostník) predstavujú 2,6 % ročného obratu a pre mikro podniky (1 – 9 zamestnancov) náklady predstavujú 1,3 % ročného obratu. Rozdiel medzi britskou metodikou a nemeckou IFM metodikou je v tom, že ICAEW rozdeľovala podniky podľa počtu ich zamestnancov, IFM rozdeľovala podniky podľa veľkosti ich ročného obratu.

The Federation of Small Businesses (1988) odhaduje, že celkové náklady na zavedenie eura pre malých podnikateľov (0 – 10 zamestnancov) bude predstavovať na jednotlivca menej ako

5 000 GBP. Tento odhad plne podporuje odhady pre veľkosť nákladov v tomto veľkostnom segmente podnikateľov, ktorý vypracoval ICAEW a rovnako tiež IFM v Nemecku.

Andersen Consulting (1999) na základe prieskumu podnikov zamestnávajúcich viac ako 500 zamestnancov zistilo, že 45 % firiem predpokladá výšku svojich nákladov na zavedenie eura pod hranicou 0,2 % ich ročného odhadu (34 % skúmaných podnikov odhadovalo svoje náklady v rozmedzí 0,2 až 0,5 % svojho ročného obratu).

Odhady a analýzy nákladov na zavedenie eura a ich dopadov na podnikateľskú sféru sa jednoznačne zhodujú v názore, že napriek tomu, že veľké podniky budú mať vyššie náklady na zavedenie eura ako malé podniky, nebude to pre tieto podniky predstavovať takú veľkú záťaž ako pre malých podnikateľov. Veľké firmy budú ťažiť zo svojej veľkosti, pretože disponujú väčšími personálnymi zdrojmi, možnosťou dohôd a paušálnych zliav s dodávateľmi IT systémov a servisných služieb, atď.

Ďalšie odhady, ktoré boli v súvislosti s nákladmi na zavedenie eura urobené, sú vypracované jednotlivými asociáciami, audítorskými a konzultačnými firmami alebo samotnými podnikmi.

Jedným zo sektorov, ktorého sa najviac dotkne zavedenie eura je sektor obchodu. Deloitte & Touche vypracovalo pre Eurocommerce (2002) už po zavedení eura odhad nákladov, kde celkové náklady maloobchodného sektora boli vyčíslené na 11,5 mld. EUR, čo predstavuje 0,75 % ročného obratu maloobchodného sektora v celej eurozóne. Táto štúdia však konštatuje, že tento odhad nákladov platí najmä pre väčších obchodníkov. Náklady pre malých a stredných obchodníkov sú odhadované na viac ako 1 % ich ročného obratu. Najväčšiu časť nákladov, 40 %, predstavuje IT oblasť a špecificky v tomto sektore aj úprava miest predaja a ich systémov 40 %. Duálne oceňovanie sa na nákladoch podieľalo 10 % a vzdelávanie pracovníkov rovnako 10 %.

British Retail Consortium predpokladá v rámci maloobchodného sektora priemerné náklady na jedného obchodníka vo výške 1,2 % ročného obratu. Pre malých obchodníkov by náklady mali predstavovať 2,6 % ich ročného obratu.

Pri pohľade na štruktúru nákladov možno konštatovať, že najväčšia časť nákladov sa očakáva na výdavky v IT oblasti. Podľa výskumu IFM (1998) až 60 % z celkových nákladov možno očakávať práve pre IT oblasť. Zvyšná časť nákladov, podľa IFM pripadá na marketing, public relations, vzdelávanie zamestnancov. Výška IT nákladov však v značnej miere závisí od veľkosti podniku, od druhu používaného softvéru a od toho či sa k softvéru využívajú aj servisné služby od dodávateľa softvérovej aplikácie.

Bannock Consulting (2001) v rámci svojej analýzy štruktúry nákladov na zavedenie eura pre podnikateľské subjekty sa odvoláva na štúdie vypracované Dresdner Bank a DATEV (Asociácia nemeckých daňových poradcov, audítorov, konzultantov a právnikov). Údaje sú vyjadrené ako percentuálny podiel jednotlivých zložiek na celkových nákladoch zo zavedenia eura pre jednotlivé podnikateľské subjekty.

V rámci analýzy dopadov zo zavedenia eura sa o vyčíslenie nákladov pokúsila britská firma Severn Trent's, ktorá zamestnáva viac ako 4 000 zamestnancov a pôsobí v oblasti vodárenstva. Náklady vyčíslila na 10 mil. GBP, čo predstavuje 1 % jej ročného obratu. Ich odhady štruktúry nákladov potvrdzujú predchádzajúce štúdie, ktoré identifikujú IT oblasť ako najväčšiu nákladovú položku pri zavádzaní eura v jednotlivých podnikateľských subjektoch.

Na základe analyzovaných štúdií o nákladoch na zavedenie eura a ich dopadoch v krajinách eurozóny a Veľkej Británie možno predpokladať, že na Slovensku sa bude situácia v oblasti nákladov pri zavádzaní eura vyvíjať podobne ako v eurozóne.

Tabuľka 7 Odhadovaná štruktúra nákladov na zavedenie eura pre jednotlivé podniky
(v % z celkových nákladov)

Oblasť	Dresdner Bank	DATEV	Severn Trent's
IT	55	60	60
Marketing/PR	15	15–20	20
Vzdelávanie zamestnancov	10	10	20
Kancelárske potreby	6	–	–
Kontrakty	4	–	–
Iné	10	–	–

Zdroj: Bannock Consulting 2001.

Na Slovensku však budú pri zavádzaní eura pôsobiť určité špecifické faktory, ktoré v krajinách eurozóny neexistovali. Medzi hlavnú odlišnosť bude patriť rozdielny spôsob zavedenia eura do hotovostného a bezhotovostného obehu, tzv. „Big Bang scenár“ – veľký tresk. Scenár veľkého tresku by mal byť faktorom, ktorý bude znižovať náklady pri zavedení eura. Na Slovensku teda nebude prechodné obdobie, ktoré by komplikovalo prípravy a zvyšovalo náklady. Rozdiel bude aj v dĺžke duálneho obehu, kým v eurozóne sa pôvodne počítalo so 6 mesiacmi a nakoniec sa uplatnili dva mesiace, na Slovensku to bude len 16 dní. Práve skrátenie duálneho obehu je významným faktorom, ktorý vplýva na výšku nákladov podnikateľských subjektov najmä bankového a obchodného sektora. Ďalšou významnou odlišnosťou bude fakt, že Slovensko môže čerpať zo skúseností krajín eurozóny, ale tiež aj novoprijatých krajín eurozóny, ktoré budú vstupovať systémom „Big Bang“.

Rovnako treba zohľadniť skutočnosť, že tretinu HDP na Slovensku tvoria priame zahraničné investície, z ktorých 67 % pochádza priamo z krajín eurozóny. Preto pri zavádzaní eura v týchto podnikoch budú do značnej miery využívané skúsenosti z materských firiem sídliačich v eurozóne. Bude tu dochádzať k transferu metód a postupov, ktoré boli použité v eurozóne pri prechode na euro. Rovnako možno predpokladať, že dôjde k transferu softvérových aplikácií a riešení v oblasti IT systémov. Tento faktor by sa mal podieľať na znížení nákladov pri zavádzaní eura v podnikateľskej sfére. Bude však pôsobiť len v podnikateľskom sektore so zahraničnou majetkovou účasťou pochádzajúcou z krajín eurozóny.

Odlišnosť Slovenska od eurozóny, ktorá bude vplývať negatívne na náklady je fakt, že mnohé podniky v eurozóne spojili problematiku prechodu na euro v oblasti IT systémov s problematikou roku 2000. Tým došlo k súčasnému riešeniu oboch problémov naraz, čo malo za následok čiastočnú úsporu nákladov v oblasti IT systémov. Mnohí dodávatelia softvéru ponúkali softvérové aplikácie, ktoré riešili oba problémy súčasne. Tento efekt však môže byť na Slovensku čiastočne negovaný už spomínaným transferom znalostí a softvérových aplikácií z materských firiem pôsobiacich v eurozóne.

Dôležitým faktorom tiež je, že veľa slovenských podnikov už euro vo svojej činnosti používa. Ako ukazujú grafy 2 až 4, obrat zahraničného obchodu v eurách prevyšuje hrubý domáci produkt Slovenska. Na rozdiel od súčasných krajín eurozóny euro pre slovenské podniky zďaleka nebude novou neznámou menou. Mnoho podnikov má informačné systémy schopné pracovať s eurom, účtujú v eurách a využívajú eurovú hotovosť.

Pri kvantifikácii nákladov zo zavedenia eura na Slovensku treba zohľadniť všetky tieto faktory. V prípade, že aplikujeme na Slovensko odhad nákladov na zavedenie eura z jednotlivých centrálnych bánk krajín eurozóny, náklady na Slovensku by boli v rozsahu 0,3 až 0,8 % HDP. V prípade, že aplikujeme metodiku IFM (0,3 % obratu všetkých podnikateľských subjektov), tak náklady zavedenie eura na Slovensku by mali predstavovať 0,58 % HDP.

Na Slovensku predpokladáme náklady na zavedenie eura bližšie k spodnej hranici odhadovaného pásma, čiže okolo 0,3 % HDP. Náklady by mohol znížiť plánovaný spôsob zavedenia eura systémom veľký tresk, bez prechodného obdobia. Zníženie nákladov podporí aj krátke obdobie duálneho obehu. Tiež je možné využiť skúsenosti súčasných členov eurozóny a pred zavedením eura na Slovensku bude pravdepodobne možné využiť aj skúsenosti niektorých ďalších nových členských krajín EÚ. Za relatívne nižšie náklady hovorí aj veľmi vysoký podiel majiteľov slovenských bánk z eurozóny, ktorých skúsenosti budú môcť využiť ich slovenské dcéry. Dôležité tiež je, že euro už existuje a väčšina slovenských subjektov už s ním má skúsenosti.

Na základe odhadovaných úspor zo zavedenia eura (v kapitole 2 sa odhadujú na necelých 0,4 % HDP) vyplýva, že predpokladaná návratnosť jednorazových nákladov bude v prípade Slovenska do 1 roku.

Rovnako ako v eurozóne aj na Slovensku sa očakáva, že najväčšiu časť nákladov budú mať banky a veľké podniky. Avšak pri prepočte na ročný obrat k najväčšiemu zaťaženiu príde práve pre malé a stredné podniky, ktoré tvoria 99,1 % všetkých podnikateľských subjektov na Slovensku.³² Preto sa tejto skupine podnikateľov musí venovať najväčšia pozornosť pri zavádzaní eura.

4.2. Špecifické náklady bankového sektora a pokles výnosov bánk

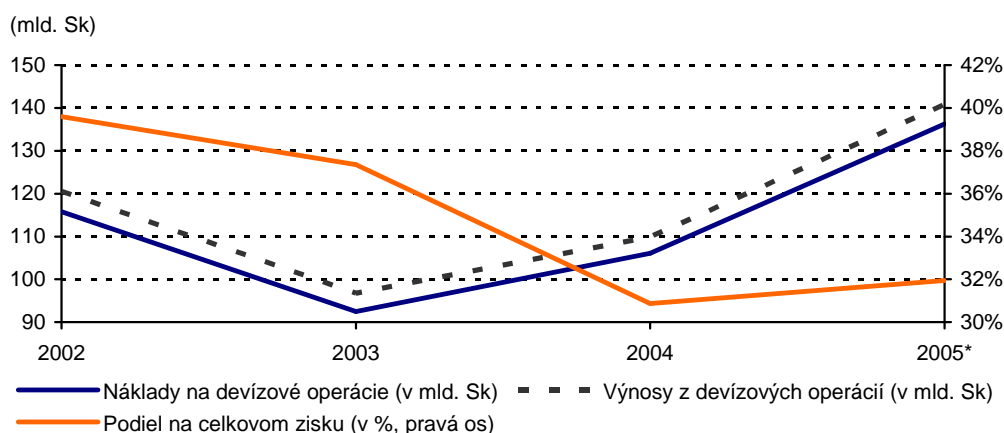
Proces zavedenia eura bude mať v bankovom sektore niektoré odlišnosti. Okrem nákladov spomínaných v predchádzajúcej časti, ktoré majú všeobecnú platnosť pre všetky podniky, budú komerčné banky v čiastočne inej pozícii, ktorá vyplýva z ich činnosti. Ide najmä o dve oblasti, ktoré súvisia s ich rozhodujúcim postavením sprostredkovateľa finančných tokov v ekonomike.

Prvou bude vznik nákladov, ktoré budú vyplývať zo špecifického postavenia bánk najmä v systéme obehu hotovosti. Pôjde o požiadavku zabezpečiť v krátkom časovom horizonte bezplatnú konverziu z domácej meny na euro v rámci hotovostného platobného styku. S touto činnosťou bude spojené krátkodobé jednorazové zvýšenie prevádzkových nákladov. V bezhotovostnej oblasti sa pozícia bánk ako významného veriteľa alebo dlžníka premietne do vyšších nárokov na úpravu informačných systémov.

Druhou oblasťou budú zmeny v štruktúre bilancie, ale najmä v štruktúre nákladov a výnosov bankového sektora, ktoré súvisia s devízovými operáciami. Základné ukazovatele a ich vývoj obsahuje graf 18.

V posledných dvoch rokoch sa v porovnaní s predchádzajúcim obdobím podiel zisku z devízových operácií na celkovom zisku bankového sektora výrazne znížil. V priemere tento pokles predstavuje 7 percentuálnych bodov. Podiel devízových aktív je dlhodobo stabilizovaný na úrovni približne 14 – 15 % pri výraznejšom raste devízových zdrojov, ktorých podiel na pasívach presiahol v roku 2005 25 %.

³² Z toho malé podniky tvoria 94,9 % a stredné 4,2 %.

Graf 18 Vývoj nákladov, výnosov a ziskovosti devízových operácií

Zdroj: NBS, vlastné výpočty.

* predbežné údaje

V súvislosti s postupnou prípravou bankového sektora na zavedenie eura môžeme konštatovať viacero pozitívnych tendencií:

- Pri stále rastúcej miere krytia devízových aktív devízovými zdrojmi je relatívne stabilizovaný podiel čistých devízových výnosov na celkovom zisku. V porovnaní s predchádzajúcim obdobím tak v súčasnosti predstavuje nižší vplyv na možný budúci pokles celkových parametrov rentability. Prítom možno predpokladať, že tento trend bude pri súčasnom vývoji priemernej výnosovosti a nákladovosti devízových operácií pokračovať. Rast devízových aktív a výnosov z nich na jednej strane a rast devízových pasív a nákladov s nimi spojených sú stabilizované.
- Zdroje, ktoré sú v súčasnosti viazané na devízové operácie, môžu byť potenciálom pre rozšírenie nových bankových aktivít alebo na zníženie nákladov. Pri takom vysokom stupni konkurencie v bankovom sektore, aký je na Slovensku, nie je priestor na dosahovanie nadpriemerných ziskov (rent) z devízových operácií, takže pokles výnosov z týchto činností by mal byť kompenzovateľný inými činnosťami. Navyše tento prípadný pokles, vzhľadom na kapitálovú a finančnú stabilitu bankového sektora, nepredstavuje riziko.
- Banky budú nepriamo ovplyvnené celkovými pozitívnymi hospodárskymi dopadmi zavedenia eura. Ziskovosť podnikov by sa mala zlepšiť. Takéto posilnenie finančnej pozície nefinančných korporácií zlepší úverové portfólio bánk, takže banky budú môcť ušetriť na tvorbe opravných položiek a rezerv. Podobne celkový rast HDP v dlhšom období zvýši aj využívanie bankových služieb.

4.3. Strata nezávislej menovej politiky

Menová politika umožňuje centrálnej banke reagovať na špecifické podmienky ekonomiky, tlmiť šoky (vnútorné a vonkajšie, ponukové a dopytové) a v konečnom dôsledku vytvárať prostredie na udržiavanie cenovej stability a popri tom aj na podporu stability reálnej ekonomiky. Strata samostatnej menovej politiky v súvislosti s prijatím eura môže v tomto zmysle predstavovať vážnu nevýhodu.

Existujú však poznatky, ktoré svedčia o tom, že v podmienkach malej, vysoko otvorenej ekonomiky s liberalizovaným pohybom kapitálu, akou je Slovensko, má menová politika pre svoje pôsobenie obmedzený priestor. Strata nezávislosti menovej politiky bude preto pre Slovensko podstatne menšou nevýhodou ako pre väčšie alebo uzavretejšie krajiny.

Menová politika v podmienkach liberalizovaných kapitálových tokov

Medzinárodné kapitálové toky sú na Slovensku zásluhou členstva v OECD a EÚ plne liberalizované. Kapitálové a finančné toky výrazne prevyšujú dovozy a vývozy tovarov a služieb. Ako tranzitívna ekonomika s nízkou úrovňou kapitálového vybavenia má Slovensko potrebu dovážať kapitál zo zahraničia. Popri priamych zahraničných investíciách ide aj o podstatne menej stabilné formy, akými sú dlhové financovanie a portfóliové toky.

Kapitálové toky smerom dovnútra aj von zo Slovenska reagujú na domáce aj vonkajšie podnety. Z domácich faktorov sú to hlavne diferenciál úrokových sadzieb medzi Slovenskom a eurozónou, ziskovosť kapitálu, vývoj kurzu a riziková prirážka krajiny. Z týchto faktorov dokáže domáca menová politika ovplyvniť iba krátkodobé domáce úrokové sadzby a čiastočne aj devízový kurz. Iné domáce politiky dokážu čiastočne ovplyvniť aj niektoré ďalšie faktory, ako napríklad ziskovosť kapitálu na Slovensku, ale ich schopnosť rýchlej reakcie je podstatne nižšia ako pri menovej politike.

Na toky kapitálu na Slovensko významne vplyvajú rôzne vonkajšie faktory, úplne mimo vplyvu domácich politík. Patrí sem vývoj svetových úrokových sadzieb, regionálne vplyvy a regionálne vnímanie trhov investormi, globálna ponuka likvidity a pod. V roku 2005 bol devízový kurz koruny voči euru veľmi silno ovplyvňovaný vývojom v Poľsku, Maďarsku a Českej republike a často nezodpovedal domácim ekonomickým fundamentom. Po vstupe koruny do ERM II sa očakáva zmenšenie vplyvu regiónu na kurz koruny, ale vzhľadom na povinnosť udržiavať stabilitu kurzu v ERM II nebude môcť menová politika aj tak využívať kurz na ovplyvňovanie domácej ekonomiky.

Pri vysokej otvorenosti a veľkých kapitálových tokoch je ľahko možné, že čisté kapitálové toky na Slovensko, alebo ich zloženie, nezodpovedá potrebám domácej ekonomiky. Možnosť reakcie menovej politiky na takúto situáciu je však obmedzená. Ak nastaví domáce úrokové sadzby podľa potrieb domácej ekonomiky, zahraničné kapitálové toky môžu posunúť devízový kurz na nevyhovujúcu úroveň. Nerovnovážna úroveň kurzu môže negatívne ovplyvniť zahraničnoobchodnú bilanciu a aj vývoj inflácie. Ak sa menová politika snaží nastaviť devízový kurz na rovnovážnu úroveň, môže byť nútená akceptovať úrokové sadzby, ktoré vytvárajú alebo prispievajú k hospodárskym nerovnováham, k príliš vysokým či príliš nízkym domácim investíciám alebo úsporám obyvateľstva.

V podmienkach liberalizovaných kapitálových trhov nie je menová politika schopná zabezpečiť súčasne aj vonkajšiu aj vnútornú menovú rovnováhu (čiže garantovať správne nastavenie kurzu aj úrokových sadzieb). Samotné oficiálne úrokové sadzby nedokážu zabezpečiť splnenie viacerých cieľov súčasne. Devízové intervencie sa ukázali byť veľmi málo úspešným, a navyše aj mimoriadne nákladným nástrojom. Tým nie je povedané, že táto rovnováha nemôže nastať, ale ani nemusí. K pozitívnemu vývoju môže prispieť správna výška rizikových prémie, alebo priaznivý vývoj v zahraničí. Existuje tiež možnosť redukcie citlivosti ekonomiky na externé vplyvy prostredníctvom obozretnej, konzistentnej a transparentnej hospodárskej politiky. Dôležitý je tiež obozretný inštitucionálny a regulačný režim vo finančnom sektore. Celkove však expozícia krajiny voči globálnym kapitálovým trhom stavia menovú politiku pred neľahké problémy a vedie k náchylnosti na nerovnováhy, ktoré môžu byť vhodným nastavením hospodárskej politiky redukované, riziko ich výskytu však zostáva.³³

³³ Podrobnejšie k problematike Lipschitz a Mourmouras (2002) a Lipschitz a kol. (2002).

Možnosť nezávislej menovej politiky ovplyvniť reálnu ekonomiku

Hlavným cieľom slovenskej menovej politiky je cenová stabilita, popri tom je však ďalším legitímnym cieľom aj stabilizácia reálnej ekonomiky, úrovne produkcie alebo nezamestnanosti. Na rozdiel od cenovej stability je však dosah menovej politiky na reálne veličiny veľmi malý. Vyplýva to z charakteru transmisie menovej politiky na Slovensku.

Menová politika pôsobí na reálnu ekonomiku viacerými kanálmi. Za tradičný sa pokladá úrokový kanál – zmena nominálnych úrokových sadzieb centrálnou bankou vedie k zmene reálnych úrokov, čo ovplyvní agregátny dopyt a následne infláciu a HDP. Veľké podniky na Slovensku, ktoré tvoria väčšinu pridanej hodnoty, majú už teraz jednoduchý prístup na finančné trhy v eurozóne. Pre ich rozhodovanie sú preto dôležitejšie úrokové sadzby v eurách než v korunách. Slovenská menová politika ovplyvňuje iba správanie sa obyvateľstva a malých podnikov. Pri týchto subjektoch je však objem ich úverov (v pomere k príjmom) podstatne nižší ako v najrozvinutejších krajinách. Preto aj pri tých aktéroch, ktorých menová politika vie ovplyvniť, je ich citlivosť na zmeny úrokových sadzieb nižšia. Hrozí však, že aj títo menší aktéri môžu presunúť svoje financovanie do zahraničnej meny, osobitne ak by boli úrokové sadzby v korunách veľmi vysoké. Podobný vývoj už nastal v Maďarsku alebo pobaltských krajinách. V takomto prípade by menová politika skoro úplne stratila dosah na vývoj reálnej ekonomiky.

V podmienkach Slovenska je podstatne významnejší kurzový kanál transmisie menovej politiky – zmena sadzieb centrálnej banky zmení nominálny kurz, čo ovplyvní relatívne ceny dovážaných a vyvázaných tovarov, s priamym dopadom na infláciu a nepriamym na agregátny dopyt.

Pri silnom a rýchle pôsobiacom kurzovom kanáli transmisie menovej politiky je jej dosah na infláciu relatívne veľký. Znižuje sa ním však schopnosť menovej politiky ovplyvniť reálne ekonomické veličiny. Reálny kurz voči euru je definovaný ako:

$$\text{reálny kurz} = \text{nominálny kurz} * \frac{\text{zahraničná cenová úroveň}}{\text{domáca cenová úroveň}}$$

Keď sa v dôsledku menovopolitických rozhodnutí pohne nominálny kurz koruny voči euru, v krátkom období sa to prejaví aj na inflácii. Napríklad pri reštriktívnej menovej politike (pokles nominálneho kurzu) klesne aj domáca inflácia. Pokles domácej inflácie (zvýšenie podielu cenových úrovní) kompenzuje vplyv nominálneho kurzu na reálny a výsledkom je malý efekt menovej politiky na reálnu ekonomiku. Pri slabo pôsobiacom úrokovom kanáli transmisie menovej politiky tak centrálna banka má veľmi obmedzené možnosti stabilizovať HDP alebo nezamestnanosť.

Podmienky pre samostatnú menovú politiku NBS

Zhodnocovanie reálneho výmenného kurzu

Kladný úrokový diferenciál voči domovským krajinám investorov, posilnenie dôveryhodnosti Slovenska aj zásluhou priaznivého vývoja vo fiškálnej oblasti, rýchly rast produktivity v obchodovateľnom sektore a všeobecne optimistické očakávania vytvárajú od roku 2002 tlaky na posilňovanie výmenného kurzu. V pozadí tohto vývoja bol prílev kapitálu, ktorý je sprievodným javom uvedených skutočností. Má buď podobu priamych zahraničných investícií, čo z hľadiska potreby odstránenia nedostatku fyzického kapitálu možno z vecného hľadiska jednoznačne privítať, alebo môže ísť o prílev krátkodobého (špekulatívneho) kapitálu s potenciálnym destabilizačným účinkom. V oblasti priamych zahraničných investícií súvisí prílev kapitálu s privatizačnými aktivitami vlády a s investíciami do súkromného

sektora.³⁴ Tieto investície však vo všeobecnosti nie sú problémom. Problémom môže byť vplyv prílevu špekulatívneho kapitálu. Konkrétne príčiny prílevu spočívajú vo zvýšenom dopyte po slovenských aktívach, ktorý je spôsobený rastom ich atraktívnosti, v dôsledku čoho investori pristupujú k tzv. konvergenčnej hre. V pozadí stoja aj stále existujúce rozdiely v úrokových sadzbách v porovnaní s eurozónou, ale najmä očakávané zhodnocovanie slovenskej koruny. Existuje aj súvislosť s odstránením politickej neistoty (vstup do NATO, EÚ, perspektíva vstupu do eurozóny).

V prípade silných tlakov na zhodnocovanie kurzu má NBS v zásade možnosť uplatniť tri postupy (alebo ich kombinácie):³⁵

- Uskutočňovať sterilizovanú intervenciu v snahe predísť príliš silnému a príliš rýchlemu zhodnocovaniu koruny. Sústavná sterilizovaná intervencia je však veľmi málo účinná, vzhľadom na veľmi malú veľkosť slovenského trhu voči možnostiam veľkých svetových investorov. Navyše, sterilizované intervencie vo veľkom rozsahu sú pre Národnú banku Slovenska veľmi nákladné, a tieto náklady treba porovnať s celospoločenskými prínosmi stabilnejšieho kurzu.
- Umožniť zhodnocovanie koruny, ktoré by zmenšilo výhody prípadnej konvergenčnej hry, a tým aj podnety na krátkodobý prílev kapitálu. Tu existuje riziko, že zhodnocovanie môže nepriaznivo ovplyvniť konkurencieschopnosť najmä exportného sektora.
- Znižovať úrokové sadzby, čo by do určitej miery zmenšilo stimuly ku konvergenčným hrám, je však potrebné sledovať možnosť uvoľnenia dopytových tlakov. To by mohlo znamenať riziko opätovného zvyšovania deficitu bežného účtu platobnej bilancie a zvýšenia inflácie. Po výraznom znížení oficiálnych sadzieb v roku 2004 je ďalší priestor na využitie tejto možnosti obmedzený.

Iný vývoj kurzu, nekompatibilný so stavom ekonomiky

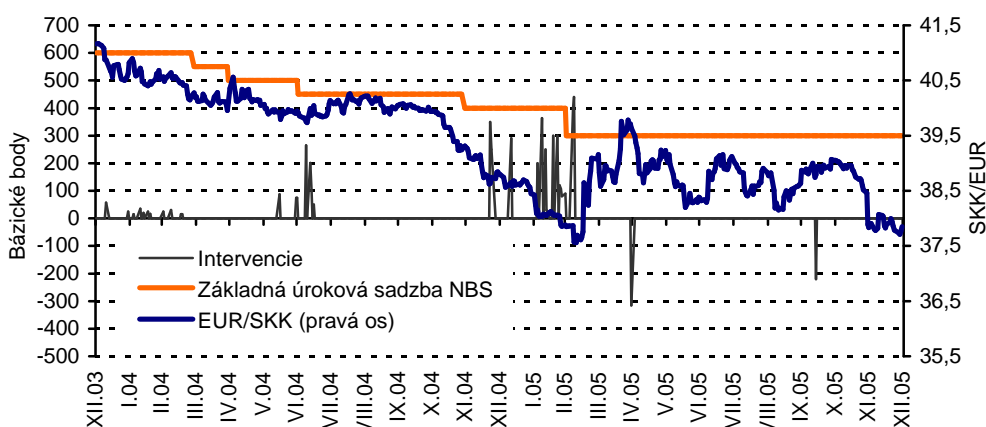
Vývoj od marca 2005 ukázal, že obavy z volatility pohybu kapitálu a jeho dôsledkov na kurz a ekonomiku sú opodstatnené. Od októbra 2004 kurz nadmerne posilňoval mimo rámca rovnovážneho zhodnocovania. Zhodnocovanie však prebiehalo dlhobojšie, aj napriek postupne sa znižujúcim základným úrokovým sadzbám NBS a intervenciám NBS na devízovom trhu. Bez zmien v ekonomických fundamentoch, a takisto bez podnetov z oblasti menovej politiky, došlo v polovici marca k výraznému zvratu v kapitálových tokoch, ktoré sa premietli do zmeny vývoja kurzu v smere značného znehodnotenia (graf 19).

Zvrat v kapitálových tokoch teda bezprostredne nesúvisel s ekonomickým vývojom v SR. Bezprostrednou príčinou odchodu krátkodobého kapitálu boli obavy z politickej nestability v Poľsku. Poľský zlotý tak naštartoval pohyb mien v celom regióne (oslabila aj česká koruna a maďarský forint). Tento vývoj súvisel tiež so vzniknutou možnosťou investovať na globálnom finančnom trhu inde vrátane USA. V dôsledku toho začali zahraniční hráči sťahovať kapitál z celého regiónu. V nasledujúcom období kurz kolísal v pomerne veľkom rozpätí viac ako jednej koruny.

³⁴ Z dôvodu zamedzenia volatility výmenného kurzu nakupuje NBS od vlády devízové privatizačné príjmy, pričom dochádza k zvyšovaniu devízových rezerv. Korunový ekvivalent privatizačných príjmov je v závislosti od ich použitia plne priamo alebo nepriamo sterilizovaný. Privatizačné príjmy tak síce zvyšujú sterilizačnú pozíciu centrálnej banky, nemajú však vplyv na pohyb výmenného kurzu.

PZI smerujúce do súkromného sektora môžu vyvolávať určitý tlak na apreciaciu výmenného kurzu. Na druhej strane však prispievajú k rastu konkurencieschopnosti ekonomiky, rastu potenciálneho produktu, produktivity práce a k zrýchleniu procesu reálnej konvergenencie. V strednodobom horizonte predstavujú tak impulz pre zhodnocovanie rovnovážneho reálneho výmenného kurzu.

³⁵ IMF (2002).

Graf 19 Vývoj výmenného kurzu slovenskej koruny voči euru

Zdroj: NBS, vlastné výpočty.

Uvedené empirické poznatky analýzy ukazujú, že samostatná menová politika nefunguje univerzálne v smere nastoľovania rovnováhy prostredníctvom pohybu výmenného kurzu. Borghijs a Kuijs (2004) konštatujú, že z hľadiska makroekonomickej stabilizácie závisia náklady a prínosy opustenia samostatnej menovej politiky s flexibilným výmenným kurzom od charakteru šokov a schopnosti výmenného kurzu tieto šoky absorbovať. Pružný výmenný kurz je užitočný pri absorbovaní reálnych šokov, nepomáha však v prípade menových a finančných šokov. Borghijs a Kuijs zistili, že v prípade krajín V4 a Slovinska slúžil v minulosti výmenný kurz skôr ako neželaný šíriteľ menových a finančných šokov než ako užitočný prostriedok absorbovania reálnych šokov.

Pri posudzovaní možností samostatnej menovej politiky v SR treba spomenúť aj ďalšiu súvislosť, ktorá má vzťah k uplatňovanému režimu menovej politiky – inflačnému cieleniu. Striktné sledovanie inflačného cieľa môže viesť k vysokej volatilitate výmenného kurzu s potenciálne silným dopadom na ziskovosť podnikov. Dôsledkom tejto volatility môže byť aj – vzhľadom na rýchly prenos vplyvu zmien výmenného kurzu do cien – spätný vplyv na vývoj inflácie. Inflačné cielenie v malej otvorenej ekonomike je preto oveľa náročnejšie než vo veľkých ekonomikách, akou je napríklad eurozóna.

Samostatná menová politika verus vstup do menovej únie

Popísané turbulencie vo vývoji kurzu predstavujú nežiaduci prvok pre všetky subjekty v ekonomike. S vývojom kurzu viackrát verejne vyslovila svoju nespokojnosť aj samotná NBS. Nepredvídateľný a ťažko ovplyvniteľný vývoj kurzu sťažuje schopnosť centrálnej banky dosahovať stanovené ciele v oblasti cenovej stability i celkovej ekonomickej stability. Nižšia schopnosť centrálnej banky dosahovať svoje ciele môže znižovať jej kredibilitu. V takejto situácii musia byť reakcie centrálnej banky razantnejšie ako v situácii, keď má plnú kredibilitu. To sa môže následne nepriaznivo premietnuť do volatility finančných a menových veličín a do vývoja reálnej ekonomiky. Skúmanie vhodnejšej alternatívy voči samostatnej nezávislej menovej politike uskutočňovanej v podmienkach voľného pohybu kapitálu je preto namieste. Touto alternatívou môže byť vstup do menovej únie. Riziko nepredvídateľného vývoja podobného charakteru ako bolo popísané v predchádzajúcom texte sa dá minimalizovať urýchlením príprav na vstup do eurozóny, spojených s pokračovaním reforiem.

Alternatíva vstupu do menovej únie oproti možnosti samostatnej menovej politiky má okrem uvedeného, viac-menej intuitívneho, aj hlbšie zdôvodnenie. Ravenna (2005) ukazuje, že v prípade, ak centrálna banka nemá plnú kredibilitu, potom prírastok kredibility získaný vstupom do menovej únie, teda garantovaním fixného kurzu, preyšuje stratu vyplývajúcu z toho, že sa krajina vzdá samostatnej menovej politiky. Teoretické závery analýzy boli potvrdené empirickým rozborom vzťahov kredibility centrálnej banky a režimu menovej politiky na vzorke 81 centrálnych bánk. Ak tieto výsledky aplikujeme na Slovensko, vstup do eurozóny predstavuje plne dôveryhodnú alternatívu neodvolateľne fixovaného kurzu v rámci menovej únie voči alternatíve samostatnej menovej politiky s nižšou dôveryhodnosťou centrálnej banky.

4.4. (A)symetria šokov na Slovensku a v eurozóne

Jedným z rizík vstupu do eurozóny je strata nezávislosti menovej politiky. Ak sa krajina vzdá vlastnej meny a prijme spoločnú menu, vzdáva sa tým aj možnosti nezávisle ovplyvňovať svoje hospodárstvo. Ak sa napríklad krajina nachádza v recesii a na svoje optimálne fungovanie by potrebovala voľnejšiu menovú politiku a ak hospodárstvo zvyšku únie je na vzostupe a potrebovalo by reštriktívnu menovú politiku, tak v režime spoločnej meny nastáva problém. Jadro problému tkvie v nesynchronizovanom vývoji ekonomiky danej krajiny a zvyšku únie. Pre krajinu je výhodné prijať spoločnú menu, a tým aj zafixovať výmenný kurz, ak je jej hospodársky cyklus podobný s hospodárskym cyklom zvyšku únie a ak je predpoklad, že aj v budúcnosti bude vývoj hospodárskych cyklov konvergovať.

V súvislosti s prijatím eura a súčasným vzdaním sa autonómnej menovej politiky je dôležité odpovedať na dve zásadné otázky:

- Do akej miery je hospodársky vývoj na Slovensku zosynchronizovaný s vývojom eurozóny?
- Aká je pravdepodobnosť udržateľnosti podobného cyklického hospodárskeho vývoja?

Synchronizácia hospodárskych cyklov

Synchronizáciou hospodárskych cyklov medzi eurozónou a krajinami mimo nej (vrátane Slovenska) sa zaoberá veľké množstvo prác. Stupeň synchronizácie sa v týchto prácach posudzuje podľa veľkosti korelácie medzi základnými makroekonomickými ukazovateľmi. Z fundamentálnych veličín sa odstráni dlhodobý trend alebo obdobná systematická zložka a rezíduá sa interpretujú ako indikátory hospodárskeho cyklu a reorganizujú sa do nového štatistického súboru, zoradeného podľa jednotlivých štátov. Tento súbor sa ďalej štatisticky analyzuje.

V tabuľke 8 uvádzame prehľad prác, ktoré sa zaoberajú synchronizáciou hospodárskych cyklov slovenskej ekonomiky a eurozóny.

Aj keď sa závery jednotlivých prác navzájom líšia, môžeme konštatovať, že hospodárske cykly eurozóny a Slovenska sú slabo (ale predsa len) synchronizované a že náklady na zavedenie jednotnej meny by nemali byť veľké. Navyše je potrebné uvedomiť si, že určitú časť rozdielneho cyklického vývoja na Slovensku v porovnaní s eurozónou spôsobili vládne reformné a stabilizačné programy. Reštriktívne reformné „balíčky“ znížili rast na Slovensku v rokoch 1998 – 99, keď bol rast v eurozóne vysoký. Naopak, spomalenie reforiem a expanzívna politika v roku 2002 pôsobili na Slovensko v čase, keď eurozóna prežívala stagnáciu. Po ukončení najzásadnejších reforiem sa takto veľké vládou spôsobené šoky už nebudú opakovať, takže v budúcnosti môžeme očakávať vyššiu synchronizáciu cyklov.

Tabuľka 8 Synchronizácia hospodárskych cyklov Slovenska a eurozóny

Autori	Použitá metóda	Použitý údaje Referenčná oblasť	Záver
Boone a Maurel (1999)	Určujú, do akej miery sa spoločné šoky (získané detrendovaním nezamestnanosti) prenášajú do hospodárskych cyklov jednotlivých členov HMÚ a prístupových krajín.	<ul style="list-style-type: none"> Mesačné, 1991 – 1997 EÚ, resp. SRN 	Vzhľadom na zistenú veľkú mieru symetrie budú náklady menovej únie pre prístupové krajiny pomerne malé a vstup pre ne bude výhodný.
Artis a kol. (2004)	Počítajú pre jednotlivé krajiny ukazovateľ hospodárskeho cyklu zo sezónne očistenej priemyselnej produkcie pomocou tzv. datovacieho algoritmu.	<ul style="list-style-type: none"> Mesačné, 1993 – 2002 Eurozóna, SRN, Rakúsko, Taliansko 	Hospodársky cyklus SR nie je dostatočne synchronizovaný s referenčnými krajinami.
Demyanyk a Volosovych (2004)	Priame porovnanie miery rastu HDP za roky 1994 až 2001 a konštrukcia jednoduchých korelačných koeficientov, jednak mier asymetrie zohľadňujúcich aj rozptyl mier rastu.	<ul style="list-style-type: none"> Štvrťročné, 1994 – 2001 Krajiny EÚ 	Hospodársky cyklus v SR je skôr symetrický ako asymetrický s hospodárskym cyklom EÚ i keď prístupové krajiny nie sú natoľko synchronizované ako členské krajiny EÚ.
Správa EFN za jeseň 2003	Korelácie centrovaných mier rastu HDP a inflácie, pričom tieto sa počítali pre päťročné obdobia.	<ul style="list-style-type: none"> Štvrťročné (HDP), mesačné (priemyselná produkcia), 1993, 2002 Eurozóna 	Pre SR a niektoré iné prístupové krajiny sa uvádza, že po zaradení posledných troch rokov sa korelácie zhoršili, ale sami autori pripúšťajú, že interpretácia tohto javu nie je jednoznačná.
Komárek a kol. (2002)	Definujú index optimálnej menovej oblasti pre dve krajiny ako systematickú zložku volatility výmenného kurzu mien závislú na viacerých fundamentoch. Utvorenie menovej únie medzi týmito krajinami je tým ľahšie, čím nižšia je hodnota tohto indexu.	<ul style="list-style-type: none"> Mesačné, 1989 až 1998 21 priemyselných krajín 	Vstup do menovej únie vhodný, pretože rozdiely medzi prístupovými krajinami nie sú výraznejšie ako medzi členmi Eurozóny.
Boreiko (2002)	Počíta ukazovateľ synchronizácie hospodárskeho cyklu vypočítaný z mesačných časových radov priemyselnej produkcie, volatility reálneho výmenného kurzu, otvorenosť ekonomiky a rozdiel v inflácii oproti priemeru EÚ a rozdeľuje prístupové krajiny zhlukovou analýzou.	<ul style="list-style-type: none"> Mesačné a ročné, 1993 – 2001 SRN 	V poslednom období sú najlepšie pripravené ČR, Estónsko, Maďarsko a Slovinsko, pričom Poľsko a SR tvoria osobitnú skupinu z dôvodu volatility reálneho výmenného kurzu. Poľsko a Slovensko preto nie sú tak dobre pripravené na vstup do HMÚ ako vyššie uvedené krajiny.

Symetria šokov

Na to, akým smerom sa synchronizácia hospodárskych cyklov dvoch ekonomík bude vyvíjať v budúcnosti, má zásadný vplyv to, ako tieto ekonomiky reagujú na ponukové a dopytové šoky. Ak reagujú skôr symetricky, tak je pravdepodobné, že časom sa tieto ekonomiky zosynchronizujú.

Na posúdenie nákladov menovej integrácie je dôležitejšia úroveň korelácie dopytových šokov, nakoľko práve menová politika je považovaná za vhodný prostriedok, ktorým sa dajú zmierňovať asymetrické dopady dopytových šokov.

Časové rady pozorovaných veličín sa dekomponujú na zotrvačnú zložku a šoky. Časové rady šokov sa upravujú tak, aby ich konštrukcia zohľadňovala ekonomickú teóriu. Na identifikáciu ponukových a dopytových šokov teda treba vhodné štruktúrne modely, ktoré formalizujú predpoklady z ekonomickej teórie. Pre každú krajinu sa zostrojí štruktúrny model (jeho parametre sa odhadujú pre každú krajinu osobitne, jeho štruktúra je pre všetky krajiny rovnaká), pomocou ktorého sa identifikujú štruktúrne (priamo nepozorovateľné) šoky, ktoré sa obdobne ako v prvom prístupe ďalej reorganizujú a štatisticky vyhodnocujú. Tento prístup je sofistikovanejší a teoreticky vychádza z predpokladu, že priamo pozorované rezíduá nezodpovedajú štruktúrnym šokom, pretože sú výsledkom vzájomného vplyvu týchto štruktúrnych šokov v rámci jednotlivých ekonomík.

Pri odhade modelov formalizujúcich tieto ekonomické predpoklady získame dva druhy informácií: samotné šoky, ktoré vyjadrujú exogénne vplyvy v jednotlivých krajinách a parametre modelu, ktoré hovoria o vlastnom fungovaní konkrétnej ekonomiky. Pre meranie synchronizácie sa používajú hlavne časové rady šokov, ale na základe odhadnutých parametrov možno tiež posúdiť podobnosť alebo rozdiely vo fungovaní jednotlivých ekonomík. Tento prístup je zameraný na analýzu údajov ex post, pričom sa predpokladá, že získané popisné štatistiky budú platné aj v budúcnosti.

Box 4 Identifikácia štruktúrnych šokov pomocou VAR metódy

Definujeme vektor premenných, ktoré budú charakterizovať hospodársky cyklus a upravíme ich, aby boli stacionárne. Pre každú krajinu odhadneme AR reprezentáciu vektorovo autoregresívneho modelu pre stacionárny vektor x :

$$x_t = A_1 x_{t-1} + A_2 x_{t-2} + \mathbf{K} + A_p x_{t-p} + \varepsilon = A(L)x + \varepsilon$$

kde $A(L)x$ je polynóm s časovými posunmi vhodného rádu a ε sú pozorované náhodné zložky. Kovariačnú maticu týchto náhodných zložiek označme Ω . Táto formulácia zodpovedá redukovanej forme modelu. Invertujeme ju na MA formu

$$x_t = B(L)e$$

s dlhodobými multiplikátormi $B(1)$, ktoré sú voľné. Hľadáme však štruktúrnu reprezentáciu modelu

$$x_t = C(L)e$$

kde náhodné zložky e pre tú istú krajinu sú od seba nezávislé (majú jednotkovú kovariačnú maticu) a dlhodobé multiplikátory $C(1)$ (súčet váh v polynóme $C(L)$) zohľadňujú ekonomickú teóriu. Náhodné zložky e sú štruktúrne šoky. Konkrétne vzorce na výpočet matice $C(1)$ a štruktúrnych šokov e z matíc A , B a Ω a náhodných zložiek ε sú uvedené v práci Astley a Garrat (1998).

Najčastejšie variantné predpoklady o štruktúrnych šokoch sú:

- Pôsobia dva druhy šokov: ponukové a dopytové. Tieto šoky sú odvodené z predpokladu, že miera rastu HDP (krivka ponuky) je v dlhodobom horizonte nezávislá od miery inflácie, ale miera inflácie môže v dlhodobom horizonte závisieť od miery rastu HDP (Phillipsova krivka, dopyt)
- Pôsobia tri druhy šokov: ponukové, reálne dopytové (IS) a nominálne dopytové. Vychádza sa z predpokladu, že miera rastu HDP (ponuka) je z dlhodobého hľadiska nezávislá na reálnom

výmennom kurze aj na miere inflácie. Miera rastu reálneho výmenného kurzu (reálny dopyt) môže dlhodobo závisieť od miery rastu HDP, ale nezávisí od miery inflácie. Miera inflácie (nominálny dopyt) môže závisieť aj od miery rastu HDP aj od miery reálnej apreciacie.

Ak miery rastu pre premenné HDP, reálny výmenný kurz (RER) a CPI označíme g a štruktúrne šoky e, matice C(1) pre jednotlivé krajiny získali tvar:

$$C(1) = \begin{bmatrix} \frac{\partial g_{HDP}}{\partial e_{HDP}} & 0 & 0 \\ \frac{\partial g_{RER}}{\partial e_{HDP}} & \frac{\partial g_{RER}}{\partial e_{RER}} & 0 \\ \frac{\partial g_{CPI}}{\partial e_{HDP}} & \frac{\partial g_{CPI}}{\partial e_{RER}} & \frac{\partial g_{CPI}}{\partial e_{CPI}} \end{bmatrix}$$

Po výpočte štruktúrnych šokov pre jednotlivé krajiny sa tieto šoky preskupia a spočítajú sa korelácie medzi šokmi rovnakého druhu pre rôzne krajiny (napr. ponukový šok pre SR a ponukový šok pre eurozónu). Korelácia štruktúrnych šokov toho istého druhu pre rôzne krajiny je mierou podobnosti národných ekonomík.

Týmto spôsobom sme vypočítali korelácie štruktúrnych šokov pre SR a eurozónu. Pre výpočet sme použili časové rady reálneho HDP pre eurozónu a SR, nominálne kurzy eura a slovenskej koruny voči americkému doláru a indexy PPI pre priemysel pre SR, eurozónu a USA (ten sme potrebovali na výpočet reálnych kurzov). Infláciu sme pre konzistentnosť počítali z tých istých cenových indexov. Výsledné korelácie sú uvedené v tabuľke 9.

Tabuľka 9 Korelácia šokov Slovenska a eurozóny

Typ šoku	1. Q 1995 – 2. Q 2005	4. Q 1998 – 2. Q 2005
Ponukový	0,48	0,51
Dopytový (reálny)	0,22	0,15
Dopytový (nominálny)	0,1	-0,02

Zdroj: vlastné výpočty.

Pri konštrukcii modelu sme explicitne zobrali do úvahy štruktúrny zlom v štvrtom štvrtroku 1998. Nutnosť jeho zohľadnenia ukázali jednak diagnostické testy modelu, jednak sa domnievame, že to nie je typický exogénny šok, s akým uvažuje teória optimálnej menovej oblasti, keďže bol v rozhodujúcej miere výsledkom domácej hospodárskej politiky. Jeho zohľadnenie mohlo ovplyvniť korelácie pre reálne dopytové šoky pre SR a eurozónu, takže nie sú porovnateľné so štúdiami, ktoré tento zlom explicitne nezohľadňujú. Pri výpočte korelácií sme získali aj štruktúrne parametre, zodpovedajúce dlhodobým multiplikátorom (maticu C(1)):

Z tabuľky 10 je zrejme, že elasticita miery reálneho zhodnotenia na ponukový šok, a elasticita inflácie na reálny dopytový šok majú pre SR a eurozónu rozdielne znamienka. To indikuje určité rozdiely vo fungovaní týchto ekonomík, čo by mohlo v budúcnosti spôsobiť asymetrické reakcie a narušiť synchronnosť hospodárskeho cyklu.

Tabuľka 10 Dlhodobé multiplikátory šokov na Slovensku a v eurozóne

šok:	Eurozóna			Slovensko		
	ponukový	reálny dopyt	nominálny	ponukový	reálny dopyt	nominálny
HDP	0,0125	0,0000	0,0000	0,0080	0,0000	0,0000
Reálny kurz	-0,1057	0,0195	0,0000	0,0708	0,0543	0,0000
Inflácia	-0,0063	0,0006	0,0034	-0,0146	-0,0057	0,0067

Zdroj: vlastné výpočty.

V tabuľke 11 uvádzame prehľad prác zaoberajúcich sa symetriou šokov pôsobiacich na ekonomiku Slovenska a eurozóny.

Ako vidno z prehľadu literatúry i našich výpočtov, výsledky jednotlivých štúdií sú rôzne a v rozličných aspektoch nejednoznačné. Je to spôsobené tým, že sa použili údaje za rôzne obdobia a z rozličných zdrojov. V niektorých štúdiách (Fidrmuc a Korhonen, 2003; Marcellino, 2003) sa požaduje ako podmienka pre úspešný skorý vstup do eurozóny pomerne silná korelácia dopytových šokov, ktorá sa doteraz nedokázala. Treba si však uvedomiť nasledovné skutočnosti:

Slabá synchronizácia je okrem iného spôsobená tým, že zatiaľ čo v ekonomikách krajín EÚ pôsobia trhové mechanizmy už dlhé obdobie, prístupové krajiny sú iba v procese transformácie svojich ekonomík. Tento proces je charakterizovaný prijímaním (z hľadiska fungujúcej trhovej ekonomiky) neštandardných opatrení – vo všetkých oblastiach hospodárskeho a spoločenského života treba zavádzať reformy, vyžadujúce obrovské náklady; na to aby sa hospodárske subjekty adaptovali na nové podmienky treba zavádzať rôzne stabilizačné obdobia. Postupom času sa bude rozsah týchto opatrení znižovať, čo nepochybne povedie k väčšej synchronizácii.

Reakcia krajín ako Španielsko (do istej miery aj Grécko a Portugalsko) je v súčasnosti silne symetrická s eurozónou, hoci v období ich vstupu do eurozóny sa správali podobne ako v súčasnosti SR. Z uvedeného sa dá usudzovať, že v dôsledku užšej spolupráce a intenzívnejšej obchodnej výmeny bude dochádzať k vyššej symetrii reakcií na šoky, ako aj k vyššej synchronizácii ekonomických cyklov medzi SR (a ostatnými prístupujúcimi krajinami) a eurozónou.

Tabuľka 11 Symetria šokov na Slovensku a v eurozóne

Autori	Použitá metóda	Použité údaje Referenčná oblasť	Záver
Fidrmuc a Korhonen (2003)	VAR pre mieru rastu HDP a mieru rastu deflátoru HDP.	<ul style="list-style-type: none"> Štvrťročné, 1991 – 2002 pre eurozónu a krajiny OECD, 1993 – 2002 pre SR Eurozóna 	Korelácie pre SR blízke nule, dopytové šoky veľmi mierne symetrické, ponukové sú asymetrické.
Správa EFN za jeseň 2003	VAR pre mieru rastu HDP a mieru inflácie.	<ul style="list-style-type: none"> Štvrťročné 1993, 2002 Eurozóna 	Dopytové šoky SR a Eurozóny sú asymetrické.
Lättemäe	VAR pre mieru rastu priemyselnej produkcie, mieru reálneho zhodnotenia a infláciu pre jednotlivé krajiny. Korelačné koeficienty pre jednotlivé dvojice krajín sa priemerujú.	<ul style="list-style-type: none"> 1990 – 2002 pre krajiny EÚ, 1995 – 2002 pre prístupové krajiny Jednotlivé krajiny EÚ 	Pre Slovensko sú priemery pre korelácie ponukových šokov aj reálnych dopytových šokov kladné, čiže šoky sú symetrické.
Frenkel a Nickel (2002)	VAR pre produkciu a mieru rastu deflátoru HDP.	<ul style="list-style-type: none"> Štvrťročné, 1993 – 2001 Eurozóna, SRN, Francúzsko, Taliansko 	Pre SR záporná korelácia dopytových šokov s celou Eurozónou (-0,43) a so SRN (-0,1) a kladná s Francúzskom (+0,11). Podobné fungovanie ekonomík prístupujúcich krajín a členských krajín Eurozóny.
Vlastné výpočty	VAR pre mieru rastu HDP, mieru reálneho zhodnocovania a mieru inflácie z indexu priem. výrobcov – priemysel.	<ul style="list-style-type: none"> Štvrťročné, 1994 – 2005 Eurozóna 	Korelácia ponukových šokov je výrazne kladná (+0,48), korelácia reálnych dopytových a nominálnych šokov je kladná ale slabšia (0,15 a 0,1). Znamienka dlhodobých multiplikátorov indikujú rozdiely vo fungovaní ekonomík SR a eurozóny.

Ekonomická otvorenosť

V súvislosti so vstupom SR do eurozóny je dôležité, aký podiel na zahraničnom obchode SR má EÚ. Z grafov 1 a 2 vidíme, že otvorenosť slovenskej ekonomiky dynamicky rastie a tiež, že podiel zahraničného obchodu s krajinami EÚ sa zvyšuje. Od roku 2004, keď SR spolu s okolitými krajinami vstúpili do EÚ, tvorí tento podiel okolo 80 %.

Téza, že väčšia ekonomická otvorenosť a užšia hospodárska spolupráca automaticky vedie ku konvergencii hospodárskych cyklov, však nemusí byť celkom pravdivá. Krugman (1993) predložil alternatívny pohľad na danú problematiku. Podľa neho bližšie obchodné vzťahy vedú k lepšej alokácii zdrojov a vyššej špecializácii produkcie jednotlivých krajín. Tým, že priemyselná výroba v jednotlivých krajinách sa stáva úzko špecializovaná, ekonomiky týchto krajín sú zraniteľnejšie a náchylnejšie reagovať asymetricky na šoky. To znamená, že s rastúcou špecializáciou výroby jednotlivých krajín rastie divergencia ich hospodárskych cyklov.

Medzi opatrenia, ktoré môžu zabrániť tomuto scenáru, patria flexibilita trhu práce a rozvoj vnútroodvetvového zahraničného obchodu t. j. výmeny tovarov prebiehajúcej medzi rôznymi krajinami v rovnakých odvetviach.

Flexibilita trhu práce tlmí asymetrické účinky šokov na hospodárstvo. Mobilita pracovnej sily zabezpečí presun pracovnej sily z regiónov alebo odvetví zasiahnutých negatívnym šokom do ostatných regiónov alebo odvetví. Otázkami týkajúcimi sa flexibility trhu práce sa zaoberá časť 6.4.

Jedným z ďalších spôsobov ako predísť špecializácii výroby v našej krajine a prispôsobiť jej štruktúru štruktúre krajín EÚ je rozvoj vnútroodvetvového obchodu.

Integrácia vnútroodvetvového obchodu

Na meranie stupňa integrácie vnútroodvetvového obchodu sa používa Grubel-Lloyd index (GLI),³⁶ ktorý vyjadruje podiel objemu vnútroodvetvového obchodu na celkovom objeme obchodnej výmeny medzi dvoma krajinami.

1994	1998	2001	2004
0,80	0,89	0,87	0,88

Zdroj: NBS, výpočet na základe jednostupňovej tovarovej nomenklatúry SITC.

Z tabuľky 12 vidíme, že hodnota tohto indexu pre Slovensko (vzhľadom na EÚ) je pomerne vysoká počas celého sledovaného obdobia. Aj keď GLI index nemôže poskytnúť úplnú informáciu o vnútroodvetvovom obchode, zdá sa, že štruktúra slovenskej ekonomiky sa prispôbuje ekonomikám krajín eurozóny, čo vytvára predpoklad o symetrickom účinku vonkajších šokov na ekonomiky Slovenska a eurozóny.

Tabuľky 13 a 14 poskytujú detailnejšiu informáciu o štruktúre zahraničného obchodu SR. V tabuľke 13 je znázornená komoditná štruktúra podľa tried nomenklatúry SITC a jej časový vývoj.

³⁶
$$GLI_t = 1 - \frac{\sum_i |X_{it} - M_{it}|}{\sum_i (X_{it} + M_{it})}$$
 X a M označujú export a import SITC komodít medzi SR a EÚ. Hodnota

tohto indexu rovnajúca sa 0 znamená, že obchod sa uskutočňuje naprieč odvetviami (t. j. obchodná výmena sa špecializuje), hodnota rovná 1 indikuje výlučne vnútroodvetvový obchod.

Tabuľka 13 Komoditná štruktúra zahraničného obchodu SR (v %)

Druh tovaru	Dovoz			Vývoz		
	1993	2001	2004	1993	2001	2004
Potraviny	7,3	4,6	4,0	5,5	2,7	2,9
Nápoje	1,5	0,8	0,6	0,9	0,4	0,3
Surové materiály	5,2	3,7	3,7	4,9	3,3	2,6
Nerastné palivá	20,9	15,2	12,4	4,9	6,6	6,7
Oleje a tuky	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,2
Chemikálie	11,4	10,3	9,8	12,0	7,3	5,4
Trhové výrobky	15,1	18,5	19,0	38,8	27,3	24,9
Stroje a zariadenia	29,3	37,6	39,7	19,4	38,5	46,0
Priemyselné výrobky	9,0	9,0	10,4	13,4	13,5	11,0
Ostatné	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1

Zdroj: Štatistický úrad SR.

Tabuľka 14 uvádza, akým percentom sa na zahraničnom obchode podieľa dovoz a vývoz do krajín EÚ (pred rokom 2004 rozšírenej o CEFTA).

Tabuľka 14 Komoditná štruktúra zahraničného obchodu SR – podiel dovozu/vývozu do EÚ (v %)

Druh tovaru	Dovoz		Vývoz	
	2001	2004	2001	2004
Potraviny	80	80	85	86
Nápoje	93	94	96	96
Surové materiály	49	47	91	92
Nerastné palivá	15	27	99	99
Oleje a tuky	95	95	100	99
Chemikálie	84	85	87	84
Trhové výrobky	87	87	89	87
Stroje a zariadenia	84	81	91	81
Priemyselné výrobky	81	73	89	89
Ostatné	98	100	23	66

Zdroj: Štatistický úrad SR.

Poznámka: EÚ je v roku 2001 rozšírená o CEFTA.

Štruktúra ekonomiky

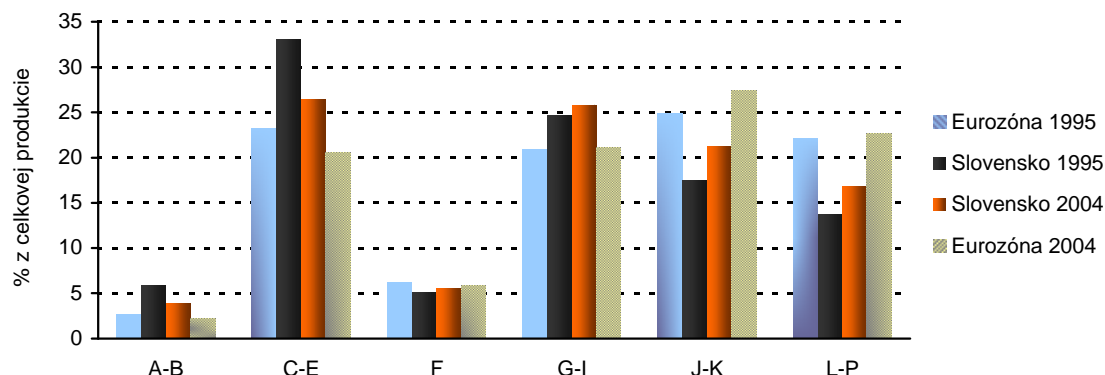
Pravdepodobnosť, že šoky budú asymetrické alebo budú mať asymetrický dopad, závisí od štruktúry ekonomiky. Ak bude štruktúra Slovenskej ekonomiky výrazne odlišná od eurozóny, aj rovnaké šoky môžu mať na Slovensko iný dopad a spôsobiť asynchronný hospodársky cyklus. Podobne pri odlišnej štruktúre ekonomiky bude pravdepodobnejšie, že šoky z domáceho prostredia budú iné ako šoky vznikajúce mimo Slovenska.

Od roku 1995 sa štruktúra slovenského hospodárstva značne priblížila eurozóne. Podiel jednotlivých sektorov v klasifikácii NACE-6 ukazuje graf 20. Za 10 rokov sa Slovensko výrazne priblížilo štruktúre eurozóny v poľnohospodárstve, priemysle, finančných a verejných službách. Rovnakú úroveň má v stavebníctve, rozdiely sa zväčšili iba v niektorých súkromných službách. Pri predpokladanom náraste výroby automobilov na Slovensku sa dá v budúcnosti očakávať určitá divergencia v priemysle (box 5), v ostatných sektoroch by však malo pokračovať približovanie sa k eurozóne.

Údaje v grafe 20 môžeme vyjadriť aj prostredníctvom sumarizujúceho indikátora. Súčet štvorcov odchýlok medzi Slovenskom a eurozónou klesol od roku 1995 zo 188 % na 85 %.

Pokiaľ bude tento trend približovania štruktúry pokračovať, Slovensko by sa malo s eurozónou ešte viac zosynchronizovať.

Graf 20 Porovnanie štruktúry slovenskej ekonomiky a eurozóny



A-B: poľnohospodárstvo, lesníctvo, rybolov, C-E: priemysel spolu, F: stavebníctvo, G-I: služby – obchod, opravy, hotely a reštaurácie, doprava, skladovanie, komunikácie, J-K: finančné sprostredkovanie, nehnuteľnosti, prenájom, L-P: verejná správa, obrana, sociálne poistenie, vzdelávanie, zdravotníctvo, sociálne služby.
Zdroj: Eurostat.

Box 5 Automobilový priemysel a riziko asymetrických šokov

Automobilový sektor je najdôležitejším exportným odvetvím Slovenska a jedným z najrýchlejšie rastúcich na Slovensku. V sektore výroby dopravných prostriedkov, ktorý tvorí hlavne produkcia automobilov, bola pridaná hodnota v roku 2004 26 mld. Sk. Na automobilový sektor je však naviazané veľké množstvo ďalšej výroby a subdodávateľov, takže celkový príspevok výroby automobilov na Slovensku odhadujeme na viac ako dvojnásobne vyšší. Čistý vývoz automobilov je v súčasnosti 65 mld. Sk ročne. Celkový hrubý vývoz dosahuje 150 mld. Sk, čiže asi jednu sedminu celkového vývozu Slovenska.

Koncom roka 2006 začnú na Slovensku produkovať ďalšie dve veľké automobilové továrne. Po dosiahnutí plnej produkcie v roku 2010 by sa malo na Slovensku vyrábať asi 900 tis. áut ročne. Slovensko sa tým stane svetovo najväčším výrobcou automobilov na obyvateľa (asi 170 áut na tis. obyvateľov, pred druhým Belgickom s 90 autami na tis. obyvateľov). Celkový hrubý vývoz automobilov po roku 2010 bude podľa našich predpokladov dosahovať viac ako 420 mld. Sk (v dnešných cenách) a pridaná hodnota vrátane domácich subdodávateľov môže dosiahnuť až 10 % HDP. Pre porovnanie, vo vyspelých krajinách výroba automobilov prispieva asi 2 – 3 % k HDP.

Šoky v automobilovom priemysle môžu Slovensko zasiahnuť asymetricky, keďže podiel výroby áut na HDP bude na Slovensku trojnásobne vyšší než v eurozóna. V kontexte vstupu do eurozóny však treba posúdiť dve otázky: 1) aká je schopnosť slovenského automobilového sektora vyrovnáť sa s prípadným negatívnym šokom bez znižovania výroby a zamestnanosti? 2) aký by bol priestor nezávislej menovej politiky pomôcť automobilovému sektoru a hospodárstvu celkovo vyrovnáť sa s takýmto asymetrickým šokom?

Na prvú otázku môžeme odpovedať, že výroba automobilov na Slovensku má relatívne veľkú schopnosť pružne reagovať na prípadné šoky. Na najbližších minimálne 10 rokov môžeme očakávať, že ak by vznikol nepriaznivý šok pre celosvetový automobilový priemysel, továrne na Slovensku budú medzi poslednými, ktoré budú nútené znižovať výrobu alebo prepúšťať zamestnancov. Existujúca alebo plánovaná výroba áut na Slovensku je zameraná na relatívne atraktívne segmenty. Čo je však najdôležitejšie, výrobné náklady, hlavne náklady práce, sú relatívne nízke, kým produktivita práce je vysoká.

Na druhú otázku treba povedať, že ani v súčasnosti nemá slovenská menová politika veľký priestor reagovať na vývoj v automobilovom priemysle. Tento sektor je orientovaný skoro výlučne na export, jeho dovozná náročnosť je tiež veľmi vysoká a financie ziskava na medzinárodných trhoch. Keďže menová politika nedokáže tento sektor ovplyvňovať, strata nezávislosti menovej politiky nebude znamenať väčšiu expozíciu slovenského hospodárstva voči šokom v automobilovom priemysle.

Zhrnutie

K úspešnému zavedeniu eura na Slovensku je dôležitá synchronizácia hospodárskych cyklov Slovenska a eurozóny, ktorá v súčasnosti nie je veľká. K jej zvýšeniu napomôže to, ak obe ekonomiky budú reagovať podobne (symetricky) na vonkajšie šoky. Proces symetrizácie rastie s prehlbujúcou sa spoluprácou v zahraničnom obchode. Tento obchod by sa však mal uskutočňovať medzi jednotlivými krajinami v rámci rovnakých odvetví (t. j. mala by sa zvyšovať intenzita vnútroodvetvového obchodu), čím by sa zabezpečilo zblížovanie štruktúr produkcie Slovenska a EÚ a predišlo by sa úzkej špecializácii slovenskej ekonomiky. Keďže štruktúra slovenského hospodárstva sa približuje štruktúre eurozóny, dá sa predpokladať postupné zvyšovanie symetrie a synchronizácie Slovenska s centrom menovej únie.

4.5. Vplyv asymetrických šokov a straty nezávislosti menovej politiky na slovenskú ekonomiku

Spomedzi nevýhod vstupu do eurozóny je najdôležitejšou strata nezávislej menovej politiky. Pokiaľ šoky ovplyvňujúce slovenské hospodárstvo nebudú totožné so šokmi ovplyvňujúcimi celú eurozónu, strata nezávislosti menovej politiky zvýši volatilitu makroekonomického prostredia. Strata z nezávislosti menovej politiky bude tým výraznejšia, čím menej symetrické sú, resp. budú šoky na Slovensku a v eurozóne.

Simulujeme vplyv šokov na slovenské hospodárstvo pri existencii nezávislej menovej politiky a pri spoločnej menovej politike v eurozóne. Spoločná menová politika po zavedení eura nebude môcť reagovať na šoky špecifické pre Slovensko. Odhady korelácie šokov na Slovensku a v eurozóne sa pohybujú medzi 0 a 0,5 (tabuľka 11). Po vstupe do menovej únie by sa však mala korelácia šokov zvýšiť. V simulácii používame nulovú koreláciu, čiže vyberáme najmenej priaznivý variant. Vplyv straty nezávislej menovej politiky na infláciu a HDP na Slovensku simulujeme pomocou prognostického modelu NBS (Gavura a Reľovský, 2005). Predpokladáme, že na začiatku simulovaného obdobia je ekonomika v rovnováhe. Ekonomika je každý štvrtý rok vystavená dopytovým šokom. Štandardnú odchýlku šokov sme určili podľa skutočných šokov na 0,75 % HDP. V tejto súvislosti je nutné upozorniť, že v simulácii sme ekonomiku vystavili iba bežne veľkým šokom, nesimulujeme extrémne veľké šoky, pri ktorých by nezávislá menová politika mohla mať väčšiu dôležitosť.

Porovnávame dve simulácie: pri jednej je menová politika nezávislá, s režimom inflačného cielenia a kurz je voľne plávajúci, pri druhej je menová politika určená ECB a kurz je fixný. Pre porovnateľnosť simulácií je inflačný cieľ v prvej simulácii nastavený tak, aby bol konzistentný s dlhodobou konštantným kurzom voči euru (nastavenie absolútnej výšky inflačného cieľa nemá vplyv na reálny dopad simulovaných šokov, uľahčuje však porovnanie výsledkov oboch simulácií).

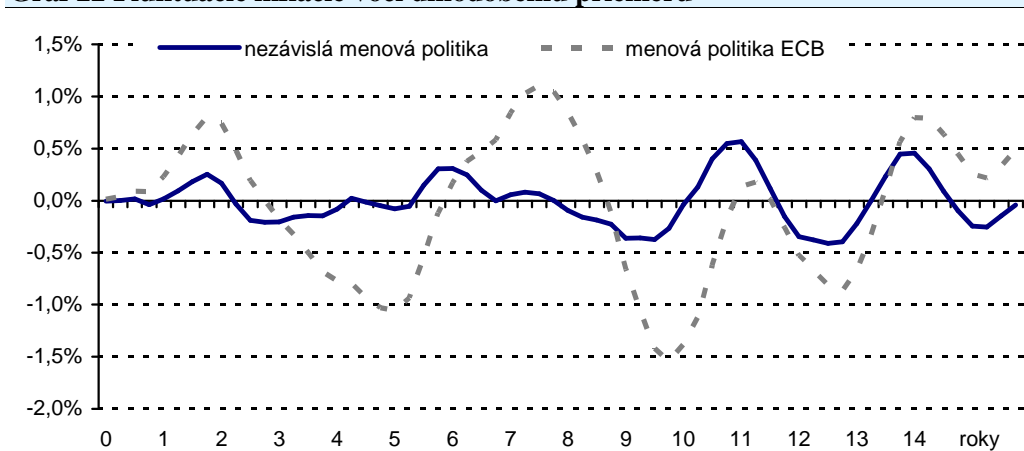
Výsledky simulácií sú podmienené teoretickým pravidlom pre reakciu menovej politiky, ktoré prognostický model NBS využíva. Model dáva väčší dôraz na stabilizáciu cien – na nízku infláciu – ako na stabilizáciu reálnej ekonomiky. Takéto nastavenie menového pravidla je však v súlade s praxou menovej politiky NBS ako aj so zákonom o NBS, ktorý stanovuje ako hlavný cieľ menovej politiky udržiavanie cenovej stability. Tento dôraz menového pravidla na stabilizáciu inflácie je kompenzovaný v konečnom hodnotení významu straty nezávislej menovej politiky, kde volatilitu inflácie hodnotíme skôr z hľadiska centrálnej banky, a teda pokladáme za väčšiu stratu, než by bolo hodnotenie bežného spotrebiteľa.

Z porovnania oboch simulácií vidíme, že strata nezávislej menovej politiky má iba veľmi malý vplyv na vývoj reálnej ekonomiky (graf 21). Fluktuácie HDP sa iba mierne zvýšia: štandardná odchýlka pri nezávislej menovej politike je 1,04 % a pri spoločnej menovej politike ECB je 1,11 %.

Graf 21 Fluktuácie HDP – Produkčná medzera

Zdroj: NBS, simulácie.

Nezávislá menová politika má podstatne väčší stabilizačný vplyv na infláciu (graf 22). Je to priamo dané tým, že súčasná menová politika má charakter inflačného cielenia. Po strate nezávislosti sa štandardná odchýlka inflácie zvýši z 0,24 % na 0,68 %.

Graf 22 Fluktuácie inflácie voči dlhodobému priemeru

Zdroj: NBS, simulácie.

Naše výsledky sú veľmi podobné simulácii Medzinárodného menového fondu pre Českú republiku. Schadler a kol. (2005) analyzujú vplyv vstupu ČR do eurozóny v modeli GEM. Po zavedení eura by sa štandardná odchýlka produkčnej medzery mohla zvýšiť z 1,7 % na 1,9 % a štandardná odchýlka inflácie z 1,7 % na 1,8 %. Vzhľadom na odlišnú štruktúru a východiskové parametre modelov sú absolútne hodnoty týchto štandardných odchýlok vyššie ako naše výsledky, avšak rozdiely medzi oboma simuláciami sú veľmi podobné – asi 0,1 – 0,2 % pre ČR (na modeli MMF) a 0,1 – 0,4 % pre Slovensko (na modeli NBS).

Hodnota stabilnejšieho ekonomického prostredia

Strata nezávislej menovej politiky spôsobí na Slovensku zvýšenú volatilitu inflácie a čiastočne vyššiu volatilitu aj HDP, resp. produkčnej medzery. Priemerná výška HDP, príjmu na obyvateľa a inflácie sa však nezmení.³⁷ Ak by boli obyvatelia Slovenska neutrálni voči riziku, nemala by pre nich vyššia stabilita makroekonomických ukazovateľov pri nezávislej

³⁷ Potvrďuje sa, že menová politika je v dlhom období neutrálna.

menovej stabilite žiadnu hodnotu. Keďže však väčšina ľudí má averziu voči riziku, uprednostnia stabilnejšie prostredie.

Hodnotu stabilnejšieho ekonomického prostredia odhadujeme porovnaním ekvivalentov istoty oboch simulácií. Predpokladáme konštantnú relatívnu averziu voči riziku vo výške medzi 1 a 2.³⁸ Stabilitu inflácie musíme pri výpočte zlúčiť so stabilitou HDP. Vychádzame pri tom z Taylorovho pravidla, ktoré umožňuje v jednej cieľovej funkcii zlúčiť odchýlky inflácie od cieľa a výkyvy produkčnej medzery. Relatívna váha inflácie je medzi 0,5 a 1 (pôvodné Taylorovo pravidlo malo relatívnu váhu inflácie rovnú jednej, pravidlo je však tvorené pre centrálnu banku, ktoré inflácii pri svojom hodnotení prikladajú podstatne väčšiu váhu ako celá spoločnosť). Predpokladáme tiež, že výkyvy inflácie a HDP sa priamo premietajú do výkyvov v spotrebe. V praxi sa spotrebiteľia voči takýmto fluktuáciám môžu zabezpečiť zmenami podielu úspor na príjmoch, takže náš odhad hodnoty stability pri nezávislej menovej politike je nadhodnotený.

Tabuľka 15 Hodnota stabilnejšieho ekonomického prostredia pri nezávislej menovej politike

	priemer				
Taylorovo pravidlo – váha inflácie	1	0,5	1	0,5	
Koeficient averzie voči riziku	1	1	2	2	
Hodnota straty – ekvivalent istoty (v % HDP)	0,055	0,024	0,058	0,0260	0,041

Zdroj: vlastné výpočty.

Hodnotu straty nezávislosti menovej politiky odhadujeme bodovo na 0,041 % HDP, s hornou hranicou rozsahu 0,058 % HDP a dolnou hranicou 0,024 % HDP. V roku 2005 to predstavuje 586 mil. korún (bodový odhad), resp. medzi 343 a 829 mil. korún (dolná a horná hranica).

³⁸ CES/CRRA funkcia užitočnosti (Constant elasticity of substitution, Constant relative risk aversion): $U(C)=(C^{1-\phi}-1)/(1-\phi)$; pre $g=1$ $U(C)=\ln(C)$.

Odhady relatívnej averzie voči riziku v literatúre:

Základný scenár	1,0
Friend a Blume (1975)	2,0
Fullenkamp, Tenorio a Battalio (2003)	0,6 – 1,5
Van Praag a Booij (2003)	3,7

5. Riziká a obavy zo zavedenia eura

5.1. Hrozí bezprostredné zvýšenie cien pri zavedení eura?

V slovenskej verejnosti v súčasnosti prevláda názor, že zavedenie eura bude sprevádzať zvyšovanie cien. Zdražovanie pritom obyvateľstvo hodnotí ako najväčšiu nevýhodu späť s prechodom na euro.³⁹

Na Slovensku, rovnako ako v ostatných krajinách EÚ, platia zásady voľnej tvorby cien. Vývoj (rast) cien tovarov a služieb závisí od konkurencie na jednotlivých segmentoch spotrebného koša. V segmente obchodovateľných položiek (t. j. väčšiny tovarov) je konkurencia vysoká a pôsobí tu ako v podstate spoľahlivý nástroj ochrany pred trhom neodôvodneným rastom cien. V segmente neobchodovateľných položiek (t. j. najmä služieb a v ich rámci predovšetkým tých, ktorých poskytovanie je úzko naviazané na špecifické regionálne podmienky) je konkurencia slabšia a vytvára sa tak väčší priestor pre rast cien,⁴⁰ ale aj pre ich väčšiu regionálnu (medzinárodnú, ale aj vnútroštátnu) diverzifikáciu.

Konkurenciu na Slovensku je možné v súčasnosti považovať za dostatočne silnú na to, aby bránila výrobcom aj obchodníkom neúmerne zvyšovať ceny. Inak povedané, pri slabej konkurencii by podniky mohli zvyšovať ceny bez ohľadu na to, či zákonným platidlom na Slovensku je koruna alebo to bude euro. Istým problémom pri zavedení eura však môže byť nedostatočná schopnosť orientovať sa v novom cenovom prostredí. Neprehľadnosť cien v eurách by mohla tlak konkurencie dočasne oslabiť.

Samotná menová konverzia, t. j. výmena slovenskej koruny za euro bude čisto technická operácia, pri ktorej sa ceny, rovnako ako všetky ostatné finančné údaje, prepočítajú presne podľa stanoveného konverzného (prepočítavacieho) kurzu. Všetky hodnotové relácie tak zostanú nezmenené. Na obavy z neúmerneho zdražovania v dôsledku prechodu z koruny na euro preto nie sú dôvody. K istému cenovému nárastu môže dôjsť iba v dôsledku implementačných nákladov a zaokrúhľovania (o vplyvoch zaokrúhľovania bližšie v boxe 6).

Box 6 Technické zaokrúhľovanie a jeho vplyv na zmenu cien

Pri zaokrúhľovaní cien na euro by sa malo postupovať podľa matematických pravidiel. Ceny prepočítané na euro by sa mali zaokrúhľovať na dve desatinné miesta – na najbližší cent. Pokiaľ bude na treťom desatinnom mieste cifra 5 alebo vyššia, ceny by sa mali zaokrúhľovať nahor, pokiaľ na treťom desatinnom mieste bude cifra 4 alebo nižšia, ceny by sa mali zaokrúhľovať nadol.

Jednou z obáv spotrebiteľov je, že obchodníci zaokrúhľujú všetky ceny nahor. Takýto prípad analyzujeme na cenách z decembra 2005. Berieme do úvahy celý spotrebný koš používaný na výpočet CPI okrem jednotkových cien v sieťových odvetviach (vodné, stočné, elektrina, plyn, telekomunikácie), v ktorých sa budú ceny určovať na viac desatinných miest, a nákladov za bývanie vo vlastnom dome, resp. byte. Na prepočet na euro používame kurz z 30. 12. 2005, výsledky sú však veľmi podobné s inými variantmi kurzu.

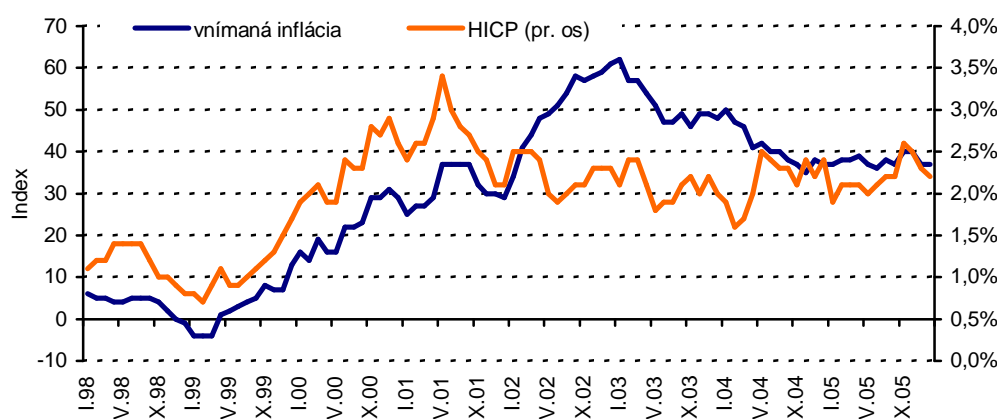
Pokiaľ by sa všetky ceny v našom koši zaokrúhľovali smerom nahor, index spotrebiteľských cien by stúpil o 0,73 percentuálneho bodu. Túto hodnotu pokladáme za maximálny možný efekt z technicky nesprávneho zaokrúhľovania. Keďže nie všetky tovary a služby budú zaokrúhlené smerom nahor, konečný vplyv zo zaokrúhľovania bude nižší. Ak by sa ceny zaokrúhľovali správne, podľa matematických pravidiel, priemerný vplyv zo zaokrúhľovania by bol nulový (úplne presne pri použitom kurze z 30. 12. 2005 by to bolo -0,02 p. b.).

³⁹ Podľa výsledkov anketového prieskumu z októbra 2004 zdražovanie pri zavedení eura očakávajú viac ako štyri pätiny oslovených respondentov. Ústav pre výskum verejnej mienky pri ŠÚ SR (2004).

⁴⁰ Rýchlejší rast cien v sektore služieb je podmienený aj pôsobením Balassa –Samuelsonovho efektu, ktorému sa venuje nasledujúca časť 5.2.

Pre krajiny eurozóny, kde euro zaviedli do hotovostného obehu 1. 1. 2002, odhadol Eurostat príspevok zavedenia eurových bankoviek a mincí na 0,12 – 0,29 %, zatiaľ čo celková inflácia v roku 2002 bola 2,3 %.⁴¹ Celý tento efekt bol pritom veľmi krátkodobý. Jeho najvýznamnejšia časť, odhadovaná v rozsahu 0,09 – 0,28 %, sa uskutočnila v období medzi decembrom 2001 a januárom 2002. Nárazový charakter a špecifická, veľmi úzka skupina spotrebného koša, v ktorej sa sústreďovala rozhodujúca časť zvýšenia cien pri prechode na euro, však viedli k prudkému nárastu ukazovateľa inflácie vnímanej obyvateľstvom (graf 23). K rastu cien došlo takmer výhradne pri tovaroch a službách viazaných na domáce prostredie a v oblastiach s nízkou úrovňou konkurencie. Pri niektorých službách (reštaurácie, kaderníctva, čistiarne, autoservisy a pod.) a tovaroch každodennej spotreby (napr. pečivo, tlač) s nízkou jednotkovou cenou vzrástli ceny opticky relatívne významne. Ich podiel na súhrnnom cenovom indexe je veľmi malý, spotrebiteľia však cez ceny týchto tovarov a služieb vnímali euro ako faktor vysokej inflácie.⁴²

Graf 23 HICP a vnímaná inflácia v eurozóne



Zdroj: European Commission Business and Consumer Surveys, december 2005.

Poznámka: Indikátor vnímanej inflácie je výsledkom vyhodnotenia odpovedí spotrebiteľov na otázku „Čo si myslíte o vývoji cien za uplynulých 12 mesiacov?“⁴³

Skúsenosti krajín eurozóny umožňujú v dostatočnom predstihu pripraviť stratégie a postupy na elimináciu potenciálnych zdrojov zvyšovania cien pri zavedení eura na Slovensku. Národný plán zavedenia eura v Slovenskej republike, zverejnený v lete 2005, predpokladá dve hlavné skupiny opatrení:

- ochrana spotrebiteľa pred prípadným zneužitím menovej konverzie podnikateľmi a obchodníkmi na neodôvodnené zvyšovanie cien,
- informačná kampaň voči verejnosti s osobitným zreteľom na fenomén „vnímanej inflácie“.

⁴¹ Eurostat (2003).

⁴² Podrobnejšie Komínková (2005).

⁴³ Metodológia výpočtu indikátora vnímanej inflácie sa zakladá na váhovom vyhodnotení percentuálnych podielov 5 možností odpovedí na uvedené otázky podľa tohto kľúča:

„Čo si myslíte o vývoji cien za uplynulých 12 mesiacov?“	
++	Vzrástli veľmi významne
+	Vzrástli mierne
=	Vzrástli zanedbateľne
-	Zostali rovnaké
--	Poklesli
N	Neviem (nezarátava sa)

Prechod na novú menu na istý čas skomplikuje spotrebiteľom orientáciu v cenových údajoch. Ceny v eurách budú v číselnom vyjadrení úplne odlišné ako ceny v korunách. Spotrebiteľia nebudú vedieť bezprostredne posúdiť, či cena prepočítaná v eurách presne zodpovedá pôvodnej korunovej cene. Sťaží sa im aj posudzovanie, ako výhodné alebo nevýhodné sú ceny konkrétnych tovarov a služieb. Dočasné zníženie orientačnej schopnosti spotrebiteľov v cenách by mohli podnikatelia a obchodníci zneužiť na zvyšovanie cien. Na ochranu spotrebiteľov pred neodôvodneným zvyšovaním cien sa bude po určitý čas povinne uplatňovať duálne oceňovanie všetkých tovarov a služieb. Ich ceny budú označované aj v korunách aj v eurách, pričom budú prepočítané presne podľa konverzného kurzu.

Duálne oceňovanie sa začne krátko po zverejnení konverzného kurzu koruny na euro, t. j. približne 5 – 6 mesiacov pred zavedením eura. V duálnom oceňovaní budú predajcovia povinne pokračovať do konca roku 2009 a dobrovoľne ešte šesť mesiacov. Spotrebiteľia si tak budú môcť zvyknúť na hladinu cien v eurách. Vývoj cien v rokoch 2008 a 2009 sa bude dôkladne monitorovať. O výsledkoch prieskumov a kontroly budú spotrebiteľia pravidelne informovaní. V prípade porušenia pravidiel budú konať orgány dozoru. Spotrebiteľia sa budú môcť obrátiť aj na súdy, riešiť spory mimosúdnou cestou, alebo dať podnety a sťažnosti zodpovedným orgánom.⁴⁴ Uvedené nástroje na ochranu spotrebiteľa by mali spoľahlivo zabezpečiť, že zavedenie eura sa nestane príležitosťou na zvyšovanie cien z iných než trhových dôvodov.

Na potlačenie niektorých (najmä psychologických) aspektov spotrebiteľského správania, ktoré by v období prechodu na euro mohli vytvárať atmosféru zdražovania, bude zároveň nevyhnutné pripraviť pre verejnosť dôkladnú informačnú kampaň. Fenomén vysokej „vnímanej inflácie“ spájaný so zavedením eura, ovplyvňuje už v súčasnosti názor značnej časti našej verejnosti, že zavedenie eura bude nevyhnutne sprevádzané zvyšovaním cien. To samo osebe môže mať nežiaduce účinky na tvorbu inflačných očakávaní, ktoré by sa mohli s blížiacim sa dátumom zavedenia eura stupňovať a preliať sa do mzdových inflačných tlakov. Problematika vnímanej inflácie sa bližšie rozoberá v boxe 7.

Prítomnosť spotrebiteľského povedomia o ceny zvyšujúcich účinkoch zavedenia eura bude komunikáciu s verejnosťou komplikovať. Je treba rátať s tým, že voči oficiálnej štatistike o inflácii bude istá nedôvera. O to dôležitejšie bude poskytnúť slovenským spotrebiteľom v období prechodu na euro korektné informácie o cenovom vývoji a návody na jeho objektívne posudzovanie. V stratégii komunikačnej kampane bude potrebné zohľadniť niektoré charakteristické črty spotrebiteľskej psychológie v oblasti cenových zmien. Ide predovšetkým o to, že spotrebiteľia majú tendenciu oveľa lepšie zaevidovať a zapamätať si rast cien než stabilné ceny alebo pokles cien. To vedie k tomu, že zmeny cien posudzujú spravidla ako zvyšovanie cenovej hladiny.

Pozornosť spotrebiteľov bude preto potrebné upriamiť na dlhodobejšie systematické sledovanie cien⁴⁵ a v čo najväčšom počte svojich výdavkových položiek, nielen v úzkom koši každodenných drobných nákupov. Druhou dôležitou zásadou je vedieť rozlíšiť, čo je zdrojom zmeny (zvýšenia) ceny, aby sa cenový nárast v čase prechodu na euro, spôsobený napríklad nepriaznivým počasím alebo vývojom cien na svetových komoditných trhoch, nepripisoval zavedeniu eura. Takéto zamenenie príčiny by mohlo v prípade súbehu udalostí podstatne ovplyvniť vnímanú infláciu, pretože k zvýšeniu cien by došlo v bežne a často nakupovaných položkách (potraviny, pohonné látky).

⁴⁴ Bližšie: NBS a MF SR (2005).

⁴⁵ Napríklad v Taliansku, kde vnímaná inflácia nadobudla so zavedením eura enormný rozmer, analýza ukázala, že ak ceny v reštauráciách vzrástli v roku 2002 asi o 9 %, bola to iba časť z ich celkového nárastu o 40 % v období 1998 – 2003 (Del Giovane a kol., 2005).

Box 7 Prečo môžu spotrebiteľia nesprávne vnímať mieru inflácie

Spotrebiteľia si vytvárajú vlastné videnie inflácie tým, že porovnávajú ceny, za ktoré v priebehu času nakupujú rovnaké výrobky. Ich videnie je spravidla krátkodobé – sústreďuje sa na najčastejšie a najdôležitejšie nákupy. Skúsenosť so zavedením eura naznačila, že spotrebiteľia vnímali jeho vplyv na ceny predovšetkým prostredníctvom cien drobných tovarov a služieb, ktoré nakupujú pravidelne a najčastejšie (denne, týždenne).

Určujúci vplyv na vývoj vnímanej inflácie pri zavedení eura v terajších krajinách eurozóny mali ceny pravidelne a často nakupovaných položiek, ako sú potraviny, noviny a časopisy, pohonné látky, autobusová a železničná doprava, reštaurácie a kaviarne, kadernícke salóny a podobné druhy služieb. Ceny týchto položiek rástli rýchlejšie než súhrnný cenový index od polovice roka 1999. Vyšší než priemerný rast cien týchto položiek môže vysvetľovať až polovicu rozdielu medzi skutočnou a spotrebiteľmi vnímanou infláciou.

Keď ceny v kaviarňach a reštauráciách vzrástli v januári 2002 (t. j. bezprostredne po zavedení eura do hotovostného obehu) viac než býva bežné, spotrebiteľia si to uvedomili. Skutočnosť, že pri iných tovaroch sa ceny nezmenili alebo aj poklesli, si uvedomil málokto. Napríklad voči každému zvýšeniu ceny šálky kávy, ktoré by sa mohlo pripísať zavedeniu eura, by stálo iba malé percentuálne zníženie ceny odevov, obuvi alebo elektroniky a domácich spotrebičov, aby sa táto zmena v súhrnnom cenovom indexe vyrovnala.

Okrem samotného faktu (ne)uvedomenia si obojstranného pohybu cien je v spotrebiteľskom správaní silná asymetria v hodnotení „ziskov“ a „strát“, ktoré prinášajú cenové zmeny do uspokojenia (miery pociťovaného blahobytu) jednotlivcov. Oveľa menší úžitok sa pripisuje „zisku“, ktorý prináša zníženie ceny ako ochudobneniu zo „straty“, spôsobenej zvýšením ceny o rovnakú sumu. Súvisí to s tým, že zvýšenie ceny priamo zhoršuje dôchodkovú situáciu spotrebiteľa, ktorú je nútený kompenzovať znížením spotreby v iných položkách spotrebného koša alebo siahnuť na úspory. Pri poklese ceny tieto úsporné úpravy nie sú potrebné.

Bežný spotrebiteľ nemá k dispozícii zrozumiteľnú štatistiku a situáciu hodnotí na základe svojej individuálnej aktuálnej a minulej skúsenosti. Ceny sleduje a infláciu hodnotí na základe vzorky svojho najfrekvencovanejšieho spotrebného koša. Pritom nie je schopný priamo identifikovať, ktoré faktory sú príčinou rastu cien jeho jednotlivých položiek. Zavedeniu eura preto spotrebiteľia pripisovali aj vysoké ceny potravín zo začiatku roka 2002 (hoci príčinou bolo nepriaznivé počasie), rovnako by mu pripísali napríklad zdraženie benzínu, keby bolo v tom čase došlo k zvýšeniu svetových cien ropy, alebo mäsa, keby choroba BSE, ktorej cenové efekty sa prejavili v roku 2001, prepukla o niekoľko mesiacov neskôr. Podobne zvyšujúci vplyv na vnímanú infláciu začiatkom roka 2002 malo aj značné zvýšenie cien alkoholu a tabaku, spôsobené opäť nie eurom, ale zvýšením spotrebných daní.

V čase zavádzania eura do hotovostného obehu spotrebiteľia veľmi citlivo reagovali na všetky oficiálne i neformálne informácie o raste cien zverejňované v médiách, ale prenášané aj prostredníctvom náhodných „susedských“ skúseností. Kumulácia informácií o viacerých prípadoch rastu cien mohla vyvolať v spotrebiteľskom vnímaní aj vznik tzv. efektu snehovej gule, ktorý zvyšoval intenzitu vlastných skúseností so zvýšením cien a zosilňoval celkový dojem o inflačných efektoch zavedenia eura.

Na intenzitu vnímanej inflácie vplývala aj informovanosť verejnosti o eure. Korelácia medzi nedostatkom informácií a vysokou vnímanou infláciou, resp. dobrou informovanosťou a nižšou vnímanou infláciou sa ukázala presvedčivá (graf 24). Fínsko bolo podľa anketových prieskumov krajinou s najvyšším počtom dobre informovaných respondentov, v Grécku bol ich počet najnižší. Práve v týchto dvoch krajinách bola zistená aj najnižšia (Fínsko), resp. najvyššia (Grécko) vnímaná inflácia.

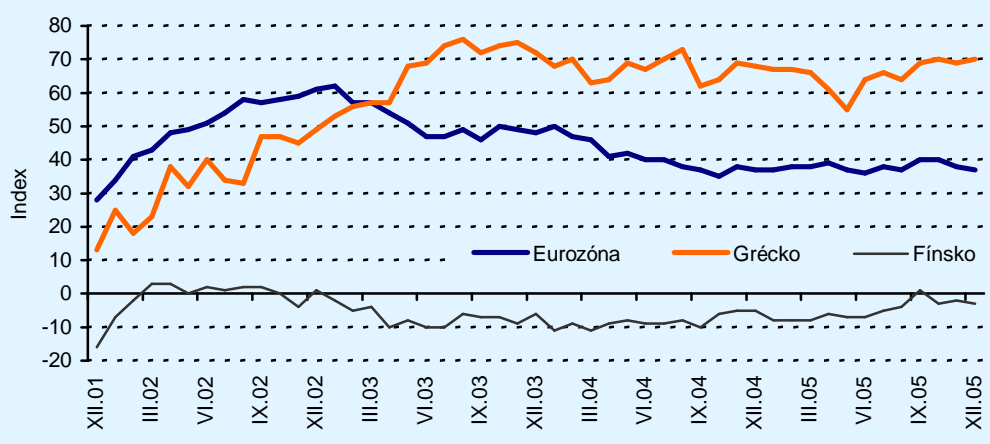
K zvýšeniu vnímanej inflácie pri zavedení eura prispela napokon aj neskúsenosť obyvateľstva pohybovať sa v novom, spotrebiteľsky ťažko čitateľnom cenovom prostredí. Pamäť na ceny z minulosti, odložené účty za nákupy v národných menách, mohli po zrušení duálneho oceňovania spôsobiť niekedy až značné skreslenie informácie o cene v eurách pri prepočtoch za pomoci hrubo zaokrúhlených konverzných kurzov.

Hlavné faktory vysokej vnímanej inflácie pri zavedení eura boli v súhrne tieto:

- subjektívne hodnotenie cenového vývoja na položkách individuálneho (zúženého) spotrebného koša,
- zvýšenie cien v položkách tovarov a služieb s nízkymi jednotkovými cenami, ktoré spotrebiteľia opakovane a veľmi často nakupujú,
- nesymetrické vnímanie zvýšenia a zníženia cien,
- započítanie iných než s eurom súvisiacich príčin zvýšenia cien,
- efekt snehovej gule, ktorý zvyšoval osobnú skúsenosť s rastom cien,
- nedostatočná informovanosť obyvateľstva o hlavných aspektoch menovej konverzie,
- dlhodobá pamäť na ceny z dávnejšej minulosti,
- nepresné prepočítavanie cien podľa zaokrúhleného konverzného kurzu.

Fenomén vnímanej inflácie je preto žiaduce systematicky sledovať, analyzovať a celú problematiku jasne interpretovať verejnosti – s osobitným zreteľom aj na vybrané skupiny spotrebiteľov (napr. dôchodcovia).

Graf 24 Vnímaná inflácia vo vybraných krajinách eurozóny



Zdroj: European Commission Business and Consumer Surveys, december 2005.

Kľúčovú úlohu v tejto oblasti budú mať médiá. Korektnosť ich informácií o cenovom vývoji s jasným rozlíšením „eurových“ a „neurových“ faktorov prípadného rastu cien a kritické (nie senzáciové) sledovanie cenového správania podnikateľov a maloobchodu môže veľmi významne prispieť k tlmeniu inflačných očakávaní a posilniť tak funkciu duálneho oceňovania ako hlavného zákonného nástroja na elimináciu potenciálneho rizika zneužitia zavedenia eura na zvyšovanie spotrebiteľských cien.

5.2. Očakávaný dlhodobý vývoj inflácie po vstupe do eurozóny

Pri pokračujúcej a pre rast životnej úrovne žiaducej reálnej konvergencii sa ceny na Slovensku budú postupne približovať priemeru EÚ. Je dôležité zdôrazniť, že toto dobiehanie bude postupné. Ceny nemôžu okamžite po zavedení eura vyskočiť na úroveň priemeru eurozóny. Dopyt by takéto ceny nedokázal akceptovať. Ceny môžu konvergovať iba postupne, keď tento vývoj bude podporený rastom produktivity, reálnych miezd a kúpnej sily. Potenciál cenového dobiehania na Slovensku je vysoký, keďže relatívna cenová hladina SR v roku 2004 dosahovala 54 % priemeru EÚ. Bude však rozložený na dlhé obdobie a jeho rýchlosť sa bude tak ako doteraz odvíjať od rastu výkonnosti slovenskej ekonomiky.

Aj empirické poznatky z vývoja inflácie súčasných členov eurozóny hovoria, že trend inflácie v menej rozvinutých krajinách (Španielsko, Portugalsko, Grécko) pred vstupom a po vstupe do eurozóny bol odlišný. Kým pred vstupom do eurozóny prebiehala postupná deflácia,

bezprostredne po vstupe mala inflácia v niektorých krajinách rastúci trend. Tento rast sa však neskôr, zdá sa, zastavil. Podobne Írsko, ktoré vstupovalo do EÚ na nízkom stupni rozvoja a v dôsledku masívneho prílevu PZI prudko rástlo, malo aj po vstupe do eurozóny vysokú infláciu. Vzniká otázka: akú infláciu môžeme po vstupe do eurozóny očakávať v menej rozvinutých krajinách, alebo v krajinách, ktoré dosahujú rýchly ekonomický rast? Táto otázka sa týka aj Slovenska, ako menej rozvinutej krajiny,⁴⁶ ktorej ekonomika rýchlo rastie.

Základné fakty

Pred vstupom do eurozóny je inflácia výsledkom koordinovanej dezinflačnej politiky, pri ktorej sa využívajú rôzne politiky a nástroje. V tých krajinách, v ktorých rovnovážny reálny kurz posilňuje, môže byť na dezinfláciu využité aj posilňovanie nominálneho kurzu.

Formálne vyjadrené: označme e , e_R , e_{R0} (percentuálnu) zmenu nominálneho, reálneho a rovnovážneho reálneho kurzu, p , p^* (percentuálnu) zmenu inflácie na Slovensku a v eurozóne. Ak sa pred vstupom do eurozóny inflácia na Slovensku priblíži k inflácii v eurozóne ($p \cong p^*$), čím sa fakticky odstráni inflačný diferenciál ($p - p^* \cong 0$), potom sa nominálny kurz bude meniť približne tak, ako sa bude meniť reálny kurz ($e_R \cong e$), pretože platí: $e_R \cong e - (p - p^*)$. Ak sa súčasne reálny kurz koruny voči euru bude pohybovať v blízkosti rovnovážneho ($e_{R0} \cong e_R$), potom aj nominálny kurz sa bude meniť tak, ako rovnovážny reálny kurz ($e_{R0} \cong e_R \cong e$). Ak súčasne bude rovnovážny reálny kurz koruny voči euru apreciovať ($e_{R0} < 0$), bude apreciovať aj nominálny kurz koruny voči euru.

Po prijatí eura, po predošlom zafixovaní kurzovej parity koruny voči euru, koruna prestane existovať. Posilňovanie **rovnovážneho reálneho** kurzu na Slovensku sa však prijatím eura nezastaví. Sú možné dve (krajné) situácie:

1. Inflácia bude naďalej blízka (rovná) inflácii v eurozóne. Aktuálny reálny kurz koruny voči euru sa v tomto prípade nebude meniť,⁴⁷ a tým sa postupne odchyli od rovnovážneho kurzu, ktorý bude apreciovať aj po vstupe do eurozóny ($e_R \cong 0$, $e_{R0} < 0$),
2. Inflácia na Slovensku postupne vzrastie nad úroveň inflácie v eurozóne tak, že aktuálny reálny kurz koruny bude naďalej na úrovni rovnovážneho reálneho kurzu. Inflačný diferenciál bude kladný na úrovni tempa posilňovania rovnovážneho kurzu ($(p - p^*) > 0$).

Skutočný vývoj sa bude od uvedených krajných scenárov líšiť. Prvý variant, teda inflácia blízka inflácii v eurozóne, pri súčasnom narastaní odchyľky aktuálneho reálneho kurzu od rovnovážneho, je možná v krátkom, alebo v stredne dlhom období. Nie je však pravdepodobné, že by sa aktuálny reálny kurz vzdľaľoval od rovnovážnej úrovne dlhodobo. Nie je teda ani pravdepodobné, že by sa dlhodobo realizoval prvý variant. V priemere za dlhé obdobie treba očakávať, že po vstupe do eurozóny bude inflácia na Slovensku vyššia ako inflácia v eurozóne o hodnotu, ktorá sa bude približne rovnať tempu posilňovania rovnovážneho reálneho kurzu koruny voči euru.

Medziročná inflácia v eurozóne bude pravdepodobne naďalej cielená na úrovni 2 %. Pokiaľ by sa udržalo terajšie ročné tempo posilňovania rovnovážneho reálneho kurzu koruny aj po vstupe do eurozóny na súčasnej úrovni približne 2 – 3 %, inflácia na Slovensku by mohla byť krátkodobo o tento rozdiel vyššia ako vo zvyšku eurozóny. Proces reálnej konvergencie sa však postupne ukončí, apreciovia rovnovážneho kurzu koruny voči euru sa postupne zmierni, a teda inflácia na Slovensku po zavedení eura by mohla byť prvé roky okolo 3 – 4 %. V dlhšom období bude inflácia ďalej klesať a nakoniec sa priblíži k úrovni v eurozóne.

⁴⁶ Výkonnosť ekonomiky Slovenska v parite kúpnej sily je len o niečo väčšia ako polovičná v porovnaní s priemerom eurozóny.

⁴⁷ Nominálny kurz bude zafixovaný a inflačný diferenciál bude rovný nule.

Očakávané rovnovážne posilňovanie reálneho kurzu koruny voči euru

Vývoj a úroveň devízového kurzu určujú mnohé faktory. V krátkom období ovplyvňujú kurz najviac očakávania. V strednom období (niekoľko mesiacov až rokov) závisí kurz od ekonomických fundamentov – inflácie, rastu HDP a produktivity, investícií, platobnej bilancie, zahraničného dlhu a pod. Odhady rôznych typov rovnovážneho kurzu, ako BEER či FEER tieto fundamenty zohľadňujú a umožňujú predpovedať smer vývoja kurzu. Dlhodobou kotvou pre hladinu kurzu je však jeho súlad s domácou cenovou úrovňou – zachovanie parity kúpnej sily.

Strednodobá rovnováha kurzu

Rovnovážne posilňovanie reálneho kurzu koruny voči euru bolo analyzované pomocou rôznych prístupov. Aplikovali sme:

- behaviorálny prístup k rovnovážnemu výmennému kurzu (behavioral equilibrium exchange rate – BEER) – za rovnovážny kurz sa považuje taká úroveň kurzu, ktorá zodpovedá rovnovážnej úrovni ekonomických fundamentov, na základe odhadnutého kointegračného vzťahu medzi kurzom a fundamentmi,
- fundamentálny prístup k rovnovážnemu výmennému kurzu (fundamental equilibrium exchange rate – FEER) – rovnovážny kurz zodpovedá rovnovážnym fundamentom a zároveň zabezpečuje externú rovnováhu, závislosti medzi kurzom a fundamentmi na jednej strane a medzi externou rovnováhou a kurzom na druhej strane je odhadnutá, zároveň je normatívne určená hranica pre externú rovnováhu,
- menový prístup k rovnovážnemu kurzu (monetary equilibrium exchange rate – MEER) – kurz zodpovedajúci vývoju menových agregátov, na základe rozšírenej a upravenej menovej rovnice výmeny (equation of exchange).

Behaviorálny prístup k rovnovážnemu výmennému kurzu

Poznatky z aplikácie modelu BEER⁴⁸ na odhad rovnovážneho reálneho kurzu koruny voči euru hovoria, že rozhodujúci faktor apreciacie reálneho kurzu bude Balassa-Samuelsonov (B-S) efekt (diferenciál produktivity alebo diferenciál duálnej inflácie). Ďalšie faktory určujúce vývoj rovnovážneho kurzu koruny voči euru sú:

- úrokový diferenciál – vyššie reálne úrokové sadzby na Slovensku v porovnaní s eurozónou spôsobujú apreciaciu rovnovážneho reálneho kurzu koruny,
- čisté zahraničné aktíva – vyšší podiel čistých zahraničných aktív na HDP spôsobuje apreciaciu rovnovážneho reálneho kurzu koruny.

Proces dobiehania spôsobí, že diferenciál produktivity bude pôsobiť apreciačne. Členstvom v eurozóne sa tento diferenciál pravdepodobne zväčší v dôsledku rýchlejšieho dobiehania. Diferenciál reálnych úrokových sadzieb bude pôsobiť depreciačne v dôsledku vyššej inflácie na Slovensku ako v eurozóne. Pravdepodobný je nižší podiel vládnej spotreby na Slovensku ako v eurozóne, čo bude pôsobiť apreciačne. Nízke reálne úrokové sadzby budú podnecovať zadlžovanie a investície do fixných aktív. Podiel čistých zahraničných aktív na HDP bude pravdepodobne stagnovať, alebo klesať.

Fundamentálny prístup k rovnovážnemu výmennému kurzu

Z výsledkov odhadu rovnovážneho kurzu podľa modelov FEER⁴⁹ vyplýva, že vyšší rast potenciálneho produktu na Slovensku ako v EÚ posúva rovnovážny kurz smerom

⁴⁸ Zeman (2004). Tiež: Maeso-Fernandez a kol. (2001) a Rahn (2005).

⁴⁹ Ondko (2005). Tiež: Šmídková a kol. (2002), Coudert a Couharde (2002) a Égert, B (2004).

k apreciacii. O tom, či a akým tempom bude rovnovážny kurz apreciovať však rozhodujú aj ďalšie faktory:

- prílev priamych zahraničných investícií zvyšuje exportnú schopnosť a na rovnovážny reálny kurz pôsobí apreciačne,
- vysoká náročnosť exportu na dovoz⁵⁰ zhoršuje obchodnú bilanciu a na rovnovážny reálny kurz pôsobí depreciačne,
- vysoká úroveň udržateľného deficitu na bežnom účte⁵¹ posúva rovnovážny reálny kurz smerom k apreciacii.

Po vstupe do eurozóny bude pokračovať dobiehanie eurozóny v dôsledku rýchlejšieho rastu potenciálu na Slovensku, a teda bude pretrvávajúť apreciačný trend rovnovážneho reálneho kurzu. Prílev PZI toto posilňovanie urýchli. Náročnosť exportu na dovoz bude výsledkom dvoch protichodných tendencií – postupného vzniku domácich dodávateľov pre zahraničných investorov a prílevu nových PZI, ktorých pôsobenie je závislé na začiatku od dovozu polotovarov a súčiastok. Výsledný vplyv dovozu pre export na reálny kurz a jeho rovnovážnu úroveň bude však depreciačný. Prijatie eura môže výrazne posunúť hranicu udržateľného deficitu, a tým tiež posunúť rovnovážny reálny kurz (podľa FEER) smerom k apreciacii.

Menový prístup k rovnovážnemu kurzu

Poznatky z menového prístupu k odhadu rovnovážneho kurzu⁵² hovoria, že rovnovážny nominálny kurz koruny voči euru sa bude meniť podľa toho, ako bude diferenciál rastu peňažnej zásoby na Slovensku voči eurozóne odpovedať diferenciálu (reálneho) rastu ekonomiky Slovenska voči rastu eurozóny. Relatívne rýchly rast (nominálnej) peňažnej zásoby u nás voči eurozóne, neprimeraný v porovnaní s diferenciálom v tempe rastu ekonomiky Slovenska voči rastu eurozóny spôsobí, že nominálny kurz koruny voči euru bude oslabovať. Úlohu zohrávajú aj ďalšie skutočnosti:

- Úrokový diferenciál – relatívne (voči eurozóne) vysoké úrokové sadzby na Slovensku môžu prípadné oslabovanie nominálneho kurzu spomaliť,
- Vyššia duálna inflácia spotrebiteľských cien na Slovensku ako v eurozóne⁵³ – pôsobí v smere posilňovania nominálneho kurzu koruny voči euru.

V situácii, ktorá nastane po vstupe do eurozóny, bude úrokový diferenciál prakticky nulový,⁵⁴ a nominálny kurz koruny voči euru bude fixný. Rast peňažnej zásoby vo všeobecnosti môže zvyšovať (ak bude neprimerane vysoký v porovnaní s rastom ekonomiky), alebo znižovať infláciu voči úrovni, ktorá vyplýva z pôsobenia B-S efektu.⁵⁵ Očakáva sa, že rast peňažnej zásoby bude po vstupe do eurozóny stimulovaný uvoľnenými menovými podmienkami na Slovensku (úrokové sadzby na peňažnom trhu budú približne rovnaké v rámci celej eurozóny, zatiaľ čo inflácia bude u nás pravdepodobne vyššia ako v eurozóne). Existuje preto riziko, že rýchly rast peňažnej zásoby na Slovensku bude faktorom vysokej inflácie.⁵⁶ Centrálna banka bude mať len jednu možnosť ako predísť neprimeranému rastu peňažnej zásoby – prísnejší preventívny (anticyklický) bankový dohľad, ktorý by mal zabrániť neprimeranej úverovej expanzii a následnej úverovej reštrikcii a nestabilite na trhu aktív (napríklad na trhu

⁵⁰ Ide o dovoz medziproduktov, polotovarov a súčiastok pre montážne výroby.

⁵¹ Mäkká podmienka zahraničnej solventnosti.

⁵² Ondko (2005). Tiež: Fidrmuc a kol. (2004).

⁵³ Duálna inflácia tu znamená rozdielnu infláciu cien obchodovateľných a neobchodovateľných tovarov. Obvykle je prejavom existencie tzv. B-S efektu.

⁵⁴ Určité (zanedbateľne) malé rozdiely trhových sadzieb na jednotlivých peňažných trhoch budú existovať.

⁵⁵ Vyššej duálnej inflácie u nás ako v eurozóne.

⁵⁶ V menovej rovnici bude rovnovážny (nominálny) kurz fixný a uvoľneným menovým podmienkam (relatívne k rastu ekonomiky) bude odpovedať vysoká duálna inflácia.

nehnuteľností). Účinná môže byť aj fiškálna politika – jej včasné reštriktívne nastavenie by malo (spolu s uvoľnenou menovou politikou) vytvoriť neutrálne podmienky pre financovanie ekonomiky a malo by zabrániť jej prehriatiu.

Box 8 Prehľad poznatkov z modelov rovnovážneho kurzu (strednodobá rovnováha)

Model Modelovaný kurz	Znamienko (smer vplyvu)	Faktor (vysvetľujúca premenná)
BEER		
Apreciácia rovnovážneho reálneho kurzu koruny voči euru	+	diferenciál produktivity (alebo diferenciál duálnej inflácie)
	+	diferenciál (reálnych) úrokových sadzieb
	+	podiel čistých zahraničných aktív na HDP
FEER		
Apreciácia rovnovážneho reálneho kurzu koruny voči euru	+	diferenciál potenciálneho produktu
	+	podiel PZI na HDP
	+	udržateľná úroveň deficitu na BÚ (% HDP)
	-	dovoz pre export
MEER		
Apreciácia rovnovážneho nominálneho kurzu koruny voči euru	-	diferenciál rastu peňažnej zásoby
	+	diferenciál rastu ekonomiky
	+	diferenciál úrokových sadzieb
	+	diferenciál duálnej inflácie

Dlhodobá rovnováha kurzu – parita kúpnej sily (PPP)

V najjednoduchšom vyjadrení parita kúpnej sily hovorí, že ten istý tovar by mal stáť v každej krajine rovnako. Ak je v krajine vyššia cenová úroveň, jej mena by mala byť slabšia. Tento jednoduchý vzťah však v praxi neplatí. Medzi rôznymi krajinami pozorujeme výrazné a pretrvávajúce rozdiely relatívnych cenových hladín.

Hlavným dôvodom rozdielov medzi cenovými hladinami krajín je, že veľa tovarov a služieb nie je obchodovateľných. Pre neobchodovateľné tovary a služby nemusí platiť zákon jednej ceny, pretože pri nich nie je možná medzinárodná arbitráž. Ceny v chudobnejších krajinách sú obvykle nižšie než ceny v rozvinutejších krajinách. V chudobných krajinách je priemerná produktivita práce nízka, a teda aj priemerné mzdy sú nízke. Rozdiely v produktivite v neobchodovateľnom sektore, hlavne v službách, však obvykle nie sú až také vysoké ako v obchodovateľnom sektore. V službách, kde je vysoký podiel ľudskej práce, je vplyv technického vybavenia a technologického rozvoja menší než v priemysle. Menej rozvinuté krajiny s lacnou pracovnou silou majú preto služby relatívne lacnejšie. Rozdiely vznikajú aj v cenách obchodovateľných tovarov pre rôzne spotrebné dane, náklady na transport a obmedzenia obchodu. Okrem toho na každý obchodovateľný tovar sa pred jeho predajom konečnému spotrebiteľovi naviaže aj určité množstvo neobchodovateľných služieb, ako sú distribúcia a maloobchod. V konečnom dôsledku je celková cenová hladina v menej rozvinutých krajinách nižšia.

Ďalším dôvodom pre pretrvávajúce rozdiely cenových hladín je pomalá adaptácia cien. Na medzinárodných trhoch prevyšujú toky kapitálu asi stonásobne toky tovarov a služieb. V krátkom období teda ceny statkov v krajine nemajú na kurz skoro nijaký vplyv. V strednom období často prevažujú frikcie, ako sú obmedzenia obchodu, nepružné mzdy, rôznorodá infraštruktúra medzi krajinami a pod. Vplyv cenových hladín na kurz sa výrazne prejaví až v dlhom období viacerých rokov a desaťročí.⁵⁷

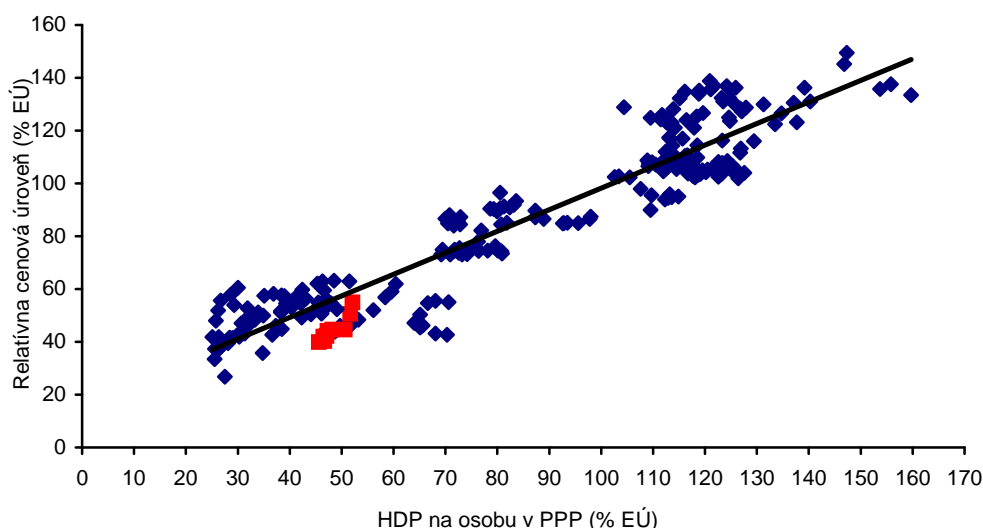
⁵⁷ Podľa našich odhadov sa pri vychýlení cenovej hladiny od dlhodobej rovnováhy ročne napraviť iba 6,4 % rozdielu.

Po zohľadnení všetkých týchto výhrad môžeme vyjadriť teóriu parity kúpnej sily ako relatívnu paritu. Cenové hladiny v rôznych krajinách nemusia byť rovnaké. Ak sa však v jednej krajine rýchlejšie zvýši domáca cenová hladina, môžeme očakávať oslabenie kurzu. Ak sa v krajine relatívne zvýši životná úroveň, môžeme očakávať aj zvýšenie cenovej hladiny.

Sledujeme závislosť cenovej úrovne od jej životnej úrovne krajiny. Cenová úroveň je vyjadrená ako pomer cien v krajine k priemeru EÚ. Ako mieru životnej úrovne používame pomer reálneho HDP v parite kúpnej sily na osobu k priemeru EÚ.

Závislosť medzi HDP a cenovou hladinou ilustruje graf 25.

Graf 25 Reálna konvergencia slovenskej ekonomiky 1996 – 2004



Zdroj: Eurostat, vlastné výpočty.

Poznámka: Údaje sú za roky 1996 – 2004. Červeno vyznačené štvorce sú body za Slovensko.

Regresná priamka má rovnicu: $Ceny = 0,82 * HDP + 16,7$. $R^2 = 0,89$.

Slovenská cenová úroveň je nižšia, ako by zodpovedalo hospodárskemu vývoju na Slovensku. V roku 2004 bola životná úroveň v SR 52,1 % EÚ a cenová hladina bola 54,9 % EÚ. Podľa výpočtov by Slovenská cenová úroveň mala byť približne na úrovni 59 % EÚ.

Podľa predpovede Eurostatu vzrástla v roku 2005 životná úroveň na Slovensku na 54 % EÚ, na základe našich výpočtov cenová úroveň stúpila na 57,2 % EÚ (v dôsledku posilnenia kurzu a mierne vyššej inflácie). Neutrálna cenová úroveň zodpovedajúca HDP je 60,7 %.

Relatívna cenová hladina na Slovensku bola v roku 2005 o 6,1 % nižšia ako dlhodobá rovnovážna úroveň. Inak povedané, reálny kurz bol o 6,1 % podhodnotený. Avšak rovnováha na základe parity kúpnej sily má veľmi dlhodobý charakter, s horizontom desiatok rokov. Odchýlenie domácich cien od rovnovážnej úrovne o 6,1 % nevytvára bezprostredný tlak ani na infláciu, ani na posilnenie kurzu koruny.

Tabuľka 16 Porovnanie relatívnej a rovnovážnej cenovej úrovne

	HDP na obyvateľa, PPP (%)	Relatívna cenová úroveň (%)	Rovnovážna cenová úroveň (%)	Podhodnotenie cien v SR (%)
2003	51,7	50,5	58,8	16,4
2004 (predbežne)	52,1	54,9	59,2	7,8
2005 (odhad)	54,0	57,2	60,7	6,1
2006 (projekcia)	55,9	59,0	62,3	5,5
Grécko v r. 1996	70,0	86,7	73,7	-
Portugalsko v r. 1996	75,1	75,5	77,9	-

Zdroj: Eurostat, NBS, vlastné výpočty.

Predpokladaný dlhodobý vývoj inflácie

Na infláciu v ekonomike Slovenska bude po vstupe do eurozóny vplývať neukončený proces reálnej konvergencie. Tento vplyv bude mať dva transmisné kanály – tzv. rovnovážny a nerovnovážny.

Rovnovážny transmisný kanál predstavujú:

- Balassa-Samuelsonov (B-S) efekt.⁵⁸ Podľa našich poznatkov bolo pôsobenie B-S efektu v ekonomike SR významné. Odhadujeme ho na 1 – 1,8 % v období od r. 1996. Keďže proces reálnej konvergencie bol nerovnomerný, aj B-S efekt pôsobil v jednotlivých obdobiach s nerovnakou intenzitou. Očakávame, že v období do roku 2010 bude zvyšovať apreciáciu rovnovážneho reálneho kurzu o viac ako 1,5 % v priemere ročne a jeho vplyv bude nerovnomerný. Rýchly rast potenciálneho produktu a produktivity v nasledujúcich rokoch, spôsobený začatím výroby v nových automobilkách (PSA Peugeot, KIA Motors) pravdepodobne spôsobí, že jeho vplyv bude prechodne ešte vyšší. Po vstupe SR do eurozóny, ktorý sa predpokladá v r. 2009, sa jeho pôsobenie môže oslabiť.
- Rast podielu neobchodovateľných komodít (služieb) v spotrebe. Keďže neobchodovateľné komodity majú vyššiu infláciu, zvyšovanie ich váhy v spotrebe bude zvyšovať celkovú infláciu. V stredne dlhom období, počas niekoľkých rokov, môže byť vývoj podielu obchodovateľného a neobchodovateľného sektora iný než dlhodobý, odlišný ako predpokladá teória. V prípade SR môže spôsobiť súčasný rýchly rast exportných priemyselných kapacít, najmä automobilového priemyslu, že váha obchodovateľného sektora prechodne vzrastie. Po vstupe SR do eurozóny môže, naopak, váha obchodovateľného sektora klesať rýchlejšie.
- Pokles energetickej náročnosti produktu. Ceny energetických komodít rastú rýchlejšie, a preto pokles ich váhy v produkcii bude spomaľovať rast celkovej úrovne cien. Súčasný rast cien energií je taký rýchly, že spôsobuje nie pokles, ale rast váhy energií vo výdavkoch domácností. Na Slovensku a aj v ďalších nových členských krajinách EÚ okrem toho prebiehali deregulácie, ktoré rast cien energií pre domácnosti ešte akcelerovali. Pri obmedzenej možnosti energetických úspor v stredne dlhom období by ceny energií nesmeli rásť rýchlejšie ako výdavky domácností. To sa javí v súčasnosti ako málo reálne, aj napriek rýchlemu rastu výdavkov domácností v nových členských krajinách. Ani po vstupe do eurozóny neočakávame výraznejší pokles váhy energií na výdavkoch domácností.

⁵⁸ Benčík a kol. (2005). Tiež: Kovács (2002).

Nerovnovážny transmisný kanál predstavujú:

- Snaha o neprimerane rýchle dobiehanie úrovne miezd – nekritické porovnávanie domácich miezd (po ich vyjadrení v eurách) a priemerných miezd EÚ. Tento vplyv by mohol byť významný, ak by organizovanosť v odboroch bola vysoká a odbory by boli aktívne. Bude slabší, ak by bola vysoká miera nezamestnanosti. Proti neprimeranému rastu miezd môže pôsobiť aj rýchly rast produktivity, ktorý umožní, aby mzdy rástli rýchlo, ale primerane. Rýchly rast bude napĺňať očakávaná a zmierni možný vplyv porovnávaní domácej mzdovej úrovne s priemerom EÚ. Pozitívne (proti neprimeranému rastu domácich miezd) bude pôsobiť aj možnosť pracovať vo vyspelých ekonomikách EÚ, keďže sa predpokladá, že v r. 2009, ale najneskôr od r. 2011, sa odstráni bariéra zamestnávania a zamestnanci budú môcť racionálne posúdiť výhody a nevýhody zamestnania v domácej ekonomike a zamestnania v zahraničí (za existujúcich podmienok).
- Prehriatie ekonomiky spôsobené nízkymi alebo zápornými reálnymi úrokovými sadzbami. Takéto uvoľnenie menových podmienok môže nastať ako dôsledok nízkych úrokových sadzieb v eurozóne a vyššej domácej inflácie. Riziko prehriatia ekonomiky po vstupe Slovenska do eurozóny je však potrebné posudzovať nielen vo svetle úrokovej zložky reálnych menových podmienok. V malých otvorených ekonomikách, akou je aj Slovensko, má v menových podmienkach významnú, viac ako 50-percentnú, váhu kurzová zložka. Vysoká inflácia, či už bude vytváraná rovnovážnym alebo nerovnovážnym kanálom, bude preto na ekonomiku pôsobiť prostredníctvom silného reálneho kurzu aj stabilizujúco. Očakávame preto, že stupeň prehriatia v ekonomike Slovenska a iných nových členov EÚ nebude, napriek predpokladanej vyššej inflácii, taký významný, ako v ekonomikách, v ktorých výrazne dominuje úroková zložka menových podmienok. Proti vysokej inflácii by malo pôsobiť aj adekvátne nastavenie fiškálnej politiky.

Klesajúca váha komodít, ktorých inflácia veľmi kolíše, bude zmierňovať volatilitu celkovej inflácie. Ide najmä o potraviny a energie.

Ďalšie faktory budú pôsobenie reálnej konvergenie modifikovať, najmä v stredne dlhom období, pričom z výsledkov odhadu modelov kurzu vyplýva, že v niektorých prípadoch môžu vývoj rovnovážneho reálneho kurzu, a tým tiež existenciu inflačných tlakov, ovplyvniť aj významne. Proti apreciacii reálneho kurzu bude pôsobiť najmä vysoká závislosť exportu od dovozu. Postupné budovanie domácej subdodávateľskej siete zahraničných investorov však môže toto pôsobenie zmierniť. Rovnovážnu apreciaciu a inflačné tlaky bude zmierňovať aj klesajúci vplyv tých faktorov, ktoré spôsobujú reálnu apreciaciu – už spomínané možné spomalenie tempa dobiehania a prípadné spomalenie prílevu PZI. Príklad Írska však hovorí, že k tomuto spomaleniu nemusí nutne dôjsť. Ak bude hospodárska politika zameraná na podporu dlhodobého rastu, nielen na prechodný vyšší prílev PZI, potom možno očakávať, že dobiehanie bude stimulované aj autonómnymi faktormi. Vysoké tempo rastu potenciálu ekonomiky sa v takomto prípade udrží dlhú dobu a inflačné tlaky a vyššia inflácia v ekonomike budú pravdepodobným sprievodným javom takéhoto vývoja.

Kvantitatívne odhady pravdepodobného dlhodobého inflačného diferenciálu môžu byť len orientačné. Na základe modelov rovnovážneho kurzu sa na najbližšie roky dá predpokladať reálne posilnenie o 2 – 3 % ročne. Dlhodobo však len asi 1,5 % posilnenie reálneho kurzu bude súvisieť s B-S efektom, na tejto úrovni by sa teda postupne malo ustáliť aj rovnovážne reálne posilňovanie.

Ak budeme vychádzať z uvedeného modelu pre paritu kúpnej sily a budeme predpokladať, že v najbližších rokoch bude diferenciál rastu produktivity medzi Slovenskom a eurozónou

približne 3 %, rast relatívnej cenovej hladiny by dosahoval až 2,5 % ročne. Dlhodobu sa však dá predpokladať pokles diferenciálu produktivity na približne 2 %. Tomu zodpovedá rast relatívnej cenovej hladiny približne o 1,6 % ročne.

Ak nebudeme brať do úvahy ostatné modifikujúce faktory rovnovážnej apreciácie (ktoré by mali postupne pominúť), potom pre obdobie po vstupe do eurozóny odhadujeme dlhodobú rovnovážnu reálnu apreciáciu okolo 1,5 %, a teda dodatočný príspevok k inflácii na úrovni 1,5 percentuálneho bodu. Táto apreciácia a inflačný tlak budú bezprostredne po vstupe do eurozóny vyššie s tendenciou poklesu.

Box 9 Ekonomický rast a konvergencia výkonnosti

Makroekonomickú výkonnosť ekonomiky možno vyjadriť a merať viacerými spôsobmi. Na zhodnotenie súčasného stavu výkonnosti ekonomiky v porovnaní s ekonomikou inej krajiny (ako aj EÚ) je najvhodnejšie a najjednoduchšie použiť ukazovateľ HDP na obyvateľa v parite kúpnej sily. Podľa tohto ukazovateľa dosahuje Slovensko v súčasnosti o niečo viac ako polovicu výkonnosti EÚ (tabuľka 16).

Všeobecne možno konštatovať, že dochádza k postupnej konvergencii výkonnosti našej ekonomiky k priemernej výkonnosti EÚ prostredníctvom diferenciálu ekonomického rastu. Pod ekonomickým rastom chápeme v krátkom období prírastok reálneho HDP.⁵⁹ Predpokladom skutočného ekonomického rastu je rast hrubého domáceho produktu na jedného obyvateľa. Vzhľadom na to, že v posledných rokoch nedochádza na Slovensku k významným zmenám v počte obyvateľov, rast HDP sa viac-menej zhoduje so skutočným ekonomickým rastom.⁶⁰

Rýchle tempo hospodárskeho rastu, napomáhajúce približovanie výkonnosti jednotlivých ekonomík k ekonomike EÚ, v posledných rokoch dosahuje nielen Slovensko, ale aj ostatné nové členské krajiny EÚ. Slovensko sa však tempom rastu HDP radí k najdynamickejším ekonomikám, rýchlejšie tempo rastu dosahujú iba pobaltské krajiny.

Z vyhlásení popredných predstaviteľov SR a viacerých materiálov ekonomického zamerania vypracovaných štátnymi inštitúciami, ale aj renomovanými analytikmi vyplýva, že v nasledujúcich rokoch sa na Slovensku naďalej udrží rýchly ekonomický rast. Ten umožní výraznejšiu konvergenciu výkonnosti (a teda aj životnej úrovne) našej krajiny k EÚ.

Doteraz publikované odhady rýchlosti konvergenie krajín strednej a východnej Európy (SVE)⁶¹ hovoria o období 30 až 40 rokov potrebných na dosiahnutie 70 – 80 % priemernej úrovne HDP na obyvateľa v EÚ-15, pričom jednotlivé výsledky sa odlišujú v závislosti od použitej metodológie a predpokladov o budúcom vývoji vysvetľujúcich premenných.

Jedným z prvých odhadov konvergenie tranzitívnych krajín, ktorý explicitne uvádza aj výsledky pre Slovensko, je odhad publikovaný Denizerom (1997). Ako väčšina autorov, vychádza z tzv. BLR prístupu.⁶² Prezentované sú dva odhady doby potrebnej na dosiahnutie priemeru OECD. Prvý odhad sa zakladá na predpoklade, že miera investícií je zhodná so skutočnou mierou investícií v krajine a druhý odhad predpokladá (vyššiu) konštantnú mieru investícií vo výške 30 % HDP ročne. Pre Slovensko vyplýva, že pri nezmenených investičných výdavkoch sa priemerná hodnota HDP na obyvateľa krajín OECD dosiahne za 18 rokov a pri investičných výdavkoch vo výške 30 % HDP za 10 rokov.

Fischer a kol. (1998) použili pre odhad konvergenie výkonnosti špecifikáciu podľa Levinea a Renelta (1992) (s investíciami vo výške 30 % HDP ročne) a pôvodnú špecifikáciu podľa Barra (1991) (s vládnymi výdavkami vo výške 10 % HDP ročne). Pri použití Barrovej špecifikácie je odhad o niečo nižší ako pri špecifikácii podľa Levina a Renelta. Slovensko by malo dosiahnuť priemernú úroveň Španielska, Portugalska a Grécka za 8 rokov pri Barrovej špecifikácii a za 12 rokov v prípade druhej z použitých špecifikácií.

⁵⁹ V dlhom období sa ekonomický rast stotožňuje s rastom potenciálneho produktu.

⁶⁰ Rast HDP na obyvateľa v parite kúpnej sily = rast reálneho HDP – rast obyvateľstva + rast relatívnych cien.

⁶¹ Napr.: Barbone a Zalduendo (1997), Sachs a Warner (1996), NOBE (2002).

⁶² Prístup kombinuje špecifikácie podľa Barra (1991), Levinea a Renelta (1992).

Zaujímavý odhad konvergenencie založenej na endogénnom raste uvádza štúdia NOBE (2002). Vychádza sa zo vzťahu medzi medzerou HDP na obyvateľa a piatimi vysvetľujúcimi premennými (index politickej stability, rýchlosť znižovania technologickej medzery, index ekonomickej stability, podiel hrubých domácich úspor na HDP a podiel verejných výdavkov na vzdelanie na HDP). Štúdia obsahuje odhad konvergenencie výkonnosti pre 22 krajín SVE,⁶³ a to v troch scenároch vývoja technológií, demografického vývoja a rastu zdrojov na výskum, vývoj a školstvo. Výsledky pre stredný scenár hovoria, že v roku 2040 dosiahne Slovensko približne 80 % výkonnosti krajín EÚ-15.

Jeden z aktuálnejších odhadov obsahuje práca Wagnera a Hlouskovej (2002). Ich prístup vychádza z publikácie Fischer a kol. (1998). Autori použili namiesto obyčajného cross-section prístupu panelovú metódu a parametre odhadnuté pre krajiny EÚ-15. V prípade, že výpočet času potrebného na dobiehanie je založený na raste EÚ-15 vo výške 2 % ročne, dospeli k záveru, že väčšine stredo európskych pristupujúcich krajín⁶⁴ bude trvať viac ako 20 až 30 rokov, kým dosiahnu priemer výkonnosti EÚ-15. Z ich najnovších odhadov⁶⁵ vyplýva, že 80 % priemeru výkonnosti EÚ-15 dosiahne Slovensko najskôr za 17 rokov.

Inštitút pre medzinárodné porovnanie vo Viedni odhaduje, že krajiny SVE budú rásť o dva percentuálne body rýchlejšie ako štáty európskej pätnástky a HDP na obyvateľa SR by mohol v roku 2015 dosiahnuť 67 % priemeru EÚ-15.⁶⁶

Optimistickejšie odhady prináša Dopadová štúdia Slovenskej akadémie vied, ktorá hovorí o tom, že Slovensko by mohlo dosiahnuť 75 % priemeru HDP EÚ-25 približne v roku 2013.⁶⁷

Na základe prezentovaných výsledkov renomovaných odhadov možno predpokladať, že krajiny EÚ-15 s najnižším HDP na obyvateľa⁶⁸ dobehneme vo výkonnosti niekedy po roku 2020. V priebehu 20 až 30 rokov by sme mohli dosiahnuť 80 % priemeru EÚ-15 a priemernú úroveň EÚ-25 by sme mali v optimistickom prípade prekročiť v roku 2040.

5.3. Znehodnotenie úspor

Psychologicky veľmi citlivý je argument, že zavedenie eura spôsobí zníženie hodnoty úspor obyvateľstva. Úspory v korunách sa však na euro prepočítajú tým istým konverzným kurzom ako ceny. V relácii k domácim cenám sa teda okamžitá hodnota úspor, pokiaľ budú vynaložené na výdavky na Slovensku, nezmení.

Druhou obavou je postupné znehodnocovanie úspor v dôsledku nízkych reálnych úrokových sadzieb po vstupe do eurozóny. K reálnemu znehodnocovaniu úspor dochádza na Slovensku už v súčasnosti. Príčinou sú záporné reálne úrokové miery z vkladov spôsobené tým, že miera inflácie je vyššia než úrokové miery z vkladov, ktoré v súčasnosti ponúkajú banky na Slovensku (graf 26). Argumenty o znehodnotení úspor po zavedení eura preto implicitne predpokladajú, že reálne úrokové miery z vkladov (úspor) v podmienkach eurozóny budú ešte nižšie než v aktuálnych podmienkach Slovenska.

Treba povedať, že takýto scenár nie je možné úplne vylúčiť. Vstupom do eurozóny sa Slovensko síce dostane do nízkoinflačného prostredia, je však potrebné rátať s tým, že miera inflácie bude na Slovensku mierne vyššia než v eurozóne.⁶⁹ Reálne úrokové miery z vkladov obyvateľstva, ktoré sú už teraz záporné, naďalej zostanú takto nízke a môžu byť dokonca istú dobu nižšie než sú v súčasnosti.

⁶³ 10 nových členských krajín plus 12 ďalších bývalých krajín ZSSR.

⁶⁴ 8 nových členských krajín EÚ (bez Cypru a Malty) a Bulharsko a Rumunsko.

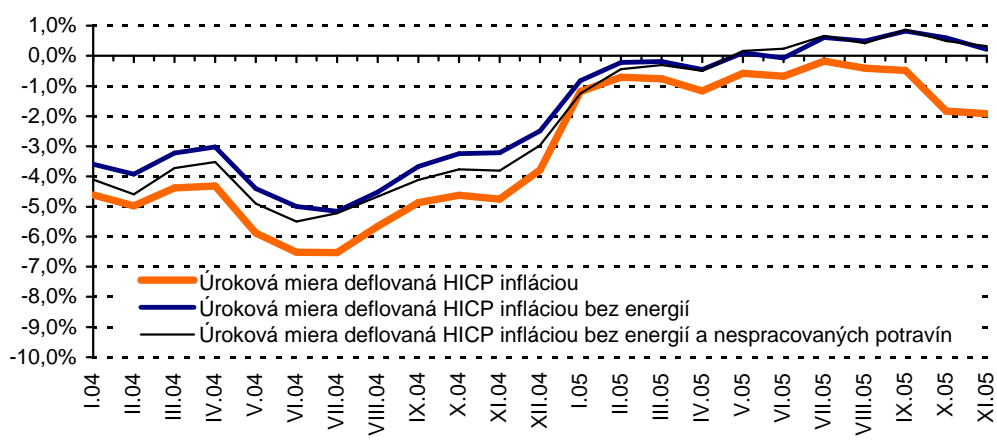
⁶⁵ Wagner a Hlousková (2005).

⁶⁶ Kvasňovský (2003).

⁶⁷ Šikula a kol. (2003).

⁶⁸ Priemer HDP na obyvateľa v Španielsku, Portugalsku a Grécku.

⁶⁹ Tejto problematike sa podrobnejšie venujeme v časti 5.2.

Graf 26 Reálna úroková miera z jednoročných vkladov domácností

Zdroj: NBS a ŠÚ SR.

Na druhej strane, ani v prípade, ak by sme euro neprijali, nie je možné rátať s výhodnejšími reálnymi úrokmi z úspor v bankách. Pokiaľ by sa NBS snažila dosiahnuť podobnú infláciu ako eurozóna, prílev špekulatívneho kapitálu pri očakávanom zhodnocovaní koruny⁷⁰ by viedol k nízkym úrokovým sadzbám, ešte nižším ako v eurozóne (podobne ako v Českej republike v roku 2004). Ak by sa naopak NBS snažila udržiavať fixný kurz, napríklad blízko centrálnej parity v ERM II, situácia by sa veľmi nelíšila od zavedenia eura: nominálne úrokové sadzby by boli podobné ako v eurozóne, ale inflácia by na Slovensku bola vyššia. Reálne úroky z vkladov obyvateľstva by teda boli v každom prípade nízke až záporné aj v prípade nezavedenia eura.

Rýchlejšie tempo rastu HDP na Slovensku a reálna konvergencia budú pôsobiť ako faktor zrýchľujúci rast miezd, a teda umožňujúci vyššiu tvorbu úspor. Na elimináciu potenciálnych nepriaznivých dôsledkov zavedenia eura na reálne úspory v segmente bankových vkladov bude mať obyvateľstvo k dispozícii väčšie možnosti voľby alternatívnych foriem sporenia, resp. investovania do iných produktov finančného trhu v priestore celej eurozóny.

Hlavný smer úvah týkajúcich sa dôsledkov zavedenia eura na znehodnotenie úspor sa však zaoberá otázkou ich relatívneho znehodnotenia v závislosti od dátumu vstupu do eurozóny. Línia tohto argumentu je, že pri oddialení dátumu vstupu by sa s očakávaným posilňovaním kurzu koruny voči euru dosiahla vyššia nominálna hodnota úspor po ich prekonvertovaní z korún na eurá. Korunové úspory prevedené na eurá napr. k 1. 1. 2009 podľa príslušného konverzného kurzu tak budú mať nižšiu hodnotu ako tie isté korunové úspory prevedené na eurá podľa (explicitne predpokladaného) priaznivejšieho konverzného kurzu o niekoľko rokov neskôr.

Slovenská koruna má v súčasnosti doma približne 1,75-krát vyššiu kúpnu silu ako v zahraničí (keďže ceny na Slovensku dosahujú iba 57 % priemeru EÚ – tabuľka 16). Do roku 2009, v dôsledku posilňovania kurzu koruny a/alebo mierne vyššej inflácie, môže slovenská cenová hladina dosiahnuť 65 % priemeru EÚ. Kúpna sila koruny na Slovensku bude teda už asi iba 1,5-krát vyššia ako v zahraničí. Ďalšie oddialenie dátumu zavedenia eura (po roku 2009) by pri dlhšom dobíhaní domácej cenovej hladiny k priemeru EÚ viedlo k ďalšiemu zblížovaniu kúpnej sily koruny na domacom trhu k jej kúpnej sile v zahraničí. Tento jav však nebude mať

⁷⁰ Ak by sa nezavedlo euro a pokračoval by trend zhodnocovania koruny, malo by to negatívny vplyv na úspory obyvateľstva v druhom pilieri dôchodkového zabezpečenia. Značná časť z týchto dôchodkových úspor totiž bude investovaná na zahraničných trhoch. Zhodnotenie koruny zníži korunovú hodnotu týchto zahraničných aktív.

žiaden vplyv na reálnu hodnotu korunových úspor obyvateľstva SR, pokiaľ budú určené na spotrebu na slovenskom trhu.

S posilňovaním kurzu koruny sa však bude zvyšovať kúpna sila tých istých korunových úspor, pokiaľ budú prekonvertované na eurá a vynaložené na nákupy tovarov a služieb v zahraničí. Naši občania budú teda nakupovať v zahraničí lacnejšie, resp. v krajinách eurozóny si budú „môcť dovoliť“ za svoje úspory viac.

Jadrom argumentácie v prospech neskoršieho zavedenia eura (pri silnejšom kurze SKK/EUR) je pravdepodobne práve táto skutočnosť. Pri jej interpretácii sa však neberie do úvahy kľúčový moment: nerozlišuje sa, kde budú úspory použité, či na domácom trhu alebo v zahraničí. Je pritom nepochybné, že zavedenie eura nespôsobí podstatnejšie zmeny v nákupnom správaní obyvateľstva, a že rozhodujúcu časť svojich výdavkov (úspor) budú naďalej realizovať na Slovensku. Otázka vyššej alebo nižšej relatívnej kúpnej sily koruny v zahraničí je preto hľadiska zachovania hodnoty úspor skoro nepodstatná.

Návrhy na oddialenie vstupu do eurozóny odôvodňované vplyvom eura na znehodnotenie úspor a slabou kúpnu silou koruny nie sú korektné ani z ďalšieho dôležitého dôvodu. Zaoberajú sa výhradne stranou aktív. Avšak tým istým konverzným kurzom ako ceny a úspory sa prepočítajú aj všetky dlhy (pôžičky, úvery) obyvateľstva (ale aj podnikov a štátu). Ich hodnota v relácii k domácim cenám sa teda rovnako ako hodnota úspor nezmení.

S použitím argumentu, že euro spôsobí znehodnotenie úspor by bolo treba zároveň uviesť, že jeho účinok na dlhy a pôžičky bude presne opačný. Ak by malo euro znehodnotiť úspory, takisto by sa „znehodnotili“ dlhy a pôžičky, ich reálna hodnota by sa teda znížila. Efekt bohatstva z poklesu dlhov by bol pre obyvateľstvo pozitívny aj vzhľadom na zvyšovanie dlžníckej pozície obyvateľstva Slovenska (box 10). Pôžičky a úvery domácností dosahujú zatiaľ iba asi polovicu ich úspor, domácnosti sú stále najvýznamnejšími čistými sporiteľmi. Ak by však pokračoval trend rýchleho rastu úverov domácností, do konca roku 2008 môže byť objem vkladov a úverov domácností v bankách približne vyrovnaný.⁷¹

Postupom času čoraz viac úspor slovenských občanov bude v eurách alebo budú naviazané na euro. Ide najmä o úspory v druhom dôchodkovom pilieri a investície v podielových fondoch. Keďže slovenský kapitálový trh má veľmi nízku likviditu, dôchodkové a investičné spoločnosti budú nútené významnú časť z rýchlo pribúdajúcich zdrojov umiestniť v zahraničí. Úspory v eurách samozrejme zostanú v nominálnej hodnote rovnaké aj po zavedení eura na Slovensku. Ich reálna hodnota však bude závisieť od konverzného kurzu, ktorým sa na euro prepočítajú slovenské ceny. Ak by sme akceptovali argumenty o znehodnotení úspor pri „príliš rýchlom“ zavedení eura – pri hypoteticky slabšom konverznom kurze – pre úspory v eurách by bol vplyv konverzného kurzu úplne opačný. Pri „rýchlom“ zavedení eura so slabším konverzným kurzom by reálna hodnota eurových úspor zostala najvyššia.

⁷¹ Domácnosti svoje úspory v bankách zvyšujú veľmi pomaly a viac sa orientujú na rizikovejšie, ale aj výnosnejšie investície, napr. podielové fondy.

Box 10 Zadlženie slovenského obyvateľstva

Zadlženie obyvateľstva na Slovensku je v porovnaní so zadlžením obyvateľstva vo vyspelých krajinách EÚ v súčasnosti nízke. Zadlženosť slovenských domácností dosiahla v roku 2004 približne 18 % ich disponibilného príjmu,⁷² zatiaľ čo priemer za eurozónu mierne prevyšoval 100 %.⁷³ Merané pomerom k HDP, miera zadlženia obyvateľstva na Slovensku predstavovala v roku 2004 necelých 9 %, zatiaľ čo v štátoch eurozóny to bolo zhruba 50 %. Pre posledné roky je však charakteristické rýchlejšie tempo zadlžovania domácností v SR než v eurozóne.⁷⁴

Pôžičky domácnostiam (z nich najmä hypotekárne a spotrebné úvery) tvoria najdynamickejšiu časť úverových aktivít bánk na Slovensku. Úvery domácnostiam (a neziskovým inštitúciám slúžiacim domácnostiam) rástli medziročne k decembru 2004 tempom 36,9 % a k októbru 2005 až o 43,3 %. Aj keď by mohlo byť predmetom diskusie, do akej miery je rýchly rast úverov domácnostiam prejavom absolútneho nedostatku zdrojov, alebo prejavom podstatných zmien v spôsobe života (napodobňovací efekt), potenciál pre zadlžovanie obyvateľstva Slovenska je vysoký. Možno očakávať, že tempo zadlžovania obyvateľstva zostane vysoké.

Priaznivé podmienky pre zvyšovanie úverovej zaťažnosti domácností SR sú vytvárané aktuálne nízkymi reálnymi úrokovými sadzbami a rastom príjmov obyvateľstva z dôvodu rýchleho rastu ekonomiky. Sektor domácností postupne nadobúda čoraz väčší význam pre finančnú stabilitu slovenskej ekonomiky. Pri relatívne nízkej miere zadlženia je obyvateľstvo zatiaľ schopné svoje úvery splácať, úvery však rýchlo rastú a zároveň klesá miera úspor obyvateľstva.⁷⁵

Na konci roka 2005 bol objem korunových vkladov domácností v bankách 327 mld. Sk a objem ich úverov bol 165 mld. Sk. Rast úverov domácnostiam prekročil v roku 2005 40 %. Ak predpokladáme postupné spomalenie tempa rastu úverov na 38 % v roku 2006, 32 % v roku 2007 a 28 % v roku 2008, koncom roku 2008 dosiahne objem úverov 390 mld. Sk. Rast vkladov obyvateľstva v bankách bol za posledné dva roky v priemere 5 %, pri zachovaní tohto tempa do konca roku 2008 dosiahne objem vkladov domácností necelých 380 mld. Sk.

5.4. Zníženie hodnoty dôchodkov

Obava zo zníženia hodnoty dôchodkov je vo svojej podstate veľmi podobná obave zo znehodnotenia úspor. Ak by zavedenie eura viedlo k zvýšeniu cenovej hladiny, alebo k zvýšeniu inflácie a ak by dôchodky zostali nezmenené, ich reálna hodnota by sa znížila. Veľmi zaujímavou je tiež otázka vplyvu zavedenia eura na relatívny rozdiel výnosnosti dôchodkov z priebežného a kapitálového dôchodkového piliera.

Hodnota dôchodkov v priebežnom dôchodkovom pilieri

Najdôležitejšou otázkou pre súčasných dôchodcov je, ako sa zmení reálna hodnota ich dôchodkov po zavedení eura. V časti 5.1 sme ukázali, že prechod na euro by nemal mať nijaký významný vplyv na zvýšenie cenovej hladiny na Slovensku. Ceny tovarov a služieb sa na euro prepočítajú tým istým konverzným kurzom ako dôchodky. Reálna hodnota dôchodkov sa teda po zavedení eura zachová.

Po zavedení eura očakávame, že niekoľko rokov až desaťročí bude priemerná inflácia na Slovensku vyššia ako v súčasnej eurozóne (časť 5.2). Nevieme však povedať, aká by bola inflácia na Slovensku, ak by sa euro nezaviedlo. Môžeme realisticky predpokladať, že ak by

⁷² NBS (2004).

⁷³ La Caixa (2005).

⁷⁴ V období 2000 – 2004 vzrástla zadlženosť domácností SR z 5 % na 9 % HDP, v krajinách eurozóny zo 46 % na 50 % HDP. V rámci nových členských štátov EÚ je však vývoj v SR pomalší, miera zadlženia domácností v priemere za tieto krajiny vzrástla v uvedenom období zo 7 % na 12 % HDP. (UniCredit bank, 2005).

⁷⁵ Miera úspor domácností na Slovensku klesá dlhodobo, v období 1993 – 2004 sa znížila z 10 % na 4,5 % (merané podielom hrubých úspor na bežných príjmoch domácností) (NBS, 2004).

sa na Slovensku neplánovalo zaviesť euro, inflačný cieľ by bol stanovený na mierne vyššej úrovni než je cieľ ECB. Pre výpočty nižšie preto predpokladáme, že pri stratégii nezavedenia eura by NBS stanovila inflačný cieľ s prihliadnutím na rýchly rast slovenského hospodárstva a jeho pokračujúcu transformáciu na rovnakú úroveň ako Česká národná banka alebo Maďarská národná banka, teda na 3 %. Budeme sa tiež zaoberať krajnou možnosťou, najnevýhodnejšou z hľadiska zavedenia eura, že pri nezavedení eura by Slovensko bolo schopné udržiavať infláciu na podobnej úrovni ako eurozóna, a teda že zavedenie eura povedie k dlhodobému zvýšeniu miery inflácie. Ako by sa v týchto prípadoch vyvíjali reálne dôchodky?

Podľa zákona o sociálnom poistení⁷⁶ sa dôchodky pravidelne valorizujú k 1. júlu kalendárneho roka. Dôchodky sa zvyšujú o priemer medzi infláciou a rastom priemernej mzdy za predchádzajúci rok. Rozdeľme rast priemernej mzdy na rast priemernej reálnej mzdy a rast cien:

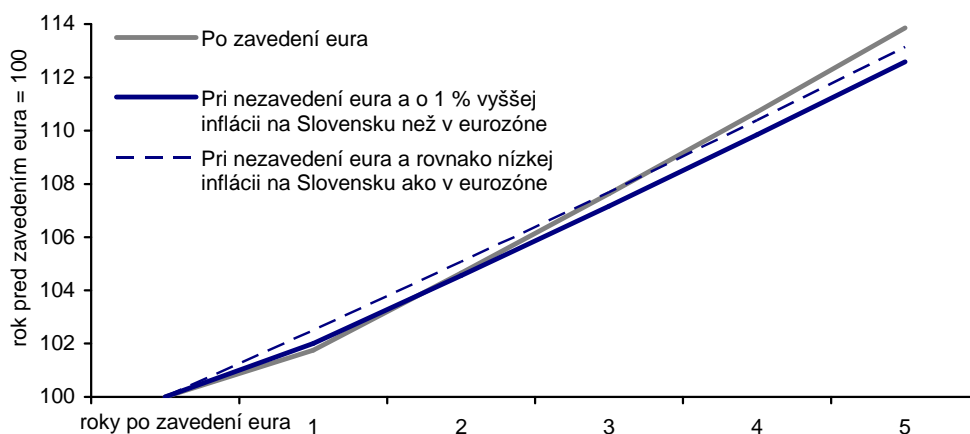
$$\begin{aligned} \text{zvýšenie dôchodkov} &= 0,5 * \text{inflácia} + 0,5 * \text{rast_miezd} \\ &\approx 0,5 * \text{inflácia} + 0,5 * (\text{inflácia} + \text{rast_reálnych_miezd}) \\ &\approx \text{inflácia} + 0,5 * \text{rast_reálnych_miezd}. \end{aligned}$$

Ekvivalentným vyjadrením spôsobu valorizácie dôchodkov teda je, že dôchodky sa každoročne zvyšujú o mieru inflácie plus polovicu priemerného rastu reálnych miezd. Ak by teda po vstupe do eurozóny bola na Slovensku vyššia inflácia (v porovnaní so scenárom nezavedenia eura), pri valorizácii dôchodkov bude tento vplyv plne kompenzovaný a reálna hodnota dôchodkov sa zachová. Určitý malý nepriaznivý vplyv na životnú úroveň dôchodcov môže vzniknúť z časového posunu zvýšenia cien a valorizácie dôchodkov. Dôchodky sa valorizujú až s polročným oneskorením po období, za ktoré je inflácia počítaná. Pri dlhodobom vyššej inflácii môže toto oneskorenie mierne znížiť reálnu hodnotu dôchodkov. Pri realistickej alternatíve voči zavedeniu eura (s infláciou okolo 3 % ročne) by sa reálna hodnota dôchodkov po zavedení eura znížila zanedbateľne – o 0,25 %. Pri najhoršej možnosti, čiže ak by inflácia na Slovensku po zavedení eura bola o asi 1 – 2 % vyššia v porovnaní s alternatívou nevstúpenia do eurozóny, reálna úroveň dôchodkov by mohla byť z dôvodu časového posunu valorizácie nižšia maximálne o 1 %.

Negatívny vplyv oneskorenia valorizácie dôchodkov však bude pravdepodobne viac než kompenzovať druhá zložka valorizácie – priemerná mzda. Po vstupe do eurozóny predpokladáme zvýšenie reálneho rastu hospodárstva (kapitola 3) a aj reálnych miezd. Predpokladáme, že zavedenie eura môže zvýšiť rast reálnych miezd približne o 0,7 % ročne. Pri zachovaní súčasnej metódy valorizácie dôchodkov by to znamenalo dodatočný rast dôchodkov o 0,35 % ročne. Pri najpravdepodobnejšom alternatívnom scenári už druhý rok po zavedení eura budú reálne dôchodky vyššie ako keby sa euro nezaviedlo. Pri alternatívnom scenári, najmenej výhodnom pre euro, budú negatívne vplyvy eura na úroveň reálnych dôchodkov eliminované najviac po dvoch až troch rokoch. Po prvom roku, prinajhoršom po dvoch rokoch, by dôchodcovia mali pocítiť pozitívny vplyv eura na svojej životnej úrovni (graf 27).

Prípadný dočasne nepriaznivý vplyv zavedenia eura na sociálne postavenie dôchodcov predstavuje v absolútnom vyjadrení necelých 20 korún mesačne (v negatívnom scenári do 70 Sk), čiže asi 200 korún ročne. Takýto výpadok možno ľahko kompenzovať jednorazovou valorizáciou dôchodkov, podobne ako jednorazový príspevok v roku 2004.

⁷⁶ Zákon č. 461/2003 Z. z. o sociálnom poistení v znení neskorších predpisov.

Graf 27 Index reálnej úrovne dôchodkov

Zdroj: vlastné výpočty.

Poznámka: Pri zavedení eura sa predpokladá inflácia na Slovensku o 1,5 % vyššia ako v celej eurozóne a rast reálnych miezd o 0,7 % vyšší ako keby sa euro nezaviedlo. Pri scenári s nízkou infláciou na Slovensku sa predpokladá rovnaká inflácia ako v eurozóne.

Nové dôchodky

Pri dôchodkoch, ktoré budú priznané po zavedení eura, bude situácia veľmi jednoznačná. Reálna hodnota nových dôchodkov sa odvíja od priemernej reálnej mzdy v národnom hospodárstve. Keďže zavedenie eura by malo rast reálnych miezd urýchliť, nové dôchodky priznané po vstupe Slovenska do eurozóny by mali byť tiež vyššie.

Relatívna výnosnosť priebežného a kapitálového piliera

V horizonte desať až dvadsať rokov sa dá predpokladať, že vstup Slovenska do eurozóny zmení pomer výnosov dôchodkového poistenia v prvom (priebežnom) dôchodkovom pilieri a dôchodkového sporenia v druhom (kapitálovom) pilieri. Je to spôsobené rozdielnym charakterom týchto pilierov – kým výnosnosť prvého piliera závisí najmä od rastu produktivity a reálnej hodnoty pracovnej sily, výnosnosť druhého piliera závisí od ceny kapitálu.

Vplyv zavedenia eura na výnosnosť príspevkov do priebežného piliera už bol v tejto časti načrtnutý. Platby poistencov do prvého dôchodkového piliera sa reálne zhodnocujú podľa rastu priemernej reálnej mzdy v národnom hospodárstve. Keďže predpokladáme pozitívny efekt eura na reálne mzdy, zlepšia sa aj dôchodky z prvého piliera. Týka sa to najmä tých poistencov, ktorí majú pred sebou ešte dlhšie obdobie pred odchodom do dôchodku, takže pozitívne vplyvy eura na postupný rast miezd.

Výnosnosť dôchodkového sporenia v kapitálovom pilieri bude eurom ovplyvnená rovnako ako ktorékoľvek iné úspory (podrobnejšie sa tejto téme venovala časť 5.3). Reálne výnosy z investícií budú po zavedení eura skôr nižšie ako keby sa euro nezaviedlo. Zavedenie eura preto relatívne zvýhodní prvý dôchodkový pilier oproti druhému. Časť z úspor v druhom pilieri je už teraz investovaná v zahraničí, a to hlavne v eurozóne. Výnos z týchto aktív zavedením eura nebude ovplyvnený skoro vôbec, môžeme však očakávať malý pozitívny príspevok z odstránenia transakčných nákladov pri výmene meny.

Tieto argumenty v žiadnom prípade nemajú za cieľ spochybníť nevyhnutnosť dôchodkovej reformy, ani výhodnosť účasti na druhom pilieri hlavne pre mladších sporiteľov. Upozorňujú

však, že niektoré príliš optimistické očakávania ohľadom výnosnosti druhého piliera nemusia byť naplnené a že zavedenie eura mierne zlepšuje atraktivnosť prvého piliera.

5.5. Prekážky pre plné využitie výhod z existencie spoločnej meny

Jedným z očakávaných dopadov zavedenia eura bolo, že jednotná mena (menová únia) zabezpečí plnú realizáciu pozitívnych ekonomických efektov vyplývajúcich z existencie spoločného trhu (Európska komisia, 1990). Predpokladalo sa, že nižšie transakčné náklady, vyššia cenová transparentnosť a odbúranie neistôt vyplývajúcich z pohybu výmenných kurzov povedú k úplnej integrácii trhov produktov a finančných služieb v EÚ.

Plne integrovaný trh produktov by mal ďalej zintenzívniť medzinárodný obchod, zvýšiť konkurenciu a podporiť cezhraničné investície. Lepšie integrovaný európsky trh finančných služieb by mal zabezpečiť likvidnejšie trhy, lepšie možnosti zdieľania (diverzifikácie) rizík⁷⁷ a nižšie náklady na získanie kapitálu. Jednotná európska mena by mala, okrem toho, cez zvyšovanie svojej úlohy v medzinárodnom finančnom systéme, zabezpečiť príjem vo forme ražobného (seignorage) a posilniť odolnosť Európy voči externým ekonomickým šokom. Výsledkom týchto pozitívnych efektov má byť vyššia konkurencieschopnosť ekonomiky eurozóny a následne rýchlejší ekonomický rast a rast životnej úrovne.

V protiklade s optimistickými očakávaniami je všeobecná makroekonomická výkonnosť eurozóny zatiaľ sklamaním. Rovnako je predčasné jednoznačne hovoriť o tom, do akej miery sa realizovali očakávané výhody vyplývajúce zo zavedenia eura. Rôzne empirické analýzy (napr. Tabellini, 2004), hodnotiace vyššie opísané očakávané efekty plynúce zo zavedenia eura, dávajú zmiešaný obraz a nie je vždy isté, či identifikované efekty sú výsledkom zavedenia eura, alebo skôr samotnej existencie spoločného trhu.

Zásadné výzvy pre súčasné krajiny eurozóny

Ak sa najprv pozrieme na očakávaný konečný efekt menovej unifikácie, ktorým je vyšší ekonomický rast, musíme konštatovať určité sklamanie. Príčiny tohto stavu však v zásade nemajú nič spoločné so samotným eurom, či menovou úniou. Napr. Tabellini (2004) vidí príčiny v poruchách na ponukovej strane najväčších ekonomík eurozóny (predovšetkým na trhu práce), ktorých pôvod spočíva v nesprávnych národných politikách realizovaných v sedemdesiatych a osemdesiatych rokoch. Euro bolo zavedené do prostredia nedostatočne zreformovaných národných hospodárstiev a hoci prinieslo výhody v niektorých oblastiach (rast medzinárodného obchodu a pokles nákladov na získavanie kapitálu pre veľké podniky), jeho efekty sa nemohli prejavovať v náraste výkonnosti eurozóny ako celku. Euro, napriek všeobecným optimistickým očakávaniam, nemalo priamy vplyv na odstránenie štrukturálnych nedostatkov (nedostatočne flexibilné trhy práce, dlhodobo neudržateľné sociálne systémy, neefektívne trhy služieb), s akými niektoré krajiny koncom deväťdesiatych rokov vstupovali do eurozóny. Vplyv eura na pokrok v reformách bol motivačný iba pred zavedením eura v roku 1999, keď príprava na euro podnietila hlavne fiškálnu konsolidáciu a znižovanie inflácie. V štrukturálnych reformách bol pokrok menší a po zavedení eura sa reformný proces výrazne spomalil.

Niektoré krajiny eurozóny sú v dôsledku nedostatočnej reformnej iniciatívy, predovšetkým v oblasti zvyšovania pružnosti svojich trhov práce, nepriaznivo vystavené efektom plynúcim

⁷⁷ Teória hovorí, že ekonomické subjekty sa môžu zabezpečiť pred fluktuáciami vo svojich príjmoch prostredníctvom obchodovania s aktívami s vhodnými výnosovými štruktúrami. Ak sú napr. rasty HDP v dvoch krajinách negatívne korelované, čiže výnosové miery v krajine A sú vysoké, keď v krajine B sú nízke a naopak, obyvatelia každej z krajín môžu investovať do zahraničných aktív v druhej krajine aby vyrovnali výkyvy vo svojich príjmoch a následne v spotrebe.

z globalizácie, integrácie trhov vnútri EÚ a rozširovania EÚ smerom na východ. Aby tieto krajiny zvýšili konkurencieschopnosť svojich zamestnancov a obnovili dôveru investorov a spotrebiteľov, budú sa musieť prispôbiť novému medzinárodnému prostrediu prostredníctvom zásadných štrukturálnych reforiem.

V niektorých krajinách sa po zavedení eura stratil priamy tlak finančných trhov na zdravú rozpočtovú politiku. Pri vlastnej mene dokázali trhy veľmi účinne trestať chyby fiškálnej politiky zvýšením úročenia vládneho dlhu alebo oslabením meny. Po zavedení eura bol tento tlak trhov nahradený administratívnym tlakom Európskej komisie, ktorý však nie je rovnako účinný a hlavne reakcia Komisie je podstatne pomalšia. Vlády, ktoré pred vznikom eurozóny vyvinuli mimoriadne reformné úsilie, sa po zavedení eura často uspokojili a v bezpečí eurozóny uvoľnili svoje politiky. V roku 2004 polovica krajín eurozóny porušovala fiškálne pravidlá EÚ vrátane troch najväčších krajín. Skôr či neskôr však tieto vlády budú musieť ozdraviť svoju politiku.

Po šiestich rokoch od vzniku eura je ešte príliš skoro posudzovať jeho úspech či neúspech. Šesť rokov po vzniku slovenskej koruny, v roku 1999, bola jej hodnota historicky najslabšia a hospodársky rast bol veľmi pomalý. Po ďalších šiestich rokoch, v roku 2005, bola koruna o 12 % silnejšia než v roku 1999 a rast slovenskej ekonomiky bol koncom roka historicky najvyšší.

Administratívne bariéry

Jednotný vnútorný trh priniesol výhody pre podnikanie, ale aj obyvateľov v EÚ. Niektoré bariéry však stále pretrvávajú, najmä tam, kde nie sú dohodnuté spoločné štandardy a stále platia národné pravidlá. Bariéry pre slobodný pohyb tovarov, služieb, kapitálu a pracovnej sily na vnútornom trhu bránia realizácii výhod spoločného trhu a eura.

Voľný pohyb tovarov

V oblasti obchodu (pohybu tovarov) ide o rôzne technické bariéry uvalované národnými vládami, alebo o neregulátorne bariéry vytvárané spotrebiteľskými skupinami, obchodnými asociáciami, alebo nepovinnými vládnymi usmerneniami a odporúčaniami spotrebiteľom. Takéto bariéry obchodu, ktoré nemajú legitímne ciele (ochrana zdravia, životného prostredia a bezpečnosti spotrebiteľov) a slúžia na ochranu vlastných národných alebo sektorových záujmov, uvalujú dodatočné náklady na dovoz, ktorým domáci výrobcovia nie sú vystavení. Nezriedka tak dochádza k porušeniu existujúcich pravidiel v oblasti voľného pohybu tovarov a služieb zo strany členských štátov.⁷⁸

Slobodné poskytovanie služieb

Služby sa podieľajú na celkovej hodnote produkcie ekonomík EÚ-25 60 až 70 percentami. Hoci obchodovanie v službách medzi členskými krajinami rastie (na rozdiel od obchodovania s tovarmi, ktoré klesá), dosahuje len 20 % hodnoty vzájomného obchodu s tovarmi (Európska komisia, 2005a). Napriek opore v Zmluve o založení EÚ⁷⁹ je „jednotný trh služieb skôr stále len vzdialeným želaním než realitou“ (McCreevy, 2005). Otvorenie trhu služieb odbúraním

⁷⁸ Podľa tlačovej správy Európskej komisie z 18. 3. 2005 („Free movement of goods: too many infringements are hampering economic growth“) bolo ku koncu roka 2004 otvorených 146 procedúr pre porušenie princípov voľného pohybu tovarov.

⁷⁹ Sloboda založenia, ustanovená článkom 43 Zmluvy, umožňuje fyzickej alebo právnickej osobe výkon ekonomickej aktivity stabilným a kontinuálnym spôsobom v jednej alebo viacerých členských štátoch. Sloboda poskytovania cezhraničných služieb, ustanovená v článku 49 Zmluvy, umožňuje fyzickej alebo právnickej osobe, ktorá poskytuje služby v jednej členskej krajine, poskytovať služby na dočasnej báze v inej členskej krajine bez povinnosti založenia organizačnej zložky v tejto krajine. Tieto dve „základné slobody“ majú zásadný význam pre fungovanie vnútorného trhu EÚ.

množstva legislatívnych a administratívnych bariér má za cieľ nový ambiciózny návrh Smernice pre služby („Directive on Services in the Internal Market“) pripravený Európskou komisiou v januári 2004. Aj keď odhadované ekonomické dopady prijatia smernice o službách sú veľmi priaznivé,⁸⁰ je, aj vzhľadom na doterajší vývoj, možné očakávať náročné hľadanie výsledného konsenzu. Predmetom smernice je politicky veľmi citlivá oblasť.

Finančné služby a finančná integrácia predstavujú rozsiahlu agendu v rámci problematiky vnútorného trhu EÚ. Jej podstatou je tvorba jednotnej regulačnej legislatívy pre sektor finančných služieb s cieľom integrácie európskych finančných trhov. Je obsiahnutá v Akčnom pláne finančných služieb („Financial Services Action Plan“) a na neho nadväzujúcim dokumente Politiky pre finančné služby 2005 – 2010 („Green Paper on Financial Services Policy 2005 – 2010“) publikovanom v máji 2005. Euro prispelo k integrácii peňažných, dlhopisových a akciových trhov a prinieslo výhody v podobe nižších nákladov získania kapitálu pre podniky. Retailový bankový trh je však naďalej segmentovaný na základe národných hraníc (ECB, 2005). Prejavuje sa to veľmi obmedzeným objemom skutočného cezhraničného požičiavania (tzn. bez prítomnosti organizačnej zložky zahraničnej banky). Pozitívne efekty pre domácnosti a malé podniky teda zatiaľ absentujú. Aj keď sa v legislatíve realizovali podporné opatrenia,⁸¹ existencia národných pravidiel v oblasti ochrany spotrebiteľa naďalej bráni rozvoju jednotného trhu pre spotrebné úverovanie. Na úrovni EÚ je z týchto dôvodov práve diskutovaná Smernica o spotrebiteľských úveroch, ktorej cieľom je harmonizovať zákony, regulácie a administratívne opatrenia v oblasti spotrebiteľských úverov. Okrem legislatívnych bariér bránia integrácii prirodzené jazykové a kultúrne bariéry a ďalšie faktory (preferovanie lokálnych poskytovateľov služieb klientmi, problémy s odhadom rizikovitosti klienta z inej krajiny EÚ, ťažkosti s ohodnotením účtov klienta v inej členskej krajine⁸²).

K všeobecným problémom, ktoré bránia ďalšej integrácii spoločného finančného trhu je pomalé preberanie európskych pravidiel do národných regulácií, nejednotná implementácia európskych noriem na národnej úrovni a neharmonizovaný výkonom dohľad s chýbajúcimi jednoznačnými mechanizmami pre cezhraničnú spoluprácu európskych finančných dohľadov.

Voľný pohyb kapitálu

Voľnému pohybu kapitálu v podobe priamych zahraničných investícií bránia niektoré národné pravidlá, čím dotknuté členské štáty porušujú článok 56 Zmluvy, ktorý garantuje slobodný pohyb kapitálu. Pravidlá, ktoré limitujú akvizíciu podielu na základnom imaní, alebo iným spôsobom obmedzujú priestor pre efektívnu účasť na riadení a kontrole spoločnosti, pravidlá, ktoré odrádzajú investorov z iných členských krajín, a tým obmedzujú prístup na trh, alebo pravidlá, ktoré vyžadujú povolenie pre priamu zahraničnú investíciu sú konkrétnymi príkladmi porušenia článku 56 Zmluvy členskými štátmi (Európska Komisia, 2005a). Napriek tu popísaným pretrvávajúcim nedostatkom Moser a kol. (2005) konštatujú,⁸³ že za poslednú

⁸⁰ Štúdia o ekonomických dopadoch navrhovanej Smernice o službách, vypracovaná nezávislým subjektom Copenhagen Economics, predpovedá nárast produktivity, rast zamestnanosti, rast miezd a pokles cien. Podľa konzervatívnych odhadov ekonomický dopad smernice bude v raste hrubej pridanej hodnoty EÚ o 0,8 %, v raste čistej zamestnanosti o 0,3 % a raste priemerných reálnych miezd o 0,4 %. Smernica odbúraním bariér, ktoré ochraňujú veľké firmy pred konkurenciou, priniesie nové podnikateľské príležitosti v cezhraničných aktivitách pre malé a stredné podniky.

⁸¹ Druhá banková smernica bola kľúčovou pre elimináciu právnych bariér pre cezhraničné bankovníctvo.

⁸² Tieto komplikácie môže pomôcť vyriešiť integrácia úverových registrov a retailových platobných systémov. Momentálne sa buduje Jednotná platobná zóna („Single Euro Payment Area“) pre retailové platby, no jej praktické využitie sa v tomto desaťročí nedá očakávať.

⁸³ Odvolávajú sa na nepublikovaný rukopis Blancharda a Giavazzioho „Current account deficits in the euro area. The end of Feldstein-Horioka puzzle?“ z roku 2002.

dekádu Feldstein-Horiokov paradox (zdôrazňuje vysokú koreláciu medzi domácimi úsporami a domácimi investíciami) v Európe prakticky vymizol. Svedčí to o významnom náraste mobility kapitálu.

Mobilita pracovných síl

Pri rozšírení EÚ obmedzila väčšina starých členských štátov voľný pohyb pracovných síl až na dobu siedmich rokov. Svoj trh práce otvorili iba Veľká Británia, Švédsko a z krajín eurozóny iba Írsko. Po troch rokoch plánujú svoje trhy práce otvoriť Fínsko, Španielsko, Portugalsko a čiastočne aj Francúzsko. Môžeme očakávať, že do vstupu Slovenska do eurozóny sa skupina otvorených štátov ďalej rozšíri. Svoje trhy práce však pred nami zatiaľ uzatvára viac ako polovica krajín eurozóny, medzi nimi aj pre Slovensko najdôležitejšie krajiny – Nemecko a Rakúsko. Ekonomické dôvody pre tieto obmedzenia však neexistujú.⁸⁴ Práve naopak, predstavujú ďalšie bariéry pre vyšší ekonomický rast Európy a prispievajú ku konzervácii nezdravého a neflexibilného ekonomického prostredia v niektorých starých členských štátoch. Navyše, v prostredí voľného pohybu kapitálu vytvára obmedzenie pohybu práce dodatočné podnety na presúvanie aspoň časti výroby smerom z prostredia starých členských štátov do nových za účelom racionalizácie prevádzkových nákladov.

Podľa teórie optimálnej menovej oblasti (Mundell, 1961)⁸⁵ je výhodnosť menovej únie podmienená mobilitou pracovnej sily a kapitálu medzi krajinami tvoriacimi menovú úniu. Je to preto, že ak sú reálne ekonomiky krajín tvoriacich menovú úniu zasiahnuté asymetrickým šokom, nástroj na jeho absorpciu v podobe bilaterálnych nominálnych výmenných kurzov už nie je k dispozícii. Mundellov model pritom predpokladá neflexibilitu miezd a cien smerom nadol v krátkom horizonte, takže krátkodobou odpoveďou na asymetrické šoky je iba presun časti pracovnej sily. Ak je mobilita pracovnej sily obmedzená, asymetrické šoky zvýšia nezamestnanosť v postihnutých krajinách.

Hochreiter a kol. (2002) poukazujú na skutočnosť, že kým mobilita práce je v Európe nízka a od vzniku jednotného trhu sa prakticky nezmenila, flexibilita reálnych miezd vzrástla. Mobilita práce tak nie je podľa autorov nevyhnutnou podmienkou hladkého fungovania eurozóny. Skutočne dôležitými faktormi pre prispôsobenie sa asymetrickým šokom je podľa nich flexibilita reálnych miezd a cenová flexibilita na trhoch tovarov a služieb. Tavlas (2002) v diskusii s uvedenými autormi vyslovuje nesúhlasné stanovisko k tomuto ich záveru. Hovorí, že nízka mobilita práce v eurozóne je znepokojujúca. Kým mobilita práce nie je rozhodujúca pre vznik menovej únie, je nevyhnutnou podmienkou pre plnohodnotnú realizáciu výhod z existencie spoločnej meny.

Nedostatočnú mobilitu práce, administratívne prekážky zo strany väčšiny „starých“ členských štátov pre voľný pohyb pracovných síl a tiež neukončené budovanie jednotného trhu v sektore služieb pokladáme za významnú nevýhodu pri zavedení eura na Slovensku. Pokiaľ by sa tieto bariéry podarilo aspoň čiastočne odstrániť, strata nezávislosti menovej politiky by bola menšia než náš odhad v časti 4.5. Existujúce administratívne bariéry môžu byť osobitne

⁸⁴ Pre objektivnosť treba povedať, že aj nové členské štáty v prístupových rokovaniach recipročne dosiahli obmedzenie pre osoby zo starých členských štátov v oblasti nadobúdania nehnuteľností, predovšetkým poľnohospodárskej a lesnej pôdy (nerozmnožiteľného výrobného faktora). V tomto prípade však ide tiež skôr o politické dôvody než ekonomické. Nič nebráni tomu, aby si cudzozemec z členského štátu EÚ na Slovensku založil spoločnosť. Tá by už bola oprávnená pôdu nadobúdať. Tomu, aby cudzozemci nadobúdali pôdu na Slovensku však bránia prirodzené obmedzenia, jazykové a kultúrne (tieto sú zhodné aj v prípade obáv z prílevu lacnejšej pracovnej sily z nových do starých členských štátov), a hlavne praktická neexistencia trhu s pôdou v dôsledku množstva prípadov nevyjasneného a veľmi rozdrobeného vlastníctva.

⁸⁵ Detailnejšie o teórii optimálnej menovej oblasti v časti 5.7.

obmedzujúce v prípade veľmi veľkého negatívneho šoku, s ktorým sa slovenské hospodárske politiky nebudú vedieť pružne vyrovnat'.⁸⁶

5.6. Spoločná menová politika pri decentralizovanej fiškálnej politike

Jedna z obáv a možných rizík vstupu Slovenska do eurozóny súvisí s nedôverou v samotný projekt menovej únie. Vecne ide o problém konzistencie spoločnej menovej politiky a národných kompetencií vo fiškálnej politike. Tento problém je riešený pomocou Paktu stability a rastu (SGP⁸⁷), ktorý zavádza pravidlá pre fiškálnu politiku. Pakt bol (mal byť) navrhnutý tak, aby vo svojom úhrne bola decentralizovaná fiškálna politika konzistentná s jednotnou menovou politikou. Nedávne diskusie okolo návrhu a výsledkov SGP, ktoré vyústili do zmeny jeho pravidiel a celý rad teoretických prác ukázali, že „optimálny“ návrh fiškálnych pravidiel sa zatiaľ nepodarilo dosiahnuť, pričom kľúčom pre úspešnú realizáciu spoločnej menovej politiky pri decentralizovanej fiškálnej politike je, aby pravidlá boli národnými vládami nielen formálne prijaté, ale aby si ich skutočne osvojili.

Dôvody a podstata existencie pravidiel

Hlavný dôvod pre existenciu fiškálnych pravidiel je tzv. tendencia k deficitu (deficit bias), ktorá sa prejavuje v realizácii fiškálnej politiky takmer všetkých krajín a vlád. Keďže politický proces v eurozóne nie je jednotný, prejavuje sa vo všeobecnosti v jednotlivých vládoch tendencia míňať viac a presúvať bremeno súčasných výdavkov na budúcich platcov daní.

Hlavný negatívny dôsledok takejto politiky je akumulácia vládneho dlhu a tlak na rast úrokových sadzieb. To má dlhodobý negatívny dopad na ekonomický rast, pričom v menovej únii sa negatívne dopady takejto politiky prenášajú aj na ostatných členov únie. Avšak aj iné dopady nezodpovednej fiškálnej politiky sú významné. Neprimerané zvyšovanie vládnych výdavkov vytvára v ekonomike dopytové tlaky a sprievodné inflačné tlaky. V takomto prípade je menová politika, orientovaná na cenovú (alebo kurzovú) stabilitu, nedôveryhodná.⁸⁸

Hoci Európsky systém centrálnych bánk nepovoľuje financovanie centrálnymi bankami, bez dodatočných zásad nie je zodpovedná fiškálna politika garantovaná. Sú potrebné jasné a vynútiteľné fiškálne pravidlá a zmluvné záväzky ich dodržiavania.

V eurozóne nepôsobia kurzové riziká ako nástroj, ktorý by postihoval jednotlivú vládu pri požičovaní tým, že by bezprostredne zvyšoval náklady jej zadĺženia. Finančné trhy nedokážu adresne sankcionovať uvoľnenú fiškálnu politiku a jej náklady sa prelievajú na ostatných členov eurozóny (vlády, domácnosti aj podniky). Aj pre krajiny s vysokým dlhom sú rizikové prirážky voči dlhu iných krajín eurozóny skoro zanedbateľné. To uľahčuje požičovanie. Vzniká riziko tzv. „free riding“ – uskutočňovanie zlej fiškálnej politiky bez znášania všetkých jej dôsledkov.

⁸⁶ Príkladom môže byť aj taká vysoko nepravdepodobná udalosť, akou bol hurikán Katrina v New Orleans. V USA množstvo ľudí z postihnutej oblasti okamžite začalo hľadať prácu v iných štátoch a federálna vláda presunula do hurikánom zničených oblastí veľké fiškálne transfery. Pri podobnom prípade v eurozóne by ľudia z postihnutej oblasti narazili na pravidlá obmedzujúce pohyb pracovníkov do iných krajín a schopnosť Európskej komisie uskutočniť finančné transfery je rádovo nižšia než schopnosť americkej vlády.

⁸⁷ Stability and Growth Pact.

⁸⁸ Príkladom takéhoto konfliktu u nás bol nesúlad expanzívnej fiškálnej politiky a reštriktívnej menovej politiky pred menovou krízou v r. 1998.

Druhý dôvod pre fiškálne pravidlá spočíva v stabilizačnej funkcii fiškálnej politiky počas ekonomického cyklu. Za určitých okolností, ak existuje priestor, môže fiškálna politika fungovať ako automatický stabilizátor (zmierňuje cyklické výkyvy v ekonomike). Predpokladom pre takéto jej pôsobenie je, že fiškálny deficit, ktorý sa vytvára počas ekonomického cyklu, nie je taký veľký, že jeho zníženie si vyžaduje diskrečné zásahy. Diskrečná fiškálna politika je spravidla menej účinná, je ťažšie načasovať jej opatrenia a odhadnúť jej účinky a pôsobí často procyklicky. Aby mohli pôsobiť automatické fiškálne stabilizátory, musí byť úroveň fiškálneho deficitu v priemere počas cyklu dostatočne nízka, alebo blízka nule, aby aj počas recesie zostal fiškálny deficit v prijateľných hraniciach.

Fiškálne pravidlá SGP

Aby boli fiškálne pravidlá účinné musia splňať niektoré podmienky: Musia byť adekvátne. Ich uplatňovanie by nemalo pre ekonomiku predstavovať neprimeranú záťaž alebo reštrikciu. Musia byť dostatočne dôsledné, aby podporovali dôveru vo fiškálnu politiku. Musia byť dostatočne flexibilné, aby umožnili prijatie opatrení v mimoriadnych situáciách. Inak hrozí, že vlády budú mať tendenciu k ich nedodržiavaniu. Musia byť dostatočne jednoduché, aby sa dali kontrolovať, nie však príliš jednoduché, aby ich použitie nebolo v častom konflikte so zložitou ekonomickou realitou.

SGP sa týka 25 krajín EÚ. To si vyžaduje, aby rešpektoval rozdielnosť ich ekonomík a súčasne garantoval rovnaké zaobchádzanie pri presadzovaní pravidiel. Nesmie byť v konflikte so suverenitou jednotlivých krajín.

Samotný SGP je navrhnutý ako dvojpilierový. Tzv. preventívny pilier (preventive arm) spočíva v stanovení adekvátnych fiškálnych cieľov a v prijatí konvergenčného programu, resp. programu stability, ktorý zabezpečuje dosiahnutie týchto fiškálnych cieľov. Fiškálne ciele musia zabezpečiť udržateľné zadlženie, čo fakticky znamená smerovanie blízko k vyrovnanému rozpočtu.

Tzv. korekčný pilier SGP (corrective arm) rieši situácie, keď sa fiškálna politika odchyľila od stanoveného cieľa a vyžaduje korekciu. Disciplínu v rámci korekčného piliera SGP zabezpečuje pravidlo najviac 3 % deficitu a procedúra nadmerného deficitu.

Spoločná menová politika a politická únia

Hospodárska a menová únia je postavená na nehomogénnych základoch. Menová politika je v eurozóne centralizovaná s jednoznačnou zodpovednosťou ECB. Fiškálna politika je decentralizovaná, ale problémy koordinácie aspoň do určitej miery rieši Pakt stability a rastu. Okrem toho Európska komisia má určité, hoci obmedzené, možnosti na uskutočňovanie fiškálnych transferov a na podporu regiónov postihnutých negatívnymi šokmi prostredníctvom štrukturálnych fondov. Ostatné hospodárske politiky sú však skoro výlučne na národnej úrovni s veľmi malým stupňom koordinácie.

Z veľmi dlhodobého hľadiska bude stabilita menovej únie ohrozená bez vytvorenia silnejšej politickej únie. Dosiahnutie spoločného stanoviska všetkých krajín EÚ je dnes veľmi náročný a dlhý proces. Jedného dňa však eurozónu určite postihne významný asymetrický šok, na ktorý bude potrebné razantne reagovať.⁸⁹ V súčasnosti EÚ nie je schopná rýchlej a dôraznej reakcie, čo dosvedčuje zlyhanie a následná reforma Paktu stability a rastu alebo neschválenie európskej ústavy Francúzskom a Holandskom.

⁸⁹ Z historického pohľadu sa všetky menové únie, ktoré neboli sprevádzané úzkou politickou integráciou, rozpadli po veľmi veľkých šokoch, ako napr. po vojne.

Otázka užšej politickej integrácie nie je bezprostredným problémom eurozóny. Tá môže v súčasnej podobe fungovať ešte niekoľko rokov až desaťročí. Pre dlhodobú stabilitu hospodárskej a menovej únie však bude potrebné vybudovať mechanizmus rýchleho rozhodovania v krízových situáciách, vytvoriť možnosti na účinnú korekciu asymetrických šokov fiškálnymi transfermi a posilniť koordináciu štrukturálnych politík.

Box 11 Predstavuje plnenie Maastrichtských kritérií záťaž?

V čase, keď sa začala pravidelne hodnotiť pripravenosť súčasných nových členských krajín na vstup do EÚ (na základe kodanských kritérií), vyskytli sa obavy, že ďalší logický krok integračného procesu – plnenie maastrichtských kritérií a s ním spojené stabilizačné úsilie, ktoré vedie k znižovaniu inflácie a konsolidácii verejných financií – môže ohroziť hospodársky rast. V rámci konvergenčného procesu, ktorý vedie k vstupu do menovej únie, môže nominálna konvergencia krátkodobo spôsobovať ekonomické náklady, ale v stredno- až dlhodobom horizonte podporuje reálnu konvergenciu.

Dôležitým prvkom rozhodovania o inflácii je rozhodovanie o rýchlosti dezinflačnej stratégie. Za trvalé zníženie inflácie treba zaplatiť dočasným poklesom produktu. Príliš rýchle zníženie inflácie môže vyvolať poruchy v reálnej ekonomike tým, že vyvolá pokles produktu v krátkom období a vyvolá recesiu. Dilema – nízka inflácia alebo ekonomický rast – by mala rešpektovať prirodzenú hranicu pre znižovanie inflácie. V súčasnosti sú široko akceptované poznatky výskumu,⁹⁰ že inflácia prekračujúca určitú hranicu je pre ekonomický rast škodlivá. Okrem samotných nákladov vysokej úrovne inflácie musí totiž ekonomika znášať aj náklady vysokej volatility inflácie a z nej vyplývajúcu neistotu pri rozhodovaní ekonomických subjektov. Snaha znižovať infláciu pod túto hranicu je pre ekonomický rast škodlivá tiež. Táto tzv. optimálna miera inflácie sa pre rozvinuté krajiny pohybuje na úrovni 1–3 %.

Dezinflačná menová stratégia závisí od existujúceho transmisného mechanizmu menovej politiky. Centrálna banka musí zvažovať prínosy a náklady konkrétnej stratégie a substitučný vzťah (trade-off) medzi volatilitou inflácie na jednej strane a volatilitou ďalších veličín – produktu, produkčnej medzery (straty na výkone ekonomiky oproti jej potenciálu), úrokových sadzieb, deficitu obchodnej bilancie. Štúdia tohto problému pre ČR⁹¹ hovorí, že rýchla dezinflácia má lepšie výsledky z hľadiska produkčnej medzery, ale za cenu vyššieho obchodného deficitu, pomalá dezinflácia mala za následok vysokú produkčnú medzeru pri nízkom obchodnom deficite.

Primárnym cieľom konsolidácie verejných financií je zabezpečiť ich dlhodobú udržateľnosť. V teórii aj praktickej hospodárskej politike sa možno stretnúť s dvoma názormi o krátkodobom pôsobení fiškálnej konsolidácie na ekonomický rast. Keynesiánsky prístup hovorí, že fiškálna konsolidácia spojená so znižovaním výdavkov má negatívny efekt, spôsobuje krátkodobú kontrakciu dopytu a ekonomickej aktivity. Novší, ne-Keynesiánsky prístup hovorí, že efekt je pozitívny, pretože fiškálna reštrikcia mení očakávania ekonomických subjektov vo vzťahu k ich budúcemu príjmu a bohatstvu (tým zvyšuje a nie znižuje dopyt) a/alebo zvyšuje efektívnosť trhu práce a konkurencieschopnosť ekonomiky (tým zvyšuje ponuku).

Ne-Keynesiánsky efekt fiškálnej konsolidácie bol identifikovaný napr. v štúdiu ECB,⁹² kde bol v prípade nových členských krajinách EÚ zistený pozitívny príspevok fiškálnej konsolidácie k zrýchleniu rastu produkcie v krátkom časovom horizonte, a to najmä prostredníctvom rastu exportu. Iné empirické štúdie,⁹³ ktoré hľadali relácie medzi rastom HDP a konsolidáciou verejných financií pomocou fiškálneho multiplikátora, ukázali, že v počiatoch konsolidácie došlo k stratám na HDP – aj keď malým – a neskôr boli dopady na HDP pozitívne.

Náklady nominálnej konvergencie s eurozónou – najmä náklady znižovania inflácie a konsolidácie verejných financií – súvisia hlavne s dôveryhodnosťou celého procesu. Tá je ovplyvnená jednak kvalitou samotného návrhu stratégie dezinflácie a konsolidácie, ale najmä dôverou ekonomických subjektov a domácich a zahraničných trhov k záväzku vlády a centrálnej banky túto stratégiu naozaj

⁹⁰ Napr. Bruno a Easterly (1998), Barro (1996).

⁹¹ Mahadeva a Šmídková (2001).

⁹² Rzonca a Cizkowicz (2005).

⁹³ Briotti (2005).

realizovať. Dôveryhodnosť celého procesu o. i. znamená, že dezinflačná stratégia sa stáva vodidlom pre formovanie inflačných očakávaní a že inflačné očakávania majú silný vplyv na cenové rozhodovanie. Znamená tiež, že dôvera v proces konsolidácie verejných financií ovplyvňuje dlhodobé očakávania a úrokové sadzby a pomáha procesu konsolidácie tým, že znižuje náklady na financovanie deficitu a vládneho dlhu.

Smerovanie SR do eurozóny nie je samoúčelné. Napriek tomu, že naše smerovanie do eurozóny možno pre ekonomiku považovať za výhodné, kroky spojené s týmto smerovaním a prípadné náklady tohto procesu sú nevyhnutné samy osebe. Dezinflácia a fiškálna konsolidácia sú predpokladom nastolenia stabilného ekonomického prostredia, zníženia finančných a menových rizík a zabezpečenia dlhodobej udržateľnosti verejných financií. Reformy s tým spojené by bolo potrebné uskutočniť bez ohľadu na to, či sa rozhodneme vstúpiť do eurozóny. Pre ekonomiku je výhodnejšie tieto reformy realizovať v programe plnenia maastrichtských kritérií, ktorý zabezpečuje konzistentný rámec celého procesu.

V prípade inflačného kritéria je však možné, že jeho splnenie v určitom čase bude pre ekonomiku príliš náročné. Za určitých okolností môže byť referenčná hodnota inflačného kritéria veľmi nízka a zároveň slovenská inflácia môže byť v dôsledku napr. externých šokov (vysoké ceny ropy, energií, zahraničné dopytové šoky a pod.) vysoká. V takomto prípade by bolo na splnenie inflačného kritéria nevyhnutné veľmi významne zvýšiť úrokové sadzby, za čo by však bolo potrebné zaplatiť stratou hospodárskeho rastu. Je teda možné, hoci málo pravdepodobné, že nastane situácia, v ktorej bude výhodnejšie odsunúť termín splnenia maastrichtských kritérií.

5.7. Vníma odborná literatúra eurozónu ako optimálnu menovú oblasť?

Základná teória optimálnej menovej oblasti

Optimálnu menovú oblasť (ďalej len OCA) chápeme ako skupinu štátov, ktorých ekonomické šoky majú symetrický charakter, alebo ktoré disponujú alternatívnymi mechanizmami na elimináciu asymetrických šokov v prípade, že tieto štáty neodvolateľne zafixujú vzájomne svoje výmenné kurzy. Základy teórie optimálnej menovej oblasti položili Mundell (1961) a McKinnon (1963), s dôležitými rozšíreniami, ku ktorým prispeli najmä Kenen (1969) a Krugman (1991).

Základná Mundellova otázka vyplynula z diskusie o výhodách flexibilného verus fixného kurzu v prostredí Bretton-Woodskeho systému. Jej obsahom bola identifikácia ekonomických dôsledkov permanentného zafixovania nominálneho výmenného kurzu medzi menami dvoch krajín, t. j. či a kedy je výhodné pre dané krajiny vzdať sa svojej menovej autonómie. Pôvodná verzia teórie OCA predpokladala nízku medzinárodnú mobilitu kapitálu a rigidné mzdy a ceny. Na základe toho identifikuje optimálnu menovú oblasť ako takú, v rámci ktorej je pracovná sila dokonale mobilná.

Po mnohých rozšíreniach sa stala OCA zložitou teóriou, kde sa spájajú a miešajú rozličné aspekty medzinárodných makroekonomických procesov. Rôzni autori zdôrazňujú v rámci teórie OCA rôzne kritériá:

- cenovú a mzdovú pružnosť (Friedman, 1953),
- mobilitu faktorov produkcie vrátane mobility pracovných síl (Mundell, 1961),
- integráciu na finančnom trhu (Ingram, 1962),
- mieru ekonomickej otvorenosti (McKinnon, 1963),
- diverzifikáciu produkcie a spotreby (Kenen, 1969),
- integráciu vo fiškálnej oblasti (Kenen, 1969),
- politickú integráciu (Mintz, 1970),

- inflačný diferenciál (Fleming, 1971),
- symetriu šokov (Cohen a Wyplosz, 1989; Weber, 1990; Európska komisia, 1990).

Pohľady na menovú integráciu z hľadiska teórie OCA

Najviac štúdií, ktoré sa snažili kvantitatívne zhodnotiť menový integračný proces bolo uskutočnených v deväťdesiatych rokoch po uzatvorení zmluvy v Maastrichte, kde boli stanovené podmienky konvergenencie a cesta k vytvoreniu spoločnej meny. Výsledky rôznych kvantitatívnych prístupov a metód poukázali na existenciu, či neexistenciu optimálnej menovej oblasti, čím poskytli širokú základňu pre diskusiu o rozsahu budúcej eurozóny.

Taylor (1995) identifikuje na základe teórie OCA základnú skupinu krajín tvoriacu optimálnu menovú oblasť a vhodnú pre členstvo v eurozóne. Do tejto skupiny zaradil Nemecko, krajiny Beneluxu, Dánsko, Rakúsko a prípadne aj Francúzsko. Do druhej skupiny podľa tejto štúdie spadali v tom čase Španielsko, Portugalsko, Taliansko a Grécko.

Canzonieri a kol. (1990) hľadá v rámci menšej skupiny krajín (Rakúsko, Holandsko, Francúzsko, Španielsko, Veľká Británia a Taliansko) na základe metodológie VAR odpoveď na otázku, či zmeny v nominálnom výmennom kurze plnia úlohu absorbéra šokov porúch trhu. Celkovo negatívna odpoveď na túto otázku vedie autorov k identifikácii vnútornej základnej skupiny, kde Rakúsko, Holandsko a Francúzsko môžu vytvoriť menovú úniu s Nemeckom. Španielsko a Veľká Británia mierne zaostávajú vo významnosti za touto skupinou, pričom Taliansko predstavuje v tejto analýze extrémny prípad.

Známych päť ekonomických testov má za úlohu posúdiť výhodnosť prijatia eura vo Veľkej Británii. Vychádza z teórie OCA, súčasne však zohľadňuje obmedzenia teórie, najmä čo sa týka jej dozadu hľadacieho charakteru, prispôsobovacieho mechanizmu cien, dôležitosti kapitálových trhov, zamerania na štrukturálne problémy a posúdenia úlohy mixu politík. Aj z tohto materiálu ministerstva financií Veľkej Británie vyplýva, že OCA určite má svoje miesto pri posudzovaní eurozóny v kontexte optimálnej menovej oblasti, ale treba túto teóriu vnímať najmä ako koncepčný základ s priestorom pre potrebné rozšírenia.

Artis a Zhang (2001) testovali kritériá OCA v krajinách EÚ (vrátane Švajčiarska a Nórska) pomocou zhlukovej analýzy. Ich výsledky boli podobné ostatným štúdiám. Tiež identifikovali základnú skupinu zoskupenú okolo Nemecka a ostatné krajiny zaradili do dvoch periférnych skupín: severnej (vrátane Veľkej Británie a Írska) a južnej (zahŕňajúcej stredomorské krajiny). Opatrnosť jednotlivých krajín (Veľkej Británie, Švédska a Dánska) voči prijatiu eura sa sčasti opiera aj o výsledky takýchto štúdií. Naopak entuziazmus Fínska, Írska a stredomorských krajín je dôsledkom vyššej váhy ekonomických a politických výhod, ktoré účasť v eurozóne sľubovala a neboli zohľadnené v tejto štúdiu.

Nezávisle od prístupu, výsledkom väčšiny štúdií je, že pred vznikom eurozóny existovala základná skupina krajín, ktorú bolo možné charakterizovať ako optimálnu menovú oblasť spolu s Nemeckom. Minimálne však polovica dnešných členov eurozóny bola identifikovaná ako krajiny netvoriace OCA so základnou skupinou.

Na základe výsledkov týchto štúdií sa vynára otázka, nakoľko môže nehomogenita členov eurozóny z hľadiska teórie OCA ohroziť udržateľnosť menovej únie a nakoľko je v zmysle teórie OCA jednotná menová politika vhodná pre jednotlivé členské krajiny. Taktiež je otáznosť, nakoľko má tento problém prechodný charakter, ako tvrdí teória endogenity (Frankel a Rose, 1997).

Synchronizácia hospodárskych cyklov a endogenita OCA

Existujú dva protichodné pohľady na vzťah medzi ekonomickou integráciou a synchronizáciou hospodárskeho cyklu. De Grauwe (1997) ich definuje ako pohľad Európskej komisie a Krugmanov pohľad. Podľa Európskej komisie (1990) užšia integrácia vedie k nižšiemu riziku zásahu asymetrickým šokom. Tento pohľad je postavený na argumente, že obchodná výmena krajín EÚ má vnútroodvetvový charakter, a teda hlbšia integrácia vedie k zosúladeniu dôsledkov šokov a k synchronizácii hospodárskych cyklov medzi krajinami. Naopak, Krugman (1993) na príklade USA tvrdí, že užšia integrácia vedie k zvýšenej regionálnej odvetvovej koncentrácii (úspory z rozsahu), a teda rast obchodnej výmeny vedie k divergencii produkčnej štruktúry medzi krajinami, a teda k vyššiemu riziku zásahu asymetrickým šokom.

Do nejednoznačnej interpretácie ekonomickej teórie v tejto oblasti zasiahli Frankel a Rose (1997, 1998), ktorí argumentujú, že obchodné vzťahy majú za následok konvergenciu hospodárskych cyklov, t. j. že skladba medzinárodného obchodu a korelácia hospodárskych cyklov medzi krajinami závisia od existencie či neexistencie menovej únie (sú endogénne) a že akákoľvek menová únia vytvorí ex post optimálnu menovú oblasť (to implicitne dokazuje, že skúmanie historických časových radov podáva skreslený pohľad o schopnosti krajiny pripojiť sa k menovej únii, pretože kritériá OCA sú endogénne). Väčšina empirických štúdií potvrdzuje zistenia o pozitívnej korelácii vnútroodvetvového obchodu a synchronizácie hospodárskych cyklov, ale nepotvrdzuje samotnú koreláciu rastu obchodnej výmeny s harmonizáciou hospodárskych cyklov (napr. Fidrmuc, 2004).

Babetski (2004) konfrontuje tieto protichodné pohľady odhadom koeficientov asymetrie ponukových a dopytových šokov s časovým rozlíšením a indikátormi intenzity obchodnej výmeny a výmenných kurzov. Zistenia z tejto štúdie potvrdzujú, že rast intenzity obchodnej výmeny vedie k vyššej symetrii dopytových šokov a efekt integrácie na asymetriu ponukových šokov sa medzi krajinami líši. Navyše, pokles volatility výmenného kurzu má pozitívny dopad na konvergenciu dopytových šokov. Uzatvára tak, že vývoj dopytových šokov je v súlade s pohľadom EK, ktorý vyplynul z diskusie k OCA a hovorí, že obchodná výmena znižuje asymetriu medzi krajinami. V zásade však podporuje argument Kenena (2000), že dopad ekonomickej integrácie na asymetriu šokov závisí od typu šokov.

Pohľady na eurozónu ako na OCA

Zo svetového hľadiska identifikovali Artis a kol. (1998) na základe dvoch kritérií OCA (vysoké miery bilaterálneho obchodu a symetrie šokov) štyri veľké optimálne menové oblasti vo svete. Jedna z nich pokrýva takmer celú západnú Európu. Identifikácia menovej oblasti však má tendenciu charakterizovať oblasť ako geografickú oblasť, čo je v protiklade so základnou Mundellovou definíciou.

Na druhej strane Ghosh a Wolf (1994) nachádzajú iba malú koreláciu medzi geografickou blízkosťou a zoskupením krajín do optimálnych menových oblastí. Ich model podáva svedectvo o tom, že obmedzením menových únií na geografický základ vznikajú vysoké náklady z prijatia jednotnej meny. Výsledkom ich štúdie je záver, že nakoľko spoločná mena pre celý svet by niesla so sebou prohibítívne vysoké náklady, na základe vyššie spomenutého zistenia ani Európa ani Spojené štáty netvorí OCA, pretože náklady zavedenia a prevádzkovania jednotnej meny prevyšujú úsporu transakčných nákladov.⁹⁴

⁹⁴ Odhadujú náklady spoločnej meny v eurozóne na 2,5 % HDP ročne. Pre tri meny v eurozóne (ktoré korešponujú s tromi skupinami menových oblastí identifikovaných vo väčšine štúdií) odhadujú náklady na menej ako 1,5 % HDP ročne.

Vnímanie eurozóny ako optimálnej menovej oblasti sa sústreďuje hlavne na otázku asymetrie šokov. Asymetria šokov totiž predstavuje z hľadiska teórie OCA podstatný faktor pre voľbu režimu výmenného kurzu. Hlavnou otázkou skúmania je, či sú členovia eurozóny a kandidáti na členstvo v eurozóne regiónom, kde pôsobia pre krajinu špecifické idiosynkratické šoky, alebo ide o región, kde šoky majú podobný dopad na všetky krajiny?

Bayoumi a Eichengreen (1992) spočítali korelačné koeficienty medzi jednotlivými párami krajín, kde identifikovali nižšie ponukové šoky a vyššie dopytové šoky medzi regiónmi USA ako medzi krajinami EÚ. Prišli však tiež k zisteniu, že medziregionálne korelácie pre oba druhy šokov boli vyššie ako korelácie medzi krajinami, z čoho vyplynulo, že regióny USA mali bližšie k optimálnej menovej oblasti ako krajiny EÚ. V ich neskoršej práci Bayoumi a Eichengreen (1997) rozšírili kritériá a identifikovali tri skupiny krajín podľa vhodnosti pre účasť v eurozóne. Identifikovali základnú skupinu plne konvergentných krajín okolo Nemecka, do ktorej sa dostalo Rakúsko, Holandsko, Belgicko, Írsko a Švajčiarsko, nie však Francúzsko. Ďalej identifikovali druhú, konvergujúcu skupinu, do ktorej patrili najmä stredomorské krajiny a tretiu nekonvergujúcu skupinu, do ktorej sa dostali Veľká Británia, Fínsko, Dánsko, Nórsko a Francúzsko. Z podobnej štúdie na rozdielnych údajoch⁹⁵ Whitt (1995) ukázal, že Francúzsko, Taliansko a Holandsko dosahujú dostatočne vysoký koeficient korelácie šokov voči Nemecku.

Bofinger (1994) poukazuje na to, že OCA nie je ideálnym konceptom na posudzovanie eurozóny, a to najmä z dôvodu nerealistických predpokladov, úzkeho zamerania na asymetrické reálne šoky a nedokonalosti predikčných vlastností zmien reálneho výmenného kurzu v minulosti na reálne šoky v budúcnosti. Vo svojej práci preto zavádza tzv. menový prístup k teórii OCA, v ktorom analyzuje vhodnosť menovej únie z pohľadu efektívnosti menovej politiky. Prichádza k záveru, že eurozóna dosahuje lepšie výsledky z hľadiska kredibility, schopnosti reakcie na asymetrické šoky⁹⁶ a efektívnosti menových cieľov a nástrojov ako národná menová politika.

Chamie a kol. (1994) rozkladajú šoky na šoky prichádzajúce zo strany reálneho dopytu, reálnej ponuky a na nominálne šoky vo VAR systéme s rastom produkcie, cenami a ponukou peňazí.⁹⁷ Prichádzajú k záveru, že v Európe sú symetrické komponenty šokov ostro korelované iba v Nemecku a Švajčiarsku.

Bayoumi a Prasad (1995) zasa porovnaním ôsmich regiónov USA s ôsmimi vybranými členskými štátmi EÚ podali svedectvo o tom, že relatívna dôležitosť celkových špecifických šokov pochádzajúcich z určitého sektoru, regiónu alebo z určitej krajiny na volatilitu rastu produkcie je približne rovnaká v Európe ako v USA.

V ostatnom období sa objavilo množstvo štúdií analyzujúcich optimálnosť menovej oblasti z hľadiska nových prístupových krajín EÚ. Horvath (2000) poukazuje na to, že idiosynkratické šoky existujú tak v súčasnej eurozóne, ako aj v nových členských štátoch EÚ-25. Fidrmuc a Korhonen (2001) naopak ukazujú, že korelácia ponukových šokov sa v jednotlivých krajinách veľmi líši, avšak niektoré nové členské štáty EÚ-25 sú minimálne tak dobre zosynchronizované so šokmi v eurozóne ako samotné členské štáty eurozóny. Frenkel a Nickel (2002) prichádzajú k záveru, že existujú významné rozličnosti v šokoch a v prispôbovacích mechanizmoch voči šokom medzi eurozónou a novými členskými štátmi EÚ-25.

⁹⁵ Namiesto reálneho HDP a HDP deflátoru použil mesačné údaje priemyselnej produkcie a cenového indexu.

⁹⁶ Tvrdí, že neexistuje dôkaz o spoľahlivej reakcii flexibilného výmenného kurzu na asymetrický šok. Tento argument vyplýva zo skutočnosti, že znehodnotenie kurzu nemá vždy pozitívny efekt na produkciu a niekedy je tento efekt aj negatívny.

⁹⁷ Menové šoky sa dosahujú zavedením reštrikcie dlhodobej neutrality ponuky peňazí.

Babetski a kol. (2002) namiesto merania korelácie šokov merajú koreláciu s časovým rozlíšením. Ich výsledky poukazujú na proces konvergencie dopytových šokov a divergencie ponukových šokov. Babetski (2004) navyše identifikuje ako zdroje konvergencie dopytových šokov rastúcu intenzitu obchodu a pokles volatility výmenného kurzu a interpretuje tento výsledok ako argument endogenity optimálnej menovej oblasti.

Zhrnutie argumentov OCA

Rozsiahle množstvo výskumných prác sa snaží posúdiť eurozónu alebo jej časti z pohľadu existencie optimálnej menovej oblasti. Väčšina týchto zdrojov prichádza k záveru, že iba určitá časť eurozóny spĺňa stanovené kritériá, či už sú to klasické kritériá teórie OCA alebo analýza symetrie šokov. Posúdenie, či je eurozóna udržateľná z hľadiska vhodnosti jednotnej menovej politiky v spektre teórie optimálnej menovej oblasti, je však z teoretického hľadiska konfrontované s teóriou endogenity OCA, ktorá nepodmieňuje jednotnú menovú politiku existenciou optimálnej menovej oblasti. Aj aplikovateľnosť tejto teórie je však podmienená zdrojom ekonomických šokov.

Ako už Frankel a Rose (1998) uviedli, indikátor intenzity obchodnej výmeny v čase rastie. Dá sa predpokladať, že v ére globalizácie (teda po roku 1998) má rast tohto indikátora exponenciálny charakter. Ak zároveň berieme do úvahy závery z práce Babetski (2004), že koeficienty asymetrie dopytových šokov podporujú argument endogenity, podľa ktorého intenzívnejšia obchodná výmena napomáha synchronizácii hospodárskych cyklov (a teda krajiny majú tendenciu s prehlbujúcou sa integráciou spĺňať kritériá členstva v eurozóne ex post), je možné s plynúcim časom a členstvom v eurozóne očakávať prirodzenú synchronizáciu hospodárskych cyklov a znižovanie pravdepodobnosti zásahu asymetrickým šokom. Darvas a Szapary (2004) vo svojej práci dokonca potvrdili významnú synchronizáciu HDP a jeho zložiek v krajinách eurozóny od dátumu jej vzniku. Okrem potvrdenia správnosti teórie endogenity OCA je však potrebné zobrať do úvahy aj existenciu hospodárskeho cyklu svetovej ekonomiky.

Teória OCA určite predstavuje intelektuálny základ pre diskusiu o menovej únii. Ako Willett (2001) a Horvath (2003) uzatvárajú, teória OCA predstavuje základný prístup pri rozmyšľaní o režime výmenného kurzu. Z praktického hľadiska však nie je možné očakávať, že na základe teórie OCA dostaneme nejaké určujúce kvantitatívne kritérium vhodnosti vzdania sa menovej autonómie.

6. Hospodárske politiky na podporu zavedenia eura

Dôveryhodné a konzistentné hospodárske politiky sú základom pre plnenie maastrichtských kritérií a pre postup reálnej konvergencie. V prístupovom procese do menovej únie boli súčasné členské krajiny eurozóny úspešné vďaka dôveryhodnej menovej, fiškálnej a dôchodkovej politike, ako aj vďaka uskutočneniu niektorých štrukturálnych politík na podporu nominálnej a reálnej konvergencie. Uplatňovanie tohto systému politík významne prispelo k vytvoreniu dôveryhodnosti a pozitívnych očakávaní pre infláciu a nízke úrokové sadzby. Dosiahnutie rovnakej situácie v našich podmienkach vyžaduje konsolidáciu nástrojov a možností jednotlivých politík, ako aj ich optimálnu kombináciu.

Požiadavkám na jednotlivé typy politík, ktoré by mali podporovať celkovú ekonomickú a finančnú stabilitu v období pred vstupom do eurozóny a najmä v ERM II, ako aj v období po vstupe sa podrobne venoval materiál NBS a MF SR „Konkretizácia Stratégie prijatia eura v SR“.⁹⁸

Splnenie maastrichtských kritérií, stabilita kurzu okolo centrálnej parity bez vážneho napätia a nestability v ekonomike v období fungovania v ERM II a následné zavedenie eura a menovej politiky ECB bez destabilizácie ekonomiky vyžadujú, aby ekonomika a jej jednotlivé prvky (inštitúcie, trhy, sektory) prešli vývojom, ktorý:

- umožní udržateľným spôsobom nominálnu konvergenciu v zmysle maastrichtských kritérií;
- podporí stabilitu konvergenčného procesu, fungovania ekonomiky v ERM II a zavedenie eura, a to aj s využitím pôsobenia automatických stabilizátorov;
- podporí stabilizáciu ekonomiky po prípadnom šoku koordinovaným uplatnením politík;
- podporí stabilizáciu ekonomiky po prípadnom šoku flexibilnou reakciou inštitúcií, trhov a sektorov ekonomiky.

Slovensko už dnes plní konvergenčné kritériá pre výšku verejného dlhu a úroveň dlhodobých úrokových sadzieb. Dosiahnutie požadovanej nominálnej konvergencie vyžaduje predovšetkým konsolidáciu rozpočtu tak, aby sme boli schopní udržať deficit pod hranicou 3 % HDP, zníženie priemernej medziročnej inflácie pod kritériálnu hodnotu v čase nášho hodnotenia Radou EÚ a udržanie kurzovej stability v ERM II.

6.1. Menová politika

V štandardných podmienkach menová politika umožňuje centrálnej banke vytvárať prostredie na udržiavanie cenovej stability. V podmienkach malej, vysoko otvorenej tranzitívnej ekonomiky s liberalizovaným pohybom kapitálu, akou je aj slovenská ekonomika, má však menová politika obmedzenú účinnosť, a to napriek tomu, že NBS môže v zásade stále využívať väčšinu štandardných nástrojov a postupov.

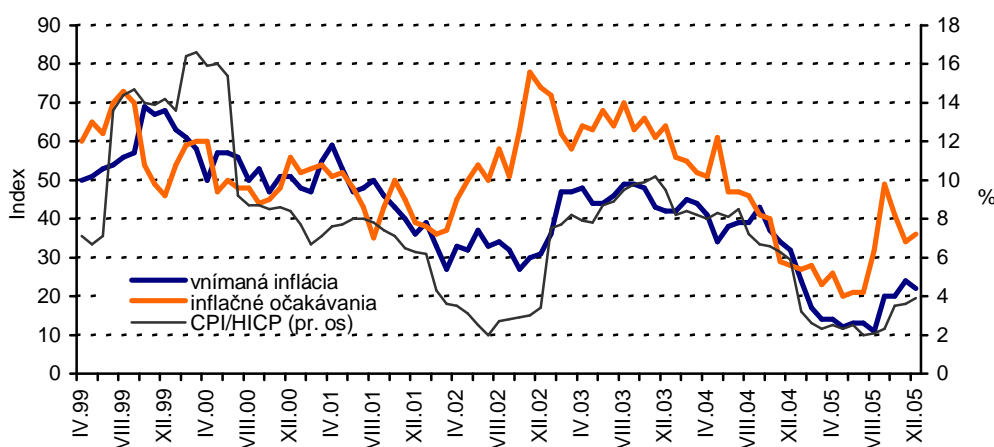
V podmienkach obmedzenej autonómie menová politika pred vstupom do eurozóny musí riešiť neľahkú úlohu. Na jednej strane, dlhodobé úrokové miery a inflácia by mali konvergovať k úrovniam eurozóny. Na úrovni blízkej eurozóne by mali byť aj krátkodobé sadzby, aby bezprostredne po vstupe do eurozóny (po prevzatí sadzieb ECB) nenastal menový šok z náhleho uvoľnenia menovej politiky. Na druhej strane, ako dôsledok výkonnostného dobiehania eurozóny reálny – a aj nominálny (ako ukazujú skúsenosti z posledných rokov) – kurz majú tendenciu posilňovať. Vzniká špecifická situácia – úrokové miery, ktoré

⁹⁸ Schválený Uznesením vlády č. 678 zo 16. 7. 2003.

neumožňujú úrokovú arbitráž,⁹⁹ vedú na Slovensku k nízkym alebo záporným reálnym úrokom (graf 26). Nízke reálne sadzby zvyšujú riziko úverového boomu, a jeho prostredníctvom aj rastu domáceho dopytu a prehriatia ekonomiky (bližšie v časti 6.5).

Súčasná menová politika NBS, od roku 2005 založená na explicitnom inflačnom ciele, si dáva za cieľ napomôcť uskutočňovaniu konvergenčnej stratégie. Prechod od implicitného k explicitnému cieleniu inflácie bol umožnený ukončením najväčších cenových deregulácií, výrazným zlepšením transparentnosti fiškálnej politiky, skvalitnením štatistických údajov a vytvorením formálneho prognostického aparátu v NBS. Vďaka týmto zmenám je možné lepšie predpovedať a ovplyvňovať budúcu infláciu. Ďalším významným dôvodom pre explicitné stanovenie cieľov inflácie je zámer Slovenska vstúpiť k 1. 1. 2009 do eurozóny. NBS bude zodpovedná za splnenie inflačného kritéria v roku 2007, respektíve začiatkom roku 2008. Vzhľadom na to, že referenčná hodnota je konštruovaná ako 12-mesačný priemer HICP inflácie, do hodnotenia inflácie budú vstupovať aj zmeny cenovej hladiny v roku 2006. Preto NBS stanovila explicitné inflačné ciele na roky 2006 až 2008. Cieľom NBS je koncoročná hodnota HICP inflácie pod 2,5 % v roku 2006 a pod 2 % v rokoch 2007 a 2008.

Graf 28 Indikátory cenového vývoja na Slovensku



Zdroj: Európska komisia – Business and Consumer Surveys, Eurostat

Menová politika NBS v ERM II

Vstup do ERM II je ďalším stupňom v obmedzovaní priestoru pre pôsobenie menovej politiky: inflácia musí konvergovať do oblasti, ktorá znamená splnenie príslušného maastrichtského kritéria a výmenný kurz, ktorého význam je v ERM II vyšší, sa musí pohybovať vo vymedzenom flukтуаčnom pásme bez výrazných napätí.¹⁰⁰ Dosaiahnutie konvergenencie inflácie si vyžiada zohľadniť faktory, ktoré na ňu pôsobia – vplyvy iných politík, najmä fiškálnej a mzdovej politiky, externé vplyvy, ako aj faktory spojené s reálnou konvergenciou ekonomiky (Balassa-Samuelsonov efekt). NBS bude naďalej disponovať možnosťou využívať krátkodobé úrokové sadzby, ich využitie však bude mať svoje obmedzenia.

⁹⁹ T.j. kombináciu nákupov a predajov meny, ktorá využíva úrokový diferenciál voči zahraničným trhom a očakávanú zmenu kurzu koruny.

¹⁰⁰ Slovenská koruna sa musí pohybovať v rozmedzí $\pm 15\%$ okolo centrálnej parity 38,4550 stanovenej s účinnosťou od 28. 11. 2005, takže má relatívne široký rozsah 32,6868 – 44,2233 SKK/EUR. Na splnenie podmienky vývoja kurzu bez výrazných napätí však nebude môcť využiť celý rozsah tohto pásma, obzvlášť nie v depreciačnej oblasti.

Počas pobytu koruny v ERM II bude už rozsah a vplyv administratívnych zásahov na infláciu významne eliminovaný a ako určujúce pre ďalšiu dezinfláciu vystúpia do popredia iné faktory. Okrem klasických, ako sú náklady (mzdové, energetické, dovezené), to budú najmä charakter makroekonomickej politiky (hlavne fiškálnej), vzájomné nastavenie a radenie jednotlivých politík, rigidity na trhoch (napríklad na trhu práce), úroveň konkurencie v niektorých sektoroch ekonomiky, externé šoky. Faktory spojené s dobiehaním, ktoré spôsobujú Balassa-Samuelsonov (B-S) efekt, však budú pôsobiť naďalej. Významnú úlohu v dezinflácii budú mať (dez)inflačné očakávania, ktorých význam spočíva najmä v znížení ekonomických nákladov dezinflácie.¹⁰¹ Napríklad v Grécku, Španielsku, Taliansku a Portugalsku smerovanie do eurozóny, a tým vytvorená dôvera v nízkoinflačné ciele, priaznivo ovplyvnili mzdovú disciplínu, mzdové vyjednávania a náklady práce. Iným príkladom sú dohody uzavreté medzi slovinskou vládou a zástupcami odborov verejnej správy a súkromného sektora o pružnejšom (umiernenom) vývoji miezd na roky 2004 – 2006, teda na obdobie členstva Slovinska v ERM II.¹⁰² Znižovanie inflácie závisí aj od schopnosti menovej politiky výrazne ovplyvňovať (prípadne aj meniť) predchádzajúce návyky a správanie ekonomických subjektov. Zo skúseností mnohých krajín eurozóny tiež vyplýva, že samotné členstvo v ERM/ERM II podnietilo urýchlenie dezinflácie.¹⁰³

Keďže popri inflácii NBS zodpovedá aj za stabilitu kurzu koruny v mechanizme výmenných kurzov ERM II, NBS svoju menovú politiku nedefinovala ako čisté cielenie inflácie, ale ako cielenie inflácie v podmienkach ERM II. Prakticky to znamená, že NBS vo svojom rozhodovaní prihliada aj na vývoj kurzu. V prípade, že sa kurz nebude vyvíjať dostatočne stabilne, NBS sa bude musieť snažiť ho stabilizovať najskôr verbálnymi upozoreniami a v prípade potreby aj devízovými intervenciami. Ak by ani priame intervencie neboli dostatočné, môže NBS pristúpiť aj ku zmenám svojich úrokových sadzieb. Výrazný pohyb a volatilita kurzu predstavuje v krajnom prípade jednu z výnimiek pre nesplnenie inflačného cieľa. Ak bude vývoj kurzu v súlade s vývojom ekonomiky, menová politika bude fungovať ako v režime štandardného inflačného cielenia.

Na to, aby sa dosiahla zároveň cenová aj kurzová stabilita a aby medzi týmito cieľmi nedochádzalo ku konfliktu, NBS bude musieť starostlivo pristupovať k zmenám v nastavení menovej politiky a k ich komunikácii s odbornou aj laickou verejnosťou. Keďže medzi týmito cieľmi môže dôjsť k rozporom, ktoré sama menová politika nemusí byť schopná vyriešiť, veľmi dôležité bude zameranie ostatných hospodárskych politík. Menovú politiku musí podporiť fiškálna politika, ale aj štrukturálne politiky a politika trhu práce, kde sú reakcie síce relatívne pomalé, ale správne nastavené štrukturálne politiky môžu významne pôsobiť ako prevencia pred vznikom konfliktov medzi infláciou a výmenným kurzom.

Menová politika by tiež mala korigovať výraznejšie krátkodobé výkyvy výmenného kurzu od jeho rovnovážnej trajektórie, spôsobené špekulatívnymi pohybmi kapitálu. Na podporu stability výmenného kurzu môže NBS využívať aj intervencie na devízovom trhu. Spoluúčasť ECB na intervenciách (pri dosiahnutí hraníc fluktuáčného pásma) má veľký význam, keďže môže odradiť neodôvodnené špekulácie voči korune, a tým zabrániť narušeniu plnenia kurzového, ale aj inflačného kritéria.

Dezinflačná stratégia a stabilita výmenného kurzu budú okrem prostriedkov menovej politiky NBS a spoluúčasti ECB na intervenciách podporované dôveryhodným mixom ostatných domácich politík, ako aj efektívnym fungovaním finančného sektora.

¹⁰¹ Náklady dezinflácie sa obvykle merajú poklesom produktu, alebo spomalením jeho rastu.

¹⁰² Banka Slovenije (2003)

¹⁰³ Jasne sa to prejavilo v krajinách, ktoré mali v minulosti vysokú infláciu, ako sú Grécko, Španielsko a Portugalsko.

Stabilitu výmenného kurzu by mohol negatívne ovplyvniť prípadný zvrät v pohybe kapitálu (najmä krátkodobého). Podstatná eliminácia tohto rizika je možná práve vstupom krajiny do menovej únie. Prínos fixného kurzu v tomto ohľade aj v prípade Slovenska vyváži nevýhodu straty nezávislej menovej politiky NBS. Táto skutočnosť je preto aj jedným z hlavných motívov skorého prijatia eura a prevedenia výkonu národnej menovej politiky NBS na jednotnú menovú politiku ECB.

6.2. Fiškálna politika

Fiškálna politika bude hrať v najbližších rokoch pri udržiavaní stability ekonomiky rozhodujúcu úlohu. V období smerovania do eurozóny bude musieť:

- zabezpečiť predovšetkým nominálnu konvergenciu – konsolidáciu verejných financií a udržateľné splnenie kritéria pre deficit verejných financií a verejný dlh,
- podporiť menovú politiku pri plnení inflačného kritéria,
- podporiť stabilizáciu vývoja reálnej ekonomiky v prípade vzniku vnútorných alebo vonkajších šokov.

Hoci plnenie týchto úloh nebude výhradne vecou fiškálnej politiky, je zřejmé, že nároky na ňu vzrastú ešte pred prijatím eura. Po vstupe do eurozóny bude úloha fiškálnej politiky ešte významnejšia, vzhľadom na to, že v prípade asymetrických šokov bude musieť (v súčinnosti so štrukturálnymi politikami) nahradiť stabilizačné funkcie menovej politiky NBS, keďže výkon menovej politiky prevezme Európska centrálna banka.

Plnenie kritéria pre deficit je udržateľné, ak v priebehu ekonomického cyklu deficit verejných financií neprekročí hranicu 3 % HDP pri voľnom fungovaní automatických stabilizátorov a bežných fluktuáciách ekonomickej aktivity. V podmienkach slovenskej ekonomiky by na udržateľné plnenie kritéria pre deficit malo v strednodobom horizonte stačiť, aby sa štrukturálny deficit dostal pod hranicu 2 % HDP.

Platí však zásada, že zodpovedná fiškálna politika by mala smerovať k dosiahnutiu dlhodobej udržateľnosti verejných financií. To prakticky vyžaduje, aby verejné financie postupne smerovali k vyrovnanému hospodáreniu. Konvergenčný program SR na roky 2005 až 2010 (KP) potvrdzuje odhodlanie vlády dosiahnuť tento cieľ a stanovuje na rok 2010 cieľ znížiť deficit verejných financií pod 1 % HDP. Tým by sa uvoľnil priestor pre voľné pôsobenie automatických stabilizátorov bez hrozby, že fiškálny deficit prekročí kritickú hranicu 3 %.

Problém konsolidácie rozpočtu

Konsolidácia rozpočtovej situácie prebieha už niekoľko rokov pomerne rýchlym tempom. Zrýchli sa v rokoch 2003 – 2004 ako súčasť cieľavedomej stratégie, ktorej základom sú štrukturálne reformy a ktorej cieľom je splnenie podmienok na vstup do eurozóny. Súčasná úroveň deficitu verejných rozpočtov (3,1 % HDP v r. 2004, ESA 95) je však ešte stále vyššia ako kritériálna hodnota 3 % HDP.

Konsolidácia rozpočtu sa opiera predovšetkým o rýchly hospodársky rast. Ten umožňuje, aby sa pomer deficitu k HDP znižoval bez znižovania reálnych výdavkov. Konvergenčný program predpokladá, že pomer príjmov verejných rozpočtov k HDP sa ustáli zhruba na úrovni 37 %. Rýchle tempo rastu ekonomiky (v priemere okolo 5,7 % ročne¹⁰⁴ v strednodobom horizonte)

¹⁰⁴ Strednodobá predikcia NBS (P1Q-2006) z januára 2006 predpokladá v období 2006 až 2008 rast HDP na úrovni 6,2 %, 6,9 %, resp. 5,1 %.

umožní, aby sa potrebné znižovanie deficitu tempom najmenej 0,5 % HDP¹⁰⁵ ročne dosiahlo aj pri reálnom raste rozpočtových výdavkov.¹⁰⁶

Určitým problémom konsolidácie rozpočtu je neistota ohľadom výšky nákladov dôchodkovej reformy. Po spustení kapitalizačného piliera v roku 2005 sa ukázalo, že sa do neho zapojilo viac poistencov, než sa pôvodne predpokladalo. Znamená to presmerovanie väčšej časti príspevkov do súkromných dôchodkových spoločností a vyšší výpadok príjmov. Vzhľadom na neistotu ohľadom počtu poistencov, ktorí sa rozhodnú vstúpiť do 2. piliera (môžu sa rozhodovať do polovice roku 2006), čo priamo určuje výšku nákladov reformy, boli na roky 2005–2006 stanovené fiškálne ciele v podobe deficitu verejných financií bez nákladov na dôchodkovú reformu.¹⁰⁷

Pre rok 2007 bol stanovený cieľ v oblasti deficitu vo výške 3 % HDP, vrátane nákladov na dôchodkovú reformu. Určitú rezervu pre plnenie tohto cieľa predstavuje reformovaný Pakt stability a rastu, ktorý v prípade neočakávaných vplyvov umožňuje v roku 2007 započítať 60 % príjmov druhého piliera do okruhu verejnej správy (za podmienky, že výška deficitu je blízko referenčnej hodnoty).

Cyklický vývoj rozpočtu a riziká prekročenia limitnej hranice deficitu

Smerovanie k vyrovnanému rozpočtu sa môže pre verejné financie javiť ako ambiciózny cieľ. Tento cieľ formálne vyplýva zo záväzkov v rámci Paktu stability a rastu. Skutočným dôvodom na cielené znižovanie deficitu je dosiahnutie dlhodobej udržateľnosti verejných financií. Samozrejme, ekonomické fluktuácie môžu výšku deficitu oproti jej štrukturálnej úrovni vychýliť jedným aj druhým smerom. Ak chceme mať záruku, že deficit rozpočtu, aj napriek týmto výkyvom neprekročí limitnú hranicu (3 % HDP), je nevyhnutné, aby sa štrukturálny deficit dlhodobo v priemere pohyboval pod touto hranicou alebo aby smeroval k vyrovnanej pozícii. Okrem toho treba mať na zreteli, že samotné meranie týchto výkyvov a ich predvídanie je náročné a nepresné vo vzťahu k výsledkom rozpočtu.

Určenie vývoja rozpočtu v priebehu ekonomického cyklu sa opiera o poznatky, ako reaguje rozpočet na (cyklický) vývoj ekonomiky. Obvykle sa vychádza zo zjednodušeného predpokladu, že príjmy rozpočtu sa menia lineárne so zmenami hrubého domáceho produktu a že ich reakcia je okamžitá, bez časových posunov. Cyklický pohyb na strane výdavkov súvisí so zmenami niektorých zložiek výdavkov. Napríklad sociálne dávky alebo vyplatené dôchodky reagujú na vývoj na trhu práce, najmä na nezamestnanosť. Ostatné zložky na strane výdavkov sa obvykle určujú autonómne a nemajú priamy vzťah k vývoju ekonomiky, nemajú teda cyklický charakter.

Variabilita produktu počas ekonomického cyklu na Slovensku sa pohybuje v intervale 1–2 %. Elasticita celkových príjmov rozpočtu na produkt je nižšia ako 1, odhadujeme ju na 0,8–0,9. Znamená to, že cyklické výkyvy na strane rozpočtových príjmov by sa mali pohybovať v pásme 0,3–0,7 % HDP.¹⁰⁸

¹⁰⁵ Revidovaný Pakt stability a rastu vyžaduje od krajín, ktoré zatiaľ nedosiahli svoj strednodobý cieľ, aby znižovali svoj štrukturálny deficit týmto tempom.

¹⁰⁶ Vysoké tempo rastu ekonomiky dokonca umožňuje, aby sa – pri zachovaní reálneho objemu výdavkov – deficit rozpočtu znižoval až o 1,5 % HDP ročne.

¹⁰⁷ Tento prístup je v súlade s rozhodnutím Eurostatu o zavedení prechodného obdobia pre implementáciu rozhodnutia o klasifikácii penzijných systémov do marca 2007.

¹⁰⁸ $0,4 \cdot (0,8 \text{ až } 1,8) \% = 0,3 \text{ až } 0,7 \% \text{ HDP}$, kde: 0,4 je podiel rozpočtových príjmov na HDP, 1 % výkyv HDP * elasticita 0,8 sa rovná 0,8, 2 % výkyv HDP * elasticita 0,9 sa rovná 1,8.

Reakcia zamestnanosti na rast ekonomiky Slovenska je pomerne slabá. Rast ekonomiky sa opiera prevažne o rast celkovej produktivity výrobných faktorov, a preto vysoký rast ekonomiky len v malej miere zvyšuje zamestnanosť a naopak, spomalenie rastu má menšie dosahy na zamestnanosť ako vo vyspelých krajinách EÚ. Okrem toho vysoká nezamestnanosť na Slovensku má predovšetkým štrukturálny charakter a vyplácanie veľkej časti dávok má permanentný charakter (vo väzbe na vysoký podiel dlhodobej nezamestnanosti). Ekonomický cyklus má určitý vplyv na výdavky Sociálnej poisťovne. Zmeny na výdavkovej strane rozpočtu v priebehu cyklu sú u nás celkovo relatívne malé. Príslušné dosahy na výdavky rozpočtu odhadujeme na 0,1 až 0,2 % HDP.

Celkový dosah ekonomického cyklu na deficit rozpočtu odhadujeme v intervale 0,4 – 0,9 % HDP. Za pravdepodobné považujeme skôr hodnoty do 0,5 % HDP.

Rozpočet ako automatický stabilizátor šokov

Ak je na jednej strane možné, že cyklické výkyvy rozpočtu nebudú veľké, na druhej strane to znamená, že rozpočet bude plniť úlohu automatického stabilizátora len v obmedzenej miere. V období konjunktúry sa odčerpá z ekonomiky do verejných rozpočtov len malý objem dodatočných zdrojov cez vyššie dane a odvody a v období recesie sa uvoľní do ekonomiky len malý objem dodatočných zdrojov cez nižšie dane, sociálny systém a podporu v nezamestnanosti (celkový dosah sme vyššie odhadli na menej ako 0,5 % HDP). Z hľadiska stability reálnej ekonomiky je dôležité, že Slovensko ako veľmi otvorená ekonomika neabsorbuje takýto impulz vo vnútornej ekonomike – prevažná časť, približne 60 – 70 % fiškálneho impulzu, sa absorbuje v dovoze.

Nevýhoda slabej automatickej stabilizácie prostredníctvom rozpočtu spočíva v tom, že jeden nástroj na stabilizáciu ekonomiky nebude dostatočne účinný. Hospodárska politika musí s touto skutočnosťou počítať. V súvislosti so vstupom do eurozóny bude pritom potrebné nielen ukončenie konsolidácie rozpočtu, ale bude tiež nevyhnutné vytvoriť priestor na diskrečné zásahy fiškálnej politiky v prípade vzniku nepriaznivých šokov. Bude preto potrebné zvážiť, či automatickú stabilizáciu vhodnými opatreniami neposilniť.

Celkové hodnotenie udržateľnosti rozpočtového vývoja

Predpokladáme, že aj pri prípadných negatívnych šokoch a spomalení rastu HDP by rast nemal najbližšie roky klesnúť pod 2 – 3 %. Variabilita produkcie v dôsledku pôsobenia krátkodobých šokov alebo dlhodobejšieho spomalenia rastu ekonomiky by nemala prekročiť 2–4 % HDP a z nej vyplývajúce výkyvy v deficite rozpočtu by teda nemali prekročiť 0,8 až 1,8 % HDP. Očakávame, že výkyvy v ekonomickej aktivite budú skôr menšie ako 2 % HDP a účinky na rozpočet by tak nemali prekročiť 1 % HDP. To znamená, že ak sa podarí znížiť deficit verejných financií pod 2 % HDP, prekročenie 3 %-nej hranice v priebehu cyklu alebo v dôsledku bežných fluktuácií ekonomiky bude málo pravdepodobné. Ak dosiahneme pozíciu blízku k vyrovnanému rozpočtu (deficit pod 1 % HDP), bude prekročenie 3 %-nej hranice deficitu vysoko nepravdepodobné.

Krátkodobé alebo viacročné spomalenie rastu ekonomiky a/alebo hlboké cyklické výkyvy predstavujú najväčšie potenciálne riziká pre konsolidáciu verejných financií. Kolísanie ekonomickej aktivity voči trendu môže mať charakter štandardného cyklu alebo môže ísť o viacročné spomalenie rastu ekonomiky. Prípadné zhoršenie rozpočtového schodku by však nemalo ohroziť smerovanie k vyrovnanému rozpočtu. Po dosiahnutí približne vyrovnanej štrukturálnej rozpočtovej pozície by cyklické výkyvy v rozpočte nemali predstavovať nebezpečenstvo z hľadiska udržiavania deficitu rozpočtu pod limitnou hranicou 3 % HDP ani z hľadiska udržateľnosti zadĺženia.

Je možné uvažovať aj o rýchlejšej konsolidácii rozpočtu, a to vtedy, ak ekonomika bude rásť rýchlejšie ako sa predpokladá v konvergenčnom programe. V takomto prípade bude žiaduce dbať na dodržiavanie rozpočtovej disciplíny, inak by mohlo dôjsť k zhoršeniu štrukturálneho deficitu. Zdroje nad rámec schváleného rozpočtu sa majú prednostne používať na zníženie deficitu verejných financií.

Verejný dlh

Konsolidácia verejných financií je aj podmienkou pre udržateľný vývoj verejného dlhu. Plnenie kritéria pre verejný dlh je udržateľné, ak pri bežných fluktuáciách ekonomickej aktivity miera zadlženia neprekročí kritériálnu hranicu pre zadlženie (60 % HDP). Prísnejšia podmienka udržateľnosti dlhu vyžaduje, aby pri voľnom fungovaní automatických stabilizátorov a bežných fluktuáciách ekonomiky miera zadlženia dlhodobo nerástla. V našich podmienkach by na udržateľné plnenie kritéria pre verejný dlh malo stačiť, aby sme udržateľne plnili kritérium pre deficit verejných financií. Rýchle tempo rastu potenciálu ekonomiky (5 % a viac v stálych cenách) umožní v nasledujúcich rokoch nezvyšovať mieru zadlženia nad úroveň približne 35 % HDP, pokiaľ budeme udržateľne plniť kritérium pre deficit.¹⁰⁹

6.3. Štrukturálne politiky

Štrukturálne politiky môžu napomôcť plneniu maastrichtských kritérií a podporiť nominálnu a reálnu konvergenciu v dvoch hlavných smeroch. Prvým sú štrukturálne reformy (reforma riadenia verejných financií, daňová reforma, reforma zdravotníctva a sociálneho systému), ktoré zvyšujú efektívnosť a prispôbivosť hospodárstva, čím vytvárajú podmienky priaznivé pre tvorbu pracovných miest a zvyšovanie rastu, a zároveň prinášajú fiškálne efekty na konsolidáciu rozpočtu. Druhým sú rozvojové politiky zamerané na efektívnejšiu podporu rozvoja znalostnej ekonomiky. V tomto zmysle vláda SR definovala svoju stratégiu konkurencieschopnosti Slovenska (Národnú lisabonskú stratégiu).¹¹⁰

Slovensko prijalo viaceré zákony, ktoré významne menia filozofiu na výdavkovej strane verejných financií. V strednodobom až dlhodobom horizonte by reformy mali priniesť aj úspory. Ich prínosy však nemožno hľadať len v úsporách rozpočtových výdavkov. Sú viaceré oblasti (školsťvo, veda a výskum, infraštruktúra), kde bude naopak potrebné výdavky posilniť, aby sa získali žiadané efekty – rozvoj ľudského kapitálu, podpora rastu produktivity a konkurencieschopnosti krajiny.

Investície do vedy a výskumu sú na Slovensku v porovnaní s priemerom EÚ-15 veľmi nízke. Kontinuálna príprava a zavádzanie inovácií do praxe je pritom základnou podmienkou udržiavania konkurencieschopnosti krajiny. Národná lisabonská stratégia si v tejto oblasti kladie za cieľ zaviesť systém financovania, ktorý umožní kvalitnú vedeckú prácu vedcov i výskumných inštitúcií a zvýšiť prepojenie medzi vedeckým výskumom, vysokoškolským vzdelávaním a podnikateľskou sférou.

Nadalej bude potrebné venovať pozornosť podmienkam, podporujúcim rozvoj a zlepšovanie podnikateľského prostredia. Medzi najpotrebnejšie tu patrí najmä zvyšovanie vymáhateľnosti práva, uľahčenie prístupu malých a stredných podnikov k zdrojom financovania a znižovanie administratívnej záťaž podniku.

¹⁰⁹ V dlhodobej perspektíve však treba počítať s účinkami demografických zmien, ktoré sa prejavujú v starnutí populácie. Výsledkom môže byť, že náklady transformácie dôchodkového systému budeme uhrádzať v podmienkach, keď ekonomika bude rásť pomalšie. Program konsolidácie verejných financií vytvára pre udržateľné plnenie dlhového kritéria dostatočný priestor.

¹¹⁰ MF SR, Stratégia konkurencieschopnosti do roku 2010, február 2005.

6.4. Trh práce

Popri flexibilnej hospodárskej politike bude mať v menovej únii kľúčovú úlohu pružnosť trhov faktorov, najmä trhu práce. Kritickým dôsledkom každej hospodárskej nestability sú účinky na zamestnanosť. Tie budú miernejšie, ak sa nestabilita vo vývoji ekonomiky rýchlo odstráni alebo sa utlmí tak, že sa nepremietne priamo do vyššej nezamestnanosti. Na druhej strane je tiež dôležité, aby trh práce dokázal absorbovať rýchlo rastúci dopyt po pracovnej sile špecifického charakteru, ktorý môže byť dôsledkom rýchleho rastu ekonomiky, a to bez sprievodných mzdových inflačných tlakov. Takéto fungovanie trhu práce pritom musí rešpektovať platné pravidlá cezhraničného pohybu pracovných síl.

Po vstupe do eurozóny bude slovenská ekonomika vystavená potenciálnym šokom, ktoré v súčasnosti čiastočne absorbuje výmenný kurz a ktoré eliminuje menová politika. Preto je dôležité vedieť, do akej miery je trh práce na Slovensku na túto novú situáciu pripravený.

V zásade ide o posúdenie niektorých charakteristík pružnosti trhu práce, ako sú:

- flexibilita miezd (ich nominálna a reálna pružnosť),
- mobilita pracovnej sily (pružnosť reakcie pracovnej sily na situáciu na trhu, rozsah migrácie pracovnej sily za prácou),
- fungovanie inštitútov trhu práce – úprava legislatívneho prostredia upravujúceho dopyt a ponuku po práci,
- absorpcia šokov (schopnosť miezd absorbovať krátkodobé šoky na úkor nezamestnanosti).

Rast zamestnanosti v súčasnosti prispieva k znižovaniu nezamestnanosti. Dynamiku príspevkov k rastu zamestnanosti znižuje do určitej miery súbežný rast ponuky pracovných síl.¹¹¹

Trh práce v SR je zaťažený niektorými štrukturálnymi problémami. Pre nezamestnanosť na Slovensku je charakteristický vysoký a rastúci podiel dlhodobej nezamestnanosti na celkovej nezamestnanosti.¹¹² Znižovanie celkovej nezamestnanosti v SR tak čerpá najmä z krátkodobej nezamestnanosti. Veľká skupina dlhodobo nezamestnaných zostáva kompaktná a stáva sa z veľkej časti nezamestnateľnou. Iba v ekonomicky vyspelejších regiónoch je kapacita pohotovo využiteľnej pracovnej sily z veľkej časti vyčerpaná, alebo len nízka. Rast zamestnanosti tu tak čerpá hlavne z ponuky pracovnej sily migrujúcej za prácou a z oveľa menšej skupiny dlhodobo nezamestnaných.

Flexibilita miezd

O tom, ako bude trh práce splňať svoju stabilizačnú funkciu v prípade dopytového alebo ponukového šoku rozhoduje reakcia miezd a zamestnanosti na prípadnú nerovnováhu. Problémom je najmä priama závislosť miezd od minulej inflácie. Rast miezd zakotvený v kolektívnych zmluvách podnikov na Slovensku zvyčajne nie je priamo indexovaný, prakticky však býva vo veľkej miere ovplyvnený minulou alebo súčasnou mierou inflácie a rastom miezd v minulých obdobiach. Výsledky podnikov a rast produktivity práce sa potom odzrkadľujú prevažne v odmenách zamestnancom v bežnom období. Rast miezd viazaný na rast produktivity práce predstavuje ekonomicky najprijateľnejšiu formu mzdových dohôd z hľadiska pružnosti miezd. S prílevom zahraničných investícií sa dá očakávať, že v kolektívnych zmluvách sa bude častejšie uplatňovať práve táto forma.

¹¹¹ Ide najmä o efekt predlžovania veku odchodu do dôchodku vyplývajúci z dôchodkovej reformy a o vplyv demografického vývoja.

¹¹² Počet dlhodobo nezamestnaných (nad 1 rok) v absolútnom vyjadrení dokonca dlhodobo rastie, a to aj napriek celkovému poklesu počtu nezamestnaných (podľa VZPS).

Pružnosť reálnych miezd vyjadruje ich schopnosť pôsobiť stabilizujúco na ekonomiku zasiahnutú dopytovým alebo ponukovým šokom. Obzvlášť je tu dôležitá najmä pružnosť reálnych, ale aj nominálnych miezd smerom nadol. Stabilizačné opatrenia fiškálnej politiky z minulosti (napr. z rokov 1999 a 2003) a sprievodný pokles reálnych miezd naznačili, že reálne mzdy na Slovensku je možné charakterizovať ako dostatočne pružné. V prostredí vysokej a kolísavej inflácie (5 – 10 %) však takáto pružnosť reálnych miezd mohla byť dôsledkom rigidného alebo minulou infláciou podmieneného rastu nominálnych miezd. Práve tento minulosťou podmienený rast miezd sa potvrdil pri prechode do nízkoinflačného prostredia v roku 2005, keď v raste nominálnych miezd ešte doznieval vplyv mzdových požiadaviek vyplývajúci z vysokej inflácie v predchádzajúcich rokoch. Nízkoinflačné prostredie vytvára pre interpretáciu pružnosti miezd odlišný rámec, pretože podmienkou reálnej pružnosti miezd sa stáva aj ich nominálna pružnosť.¹¹³ Charakter nominálnej rigidity miezd by tak mal postupne meniť svoju formu.

Pružnosť nominálnych miezd smerom nadol je v súčasnosti v SR významne regionálne a sektorovo diferencovaná. Analýza rastu, resp. poklesu nominálnych miezd v sektorovo-regionálnom rozdelení poukazuje na čiastočnú pružnosť nominálnych miezd smerom nadol. Pri vyššej miere nezamestnanosti a v sektoroch s väčším podielom kontraktov na skrátenej pracovný úväzok sa rast nominálnych miezd obmedzuje a ich pružnosť smerom nadol rastie.

Ďalšou dimenziou mzdovej pružnosti je pružnosť relatívnych miezd. Predstavuje schopnosť miezd prispôbiť sa trhovým podmienkam v reakcii na zmenu dopytu alebo ponuky medzi jednotlivými regiónmi, profesiami alebo odvetviami a zmierňuje negatívne dôsledky nesúladu v štruktúre dopytu a ponuky na trhu práce.¹¹⁴ Je možné konštatovať, že relatívne mzdy na Slovensku sú pružné. Náklady na dopravu a infraštruktúru, dlhodobý charakter a nákladnosť vzdelávacieho procesu, neistá očakávaná návratnosť investície v danom sektore a iné faktory však vytvárajú bariéry, ktoré zatiaľ čiastočne obmedzujú uzatváranie mzdových diferencií, spôsobených pružnosťou miezd. Pružnosť relatívnych miezd však môže zohrať dôležitú úlohu v blízkej budúcnosti, keď sa vyčerpajú voľné pracovné kapacity v prosperujúcejších regiónoch.

Mobilita pracovnej sily

Úroveň mobility pracovnej sily je jedným z predpokladov efektívneho fungovania trhu práce. Mobilita pracovnej sily závisí od prínosu, ktorý prináša zamestnanie vo vzťahu k ekonomickým a sociálnym nákladom dochádzky za prácou, sťahovania a bývania (cena dopravy, ceny na trhu nehnuteľností, jednoduchá dostupnosť nájomného bývania a pod.) a od stimulov, ktoré sa ponúkajú na jej povzbudenie. Migrácia pracovných síl sťahovaním je v súčasnosti na Slovensku nízka, regionálne je však výrazne diferencovaná.¹¹⁵ Okrem toho jestvujú predpoklady, že na Slovensku je vysoká neevidovaná miera dlhodobého dochádzania za prácou (vnútorného ako aj do zahraničia), ktorá nemá vplyv na oficiálnu štatistiku salda

¹¹³ Vysokoinflačné prostredie je menej transparentné pre tvorbu miezd, pretože reálny pokles miezd sa dá čiastočne vyvolať obmedzením domáceho dopytu, pričom zamestnanci často nedokážu odhadnúť výšku svojich nárokov tak, aby si zabezpečili rast reálnych miezd. Dosiahnutie tohto efektu je v podstate aj cieľom príslušných fiškálnych opatrení. V prostredí nízkej inflácie a následných dôveryhodnejších inflačných očakávaní budú tvorbu miezd určovať vo vyššej miere ekonomické fundamenty, dopyt a ponuka pracovných síl. Prispôbovací mechanizmus reálnej mzdy by sa tak mal stať transparentnejší.

¹¹⁴ V extrémnom prípade úplnej pružnosti relatívnej mzdy by sa celé prispôbenie na trhu práce realizovalo cez zmenu mzdových diferencií, a to aj v prípade nulovej mobility pracovnej sily. Mzdová pružnosť medzi jednotlivými regiónmi, profesiami alebo odvetviami by tak za inak nezmenených podmienok zabezpečila rovnomernú nezamestnanosť v týchto segmentoch.

¹¹⁵ Saldo sťahovania ako jeden z čiastkových ukazovateľov pohybu obyvateľstva, dosiahlo v roku 2002 iba 1,67 %.

sťahovania za prácou.¹¹⁶ Vykazované extrémne nízke hodnoty mobility pracovnej sily tak nemožno hodnoverne vnímať ako handicap v miere migrácie za prácou v SR oproti mieram dosahovaným v krajinách eurozóny.

V strednodobom horizonte je možné očakávať, že vnútorná migrácia za prácou sa mierne zvýši. To by mohlo do istej miery plniť funkciu stabilizátora v prípade lokálnych asymetrických šokov. Na stabilizačnú funkciu medzinárodnej mobility pracovných síl pri eliminácii sektorových asymetrických šokov sa však ani v strednodobom horizonte nebude dať plne spoľahnúť, a to najmä z tradičných dôvodov (podobne ako v celej Európe) jazykovej a kultúrnej bariéry.

Fungovanie inštitútov trhu práce

Reformy sociálneho systému, daňová reforma, ako aj novela Zákonníka práce podporili pružnosť trhu práce, a to najmä posilnením motivácie pracovať. Novelizácia Zákonníka práce vniesla na slovenský trh práce viac pružnosti¹¹⁷ a spolu so zákonom o nelegálnej práci vytvárajú na európske pomery systém, ktorý aj v porovnaní s mnohými krajinami eurozóny zabezpečuje pre fungovanie trhu práce na Slovensku v zásade flexibilné inštitucionálne prostredie.

Nominálne a reálne mzdy na Slovensku obsahujú určité známky rigidity, v porovnaní s krajinami eurozóny sú však v priemere pružnejšie.¹¹⁸ Podstatne vyššiu pružnosť smerom nadol majú najmä nominálne mzdy. Vyššia pružnosť miezd by mala kompenzovať nižšiu vykazovanú mobilitu pracovných síl. Tieto dve vlastnosti slovenského trhu práce v kombinácii s pružnejším inštitucionálnym prostredím by mali byť postačujúce na to, aby sa po vstupe do eurozóny nezvýšilo riziko neúčinnnej stabilizácie prostredníctvom trhu práce v prípade, že by ekonomika bola zasiahnutá ponukovým alebo dopytovým šokom. Navyše možno konštatovať, že vývoj podmienok fungovania trhu práce na Slovensku smeruje k jeho vyššej pružnosti a schopnosti korigovať prípadné nerovnovážne impulzy.

Hoci pretrvávajúca vysoká nezamestnanosť bude zdanlivo zmierňovať potrebu spružnenia trhu práce, opatrenia v tomto smere sú nevyhnutné, pretože na trhu práce sa do centra pozornosti budú stále viac dostávať kvalitatívne, štrukturálne aspekty rovnováhy.

6.5. Úloha finančného sektora

Liberalizovaný finančný trh s voľným pohybom kapitálu môže v podstatnej miere kompenzovať prípadnú nedostatočnú mobilitu pracovnej sily alebo zmierňovať dosah asymetrických hospodárskych šokov na jednotlivé regióny. Pohyb kapitálu za nevyužitou a lacnou pracovnou silou a jej využitie na domácom území umožňujú, aby reálne a nominálne šoky v národnej ekonomike v rámci menovej únie nemali priveľmi nepriaznivé dôsledky na ekonomickú aktivitu, a to napriek tomu, že podmienky pohybu pracovných síl zo Slovenska do zvyšku EÚ nie sú zatiaľ plne liberalizované. Predpokladom takéhoto pôsobenia finančného trhu je však jeho plná a efektívna integrácia (prekážkam integrácie sa venuje časť 5.5). Príprava a samotný vstup do eurozóny podmienky fungovania finančného trhu (vrátane bankového sektora) na Slovensku ďalej zmení tým, že sa odstráni kurzové riziko pri pohybe

¹¹⁶ Z hľadiska migrácie za prácou do zahraničia tento trend potvrdzujú údaje z úradov práce krajín EÚ, ktoré otvorili svoje trhy osobám hľadajúcim prácu z nových členských štátov EÚ. Podobné zistenia poskytujú aj aktuálne informácie z VZPS o práci slovenských občanov v zahraničí. Z hľadiska vnútornej migrácie nie je rastúci trend štatisticky podchytený, vzhľadom na zákon o trvalých pobytoch, ktorý neodzrkadľuje skutočnú situáciu rezidentov.

¹¹⁷ Napríklad rozšírené práva zamestnávateľa na vypovedanie pracovnej zmluvy, skrátenie výpovednej lehoty v určitých prípadoch, zavedenie pružných foriem zamestnávania na skrátený pracovný úväzok a pod.

¹¹⁸ Hagen a Traistaru (2004).

tovaru a služieb a kapitálu medzi eurozónou a slovenskou ekonomikou. Dá sa preto očakávať, že konkurencia, najmä cezhraničná, na domácom finančnom trhu ďalej vzrastie. Zároveň sa tiež rozšíri trhový priestor a posilní sa alokačná efektívnosť a konkurencieschopnosť domáceho finančného sektora.

Vstup do EÚ má pre Slovensko prevažne pozitívny vplyv na vnútornú finančnú stabilitu. Pre nové členské krajiny však vstup do EÚ a prijatie eura neznamená riešenie všetkých problémov na upevnenie finančnej stability, ale môže priniesť aj nové riziká. K pomerne často spomínaným rizikám, ktoré môžu nastať po vstupe do eurozóny, patrí riziko prehriatia ekonomiky. Prehriatie ekonomiky vytvára riziká pre finančný sektor, vyplývajúce z finančného (úverového) boomu.¹¹⁹ Hoci súčasné makroekonomické a finančné indikátory na Slovensku nesignalizujú existenciu týchto rizík, nie je vylúčené, že im v blízkej budúcnosti budeme musieť vo väčšej či menšej miere čeliť.

Na zmiernenie, resp. vylúčenie týchto potenciálnych rizík je nevyhnutné, aby sa úverová politika subjektov finančného sektora dôsledne riadila kritériom obozretnosti. Obozretnosť je dôležitá z nasledujúcich dôvodov:

- Prijatie eura a spomínané ďalšie faktory (pokračujúca internacionalizácia finančného podnikania, technologický pokrok a finančná liberalizácia) ešte viac uľahčia pohyb kapitálu z a do ekonomiky (finančného sektora) SR. Rastúca finančná integrácia môže spôsobiť zmeny v objemoch a štruktúre kapitálových tokov.
- Vstup do eurozóny je spojený s nominálnou konvergenciou, ktorej súčasťou je aj pokles úrokových sadziieb na úroveň eurozóny, čím sa zvýši dostupnosť úverov.
- Pokračujúci ekonomický rast (reálna konvergencia) a celkovo sa zlepšujúca ekonomická situácia môže vyvolať optimizmus v očakávaniach budúceho vývoja a následne väčšiu ochotu ekonomických subjektov zadlžovať sa.
- Slabá účinnosť menovej politiky pred vstupom do eurozóny a strata menovej autonómie po zavedení eura obmedzuje schopnosť domácich politikov efektívne reagovať na ekonomický cyklus.

Stabilitu finančného sektora a celkovú ekonomickú stabilitu na Slovensku budú v nadchádzajúcom období zabezpečovať:

- Silné a zdravé finančné inštitúcie s dobrým riadením a správou („corporate governance“). Tie vyvíjajú tlak aj na štandardizáciu podnikovej sféry. Samozrejmosťou musia byť kvalitné systémy vnútornej kontroly a riadenia rizík v bankách, ale aj iných finančných sprostredkovateľov;
- Flexibilný dopredu hľadiaci a na diagnostiku rizík orientovaný finančný dohľad. Nevyhnutný je kvalitný právny rámec pre finančnú reguláciu a výkon dohľadu v súlade najlepšimi štandardmi;
- Dobrý právny rámec upravujúci práva veriteľov v prípade bankrotov a platobnej neschopnosti. S tým úzko súvisí potreba efektívnej práce súdov pri vymáhaní relevantných práv;
- Adekvátny mix makroekonomických politik, najmä fiškálnej a menovej politiky, ktorý by mal byť vo svojom súhrne mierne reštriktívny;
- Obozretná mzdová politika a flexibilná politika zamestnanosti a trhu práce;
- Hospodárska stratégia zameraná na budovanie potenciálu pre udržateľný ekonomický rast, ktorej dôležitou súčasťou musí byť podpora stabilných PZI.

¹¹⁹ Prehriatie ekonomiky je dôsledok neprimeranej, nadmernej úrovne ekonomickej aktivity, prekročenie potenciálu. Makroekonomické príčiny prehriatia sú rôzne, napríklad nadmerný domáci dopyt (či už spotreba alebo investície) alebo zahraničný dopytový šok. Špecifickým rizikom je úverový boom. Úverový boom predstavuje vysoký, neudržateľný rast úverov, vzhľadom na dlhodobý trend rastu úverov.

6.6. Optimálny mix politík

Hoci plnenie maastrichtských kritérií nie je úplne bez rizík, je možné ich eliminovať pomocou jednotlivých hospodárskych politík a ich vhodnej kombinácie. Znižovanie účinnosti menovej politiky si vyžiada aktivizáciu a koordináciu ostatných politík. Po vstupe do eurozóny ostatné politiky plne prevezmú stabilizačné úlohy menovej politiky NBS na elimináciu prípadných asymetrických šokov, ktoré jednotná menová politika ECB pri svojom výkone nebude môcť zohľadňovať. Zvýšia sa predovšetkým nároky na fiškálnu politiku. Reformy na trhu práce a flexibilná mzdová politika budú musieť prispieť k znižovaniu dôsledkov potenciálnych hospodárskych nerovnováh na zamestnanosť. Dohľad nad finančným trhom bude musieť pôsobiť preventívne a proticyklicky voči rizikám vzniku neprimeraného rastu cien aktív. V koordinácii s fiškálnou politikou sa bude musieť podieľať tiež na identifikácii a eliminácii rizík prípadného prehriatia ekonomiky.

Za predpokladu, že kombináciou fiškálnej politiky a ďalších domácich politík sa vytvorí vysoko efektívny mix politík, jeho výsledkom by mal byť po vstupe do eurozóny rýchly hospodársky rast pri udržateľnom plnení fiškálnych kritérií Paktu stability a rastu.

Zhrnutie hospodárskopolitických predpokladov na splnenie maastrichtských kritérií

Plnenie kritéria pre deficit verejných financií je udržateľné, ak v priebehu ekonomického cyklu deficit neprekročí hranicu 3 % HDP pri voľnom fungovaní automatických stabilizátorov a bežných fluktuáciách ekonomickej aktivity. V našich podmienkach by na udržateľné plnenie kritéria pre deficit malo stačiť, aby sa štrukturálny deficit dostal pod hranicu 2 % HDP. Rýchle tempo rastu ekonomiky a uskutočnené štrukturálne reformy vytvárajú predpoklady pre konsolidáciu verejných rozpočtov v súlade s cieľmi Konvergenčného programu. Programovaná konsolidácia je uskutočniteľná aj v prípade spomalenia rastu ekonomiky a pri bežných cyklických alebo iných výkyvoch v ekonomickej aktivite.

Plnenie kritéria pre verejný dlh je udržateľné, ak pri bežných fluktuáciách ekonomickej aktivity miera zadlženia neprekročí kritériálnu hranicu pre zadlženie (60 % HDP). Prísnejšia podmienka udržateľnosti pre dlh požaduje, aby pri voľnom fungovaní automatických stabilizátorov a bežných fluktuáciách ekonomiky miera zadlženia dlhodobo nerástla. V našich podmienkach by na udržateľné plnenie dlhového kritéria malo stačiť, aby sme udržateľne plnili kritérium pre deficit. Rýchle tempo rastu potenciálu ekonomiky (okolo 5 % a viac v stálych cenách) umožňuje v nasledujúcich rokoch nezvyšovať mieru zadlženia nad súčasnú úroveň približne 35 % HDP, pokiaľ budeme udržateľne plniť kritérium pre deficit. V dlhodobej perspektíve však treba počítať s účinkami demografických zmien, ktoré sa prejavia v starnutí populácie.

Splnenie kritéria pre infláciu vyžaduje, aby inflácia na Slovensku v roku, keď bude Slovensko hodnotené, bola pod úrovňou kritériálnej hodnoty. Tú určia tri krajiny EÚ s najnižšou infláciou.¹²⁰ Splnenie inflačného kritéria by mohli ohroziť najmä tieto situácie:

- Ak sa nepodarí eliminovať sekundárne efekty najvýznamnejších cenových deregulácií a rastu cien energií. Bude nevyhnutné presvedčiť verejnosť o očakávanej nízkej inflácii (formovať nízke inflačné očakávania) a zabezpečiť, aby sa očakávaná nízka inflácia stala základom pre projekcie rozpočtových výdavkov, miezd vo verejnom a súkromnom sektore, dôchodkov a obchodných kontraktov vo všeobecnosti.

¹²⁰ Za najlepšiu infláciu sa považuje najnižšia kladná inflácia (nie deflácia), je však možné vylúčiť krajiny s nezvyklo nízkou infláciou, ak ju dosiahnu v dôsledku výnimočných okolností.

- Ak sa neprimerane prejavia tlaky z Balassa-Samuelsonovho efektu. Mimoriadne dôležité bude udržanie nízkej inflácie a presadenie nízkych inflačných očakávaní najmä v tých sektoroch ekonomiky, v ktorých produktivita a nákladová efektívnosť rastú pomaly.
- Ak dôjde k obratu v kurzovom vývoji smerom k deprecii. Bude preto potrebné udržať záujem priamych zahraničných investorov o investovanie na Slovensku. Posilňovanie kurzu musí byť primerané výkonnosti ekonomiky a nemalo by sa opierať o nestabilný zahraničný kapitál.
- Ak sa nepodarí zabrániť úverovému boomu s prípadným vyústením do prehriatia ekonomiky v období hodnotenia Slovenska, a to najmä vtedy, ak sa nepodarí udržať celkovo reštriktívny mix fiškálnej, mzdovej, dôchodkovej a menovej politiky. Rozpočtové výdavky, mzdy a ďalšie dôchodky v ekonomike bude preto nevyhnutné programovať tak, aby ich vývoj v súhrne zodpovedal cieľenej nízkej inflácii.
- Ak asymetrický šok spôsobí významnú odchýlku vo vývoji inflácie na Slovensku od ostatných krajín EÚ alebo ak sa kritérium pre infláciu významne sprísni. Hoci významné negatívne vplyvy (napríklad ropný cenový šok, kurz dolára a pod.) pôsobia na ekonomiku SR a ekonomiky krajín EÚ čiastočne symetricky, inflačný cieľ pre Slovensko bol stanovený s určitou rezervou pre prípad takéhoto (asymetrického) vývoja. Vzhľadom na predpokladané rýchle tempo konsolidácie verejných financií a celkový reštriktívny mix rozpočtovej, mzdovej, dôchodkovej a menovej politiky by nemal vzniknúť ani asymetrický dopytový šok z domáceho podnetu.
- Ak dôjde v hodnotenom období k významnejším úpravám regulovaných cien. Plánované zavádzanie konkurencie do sieťových odvetví a súčasná liberalizácia cien by mali tieto riziká potlačiť. Na kompenzáciu prípadných negatívnych vplyvov bude dôležité, aby Úrad pre reguláciu sieťových odvetví v období pred hodnotením konvergenzie pristupoval k zmenám regulovaných cien veľmi transparentne a plánoval ich s dostatočným predstihom.

Splnenie kritéria pre výmenný kurz vyžaduje, aby počas dvoch rokov kurz zotrval v blízkosti dohodnutej centrálnej parity bez vážneho napätia a bez devalvácie centrálnej parity. Za prejav napätia sa považuje predovšetkým dlhšie zotrvávanie v depreciačnom pásme pre pohyb kurzu. Riziko pre splnenie kritéria kurzovej stability predstavuje:

- Neprimerané uvoľnenie mixu rozpočtovej a menovej politiky.
- Náhly obrat v pohybe kapitálu, osobitne jeho odlev. Na zabránenie takémuto obratu je okrem správneho nastavenia menovej politiky a celkového mixu politík potrebné, aby sa nestratila dôvera v smerovanie ekonomiky.

Splnenie kritéria pre (dlhodobé) úrokové miery znamená, že dlhodobé úrokové miery na Slovensku nebudú vyššie než kritériálna úroveň, ktorá je o 2 % vyššia ako priemer dlhodobých úrokových mier v troch krajinách EÚ s najlepšimi výsledkami v oblasti inflácie. Riziko nesplnenia tohto kritéria by mohlo vzniknúť v prípade, ak celkový vývoj ekonomiky ohrozí plnenie ďalších kritérií konvergenzie a oddiali vstup do eurozóny, prípadne aj na neurčito. Rozhodujúce pre úroveň dlhodobých mier na Slovensku sú dlhodobé očakávania, najmä perspektíva členstva v eurozóne. Pohyby krátkodobých úrokových mier a výkyvy inflácie, pokiaľ neohrozujú celkové smerovanie do eurozóny by, najmä s blížiacim sa dátumom vstupu do eurozóny nemali splnenie tohto kritéria ohroziť.

Základným predpokladom pre splnenie maastrichtských kritérií je ďalší pokrok v reálnej konvergencii. Dôležité je najmä udržať súčasný rýchly ekonomický rast, ktorý sa opiera o rast produktivity a konkurencieschopnosti. Ak vláda a NBS naplnia svoje záväzky pri realizácii reforiem a smerovaní menového vývoja v súlade s cieľmi Konvergenčného programu

Slovenska na roky 2005 až 2010 a Menového programu NBS do roku 2008, potom by Slovensko malo udržateľne plniť kritériá pre deficit verejných financií a infláciu od roku 2007. Konsolidácia verejných financií do roku 2010 podľa KP umožní, aby Slovensko plnilo kritérium pre verejný dlh a deficit aj v dlhodobom horizonte, kedy budú na ekonomiku a verejné financie negatívne pôsobiť demografické zmeny.

7. Načasovanie vstupu do eurozóny

Vzhľadom na záväzok Slovenska vstúpiť do eurozóny, ktorý je súčasťou prístupovej zmluvy Slovenskej republiky k EÚ, základnou otázkou v súčasnosti nie je, či euro prijať alebo nie, ale kedy sa euro na Slovensku prijme. Na základe výhod aj nevýhod zavedenia eura môžeme porovnať vhodnosť oficiálne zvoleného termínu zavedenia eura s alternatívnymi termínmi. Načasovanie vstupu do eurozóny musí rešpektovať postup pri prijímaní eura, ktorý je dlhý a náročný.

7.1. Porovnanie výhod a nevýhod zavedenia eura na Slovensku

Výhody a nevýhody zavedenia eura na Slovensku popísané v kapitolách 2 – 5 potvrdzujú, že výhody prevyšujú nevýhody. Z porovnania tých výhod a nevýhod zavedenia eura, ktoré dokážeme aspoň indikatívne kvantifikovať, môžeme uskutočniť celkový odhad vplyvu prijatia jednotnej meny na slovenskú ekonomiku (tabuľka 17, súhrn všetkých významných výhod a nevýhod zavedenia eura, vrátane nekvantifikovaných vplyvov, je uvedený v prílohe). Niektoré náklady budú mať iba jednorazový charakter. Mali by sme ich považovať za investície, ktoré sa budú dlhšie splácať (odpisovať). Pre porovnanie s trvalými vplyvmi je možné kvantitatívny odhad jednorazových nákladov vydeliť siedmimi až desiatimi.

Tabuľka 17 Číselný odhad niektorých prínosov a nákladov zavedenia eura v SR

Vplyvy zavedenia eura (% HDP)	Jednorazové	Trvalé (ročne)
Výhody		
Ušetrené finančné transakčné náklady		0,30
Ušetrené administratívne náklady		0,06
Odstránenie kurzového rizika voči euru		0,02 (rozsah 0,01 – 0,08)
Úroveň, resp. rast HDP podnietený rastom zahraničného obchodu a PZI		Úroveň celkovo 7–20, vyšší rast HDP o 0,4 – 1 % ročne
Nevýhody		
Technické a organizačné náklady na menovú konverziu	0,3	
Strata nezávislej menovej politiky		0,04 (rozsah 0,02 – 0,06)

Zdroj: vlastné výpočty.

Z porovnania je zrejmé, že prínosy zo zavedenia eura prevyšujú sprievodné, resp. vyvolané náklady. V strednodobom horizonte čistý prínos zavedenia eura pre slovenskú ekonomiku by mal predstavovať zrýchlenie rastu HDP až do 1 % ročne. Tieto odhady boli vykonané na údajoch do roku 2005 alebo na odhadoch do roku 2009. Sú preto aktuálne hlavne pre prípad vstupu do eurozóny v roku 2009.

7.2. Postup pri vstupe do eurozóny

Na prijatie eura musí členská krajina EÚ splniť štyri maastrichtské kritériá:¹²¹

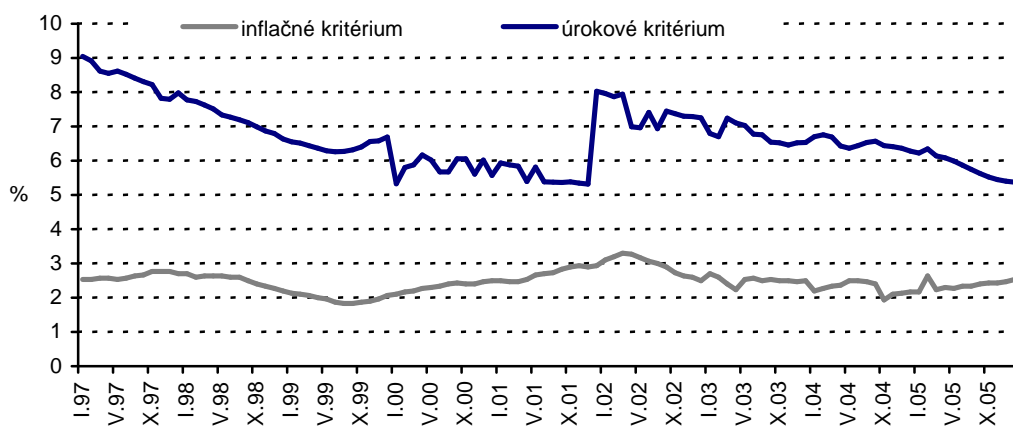
1. Kritérium verejných financií: V krajine nemôže existovať nadmerný deficit podľa rozhodnutia Rady EÚ. Znamená to, že deficit verejných financií by nemal byť vyšší ako 3 % HDP a celkový dlh by nemal prekročiť 60 % HDP. Ak je však úroveň dlhu vyššia ako 60 % HDP, je postačujúce, ak dlh klesá smerom k referenčnej hodnote. Podľa nových pravidiel Paktu stability a rastu z jari 2005 je tiež možné za určitých okolností mierne prekročiť 3 %-nú hranicu pre deficit (hlavne v počiatkovej fáze realizácie dôchodkovej reformy, ale aj v iných prípadoch).

¹²¹ Protokol o kritériách konvergencie podľa článku 109j Zmluvy o založení európskeho spoločenstva.

2. Kritérium cenovej stability: Priemerná inflácia meraná HICP za posledných 12 mesiacov pred hodnotením nesmie presiahnuť priemer troch krajín s najlepšimi výsledkami v oblasti inflácie o viac ako 1,5 percentuálneho bodu. Referenčná hodnota tohto kritéria sa mení podľa toho, ktoré tri krajiny EÚ majú „najlepšiu“ infláciu a aká je jej výška (graf 30). Okrem toho nie je celkom jednoznačné čo Rada EÚ bude považovať za „najlepšiu infláciu“, pravdepodobne to však bude čo najnižšia inflácia, nie však deflácia.
3. Kritérium konvergenencie úrokových sadzieb: Priemerná dlhodobá úroková miera za posledných 12 mesiacov, meraná podľa možností na základe desaťročných vládnych dlhopisov, nesmie presiahnuť priemer úrokových sadzieb troch krajín použitých pri inflačnom kritériu o viac ako 2 percentuálne body. Podobne ako pri inflačnom kritériu aj pri úrokovom sa referenčná hodnota v čase mení.
4. Kritérium stability výmenného kurzu: Mena krajiny musí byť pred hodnotením aspoň dva roky v ERM II, centrálna parita za toto obdobie nesmie byť devalvovaná na podnet členskej krajiny a vývoj kurzu musí byť bez výrazných napätí. Pri tomto kritériu je tiež neistota ohľadom toho, čo bude Rada EÚ pokladať za vážne napätia pri vývoji kurzu. Na základe precedensov z minulosti môžeme predpokladať, že pohyb kurzu v apreciačnom pásme bude hodnotený lepšie ako dlhodobější pohyb hlbšie v depreciačnom pásme.

V prípade, že domáce hospodárske politiky sú správne nastavené na splnenie maastrichtských kritérií, najdlhšie bude trvať splnenie kurzového kritéria – minimálne dva roky.

Graf 29: Referenčné hodnoty maastrichtských kritérií



Zdroj: Eurostat.

Po splnení všetkých konvergenčných kritérií ich musia ešte európske inštitúcie pozitívne vyhodnotiť. Postup európskych inštitúcií pri prijímaní nového člena eurozóny (podľa článkov 121 – 123 Zmluvy o založení Európskeho spoločenstva) je nasledovný:

1. ECB a Európska komisia vypracujú konvergenčnú správu, ktorá zhodnotí plnenie maastrichtských kritérií. Konvergenčná správa sa vypracuje na žiadosť krajiny alebo každé dva roky.
2. Komisia navrhne Rade, aby zrušila členskému štátu výnimku a teda ho prijala za člena eurozóny.
3. Rada prekonzultuje návrh Komisie s Európskym parlamentom.
4. Rada, v zložení hláv štátov alebo vlád prediskutuje návrh Komisie.
5. Rada (pravdepodobne v zložení ministrov financií) rozhodne kvalifikovanou väčšinou o zrušení výnimky (po schválení Ústavnej zmluvy tak bude môcť Rada rozhodnúť iba

po odporúčaní prijatom kvalifikovanou väčšinou členov eurozóny – na rozhodnutie budú mať tieto krajiny šesť mesiacov).

6. Rada, na návrh Komisie a po konzultácii s ECB, rozhodne o konverznom kurze (koruny na euro). Rada rozhoduje jednomyseľne, v zložení členov eurozóny a vstupujúceho štátu.
7. Rada zmení a doplní niektoré Nariadenia týkajúce sa eura (1103/97 o určitých ustanoveniach týkajúcich sa zavedenia eura a 974/98 o zavedení eura)

V prípade Grécka (1) vypracovala ECB konvergenčnú správu 18. apríla 2000, Komisia vypracovala konvergenčnú správu 3. mája a (2) zároveň odporučila Rade zrušiť výnimku, (3) Európsky parlament sa vyjadril 18. mája, (4) 30. mája podala Komisia návrhy ohľadom konverzného kurzu gréckej drachmy, (5,6) 19. júna rozhodla Rada o zrušení výnimky a o konverznom kurze, (7) 27. novembra novelizovala Rada ostatné nariadenia o eure. Grécko prijalo euro 1. januára 2001.

Celá procedúra hodnotenia konvergencie a prijatia novej krajiny do eurozóny trvá za priaznivých okolností aspoň dva mesiace. Okrem toho sa s hodnotením nebude môcť začať skôr ako v apríli, keďže údaje o vývoji verejných financií v metodike ESA 95 nebudú skôr dostupné.

Box 12 Odhad referenčnej hodnoty inflačného kritéria na rok 2007

Hodnotu referenčnej hodnoty pre inflačné kritérium ku koncu roka 2007 bodovo odhadujeme na 2,4 %. Pri odhade vychádzame z predpovedí inflácie podľa jesennej predikcie Európskej komisie pre všetkých 25 krajín Európskej únie. Ak by sa presne naplnili predpovede Komisie, referenčná hodnota by bola 2,9 %. Avšak skutočné hodnoty inflácie budú iné ako súčasné bodové odhady; môžu byť aj vyššie aj nižšie. Pri určení referenčnej hodnoty sa však budú do úvahy budú brať iba krajiny s najnižšou infláciou, teda hlavne tie krajiny, ktoré podstrelia svoju predikciu. Skutočná referenčná hodnota bude systematicky nižšia, než odhad čisto na základe predpovedí. Z výsledkov simulácie predpokladáme referenčnú hodnotu inflačného kritéria v rozsahu 2,2 – 2,6 %.¹²²

Východiská

Odhady inflácie podľa Komisie na rok 2007 sú uvedené v tabuľke:

Krajina	AT	BE	DE	EL	ES	FI	FR	IR	IT	LU	NL	PT	
odhad inflácie	1,7	1,9	1,1	3,0	2,6	1,3	1,9	2,4	1,9	2,2	1,9	2,2	
Krajina	DK	SE	UK	CY	CZ	EE	HU	LT	LV	MT	PL	SI	SK
odhad inflácie	1,9	1,8	2,0	2,1	2,6	2,6	3,0	2,9	4,8	2,2	2,5	2,5	2,1

Ak by sa presne naplnili odhady Komisie, referenčná hodnota pre inflačné kritérium by bola 2,9 %. Tri najlepšie výsledky v oblasti inflácie by mali Dánsko (1,1 %), Fínsko (1,3 %) a Rakúsko (1,7 %).

Skutočné výsledky inflácie však nebudú rovnaké ako dnešné odhady. Konečná inflácia môže byť aj vyššia aj nižšia ako odhad. Pre deväť krajín je predpokladá inflácia v roku 2007 nižšia ako 2 %. Ak bude konečná hodnota inflácie v niektorej krajine vyššia ako odhad, táto krajina nebude zahrnutá medzi tri krajiny s najlepšimi výsledkami v oblasti inflácie a teda neovplyvní referenčnú hodnotu. Ak však niektorá krajina bude mať nižšiu ako očakávanú infláciu, jej výsledok ovplyvní referenčnú hodnotu. Skutočná referenčná hodnota je systematicky nižšia ako výpočet na základe bodových odhadov.

Napríklad, v roku 2002 predpokladali členské krajiny najnižšiu infláciu na rok 2004 vo Fínsku (1 %), Taliansku (1,3 %) a Francúzsku (1,5 %). Referenčná hodnota vypočítaná na základe týchto odhadov by bola 2,8 %. Skutočná referenčná hodnota k decembru 2004 bola iba 2,2 %, najnižšiu infláciu dosiahli Fínsko (0,1 %), Dánsko (0,9 %, hoci odhad v roku 2002 bol 1,8 %) a Švédsko (1,0 %, odhad z roku 2002 bol 2,0 %). Taliansko a Francúzsko naproti tomu dosiahli zhodne 2,3 % infláciu.

Simulácia

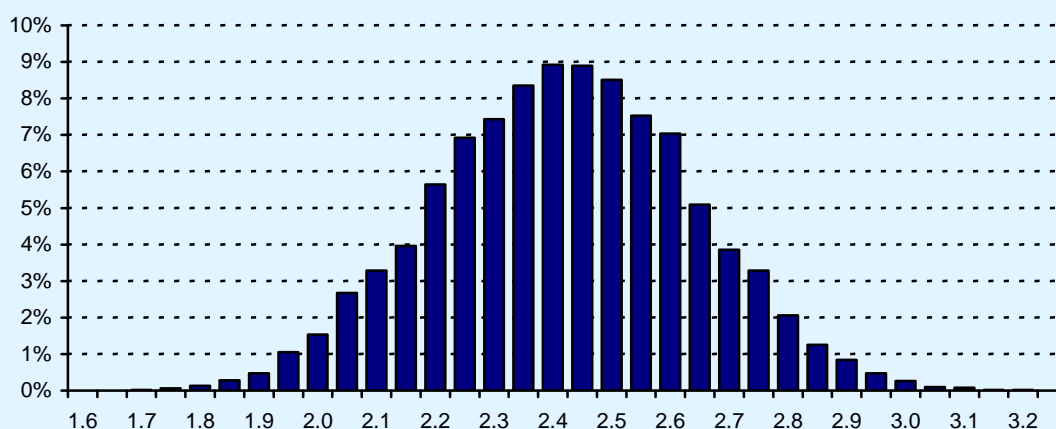
Na odhad referenčnej hodnoty simulujeme výsledky v oblasti inflácie. Predpokladáme pri tom, že odhady inflácie Komisie nemajú systematické chyby, teda že skutočná inflácia môže byť s rovnakou pravdepodobnosťou vyššia aj nižšia ako odhad. Ďalej predpokladáme, že inflácia má normálne rozdelenie s variačným koeficientom 0,4. Tento koeficient bol vypočítaný na základe skutočných rozptylov inflácie krajín EÚ za roky 2000 – 2004. Rozptyl inflácie je nižší pre krajiny s nižšou infláciou, variačný koeficient je však približne rovnaký. Ďalej sa predpokladá, že inflačné šoky pre jednotlivé krajiny sú navzájom nezávislé. Samozrejme, sú aj inflačné šoky, ktoré sú pre krajiny EÚ rovnaké. Tieto šoky však môžeme ignorovať, pretože majú rovnaký vplyv na referenčnú hodnotu a na slovenskú infláciu, neovplyvňujú ich rozdiel.¹²³

Na základe týchto parametrov simulujeme metódou Monte Carlo 10 000 pokusov pre výsledky inflácie a zodpovedajúcej referenčnej hodnoty. Pokiaľ je v simulácii inflácia pre niektorú krajinu záporná, považujeme ju za výnimočnú a nezahŕňame ju do výpočtu referenčnej hodnoty.

¹²² Pravdepodobnosť, že referenčná hodnota bude 2,9 % (vypočítaná priamo z bodových predikcií) je necelé 1 %.

¹²³ Formálne povedané, ak by sme inflačné šoky rozdelili na spoločný a idiosynkratický komponent, tak v tejto simulácii sa používa iba idiosynkratická zložka šoku.

Referenčná hodnota na základe simulácie je náhodná premenná s takýmto rozdelením:



Priemer referenčnej hodnoty očakávame vo výške 2,4 %. S pravdepodobnosťou 60 % bude referenčná hodnota medzi 2,2 % a 2,6 %. Pravdepodobnosť, že referenčná hodnota bude nižšia ako určitá hranica je uvedená v nasledujúcej tabuľke:

Inflačná hranica (v %.)	2,02	2,10	2,20	2,27	2,33	2,39	2,45	2,51	2,57	2,67	2,75	2,88
pravdepodobnosť, že referenčná hodnota bude nižšia (v %)	5	10	20	30	40	50	60	70	80	90	95	99

Pravdepodobnosť, že referenčná hodnota bude nižšia ako 2 % je menej ako 5 %. Menový program NBS predpokladá na rok 2007 infláciu pod 2 %, pri jeho dodržaní je minimálna pravdepodobnosť, že slovenská inflácia bude prekračovať referenčnú hodnotu.

Analýza senzitivity

Kľúčovým parametrom pri výpočte je variačný koeficient, ktorý bol nakalibrovaný na hodnotu 0,4. Pokiaľ by odhady inflácie Komisie boli presnejšie ako predpokladáme (nižší variačný koeficient), odhad referenčnej hodnoty inflačného kritéria by bol vyšší.¹²⁴

variačný koeficient	0,2	0,25	0,3	0,35	0,4	0,45	0,5	0,6
ohľad referenčnej hodnoty	2,7%	2,6%	2,5%	2,4%	2,4%	2,2%	2,2%	2,1%

Inflačné kritérium a Princíp rovnakého prístupu

Inflačné kritérium nie je celkom v súlade so zásadou rovnakého prístupu ku všetkým krajinám. Táto nerovnosť vzniká zvýšením počtu členských krajín Európskej únie. V roku 1998, keď sa rozhodovalo o vstupe prvých krajín do eurozóny, sa inflačné kritérium posudzovalo na základe 15-člennej únie. V súčasnosti sa tri krajiny s najlepšimi výsledkami v oblasti inflácie budú vyberať spomedzi 25 krajín, v priebehu niekoľkých rokov ich bude 28 a neskôr aj viac. So zvýšeným počtom krajín sa zvyšuje pravdepodobnosť, že niektorá z nich bude mať výnimočne nízku infláciu, čo bude viesť k prísnejšej referenčnej hodnote.

Napríklad, v roku 2000, keď sa posudzovalo splnenie kritérií Gréckom, bola referenčná hodnota inflačného kritéria 2,4 %. Ak by v tom čase mala Únia súčasných 25 členov, bola by referenčná hodnota 2,2 %. Priemerná referenčná hodnota od rozšírenia EÚ bola 2,2 %, ale ak by sme počítali iba s pôvodnými 15 krajinami, bolo by to iba 2,3 %. V septembri 2004 by bol rozdiel až 0,4 % (1,9 % vs. 2,3 %).

Do vzdialenejšej budúcnosti očakávame priemernú referenčnú hodnotu pre EÚ25 na úrovni 2,3 %. Ak by Únia mala iba 15 členov, hodnota by stúpila na 2,6 %. Po rozšírení únie na 28 členov sa očakávaná referenčná hodnota sprísni až na 2,2 %.

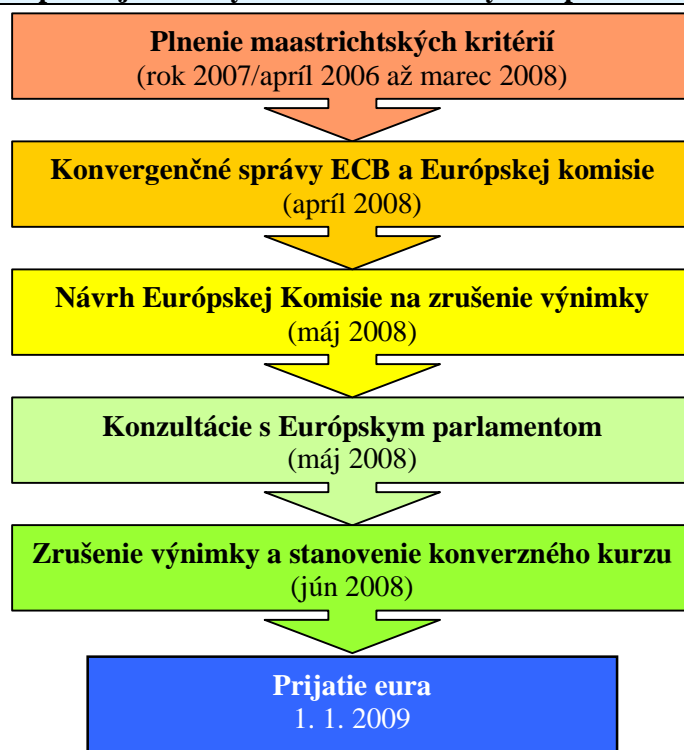
¹²⁴ Takže dodržanie referenčnej hodnoty bude jednoduchšie.

7.3. Vstup v roku 2009 a výhľad plnenia maastrichtských kritérií

Bezproblémové a hladké prijatie eura si vyžaduje približne 6 mesiacov dlhé obdobie technických a organizačných príprav na výmenu korún za eurá. Preto naplnenie jednotlivých krokov popísaných v predchádzajúcej časti 7.1 bude potrebné zavrieť najneskôr v júni 2008.

Ak zoberieme do úvahy, že kroky zahŕňajúce hodnotiace a rozhodovacie procedúry si vyžadujú približne 2 mesiace, pre prijatie eura v roku 2009 bude potrebné zabezpečiť, aby v apríli 2008 ECB a Európska komisia vypracovali konvergenčné správy. V nadväznosti na pozitívne hodnotenie navrhne Európska komisia Rade EÚ zrušenie výnimky, čo možno očakávať v priebehu mája 2008. Po konzultáciách s Európskym parlamentom pristúpi v júni 2008 Rada EÚ k zrušeniu výnimky a stanoví sa konverzný kurz.

Graf 30 Postupnosť jednotlivých krokov a termíny ich splnenia



Rozhodujúcou podmienkou zavedenia eura je ale úspešná realizácia prvého kroku, t. j. splnenie maastrichtských kritérií. V záujme prijatia eura v roku 2009 bude kľúčovým obdobím pre posúdenie maastrichtských kritérií obdobie rokov 2006 a 2007.

V prípade fiškálneho kritéria sa bude zohľadňovať vývoj v roku 2007. Vzhľadom na náročnosť merania HDP a uzavretie štátneho rozpočtu sa prvé údaje o pomere deficitu verejných financií k HDP za rok 2007 nedajú očakávať skôr ako v apríli 2008. Údaje o plnení ostatných kritérií budú dostupné podstatne rýchlejšie, môžeme teda predpokladať, že konvergenčné správy budú vychádzať z priemernej inflácie a dlhodobých úrokových mier za február alebo marec 2008. Na hodnotenie stability výmenného kurzu sa použijú posledné dva roky z pôsobenia v ERM II, kľúčové teda bude dvojročné obdobie marec/apríl 2006 až marec 2008.

Slovensko už dlhšiu dobu plní kritérium pre výšku dlhodobej úrokovej miery. V súvislosti s poklesom inflačných očakávaní, rastom dôveryhodnosti a znížením rizikovej prémie dochádza k poklesu dlhodobej úrokovej miery. Priemerná dlhodobá úroková miera je v súčasnosti výrazne nižšia ako referenčná hodnota (5,4 %). Napriek očakávanému zvýšeniu

dlhodobej úrokovej miery v nasledujúcich rokoch, na základe aktuálnych odhadov budúceho vývoja bude Slovensko s rezervou plniť kritérium dlhobovej úrokovej miery aj v rokoch 2006 až 2008.

Tabuľka 18 Plnenie maastrichtských kritérií

Kritérium		2005	2006	2007	2008
		(skutočnosť)	(predpoveď)		
Fiškálne kritérium (% HDP)	verejný deficit vrátane vplyvu dôchodkovej reformy	(3,5)	(4,2)	3,0	2,7
	verejný deficit bez vplyvu dôchodkovej reformy	2,9	2,9	(1,6)	(1,3)
	verejný dlh	35,2	35,5	35,2	35,0
		plníme a budeme plniť			
Miera inflácie (HICP, %)		2,8	3,6	1,9	2,0
		budeme plniť			
Dlhodobá úroková miera (%)		3,5	3,4	3,8	4,8
		plníme a budeme plniť			
Nominálny výmenný kurz		ERM II od 28. 11. 2005	členstvo v ERM II		
		budeme plniť			

Zdroj: MF SR, NBS, Eurostat, vlastné výpočty.

Poznámka: deficit verejných financií za roky 2005 a 2006 hodnotíme bez vplyvu dôchodkovej reformy, keďže to umožňuje prechodné obdobie stanovené Eurostatom. Od roku 2007 sa v deficite verejných financií musí zohľadňovať aj vplyv dôchodkovej reformy.

V roku 2005 Slovensko po prvý raz splnilo aj fiškálne kritérium, keď deficit verejných financií klesol tesne pod 3 % HDP. Deficit je zatiaľ vykazovaný bez vplyvu dôchodkovej reformy, čo umožňuje prechodné obdobie stanovené Eurostatom. Druhá časť fiškálneho kritéria, verejný dlh, je dlhodobo nižší než referenčná hodnota a nepredstavuje žiadne riziko.

Niekoľkomesačný pokles inflácie sa výrazne prejavil aj v hodnote inflačného kritéria, dvanásťmesačný priemer inflácie meranej HICP presiahol v decembri 2005 referenčnú hodnotu o 0,3 percentuálneho bodu.

28. novembra 2005 vstúpila slovenská koruna do ERM II. Centrálna parita bola stanovená na úrovni 38,455 Sk za euro. V priebehu niekoľkých dní od vstupu do ERM II nominálny výmenný kurz posilnil o približne 1,5 % na úroveň okolo 37,8 Sk za euro a dokonca roka 2005 zotrval v apreciačnom pásme.

Vzhľadom k tomu, že členstvo koruny v ERM II je zatiaľ veľmi krátke, stabilitu výmenného kurzu v dlhšom období možno hodnotiť iba orientačne, na základe jeho výkyvov od simulovanej strednej hodnoty. V súlade s konvenciou prijatou v konvergenčných správach ECB hodnotíme stabilitu výmenného kurzu vzhľadom na priemer za prvý mesiac sledovaného dvojročného obdobia, teda vzhľadom na priemer za január 2004. Desaťdňový kľzavý priemer sa v priebehu posledných dvoch rokov pohyboval v pásme od -0,7 % (znehodnotenie) do +7,75 % (zhodnotenie) voči priemeru za január 2004, teda bezpečne v rámci štandardného fluktuačného pásma ± 15 %.

V záujme splnenia podmienok pre zavedenie eura v roku 2009 bude potrebné pokračovať v konsolidácii verejných financií a dosiahnuť najneskôr v roku 2007 deficit verejných financií nepresahujúci 3 % HDP aj po započítaní vplyvu dôchodkovej reformy. Inflácia meraná HICP by mala s dostatočnou rezervou klesnúť pod očakávanú referenčnú hodnotu približne 2,4 %.¹²⁵ Vychádzajúc z oficiálnych materiálov Ministerstva financií SR¹²⁶ a Národnej banky Slovenska bude Slovensko tieto kritériá schopné splniť.

¹²⁵ Analýza konvergenencie slovenskej ekonomiky k Európskej únii, NBS, august 2005.

¹²⁶ Konvergenčný program Slovenska na roky 2005 až 2010, MF SR, november 2005.

Deficit verejných financií (vrátane vplyvu dôchodkovej reformy) v roku 2006 vzrastie, no v ďalších rokoch bude postupne klesať. Zároveň mierne klesne aj pomer verejného dlhu k HDP. Kritérium verejných financií bude Slovensko plniť v roku 2007.¹²⁷

Podľa aktuálnej strednodobej predikcie NBS¹²⁸ a odhadu referenčnej hodnoty by inflačné kritérium malo tiež byť splnené v roku 2007. V roku 2006 by mala priemerná medziročná inflácia meraná HICP vplyvom rastu regulovaných cien vzrásť na 3,6 %. V roku 2007 by už inflácia nemala prekročiť 1,9 %. Pritom pravdepodobnosť, že referenčná hodnota bude nižšia ako 1,9 % (čo je súčasný odhad inflácie na Slovensku) je úplne zanedbateľná – približne 1 %.¹²⁹

V ostatných rokoch dochádza k posilňovaniu nominálneho výmenného kurzu SKK/EUR, ktoré je podložené hlavne zlepšujúcim sa hospodárskym vývojom. Vychádzajúc z doterajšieho relatívne stabilného vývoja nominálneho výmenného kurzu, ako aj v súvislosti s očakávaným pozitívnym makroekonomickým vývojom, je možné predpokladať, že v nasledujúcich rokoch nedôjde k prekročeniu fluktuálneho pásma ± 15 % a že koruna nebude pretrvávajúť hlbšie v depreciačnom pásme.

7.4. Odloženie termínu zavedenia eura

Odloženie vstupu o jeden alebo o niekoľko rokov

Prijatie eura neskôr ako v roku 2009 by pre Slovensko bolo menej výhodné. V prvom rade by ekonomika dlhšie nemohla využívať uvoľnené zdroje zo zániku transakčných nákladov a nákladov na zaistenie kurzového rizika. Odsunuli by sa však všetky pozitívne vplyvy eura na hospodárstvo.

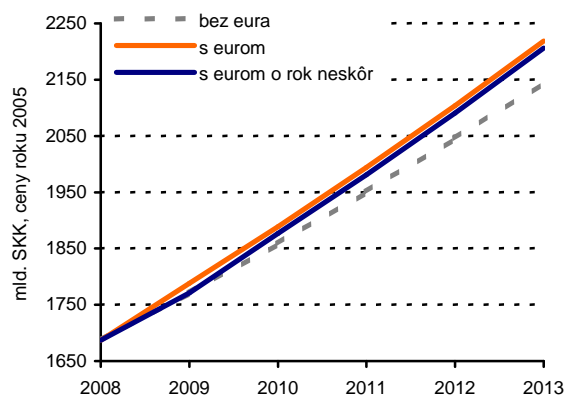
Za predpokladu, že Slovensko bude pripravené na vstup do eurozóny v zmysle Stratégie prijatia eura (ekonomika bude schopná udržateľným spôsobom spĺňať maastrichtské kritériá) k 1. 1. 2009, celkovú výšku stratených prínosov pri odsunutí zavedenia eura iba o jeden rok odhadujeme na približne 0,7 % HDP ročne (po dobu približne 20 rokov). Oddialenie prijatia eura by znamenalo stratu potenciálnych prínosov z jeho zavedenia.

Okrem politického rozhodnutia o zmene termínu zavedenia eura je možné oddialenie dňa zavedenia eura aj pri nesplnení maastrichtských kritérií. K takejto situácii môže dôjsť napriek tomu, že na základe dnešných údajov je perspektíva splnenia všetkých kritérií veľmi dobrá. Nesplnenie niektorého z maastrichtských kritérií môžu spôsobiť externé faktory mimo dosahu domácich politík. Napríklad ďalšie výrazné zvýšenie cien ropy a energií by mohlo zabrániť splneniu inflačného kritéria, keďže energie majú v slovenskom spotrebnom koši podstatne vyššiu váhu než vo väčšine ostatných krajín EÚ. Môže tiež nastať situácia, že za nepriaznivých okolností by si splnenie maastrichtských kritérií vyžiadalo príliš veľké náklady a vláda sa rozhodne so splnením všetkých kritérií radšej počkať (pozri aj box 11). Dôležité bude ako trhy prijímú prípadné oddialenie vstupu do eurozóny. Pokiaľ budú trhy presvedčené, že dôvodom sú externé šoky a slovenská politika zostáva naďalej zodpovedná a dôveryhodná, straty z neskoršieho zavedenia eura nebudú veľké. Pokiaľ však trhy posúdia situáciu ako zmenu oficiálnej politiky a prestanú jej dôverovať, strata z odsunu zavedenia eura môže byť podstatne vyššia.

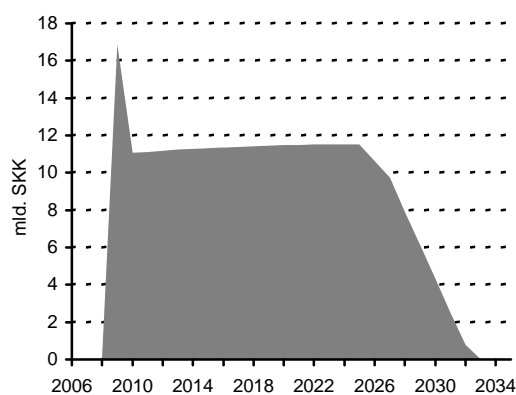
¹²⁷ V našom hodnotení plnenia maastrichtských kritérií sa zameriavame predovšetkým na realnosť splnenia fiškálneho kritéria v roku 2007, kedy už nebude možné vykazovať deficit verejných financií bez vplyvu dôchodkovej reformy. Preto pri hodnotení plnenia fiškálneho kritéria vychádzame z deficitu verejných financií vrátane vplyvu dôchodkovej reformy.

¹²⁸ Strednodobá predikcia (P1Q-2006), NBS, január 2006.

¹²⁹ Pravdepodobnosť, že referenčná hodnota bude nižšia ako 2 % (čo je strop inflačného cieľa NBS na rok 2007) je tiež veľmi malá – iba 4 %.

Graf 31 Vývoj HDP pri odklade alebo úplnom nezavedení eura

Zdroj: vlastné výpočty.

Graf 32 Stratené prínosy pri odklade zavedenia eura o rok

Zdroj: vlastné výpočty.

Strata dôveryhodnosti pri nesplnení stratégie prijatia eura

Oddialenie termínu zavedenia eura by neznamenal iba stratu potenciálnych príjmov, ale viedlo by aj ku priamym stratám, pretože dôveryhodnosť Slovenskej hospodárskej politiky v očiach zahraničných investorov by sa znížila. Stratégia prijatia eura v súčasnosti predstavuje významnú kotvu pre očakávania medzinárodných investorov. Aj na základe týchto očakávaní sa kurz koruny v posledných rokoch zhodnocoval, poklesli dlhodobé úrokové miery a zvýšil sa prílev zahraničných investícií. Nezavedenie eura v plánovanom termíne, pokiaľ by nebolo nahradené rovnako dôveryhodnou alternatívou, by znamenalo stratu pozitívnych vplyvov.

Pri zrušení plánov na zavedenie eura v roku 2009 nemôžeme počítať s pokračovaním trendu zhodnocovania koruny. Naopak, mohlo by dôjsť k výrazným výkyvom alebo k oslabeniu kurzu koruny.

Ďalším veľmi pravdepodobným vplyvom v prípade oddialenia zavedenia eura je zvýšenie úrokových mier a marží. Napríklad v Poľsku alebo Maďarsku, kde perspektíva zavedenia eura je neistá, sú dlhodobé úrokové sadzby pre štátny dlh o 1,5 % až 3 % vyššie ako na Slovensku. Pokiaľ by sa po oddialení zavedenia eura úrokové sadzby na Slovensku zvýšili iba o 1 %, znamenalo by to vyššie náklady na splácanie verejného dlhu o približne 0,4 % HDP a ekvivalentne vyšší deficit verejných financií.¹³⁰ Vyššie úrokové marže by sa takisto negatívne prejavili na investíciách slovenských podnikov.

Na zmenu plánov ohľadom zavedenia eura by takisto mohli reagovať zahraniční investori. Prílev PZI by sa mohol spomaliť alebo obrátiť.

Vzhľadom na vysokú otvorenosť slovenskej ekonomiky by vplyv takýchto zahraničných šokov na domáci vývoj bol významný. Pri obmedzených možnostiach nezávislého výkonu menovej politiky by NBS nebola schopná tieto šoky účinne eliminovať. Výsledkom by mohla byť destabilizácia makroekonomického vývoja, ktorá by mohla dlhodobo ohroziť splnenie maastrichtských kritérií a zavedenia eura v budúcnosti.

Rizikom pri oddialení termínu zavedenia eura je aj predlžovanie doby členstva v ERM II. Slovensko ako rýchlo rastúca ekonomika má tendenciu k posilňovaniu reálneho kurzu (časť 5.2, hlavne graf 25) a pri nízkej inflácii sa posilňuje aj nominálny kurz. Posilňovanie kurzu

¹³⁰ Podobnú situáciu simulujú Kraemer a Chambers (2005) pre krajiny eurozóny. Hlavne krajiny ako Taliansko alebo Grécko by po rozpade eurozóny boli vystavené poklesu ratingov, nárastu úrokových sadzieb a tiež by sa zvýšil verejný dlh a deficit.

nebude je pri dvoj- až trojročnom členstve v ERM II dosť veľké na to, aby prekročilo 15 % hranicu fluktuálneho pásma. Pri dlhšom členstve v ERM II by sa však pásmo na zhodnocovanie kurzu mohlo vyčerpať a dostali by sa do konfliktu stabilita kurzu a nízka inflácia. Hrozí dokonca, že krátkodobý kapitál by mohol túto situáciu využiť na špekulatívne útoky proti korune. Ak by tieto útoky boli úspešné a koruna by vypadla z ERM II perspektíva zavedenia eura na Slovensku by bola ešte horšia, celý proces plnenia maastrichtských kritérií by bolo potrebné začať odznova.¹³¹

Odloženie vstupu na neurčito alebo odmietnutie eura

Odloženie vstupu do eurozóny o viac ako 10 rokov sa dá fakticky pokladať za odmietnutie eura (hoci Slovensko má stále povinnosť jedného dňa euro prijať, ale tento teň môže byť teoreticky veľmi vzdialený). Zamietnutie eura by sa určite prejavilo na strate dôveryhodnosti slovenskej hospodárskej politiky.

Najdôležitejšou by však bola strata, resp. nenaplnenie všetkých výhod, ktoré so sebou euro priniesie. Ide v prvom rade o strednodobý vplyv na rast HDP. Dlhodobu nižšiu úroveň HDP bez zavedenia eura a spomalenie reálnej konvergencie by výrazne znížili životnú úroveň obyvateľov Slovenska (v porovnaní s alternatívou zavedenia eura).

7.5. (Ne)koordinácia vstupu krajín V4 do eurozóny

Plánované termíny vstupu Slovenska, Česka, Poľska a Maďarska do eurozóny sú často porovnávané a diskutuje sa možnosť koordinovať vstup krajín V4 do eurozóny. Z pohľadu Slovenska by bolo určite výhodné, keby ostatné krajiny V4 zaviedli euro zároveň s ním. Po prvé by to uľahčilo plnenie maastrichtských kritérií. Po druhé aj predpokladané výhody zavedenia eura sú založené na tom, že euro prijímajú aj susedné krajiny. Ak by ostatné krajiny prijali euro neskôr ako Slovensko, výhody za zavedenia eura by boli prechodne nižšie.

Slovenská koruna bola v minulosti, minimálne do vstupu koruny do ERM II, pod silným regionálnym vplyvom. V súčasnosti je koruna v ERM II a teda je nutné stabilizovať kurz koruny voči euru. Pokiaľ by regionálne vplyvy na korunu pretrvávali aj v budúcnosti, mohlo by to zhoršiť perspektívu splnenia kritéria kurzovej stability. Ak by všetky krajiny V4 plánovali zaviesť euro naraz, boli by súčasne aj členmi ERM II a teda by mali spoločný záujem stabilizovať svoje kurzy voči euru.

Česko, Poľsko a Maďarsko sú významnými obchodnými partnermi Slovenska. Spolu tvoria približne štvrtinu obchodnej výmeny Slovenska. Pokiaľ by tieto krajiny neprijali euro súčasne so Slovenskom, výhody zo zavedenia eura, hlavne pokles transakčných nákladov a zvýšenie zahraničného obchodu Slovenska, by boli prechodne nižšie.

Hoci spoločný vstup všetkých krajín V4 do eurozóny by bol pre Slovensko výhodný, nie je to argumentom na odloženie zavedenia eura. V súčasnosti Slovensko plánuje euro prijať o jeden až tri roky skôr ako okolité krajiny. Napriek tomu, že ostatné krajiny V4 prijímajú euro neskôr, pre Slovensko je výhodné prijať euro čo najskôr. Bolo by výhodnejšie, ak by ostatné krajiny V4 urýchlili svoj postup. Odkladať zavedenie eura a čakať na ostatné krajiny by však bolo nevýhodné. Navyše, v niektorých krajinách sa plány na zavedenie eura opakovane odsunuli, keďže ich vlády nie sú schopné alebo ochotné vykonať potrebné kroky na splnenie maastrichtských kritérií. Čakať na nich by znamenalo hrozbu, že doba čakania sa nepredvídane predĺži.

¹³¹ Csajbók a Rezessy (2005) študujú vplyv odsunutia dátumu prijatia eura v Maďarsku. Prichádzajú k podobným záverom – stúpili by úrokové sadzby a oslabil by sa kurz. Odporúčajú nevstupovať do ERM II skôr, ako bude jasná perspektíva splnenia ostatných maastrichtských kritérií. Na rozdiel od Maďarska však Slovensko už je členom ERM II.

8. Dopady zavedenia eura na obyvateľstvo, podniky a štátnu správu

8.1. Dopady zavedenia eura na obyvateľstvo

Hlavným prínosom zavedenia eura pre obyvateľov Slovenska bude zrýchlenie hospodárskeho rastu, ktoré sa následne prejaví rastom životnej úrovne, zamestnanosti, miezd, spotreby a úspor. Po zavedení eura odhadujeme rast zahraničného obchodu o 60 %, ktorý následne vzhľadom na vysokú mieru otvorenosti slovenskej ekonomiky prispeje k rastu HDP. Tento dodatočný rast vďaka zavedeniu eura odhadujeme na úrovni 7 až 20 % v strednodobom horizonte. Každoročne by mala spoločná mena dodatočne zvýšiť výkonnosť domácej ekonomiky o 0,7 % ±0,3 % HDP.¹³²

Zvýšenie dynamiky rastu ekonomiky sa u obyvateľstva prejaví viacerými spôsobmi. Jedným z hlavných predpokladaných efektov je rast zamestnanosti a rast miezd. S prílevom zahraničného kapitálu a know-how ako aj so štandardizáciou ekonomického prostredia v SR predpokladáme postupné približovanie tvorby miezd k stavu v rozvinutých ekonomikách, kde tvorba miezd odráža približne 50 – 60 % rastu produktivity práce.¹³³

Za predpokladu, že dodatočný prírastok HDP o 0,7 percentuálneho bodu ročne bude plne dôsledkom rastu produktivity práce, možno predpokladať, že po zavedení eura budú reálne mzdy rásť rýchlejšie o dodatočných cca 0,7 % ročne. Zavedenie eura bude mať preto pozitívny vplyv na pracujúcich obyvateľov.

Vplyv zavedenia eura na príjmy nezamestnaných a sociálne slabé skupiny obyvateľstva bude vzhľadom na súčasný spôsob určovania výšky sociálnych dávok a podpôr neutrálny. V prípade, že by sa prijal model ich valorizácie na základe vývoja nominálnych miezd a inflácie, možno tu vzhľadom na dodatočný rast nominálnych miezd a nízko inflačné prostredie eurozóny očakávať pozitívny vplyv.

Zavedenia eura bude mať pozitívny vplyv aj na rast dôchodkov, i keď už nie tak výrazný ako v prípade pracujúcich. U existujúcich dôchodkov sa valorizácia uskutočňuje podľa tzv. švajčiarskej metódy (50 % rast nominálnych miezd, 50 % rast inflácie). Preto predpokladaný dodatočný rast nominálnych miezd sa postupne prejaví na dodatočnom raste dôchodkov vďaka zavedeniu eura 0,3 až 0,4 % ročne.

Najväčšou obavou obyvateľstva pri zavádzaní eura je, že po jeho zavedení dôjde k výraznému rastu inflácie. V krajinách eurozóny sa euro stalo synonymom zdražovania napriek tomu, že skutočná inflácia bola oveľa nižšia ako obyvateľstvom vnímaná inflácia. Tomuto efektu sa venuje viacero analýz.¹³⁴ Príspevok menovej konverzie bol odhadnutý na 0,12 – 0,29 percentuálnych bodov z celkovej inflácie. Samotná menová konverzia má preto minimálny vplyv na rast inflácie a z dôvodu menovej konverzie nedôjde k poklesu reálnych miezd ani dôchodkov obyvateľstva.

Neopodstatnená je aj obava, že hneď po zavedení eura sa vyrovná cenová hladina s krajinami eurozóny. Cenová konvergencia bude prebiehať postupne s reálnou konvergenciou a bude preto rozložená do dlhého obdobia. Jej rýchlosť bude závisieť od reálneho rastu ekonomickej výkonnosti Slovenska. Okamžitej cenovej konvergencii budú brániť existujúce národné

¹³² Bližšie v časti 3.4.

¹³³ Bližšie v časti 6.4.

¹³⁴ Bližšie v časti 5.1.

bariéry a obmedzenia. Ani v samotnej eurozóne po zavedení eura nenastala predpokladaná cenová konvergencia a zostali zachované regionálne rozdiely v cenových hladinách.¹³⁵

Poznatky z vývoja inflácie krajín eurozóny ukazujú, že trend inflácie v menej rozvinutých krajinách (Španielsko, Portugalsko, Grécko) pred vstupom a po vstupe do eurozóny bol odlišný. Kým pred vstupom dochádzalo k postupnej dezinflácii, po vstupe mala inflácia rastúci trend. Na základe odhadov¹³⁶ predpokladáme pre Slovensko po vstupe do eurozóny dlhodobý inflačný diferenciál na úrovni okolo 1,5 %. Tento inflačný diferenciál Slovenska voči eurozóne však bude u pracujúcich plne tlmený vyšším rastom reálnych a teda aj nominálnych miezd. U dôchodcov a sociálne odkázaných obyvateľov bude inflačný diferenciál kompenzovaný automatickou valorizáciou dôchodkov a sociálnych dávok, vzniká však malý negatívny vplyv pre časové oneskorenie valorizácie. Aj napriek predpokladanej vyššej inflácii o 1,5 percentuálneho bodu voči eurozóne by inflácia na Slovensku nemala mať negatívny dopad na sociálno-ekonomickú situáciu obyvateľstva.

So zavedením eura bude súvisieť aj uvedomovanie si novej hodnoty peňazí a orientácie v nových cenových reláciách. Dôležitú úlohu v tomto procese preto bude zohrávať duálne oceňovanie, duálne výpisy a informačná kampaň zameraná pre verejnosť.¹³⁷ Uvedomovanie si novej hodnoty eura sa môže počiatočnom období, prejaviť vo zvýšenej opatrnosti obyvateľov pri nákupoch tovarov a služieb a môže dôjsť ku krátkodobému prepadu výdavkov na nákup spotrebných tovarov a služieb u obyvateľstva. Tento efekt môže mať negatívne následky na podnikateľský sektor. Tento jav však bude veľmi krátkodobého charakteru a je zanedbateľný. Jeho potlačanie bude závisieť od úrovne informovanosti obyvateľstva.

Jednou z ekonomicky neopodstatnených obáv zo zavedenia eura je aj znehodnotenie miezd a úspor obyvateľov z dôvodu ich prepočítania na euro. Tak ako ceny tovarov a služieb budú aj mzdy a úspory obyvateľov prepočítané jednotným konverzným kurzom. Pri prepočítavaní dôchodkov, sociálnych dávok, daní, odvodov a poplatkov (vo vzťahu občan – štát) sa bude vychádzať zo zásady nepoškodiť občana. V prípadoch, ak je poberateľom týchto platieb občan, použije sa zaokrúhľovanie na smerom nahor. Pri platbe, ktorej príjemcom je štát, sa naopak suma zaokrúhli nadol. Obavy zo znehodnotenia miezd a úspor sú preto neopodstatnené. Prepočítanie miezd a úspor bude čisto technickou operáciou, ktorá bude mať na obyvateľov neutrálny dopad, prípadne dokonca mierne pozitívny pri vzťahoch so štátom. V dlhodobom horizonte príspevok eura k dodatočnému rastu miezd a tiež dôchodkov eliminuje všetky krátkodobé vplyvy z prepočítavania a zaokrúhľovania.

Pri úsporách obyvateľstva treba zohľadniť tiež fakt, že okrem korunových účtov obyvateľa sporia aj v cudzích menách. Skutočná výška týchto úspor závisí od výmenného kurzu. Pri zhodnocovaní výmenného kurzu dochádza k znehodnocovaniu úspor v cudzej mene u obyvateľov. Po zohľadnení zmeny výmenného kurzu v roku 2004 keď došlo k zhodnoteniu koruny (voči euru o 5,75 % a o 13,44 % voči americkému doláru), súhrnne nastalo zníženie úspor obyvateľstva o 9,5 mld. SKK. Po zavedení eura zanikne riziko výmenného kurzu u eurových účtov a u zvyšných účtov v cudzej mene bude toto riziko závisieť už len od kurzu eura voči danej cudzej mene.

Pozitívnym dopadom na obyvateľov bude aj odstránenie transakčných nákladov pri výmene valút a devíz. V súčasnej dobe obyvateľa SR pri cestách do krajín eurozóny pri výmene hotovostného eura platia rôzne poplatky bankám a zmenárňam, ktoré sa odstránia zavedením eura. Rovnako určitá časť cien tovarov a služieb (napr. zahraničných zájazdov a dovolení) sa odvíja od eura a tým je závislá od volatility výmenného kurzu eura voči korune. Po

¹³⁵ Bližšie v časti 5.5.

¹³⁶ Bližšie v časti 5.2.

¹³⁷ Bližšie v časti 5.1.

zavedení eura by preto obyvatelia už nemali byť ovplyvňovaní touto volatilitou, čo pozitívne prispeje pri ich rozhodovaní o budúcich spotrebiteľských výdavkoch.

Posledným predpokladaným dopadom na obyvateľov bude samotná výmena obeživa. Euro sa na Slovensku zavedie do hotovostného a bezhotovostného obehu 1. 1. 2009. Hotovostné platby slovenskými korunami budú môcť byť uskutočňované len do 16. 1. 2009, t. j. počas doby duálneho obehu. Po skončení duálneho obehu bude možné vymieňať mince v bankách do júna 2009 a bankovky do konca roka 2009. Mince a bankovky budú vymieňané v bankách bezplatne ak pri jednej výmene nepresiahne počet vymieňaných bankoviek alebo mincí 50 kusov. Po roku 2009 bude možné slovenské koruny vymieňať už len v NBS. Mince sa budú vymieňať do 31. 12. 2014 a bankovky neobmedzene dlhý čas. Výmena sa uskutoční bez poplatkov. Táto fáza zavedenia eura (technická výmena meny) bude mať neutrálny dopad na obyvateľstvo z hľadiska ich príjmov alebo výdavkov.

8.2. Dopady zavedenia eura na podniky

V rámci analýzy dopadov zavedenia eura na podniky možno skonštatovať, že jednotlivé dopady sa budú prejavovať v krátkodobom, stredno- a dlhodobom horizonte. Jednotlivé dopady budú na seba vzájomne nadväzovať a ovplyvňovať sa.

Za krátkodobé efekty treba považovať jednorazové efekty, ktoré vzniknú hneď po zavedení eura a budú sa týkať podnikateľských subjektov priamo. Patrí sem odstránenie transakčných nákladov, odstránenie volatility výmenného kurzu v rámci eurozóny, zvýšenie cenovej transparentnosti v eurozóne a jednorazové náklady na zavedenie eura.

Najvýznamnejším krátkodobým prínosom pre podnikateľský sektor zo zavedenia eura bude odstránenie *transakčných nákladov*, ktoré vznikajú podnikateľom pri realizácii zahraničného obchodu a investícií v rámci krajín eurozóny. Výška úspor transakčných nákladov pre Slovensko je odhadovaná na úrovni 0,36 % HDP.¹³⁸ V rámci úspor treba rovnako zohľadniť aj skutočnosť, že podnikatelia podnikajúci v eurozóne nebudú musieť viesť v bankách účty v cudzej mene a rovnako sa zjednoduší aj účtovníctvo pre podnikateľské subjekty. Tento efekt bude pre podnikateľský sektor o to významnejší, čím viac nových členských krajín EÚ sa stane aj členmi eurozóny.

Z odstránenia transakčných nákladov budú profitovať najmä malé a stredné podniky (MSP). V súčasnej dobe vzhľadom na objem a veľkosť transakcií majú MSP veľmi malý priestor na dohodu s komerčnými bankami ohľadom transakčných nákladov na rozdiel od veľkých firiem, ktoré patria v bankách k top klientom a banky v rámci udržania si týchto klientov im často ponúkajú možnosť rokovať o poplatkoch. Ďalším faktorom vďaka, ktorému budú MSP profitovať viac z odstránenia transakčných nákladov ako veľké podniky je fakt, že MSP často z kapacitných dôvodov nemajú dostatočný prehľad o poplatkoch v jednotlivých bankách, a preto si často nevyberú banku s najnižšími poplatkami.

Odstránenie transakčných nákladov by malo každoročne prispievať k zníženiu nákladov podnikateľského sektora o 0,36 % HDP. Táto úspora bude ešte vzrastať v súvislosti s dodatočným rastom zahraničného obchodu, ktorý očakávame v strednodobom horizonte po zavedení eura. Odstránenie týchto nákladov možno preto považovať za pozitívny prínos pre podnikateľský sektor.

Ďalším pozitívnym efektom vplývajúcim na podnikateľský sektor po zavedení eura, ktorý sa prejaví v krátkodobom horizonte, je *odstránenie volatility výmenného kurzu*. Všetky dopady plynúce z odstránenia výmenného kurzu¹³⁹ sa priamo dotknú aj podnikateľského sektora.

¹³⁸ Bližšie v časti 2.1.

¹³⁹ Bližšie v časti 2.3.

Z odstránenia volatility výmenného kurzu voči eurozóne budú rovnako profitovať MSP ako aj veľké podniky. V súčasnosti jediná možnosť ako sa poistiť voči kurzovým pohybom je hedžing. Túto formu zabezpečenia je však možné realizovať len krátkodobo. Dlhodobé zabezpečenie v súčasnej dobe nie je komerčne dostupné a vzhľadom na riziko volatility výmenných kurzov je veľmi ťažko aj realizovateľné. Zavedením eura zanikne pre veľké podniky potreba zabezpečiť sa pri eurových transakciách voči kurzovým výkyvom. Veľkým podnikom tým odpadnú náklady na takéto zabezpečenie. Malí a strední podnikatelia (MSP) v súčasnej dobe na Slovensku nevyužívajú možnosti takéhoto zabezpečenia sa voči kurzovým pohybom, a to v dôsledku vysokých nákladov vyplývajúcich z tohto zabezpečenia, ale aj vzhľadom na existujúce podmienky domáceho kapitálového trhu. Preto zavedenie eura bude znamenať pre MSP veľkú výhodu v podobe odstránenia volatility výmenného kurzu.

Úsporu z odstránenia volatility výmenného kurzu odhadujeme na úrovni 0,02 % HDP. Odstránenie volatility možno preto rovnako ako odstránenie transakčných nákladov považovať za pozitívny prínos pre podnikateľský sektor.

Citlivou témou pri zavedení eura bude otázka *jednorazových nákladov*, ktoré vzniknú zavedením eura pre podnikateľské subjekty na Slovensku. Prijala sa zásada, že náklady spojené s prechodom na euro sa nebudú hradíť z verejných zdrojov. Každý podnikateľský subjekt rovnako ako každý subjekt verejného sektora si bude musieť tieto náklady pokryť sám. V záujme každého subjektu by teda malo byť, aby jeho náklady spojené so zavedením eura boli čo najnižšie, t. j. aby sa uplatňoval princíp minimalizácie nákladov. Výška nákladov sa samozrejme bude líšiť od podniku k podniku a bude závisieť predovšetkým od veľkosti podnikateľského subjektu a rozsahu činností, ktoré budú musieť jednotlivé podniky pri zavedení eura vykonať.¹⁴⁰ Náklady u živnostníkov a malých podnikateľov budú, prirodzene, nižšie ako napr. u veľkých podnikov a bánk. Jednorazové náklady sú odhadované na približne 0,3 % HDP. Na základe odhadovaných úspor zo zavedenia eura (transakčné náklady 0,36 % HDP a odstránenie volatility kurzu 0,02 % HDP) vyplýva, že predpokladaná návratnosť jednorazových nákladov pre podnikateľský sektor bude v prípade Slovenska okolo jedného roku. V prípade, že k predpokladaným úsporám zo zavedenia eura pripočítame aj predpokladaný dodatočný rast HDP o 0,7 % ročne, možno skonštatovať, že návratnosť nákladov zo zavedenia eura by mala byť výrazne menej ako jeden rok. Dĺžka návratnosti však v značnej miere bude závisieť od veľkosti a iných faktorov týkajúcich sa konkrétneho subjektu.

Stredno a dlhodobé dopady sa prejavujú v raste zahraničného obchodu s krajinami eurozóny, rastom prílevu zahraničných investícií a následným zrýchlením rastu HDP. Vďaka zavedeniu eura očakávame *nárast zahraničného obchodu* s eurozónou o 60 %. To by sa malo následne preniesť do *dodatočného zvýšenia HDP* o 7 až 20 % v strednodobom horizonte.¹⁴¹ Najväčší prospech zo zavedenia eura by mal mať práve podnikateľský sektor, na ktorý bude tento vývoj pôsobiť veľmi pozitívne. Zavedenie eura prinesie najviac pozitívnych efektov pre firmy realizujúce zahraničný obchod s krajinami eurozóny. Zo zrýchlenia rastu HDP by však mali profitovať všetky podnikateľské subjekty na Slovensku.

Rast HDP by sa mal v dlhodobom horizonte prejavovať vo forme prehlbenia integrácie jednotného trhu a vo forme investičnej aktivity v rámci krajín eurozóny. Pre tranzitívne krajiny by zvýšený rast HDP spôsobený zavedením eura mal v dlhodobom horizonte pomôcť v *urýchlení procesu dobiehania* krajín eurozóny. Odstránenie obchodných bariér v rámci jednotného trhu a odstránenie transakčných nákladov, volatility výmenného kurzu a zvýšenie cenovej transparentnosti vďaka jednotnej mene by malo v dlhodobom horizonte prispieť

¹⁴⁰ Bližšie v časti 4.1.

¹⁴¹ Bližšie v časti 3.4.

k zvýšeniu konkurencie v oblasti tovarov a služieb. Pri pokračovaní odstraňovania administratívnych a národných bariér by mala postupne v dlhodobom horizonte prebiehať cenová konvergencia. Postupná cenová konvergencia, ktorá je však do značnej miery závislá od odstránenia spomínaných bariér, by mala v rámci podnikateľského sektora v eurozóne pôsobiť na *špecializáciu a koncentráciu* takých výrobných odvetví, v ktorých dosahujú jednotlivé krajiny komparatívne výhody v porovnaní s ostatnými krajinami eurozóny. Tento efekt je však skôr teoretickým predpokladom, ktorý sa doteraz v krajinách eurozóny nezačal prejavovať.

Zavedenie spoločnej meny tiež zvýši efektívnosť a konkurenciu na finančných trhoch, čím sa odstráni rizikové prirážky, tvorené rizikom krajiny. To sa prejaví v poklese reálnych úrokových sadziieb z podnikových úverov. Priaznivejšie podmienky financovania umožnia *zníženie nákladov kapitálu*, ktoré budú priaznivým stimulom pre rast investícií na Slovensku.¹⁴²

Rast zahraničného obchodu v eurozóne povedie aj k zvýšeniu prílevu *priamych zahraničných investícií* (PZI), a to predovšetkým do exportujúcich odvetví. Empirický výskum potvrdzuje, že miera investícií firmami z členských štátov eurozóny bola od roku 1999 o 2,5 % vyššia než firmami z krajín mimo eurozóny. Hlavným faktorom vyššej investičnej činnosti bolo zníženie nákladov kapitálu, spôsobené znížením, resp. elimináciou transakčných nákladov (vrátane nákladov zabezpečenia sa proti kurzovému riziku), ako aj samotným členstvom v eurozóne vyvolaný pokles úrokových sadziieb.¹⁴³

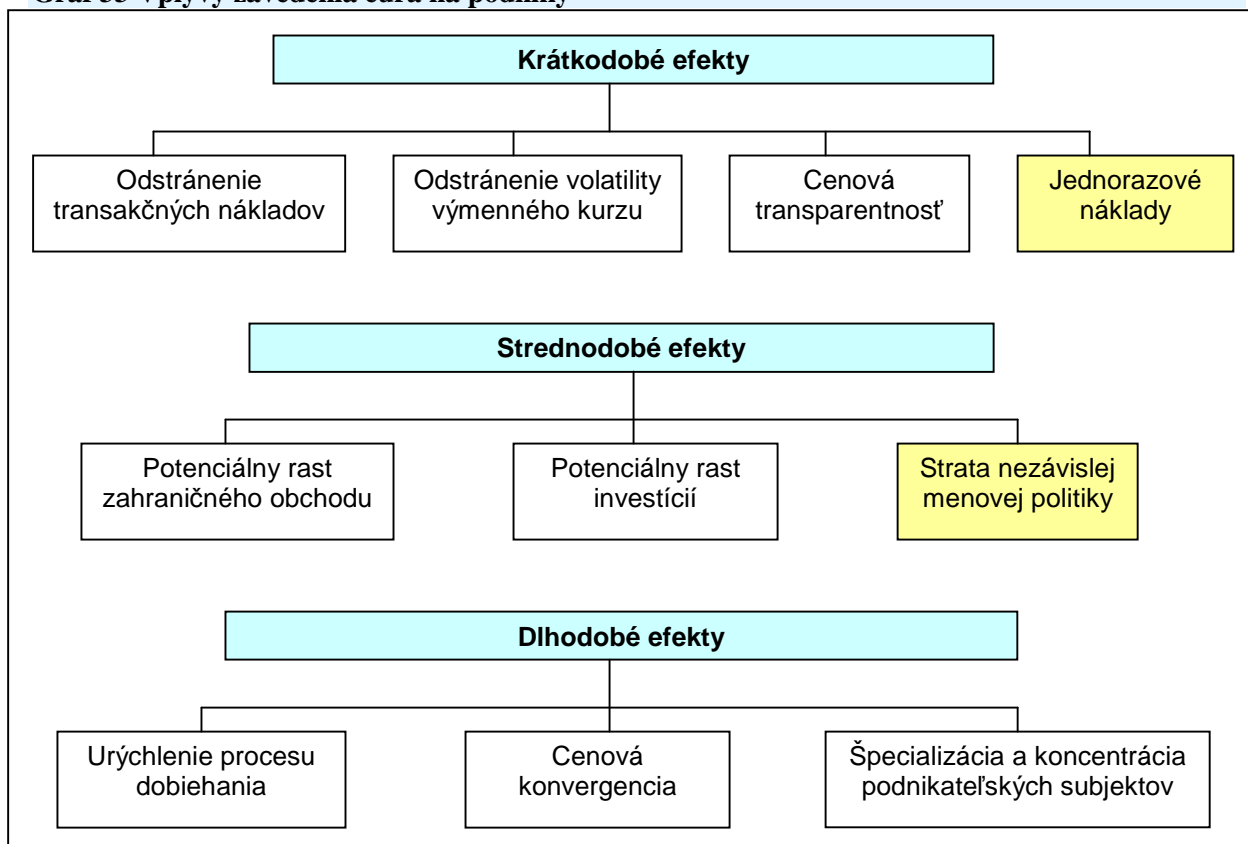
Negatívnym javom, ktorý sa môže prejavíť v dlhodobom horizonte v podnikateľskom sektore je *strata nezávislosti menovej politiky* a najmä nemožnosť pružne reagovať na prípadné ekonomické šoky zo strany centrálnej banky.¹⁴⁴ Hodnotu straty nezávislosti menovej politiky odhadujeme bodovo na 0,04 % HDP. Strata nezávislej menovej politiky by nemala predstavovať významný problém pre Slovenskú ekonomiku.

Celkovo možno povedať, že najviac výhod zo zavedenia eura bude mať práve podnikateľský sektor. Hlavnými prvkami, ktoré prispejú k jeho rastu bude najmä odstránenie transakčných nákladov a z toho plynúcej neistoty pre podniky pri plánovaní kalkulácií a budúcich nákladov a výnosov. V dlhodobom horizonte sa prejaví zavedenie eura v zrýchlení ekonomického rastu slovenskej ekonomiky, z ktorého bude opäť vo významnej miere profitovať podnikateľský sektor. Napriek tomu, že so zavedením eura sú pre podnikateľský sektor späté aj jednorazové náklady, v konečnom dôsledku pozitíva prevážia nad negatívami a možno skonštatovať, že zavedenie eura bude mať jednoznačne pozitívny prínos pre podnikateľský sektor.

¹⁴² Bližšie v časti 2.6.

¹⁴³ Bližšie v časti 3.2.

¹⁴⁴ Bližšie v časti 4.4.

Graf 33 Vplyvy zavedenia eura na podniky

8.3. Dopady zavedenia eura na štátnu správu

Zavedenie eura bude mať dopady nielen na obyvateľov a podnikateľský sektor ale aj na samotnú verejnú správu a štátny rozpočet. Tieto dopady možno rozdeliť na viaceré oblasti.

Tak ako každý občan a podnikateľský subjekt sa bude musieť pripraviť na zavedenie eura, aj verejná správa bude musieť uskutočniť v súvislosti so zavedením eura technicko-organizačné opatrenia, ktoré jej umožnia prechod na euro. Jedná sa tu o rozsiahly súbor opatrení, ktoré sú podrobne identifikované v Národnom pláne zavedenia eura v SR. V ňom sú okrem popisu úloh určené aj termíny začatia realizácie jednotlivých úloh a tiež termíny ich ukončenia.

V rámci realizácie týchto organizačno-technických opatrení vo verejnej správe sa predpokladá vznik určitých výdavkov. Výdavky, ktoré vzniknú v rokoch 2006 a 2007, budú zabezpečené v rámci limitu výdavkov kapitol rozpočtu verejnej správy na roky 2005 až 2007. Výdavky v rokoch 2008 a 2009 sa vykryjú v rámci schváleného rozpočtu na príslušný rok. Nie je predpoklad, že realizácia organizačno-technických opatrení v súvislosti so zavedením eura vo verejnej správe by nejakým významným spôsobom mala zvýšiť kapitálové výdavky verejnej správy v nasledujúcich rokoch. V rámci kvantifikácie nákladov verejnej správy zo zavedenia eura možno skonštatovať, že výdavky v rokoch 2006 a 2007 nebudú predstavovať zvýšenie štátneho rozpočtu. Výšku výdavkov na roky 2008 a 2009 však v súčasnej dobe nie je možné odhadovať. Na určenie výšky týchto výdavkov bude potrebné zohľadniť náklady na samotné technicko-organizačné zabezpečenie a zohľadniť dopady na štátny rozpočet, ktoré vzniknú v dôsledku uplatňovania zásady „nepoškodiť občana“.

Ďalšou dôležitou oblasťou verejnej správy, ktorej sa dotkne zavedenie eura, je oblasť čerpania zdrojov z Európskej únie. Prostriedky, ktoré sú čerpané z EÚ, prevádza Európska komisia na

osobitný mimorozpočtový účet MF SR v Štátnej pokladnici. Tieto platby z EÚ prichádzajú v eurách, konečnému prijímateľovi na Slovensku sú však vyplácané v slovenských korunách. Vznikajú tu kurzové rozdiely, ktoré sú zapríčinené samotnou konverziou medzi menami a tiež z dôvodu existencie dvoch výmenných kurzov používaných pri prepočte jednotlivých súm. Pre účely výkazníctva Európskej komisie sa používa kurz ECB z konca predchádzajúceho mesiaca. Pre prepočet súm z eura na koruny však používa Štátna pokladnica kurzy platné v deň prevodu.

Kurzová strata/zisk vzniká pri prevode prostriedkov z účtu platobného orgánu na účet platobnej jednotky v prípade, že minulo-mesačný kurz ECB je vyšší/nížší ako kurz Štátnej pokladnice platný v deň prevodu.

Ministerstvo financií SR otvára pre platobný orgán vyrovnávacie účty pre jednotlivé štrukturálne fondy vedené v SKK. Tieto účty slúžia na úhradu nákladov na vyrovnávanie vzniknutých kurzových rozdielov, bankových poplatkov a daní z úrokov. Kurzové rozdiely, ktoré vznikli pri úhrade súhrnných žiadostí o platbu sú vyrovnávané priebežne v prospech/na ťarchu vyrovnávacieho účtu pre príslušný štrukturálny fond.

Po zavedení eura budú platby z EÚ a následne platby medzi platobným orgánom a príjemcom platby prebiehať len v eurách, a tým bude odstránená kurzová strata/zisk, ktorá sa v súčasnej dobe vykryva z vyrovnávacích účtov, na ktoré plynú finančné prostriedky zo štátneho rozpočtu.

Zoznam literatúry

1. Artis, M., M. Kohler a J. Melitz (1998), "Trade and the Number of OCA's in the World", *European University Institute Working Paper*, No. 98/16.
2. Artis, M., M. Marcellino a T. Pioretti (2004), "Characterising the Business Cycle for Accession Countries", *EACBN Workshop on Business cycle and Acceding Countries*, Viedeň. 23.-24. apríl.
3. Artis, M.aW. Zhang (2001), "Core and Periphery in EMU: A Cluster Analysis", *Economic Issues*, 6(2): 47-58.
4. Astley, M. S. a A. Garratt (1998), "Exchange rates and prices: sources of sterling real exchange rate fluctuations 1973-94", *Bank of England Working Paper*, No. 85.
5. Babetski, J. (2004), "EU Enlargement and Endogeneity of some OCA Criteria: Evidence from the CEECs", *Česká Národní Banka Working Paper Series*, No. 2.
6. Babetski, J., L. Boone a M. Maurel (2002), "Exchange Rate Regimes and Supply Shocks Asymmetry: The Case of the Accession Countries", *CEPR Discussion Paper Series*, No. 3408.
7. Baldwin, R. a D. Taglioni (2004), *Positive OCA Criteria: Microfoundations for the Rose Effect*, Graduate Institute for International Studies, Geneva.
8. Baldwin, R., F. Skudelny a D. Taglioni (2005), "Trade Effects of the Euro. Evidence from Sectoral Data", *ECB Working Paper*, No. 446.
9. Baldwin, R., H. Braconier a R. Forslid (2005), "Multinationals, Endogenous Growth, and Technological Spillovers: Theory and Evidence", *Review of International Economics*, 13(5): 945-63.
10. Baniak A., J. Cukrowski J. a J. Herczynski (2002), "On determinants of foreign direct investment in transition economies", *CEU – Economics Working Papers*, No. 8/2002.
11. Banka Slovenje (2003), *Programme for ERM II Entry and Adoption of the Euro*, november.
12. Bannock Consulting (2001), *An estimate of the one-off transaction costs to the UK of joining the Euro*, Londýn, júl.
13. Barbone, L. a J. Zalduendo (1997), "EU Accession of Central and Eastern Europe: Bridging the Income Gap", *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 1721.
14. Barr, D., F. Breedon a D. Miles (2003), "Life on the Outside: Economic Conditions and Prospects Outside Euroland", *Economic Policy*, 18(37): 573-613.
15. Barro, R. (1991), "Economic Growth in a Cross-section of Countries", *Quarterly Journal of Economics*, 106(2): 407-43.
16. Barro, R. (1996), "Inflation and Growth", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 78(3): 153-69.
17. Bayoumi, T. a B. Eichengreen (1992), "Shocking Aspects of Monetary Unification", *NBER Working Paper*, No. 3949.
18. Bayoumi, T. a B. Eichengreen (1993), "Is There a Conflict between EC Enlargement and European Monetary Unification", *Greek Economic Review*, 15(1).
19. Bayoumi, T. a B. Eichengreen (1997), "Ever Closer to Heaven? An Optimum-Currency-Area Index for European Countries", *European Economic Review*, 41(3): 761-70.
20. Bayoumi, T. a E. Prasad (1995), "Currency Unions, Economic Fluctuations and Adjustment: Some Empirical Evidence", *CEPR Discussion Paper Series*, No. 1172.

21. Beck, T. a R. Levine (2002), "Stock Markets, Banks, and Growth: Panel Evidence", *NBER Working Paper*, No. 9082.
22. Beck, T., R. Levine a N. Loyaza (2000), "Finance and the Sources of Growth", *Journal of Financial Economics*, 58(1-2): 261-300.
23. Belke, A. a R. Setzer (2004), "Exchange Rate Volatility and Employment Growth: Empirical Evidence from the CEE Economies", *EABCN Workshop on Business Cycles and Acceding Countries*, Viedeň. 23.-24. apríl.
24. Benčík, M., F. Hajnovič, A. Strachotová, M. Šuster, T. Tózsér a J. Zeman (2005), *Odhad Balassa-Samuelsonovho efektu v ekonomike SR*, Bratislava: Národná banka Slovenska.
25. Blomstrom, M. (1989), *Foreign Investment and Spillovers: A Study of Technology Transfer to Mexico*, London: Routledge.
26. Bofinger, P. (1994), "Is Europe an Optimum Currency Area?" v: A. Steinherr (eds.), *30 Years of European Monetary Integration From the Werner Plan to EMU*, London: Longman: 38-56.
27. Boone, L. a M. Maurel (1999), "An Optimal Currency Area Perspective of the EU Enlargement to the CEECs", *CEPR Discussion Paper Series*, No. 2119.
28. Boreiko, D. (2002), "EMU and Accession Countries: Fuzzy Cluster Analysis of Membership", *Österreichische Nationalbank Working Paper*, No. 71.
29. Borensztein, E., J. DeGregario a J.-W. Lee (1998), "How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth", *Journal of International Economics*, 45(1): 115-35.
30. Borghijs, A. a L. Kuijs (2004), "Exchange Rates in Central Europe: a Blessing or a Curse", *IMF Working Paper*, WP/04/2.
31. Borowski, J. a kol. (2004), "A Report on the Cost and Benefits of Poland's Adoption of the Euro", Narodowy Bank Polski, Varšava, marec 2004
32. Briotti, M. G. (2005), "Economic Reactions to Public Finance Consolidation: A Survey of the Literature", *ECB Working Paper*, No. 38.
33. Bris, A., Y. Koskinen a M. Nilsson (2004), "The Real Effects of the Euro: Evidence from Corporate Investments", *CEPR Discussion Paper Series*, No. 4521.
34. Bruno, M. a W. Easterly (1998), "Inflation Crises and Long-Run Growth", *Journal of Monetary Economics*, 41(1): 3-26.
35. Canzoneri, M. B. a C. A. Rogers (1990), "Is the European Community an Optimal Currency Area? Optimal Taxation versus the Cost of Multiple Currencies", *American Economic Review*, 80(3).
36. Caves, R. (1974), "Multinational Firms, Competition and Productivity in Host Country Markets", *Economica*, 41(162): 176-93.
37. Coe, D. a E. Helpman (1995), "International R&D Spillovers", *European Economic Review*, 39(5): 859-1073.
38. Cohen, D. a C. Wyplosz (1989), "European Monetary Union: An Agnostic Evaluation", *CEPR Discussion Paper Series*, No. 306.
39. Coudert, V. a C. Couharde (2002), "Exchange Rate Regimes and Sustainable Parities for CEECs in the Run-up to EMU Membership", *CEPII Working Paper*, 15/2002.
40. Criscuolo, C. a R. Martin, "Multinationals, Foreign Ownership and Productivity in UK Businesses", Office for National Statistics (2002), London.

41. Csajbók, A. a Á. Csermely (2002), "Adopting the Euro in Hungary: Expected Benefits, Costs and Timing" *Magyar Nemzeti Bank Occasional Paper*, No. 24.
42. Csajbók, A. a A. Rezessy (2005), "Hungary's eurozone entry date: what do the markets think and what if they change their minds?" *Magyar Nemzeti Bank Occasional Paper*, No. 37.
43. Darvas, Z. a G. Szapáry (2004), "Business Cycle Synchronization in the Enlarged EU: Co-movements in the New and Old Members", *Magyar Nemzeti Bank Working Paper*, No. 2004/1.
44. DeGrauwe, P. (1992), *The Economics of Monetary Integration*, Oxford: Oxford University Press.
45. DeGrauwe, P. (1997), *The Economics of Monetary Integration*, Oxford: Oxford University Press.
46. DelGiovane, P., F. Lippi a R. Sabbatini (2005), *L'Euro e l'Inflazione*, Bologna: Il Mulino.
47. Demyanyk, Y. a V. Volosovych (2004), *Asymmetry of Output Shocks in the European Union: The Difference between Acceding and Current Members*: University of Houston.
48. De Nederlandsche Bank (2001), *Going on for twelve: results of the 12th DNB-euro-survey*, september.
49. De Nederlandsche Bank (2004), "The Benefits of the Euro for Dutch Enterprises: An Impression", *Quarterly Bulletin*, 02: 65-70.
50. Denizer, C. (1997), "Stabilization, Adjustment, and Growth Prospects in Transition Economies", *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 1855.
51. Dirschmid W., M. Fluch a E. Gnan E. (2001), "Economic aspects of the euro cash changeover in Austria", Österreichische Nationalbank, *Focus on Austria*, 2/2001.
52. Doms, M. a J. Jensen (1998), "Comparing Wages, Skills and Productivity Between Domestically and Foreign-owned Manufacturing Establishments in the US", v: R. Lipsey, R. Baldwin a J. Richardson (eds.), *Geography and Ownership as Bases for Economic Accounting*, Chicago: University of Chicago Press.
53. Égert, B. (2004), "Assessing Equilibrium Exchange Rates in CEE Acceding Countries: Can We Have DEER with BEER Without FEER?" *The William Davidson Institute Working Paper*, No. 664.
54. Emerson, M., D. Gros, A. Italianer, J. Pisani-Ferry a H. Reichenbach (1992), *One Market, One Money: An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union*, Oxford: Oxford University Press.
55. Ernst and Young (1990), *A Strategy for the ECU*.
56. Eurocommerce (2002), *The euro changeover: retails contribution*, Brusel, február
57. European Forecasting Network (EFN) (2003), *EFN Report on the Euro Area Outlook*, Autumn.
58. Európska centrálna banka (2002), *The Convergence Process of a Country Joining the Euro Area - A Case Study*, Frankfurt am Main.
59. Európska centrálna banka (2003), *The Acceding Countries' Strategies Towards ERM II and the Adoption of the Euro. An Analytical Review*, Frankfurt am Main.
60. Európska centrálna banka (2005), *EU Banking Structures*, Frankfurt am Main, október.
61. Európska komisia (1990), *One Market, One Money. An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union*, European Economy, No. 44.

62. Európska komisia (2003), *Quarterly Report on the Euro Area - The Impact of EMU on Trade and FDI*, No. III, Brusel.
63. Európska komisia (2004), *EMU after 5 years*, Brusel, 15. júl.
64. Európska komisia (2005a), *Member States Need to Embrace Reforms More Decisively to Create More Growth and Jobs, Commission Report Show*, IP/05/100, Brussels.
65. Európska komisia (2005b), *Communication from the Commission, Intra-EU Investment in the Financial Services' Sector*, Brussels, 21. október.
66. Európske spoločenstvo (2005), *European Union foreign direct investment yearbook 2005*, Luxemburg.
67. Eurostat (2003), *Euro Changeover Effects*, Euro Indicators.
68. Fidrmuc, J. (1999), "Verification of the New Trade Theory in EU's Trade with the CEECs", *Virtual Proceedings of European Trade Study Group 1999*, Rotterdam. 24-26. september.
69. Fidrmuc, J. (2001), "Optimum Currency Area Theory, Trade Integration and EMU Enlargement", *Annual Royal Economic Society Conference*, University of Durham. 9.-11. apríl.
70. Fidrmuc, J. (2004), "The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria, Intra-Industry Trade, and EMU Enlargement", *Contemporary Economic Policy*, 22(1): 1-12.
71. Fidrmuc, J. a I. Korhonen (2001), "Similarity of Supply and Demand Shocks between the Euro Area and the CEECs", *BOFIT discussion papers*, No. 13.
72. Fidrmuc, J. a I. Korhonen (2003), "The Euro Goes East. Implications of the 2000-2002 Slowdown for Synchronisation of Business Cycles between the Euro Area and CEECs", *BOFIT discussion papers*, No. 6.
73. Fidrmuc, J. a I. Korhonen (2004), "A Meta-Analysis of Business Cycle Correlations between the Euro Area, CEECs and CEECs - What Do We Know?" *Focus on European Economic Integration (Österreichische Nationalbank)*, 2/04: 76-93.
74. Fidrmuc, J. a J. Crespo-Cuaresma (2004), "The Monetary Approach to Exchange Rates in the CEECs", *The William Davidson Institute Working Paper*, No. 642.
75. Fischer, S., R. Sahay a C. Végh (1998), "How Far is Eastern Europe from Brussels", *IMF Working Paper*, No. 98/53.
76. Fleming, M. J. (1971), "On Exchange Rate Unification", *Economic Journal*, 81(323): 467-88.
77. Flury, B. a H. Riedwyl (1981), "Graphical Representation of Multivariate Data by Means of Asymmetrical Faces", *Journal of the American Statistical Association*, 76: 757-65.
78. Frankel, J. a A. Rose (1997), "Is EMU More Justifiable Ex Post Than Ex Ante?" *European Economic Review*, 41(3-5): 753-60.
79. Frankel, J. a A. Rose (1998), "The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria", *Economic Journal*, 108(449): 1009-25.
80. Frankel, J. a A. Rose (2002), "An Estimate of the Effect of Common Currencies on Trade and Income", *Quarterly Journal of Economics*, 117(5): 437-66.
81. Frankel, J. a D. Romer (1999), "Does Trade Cause Growth", *American Economic Review*, 89(3): 379-99.
82. Frenkel, M. a C. Nickel (2002), "How Symmetric Are the Shocks and the Shock Adjustment Dynamics Between the Euro Area and Central and Eastern European Countries?" *IMF Working Paper*, WP/02/222.

83. Friedman, M. (1953), *The Case for Flexible Exchange Rates. Essays in Positive Economics*, Chicago: University of Chicago Press.
84. Friend, I. a M. E. Blume (1975), "The Demand for Risky Assets", *American Economic Review*, 65(5): 900-22.
85. Fullenkamp, C., R. Tenorio a R. Battalio (2003), "Assessing Individual Risk-Attitudes Using Field Data from Lottery Games", *The Review of Economics and Statistics*, 85(1): 218-25.
86. Funke, M. (1997), "The Nature of Shocks in Europe and in Germany", *Economica*, 64(255): 461-9.
87. Gavura, M. a B. Reřovský (2005), "Jednoduchý model transmisného mechanizmu ekonomiky SR, jeho štruktúra a vlastnosti", *Biatec*, 13(4).
88. Garman, M. B. a S. W. Kohlhagen (1983), "Foreign Currency Option Values", *Journal of International Money and Finance*, 2: 231-7.
89. Ghosh, A. R. a H. C. Wolf (1994), "How Many Monies? A Genetic Approach to Finding Optimum Currency Areas", *NBER Working Paper*, No. 4805.
90. Giavazzi, F. a F. Torres, eds. (1992), *The Transition to Economic and Monetary Union in Europe*. New York: Cambridge University Press.
91. Griffith, R. a H. Simpson (2001), "Characteristics of Foreign Owned Firms in British Manufacturing", *Institute for Fiscal Studies Working Paper*, March.
92. Grossman, G. a E. Helpman (1993), *Innovation and Growth in the Global Economy*, Cambridge, MA: MIT Press.
93. Gruber T. a D. Ritzberger–Grunwald (2005), "The euro Changeover in the Member States", *Österreichische Nationalbank, Focus on European Economic Integration*, No. 1.
94. Hagen, J. a I. Traistaru (2004), "Macroeconomic Adjustment in the New EU Member States", *Third ECB Central Banking Conference*, november.
95. Haskel, J., S. Pereira a M. Slaughter (2002), "Does Inward Foreign Direct Investment Boost the Productivity of Domestic Firms?" *NBER Working Paper*, No. 8724.
96. HM Treasury (2003a), *EMU and business sector*, EMU study, Londýn.
97. HM Treasury (2003b), *The five tests framework*, EMU study, Londýn.
98. Hochreiter, E., K. Schmidt-Hebbel a G. Winckler (2002), "Monetary Union: European Lessons, Latin American Prospects", *Österreichische Nationalbank Working Paper*, No. 68.
99. Horvath, J. (2000), *Supply and Demand Shocks in Europe: Large-4 EU Members, Visegrad-5 and Baltic-3 Countries*, Budapest: Central European University.
100. Horvath, J. (2003), "Optimum Currency Area Theory: A Selective Review", *BOFIT Discussion Papers*, No. 15.
101. Chamie, N., A. DeSerres a R. Lalonde (1994), "Optimum Currency Areas and Shock Asymmetry. A Comparison of Europe and the United States", *Bank of Canada Working Paper*, No. 94-1.
102. Chernoff, H. (1973), "The use of faces to represent Points in k-Dimensional Space Graphically", *Journal of the American Statistical Association*, 68(6): 361-8.
103. Ingram, J. C. (1962), *Regional Payment Mechanisms: The Case of Puerto Rico*, Chapel Hill: University of North Carolina Press.
104. Institut für Mittelstandforschung (1998), *Euro und Mittelstand, Schriften zur Mittelstandforschung*, Bonn.

105. Irwin, D. a M. Terviö (2000), "Does Trade Raise Income? Evidence from the Twentieth Century", *NBER Working Paper*, No. 7745.
106. Kenen, P. (1969), "The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View", v: R. A. Mundell a A. K. Swoboda (eds.), *Monetary Problems in the International Economy*, Chicago: University of Chicago Press: 41-60.
107. Kenen, P. (2000), "Currency Areas, Policy Domains, and the Institutionalization of Fixed Exchange Rates", *Centre for Economic Performance Discussion Paper*, No. 0467.
108. Kenen, P. (2003), "Making the Case for the Euro: No Economy is an Island, Entirely of Itself or Why Britain Should Join the EMU", *International Economy*, Winter: 51-4.
109. Komárek, L., Z. Čech a R. Horváth (2003), "Optimum Currency Area Indices - How Close is the Czech Republic to the Eurozone?" *Česká Národní Banka Working Paper Series*, No. 10.
110. Komínková, Z. (2005), "Inflačné riziká menovej konverzie a ako im čeliť", *Biatec*, 13(6-7).
111. Komínková, Z., T. Lalinský a M. Šuster (2005), "*Analýza konvergencie slovenskej ekonomiky k Európskej únii*", Národná banka Slovenska, Bratislava, august.
112. Kovács, M. (2002), "On the Estimated Size of the Balassa-Samuelson Effect in Five Central and Eastern European Countries", *Magyar Nemzeti Bank Working Paper*, No. 2002/5.
113. Kraemer, M. a J. Chambers (2005), "Breaking Up is Hard to Do: Rating Implications of EU States Abandoning the Euro", Standard & Poor's
114. Krugman, P. (1991), *Geography and Trade*, Cambridge, MA: MIT Press.
115. Krugman, P. (1993), "Lessons of Massachusetts for EMU", v: F. Torres and F. Giavazzi (eds.), *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, Cambridge, UK: Cambridge University Press and CEPR.
116. Kvasňovský, R. (2003), "Priemer ekonomickej úrovne Európskej únie môže Slovensko dosiahnuť v najlepšíom prípade za 20 rokov", *Burza*, č. 4.
117. La Caixa Research Department (2005), *Rise in Household Debt in Developing Countries*, Barcelona, február.
118. Lättemäe, R. (zatiaľ nepublikované), "Analysing Asymmetric Shocks Among EU Members and Accession Countries: Can We Distinguish the Cluster of Baltic Sea?" v: T. Paas a E. Tafenau (eds.), *Modelling the Economies of the Baltic Sea Region*, Tartu: University of Tartu.
119. Levine, R. a D. Renelt (1992), "A Sensitivity Analysis of Cross-country Growth Regressions", *American Economic Review*, 82(4): 942-63.
120. Lipschitz, L. a A. Mourmouras (2002), "The Tošovský Dilemma. Capital Surges in Transition Countries", *Finance and Development (A quarterly magazine of the IMF)*, 39(3).
121. Lipschitz, L., T. Lane a A. Mourmouras (2002), "Capital Flows to Transition Economies: Master or Servant", *IMF Working Paper*, No. 02/11.
122. Maeso-Fernandez, F., C. Osbat a B. Schantz (2001), "Determinants of the Euro Real Effective Exchange Rate: A BEER/PEER approach", *ECB Working Paper*, No. 85.
123. Mahadeva, L. a K. Šmídková (2001), "What is the Appropriate Rate of Disinflation to be Targeted in the Czech Republic", *Česká Národní Banka Working Paper Series*, No. 33.

124. McCreevy, C. (2005), *Statement to the European Parliament on Services Directive*, E. P. Session, Strasbourg.
125. McKinnon, R. I. (1963), "Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, 53(4): 717-24.
126. Medzinárodný menový fond (2002), *Aide Memoire: Staff Visit to the Slovak Republic*, November 6-19.
127. Medzinárodný menový fond (2003), *Slovak Republic: 2003 Article IV Consultation - Staff Report, Public Information Notice on the Executive Board Discussion and the Statement by the Executive Director for the Slovak Republic*, Washington D.C., 5 August.
128. Medzinárodný menový fond (2004a), *Transcript of a Press Conference on Central Europe's Adoption of the Euro with Susan Schadler, Deputy Director of the European Department*, Washington D.C. 24 apríl.
129. Micco, A., E. Stein a G. Ordoñez (2003), "The Currency Union Effect on Trade: Early Evidence from EMU", *Economic Policy*, 18(37): 315-56.
130. Ministerstvo financií SR (2004), *Komplexná analýza zadlženosti verejnej správy*, Bratislava.
131. Ministerstvo financií SR (2004), *Konvergenčný program Slovenska pre roky 2004-2010*, Bratislava, máj.
132. Ministerstvo financií SR (2005), *Konvergenčný program Slovenska na roky 2005 až 2010*, Bratislava, november.
133. Ministerstvo financií SR (2005), *Stratégia konkurencieschopnosti Slovenska do roku 2010*, Bratislava, február.
134. Mintz, N. N. (1970), "Monetary Union and Economic Integration", *The Bulletin of New York University Graduate School of Business Administration (Institute of Finance)*, No. 64.
135. Moser, G., W. Pointer a J. Scharler (2005), "Financial Globalization, Capital Account Liberalization and International Consumption Risk-Sharing" (eds.), *Focus on European Economic Integration*.
136. Moshin, S. K. (2003), "Current Issues in the Design and Conduct of Monetary Policy", *IMF Working Paper*, No. 03/56.
137. Mundell, R. (1961), "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, 51(4): 657-65.
138. Národná banka Slovenska (2004), *Menový program NBS do roku 2008*, Bratislava, december.
139. Národná banka Slovenska (2004), *Správa o finančnej stabilite*, Bratislava.
140. Národná banka Slovenska (2005), *Menový prehľad*, Bratislava, september.
141. Národná banka Slovenska (2005), *Strednodobá predikcia (PIQ-2006)*, Bratislava, január.
142. Národná banka Slovenska (2006), *Správa o finančnej stabilite za 1. polrok 2005 – vybrané oblasti*, Bratislava, január.
143. Národná banka Slovenska a Ministerstvo financií (2003), *Stratégia prijatia eura v SR*, Bratislava, júl.
144. Národná banka Slovenska a Ministerstvo financií SR (2004), *Konkretizácia Stratégie prijatia eura v SR*, Bratislava, september.

145. Národná banka Slovenska a Ministerstvo financií SR (2005), *Národný plán zavedenia eura v Slovenskej republike*, Bratislava, júl.
146. NOBE (2002), "*Forecasts of the Economic Growth in OECD Countries and Central and Eastern European Countries for the Period 2000-2040*", A study prepared for the European Forest Sector Outlook.
147. Obstfeld, M., J. C. Shambaugh a A. M. Taylor (2004), "The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility", *NBER Working Paper*, No. 10396.
148. Ondko, P. (2005), *Rovnovážny výmenný kurz SR*, Bratislava: Fakulta fyziky, matematiky a informatiky UK.
149. PME, Risque de Change et ÉCU, (1990), *De Pecunia*, II.
150. Rahn, J. (2005), "Bilateral Equilibrium Exchange Rates of EU Accession Countries against Euro", *BOFIT discussion papers*, No. 11.
151. Ravenna, F. (2005), "The European Monetary Union as a Commitment Device for New EU Member States", *33rd Economics Conference of the Österreichische Nationalbank*, Vienna. 12 - 13 May.
152. Rose, A. (2000), "One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade", *Economic Policy*, 15(30): 7-46.
153. Rose, A. a T. Stanley (2005), "A Meta-Analysis of the Effect of Common Currencies on International Trade", *Journal of Economic Surveys*, 19(3): 347-65.
154. Rzonca A. a Cizkowicz P. (2005), "Non-Keynesian effects of fiscal contraction in New Member States", *ECB Working Paper*, No. 519
155. Sachs, J. a A. Warner (1996), "Achieving Rapid Growth in the Transition Economies of Central Europe", *CASE Studies and Analyses*, No. 73.
156. Schadler, S., P. Drummond, L. Kuijs, Z. Murgasova a R. v. Elkan (2005), "Adopting the Euro in Central Europe: Challenges of the Next Step in European Integration", *IMF Occasional Paper*, No. 234.
157. Šiman, M. a M. Slašťan (2004), *Zmluva o Európskej únii a Zmluva o založení Európskeho spoločenstva v znení Zmluvy z Nice a Zmluvy o prístupí Slovenskej republiky a ostatných štátov k Európskej únii*, Banská Bystrica: Právnická fakulta Univerzity Mateja Bela v Banskej Bystrici a Slovenská asociácia európskych štúdií.
158. Šíkula, M., I. Okáli, J. Iša, M. Buček, H. Gabrielová, V. Páleník, R. Outrata a J. Košta (2003), *Ekonomické a sociálne súvislosti integrácie Slovenska do Európskej únie*, Ústav slovenskej a svetovej ekonomiky SAV, Bratislava.
159. Šmídková, K., R. Barrell a D. Holland (2002), "Estimates of Fundamental Real Exchange Rate for Five EU Preaccession Countries", *ČNB Working Paper Series*, No. 3.
160. Tabellini, G. (2004), "Was It Worth It?" *Conference in honor of Niels Thygesen*, Copenhagen.
161. Tavlas, G. S. (1993), "The 'New' Theory of Optimum Currency Areas", *The World Economy*, 16(6): 663-85.
162. Tavlas, G. S. (2002), "Monetary Union: European Lessons, Latin American Prospects (comments)", *Österreichische Nationalbank Working Paper*, No. 68.
163. Taylor, A. M. (1995), "The Monetary Transmission Mechanism", *Journal of Economic Perspectives*, 9(4): 11-26.
164. UniCreditBank (2005), "Property Loans Soaring in New, Future EU Member States", *15. ekonomické fórum*, Krynica. september.

165. Ústav pre výskum verejnej mienky pri ŠÚ SR (2004), *Názory občanov SR na zavedenie spoločnej meny euro*, Bratislava.
166. VanPraag, B. M. S. a A. S. Booij (2003), "Risk Aversion and the Subjective Time Discount Rate: A Joint Approach", *Tinbergen Institute Discussion Paper*, No. 03-018/3.
167. Wacziarg, R. (2001), "Measuring the Dynamic Gains from Trade", *The World Bank Economic Review*, 15(3): 393-429.
168. Wagner, M. a J. Hlouskova (2002), "The CEEC10s Real Convergence Prospects", *CEPR Discussion Paper Series*, No. 3318.
169. Wagner, M. a J. Hlouskova (2005), "CEEC Growth Projections: Certainly Necessary and Necessarily Uncertain", *Economics of Transition*, 13(2): 341-72.
170. Weber, A. (1990), "EMU and Asymmetries and Adjustment Problems in the EMS: Some Empirical Evidence", *CEPR Discussion Paper Series*, No. 448.
171. Whitt, J. A. (1995), "European Monetary Union: Evidence from Structural VARs", *Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper Series*, No. 95-1.
172. Willett, D. T. (2001), "The OCA Approach to Exchange Rate Regimes: A Perspective on Recent Developments", *Should Canada and the US Adopt a Common Currency*, Western Washington University, apríl.
173. *Zákon NR SR č. 566/1992 Zb. o Národnej banke Slovenska v znení neskorších zákonov* (1992).
174. Zeman, J. (2004), "Rovnovážny reálny výmenný kurz slovenskej koruny", *Ekonomický časopis* 52(9).

Prílohy

Porovnanie výhod a nevýhod zavedenia eura v Maďarsku

Štúdia „Adopting the Euro in Hungary: Expected Benefits, Costs and Timing“¹⁴⁵ vypracovaná Maďarskou národnou bankou, dospela k záveru, že výsledný vplyv zavedenia eura na maďarskú ekonomiku bude pozitívny. Vyplýva z nej, že úspora transakčných nákladov mierne preyšuje stratu príjmov z emisie peňazí (seignorage). Štúdia tiež konštatuje, že v dlhodobom horizonte povedie zavedenie eura k zrýchleniu rastu HDP v súvislosti s poklesom reálnych úrokových mier, ale najmä v súvislosti s rastom zahraničného obchodu. Vzdanie sa vlastnej meny bude síce predstavovať stratu nástroja na zmiernenie asymetrických šokov, maďarská ekonomika však nie je vystavená asymetrickým šokom viac ako súčasné menej rozvinuté krajiny eurozóny. Súčasne sa zníži riziko šokov z finančného trhu (financial contagion). Dlhodobé výhody zavedenia eura výrazne preyšujú dlhodobé nevýhody. Celkové prínosy zo zavedenia eura vysoko preyšujú náklady a straty.

Tabuľka Prínosy a náklady zavedenia eura v Maďarsku

Vplyvy zavedenia eura	Odhadovaný dopad
Výhody	
Zníženie finančných transakčných nákladov	Jednorazové zvýšenie úrovne HDP o 0,11 – 0,22
Zníženie administratívnych nákladov	Jednorazové zvýšenie úrovne HDP o 0,07 – 0,08 %
Rast HDP podnietený poklesom reálnych úrokových mier	Zvýšenie tempa rastu HDP o 0,08 – 0,13 % ročne v dlhom období
Rast HDP podnietený rastom zahraničného obchodu Zníženie kurzového rizika	Zvýšenie tempa rastu HDP o 0,55 – 0,76 % v dlhom období
Zníženie rizika nestability finančného trhu v dôsledku „nákazy“ nestabilitou okolitých trhov	
Nevýhody	
Strata príjmu z emisie peňazí (seignorage)	0,17 – 0,23 % HDP
Vzdanie sa meny – strata nástroja na zmiernenie asymetrických šokov	Táto strata nie je väčšia, ako v menej rozvinutých členských krajinách eurozóny, vďaka štruktúrálnej podobnosti ekonomík, vysokému stupňu integrácie a synchronizácii ekonomického cyklu. Môže byť zmiernená zvýšením flexibility ostatných politík (najmä trhu práce).

Zdroj: Csajbók a Csermely (2002).

¹⁴⁵ Csajbók a Csermely (2002)

Porovnanie výhod a nevýhod zavedenia eura v Poľsku

Z výskumnej štúdie „ A Report on the Cost and Benefits of Poland's Adoption of the Euro“,¹⁴⁶ ktorú vypracovala Poľská národná banka, jednoznačne vyplýva, že zavedenie eura bude mať z dlhodobého hľadiska pozitívny prínos pre poľskú ekonomiku a výhody vysoko prevyšujú nad nevýhodami.

Tabuľka Prínosy a náklady zavedenia eura v Poľsku

Vplyvy zavedenia eura	Odhadovaný dopad
Výhody	
Zníženie finančných transakčných nákladov	Jednorazové zvýšenie úrovne HDP o 0,14 %
Zníženie administratívnych nákladov	Jednorazové zvýšenie úrovne HDP o 0,07 %
Rast HDP pri vstupe do eurozóny v roku 2007	Zvýšenie tempa rastu HDP o 0,21 – 0,42 % ročne v dlhom období
Rast HDP pri vstupe do eurozóny v roku 2010	Zvýšenie tempa rastu HDP o 0,19 – 0,40 % ročne v dlhom období
Rast celkovej spotreby do roku 2030	Zvýšenie tempa rastu spotreby o 0,16 – 0,37 % ročne v dlhom období
Pokles reálnych úrokových mier	Pokles o 150 – 200 bázických bodov
Zvýšenie rastu domácich investícií a zvýšený prílev PZI a integrácia do finančného trhu eurozóny	Prispieje k zrýchleniu rastu HDP
Zníženie kurzového rizika, odstránenie rizika vzniku menových kríz, zvýšenie kredibility makroekonomickej politiky	Prispieje k prílevu PZI a poklesu nákladov na kapitál
Zvýšenie cenovej transparentnosti a konkurencie	Bude pozitívne pôsobiť na zlepšenie produktivity práce
Nevýhody	
Dodatočné dezinflačné úsilie o 1 percentuálny bod	Zníženie rastu HDP o 0,3 – 0,8 % HDP v horizonte dvoch rokov
Zvýšenie obchodného deficitu	Nárast o 1,3 – 3,0 % HDP ročne. Toto zvýšenie však neohrozuje makroekonomickú rovnováhu
Strata nezávislej menovej politiky – vzdanie sa nástroja na zmiernenie asymetrických šokov	Riziko asymetrický šokov je mierne a náklady na jeho odstránenie by nemali byť významné

Zdroj: Borowski a kol. (2004).

¹⁴⁶ Borowski a kol. (2004).

Zhrnutie výhod a nevýhod zavedenia eura na Slovensku

Tabuľka Prínosy a náklady zavedenia eura na Slovensku

Vplyvy zavedenia eura	Odhadovaný dopad
Výhody	
Zníženie finančných transakčných nákladov	Úspory vo výške 0,30 % HDP
Zníženie administratívnych nákladov	Úspory vo výške 0,06 % HDP
Odstránenie kurzového rizika voči euru	Úspory vďaka odstráneniu rizika vo výške 0,02 % HDP (rozsah 0,01–0,08 % HDP)
Zníženie kurzovej volatility voči menám iných obchodných partnerov	Zníženie celkovej efektívnej volatility na 0,35 % (z 0,63 % pre 2001-2005), po vstupe všetkých krajín V4 do eurozóny na 0,17 %
Zníženie nákladov kapitálu	Pokles súčasných reálnych úrokových sadzieb pre podniky z približne 2 % na úroveň okolo 1–1,5 %
Nárast zahraničného obchodu	Zvýšenie zahraničného obchodu o 50 %
Zvýšenie úrovne HDP na obyvateľa vďaka zvýšeniu zahraničného obchodu a PZI	Nárast HDP na obyvateľa medzi 7–20 % v dlhom období. Zvýšenie ročného rastu o 0,7 % (rozsah 0,4–1 % ročne)
Nárast PZI	
Zvýšenie cenovej transparentnosti a konkurencie	Zvýšenie tlaku na ceny a zamedzenie ich rastu
Nevýhody	
Technické a organizačné náklady na menovú konverziu	Jednorazové náklady vo výške 0,3 % HDP
Špecifické náklady bankového sektora	Náklady spojené s úlohou zabezpečiť bezplatnú konverziu domácej meny na euro a pokles rozsahu činností a výnosov bánk
Strata nezávislej menovej politiky – vzdanie sa nástroja na zmiernenie asymetrických šokov	Hodnota straty nezávislosti menovej politiky je ohodnotená bodovo na približne 0,04 % HDP
Možná vyššia miera inflácie v dlhodobom horizonte	Dodatkový príspevok k inflácii oproti priemeru eurozóny vo výške 1,5 p. b. ročne