

Eva Muchová  
Jana Chrenková

## INFLÁCIA A CENOVÁ STABILITA Z POHĽADU GLOBÁLNYCH VÝVOJOVÝCH TRENDOV<sup>1</sup>

**Abstract:** *Price stability belongs to main goals of economic policy. The paper deals with the inflation and price stability from the perspectives of global trends. Approximately same inflation rates between countries enable to maintain the relative purchasing power parity. It results in stabilisation of trade patterns and eliminates the use of exchange rate mechanism. The creation of the Maastricht price stability criterion is subject to criticism due to its method of reference limit calculation for the assessment of meeting the inflation criterion. The other target of criticism is the adequacy or inadequacy of inflation criterion for the so-called catching-up countries. Some factors affecting inflation rates in the monetary union are analysed in the paper, e.g. Boxer effect, Balassa-Samuelson effect and perceived inflation.*

**Key words:** *price stability, inflation rate, convergence, Balassa-Samuelson effect, Boxer effect, perceived inflation*

**JEL:** F 15, F 41

### Úvod

Cenová stabilita sa pokladá za jednu z priorít menovej politiky centrálnych bánk v trhových ekonomikách. Panuje konsenzus ohľadom nákladov inflačného vývoja ako: prerozdelenie dôchodkov a bohatstva medzi ekonomickými subjektmi, problémy s odhadom efektívnosti investícií, prehĺbenie neistoty a rast tzv. rizikových prémie, deformácia efektívnej alokácie zdrojov kvôli zníženej informačnej funkcii cien, rast transakčných nákladov, strata konkurencieschopnosti výrobkov na zahraničných trhoch v prípade pevných menových kurzov a i.

V súčasnosti, keď dochádza k spomaľovaniu rastu cien v dôsledku globálnej finančnej krízy, inflácia sa pokladá za skrytú hrozbu pre budúci vývoj ekonomík. Prehľbujúce sa rozpočtové deficity vyvolávajú obavy z udržateľnosti vládnych dlhov a zvyšujúcich sa nákladov spojených s dlhovou službou. Za jeden zo spôsobov riešenia dlhového zaťaženia sa pokladá nárast miery inflácie ako spôsobu rozpustenia

<sup>1</sup> Tento článok vznikol s príspevom grantovej agentúry VEGA v rámci projektu č. 1/4653/07 *Makroekonomické aspekty konvergencie ekonomiky Slovenskej republiky k eurozóne.*

hodnoty dlhov. Hlavné riziko takéhoto postupu tkvie v možnom prestelení inflácie, ktorá by mohla dosiahnuť 20 až 30 %. Podľa názoru niektorých ekonómov inflačné očakávania sa dajú korigovať vhodnou politikou, ktorá môže znižovať infláciu v požadovanej miere [17].

Je nepopierateľné, že cenová stabilita patrí aj k hlavným cieľom hospodárskej politiky. Približne rovnaké miery inflácie medzi krajinami umožňujú udržiavanie relatívnej parity kúpnej sily, čím dochádza k stabilizácii obchodných podmienok. Stabilné zahraničnoobchodné vzťahy z dlhodobého hľadiska vedú k rovnováhe bežného účtu a eliminujú nevyhnutnosť využiť zmenu menového kurzu.

Príspevok sa zaoberá problematikou inflácie, cenovej stability a kritéria na jej hodnotenie v podmienkach integračných zoskupení. V prvej časti sa uvádzajú teoretické aspekty konvergencie miery inflácie s dôrazom na Barrov-Gordonov model. Kritická analýza hodnotenia cenovej stability v eurozóne je predmetom druhej časti. V príspevku sa poukazuje na špecifickosť kritéria cenovej stability v prípade dobiehajúcich ekonomík a prezentuje sa rozdielnosť medzi vnímanou a očakávanou infláciou.

## 1 Teoretické argumenty v prospech konvergencie miery inflácie

G. Haberler a J. M. Fleming sa pokladajú za autorov zaradenia miery inflácie do kritérií formujúcich optimálnu menovú oblasť [8]. Zdôrazňujú, že iba krajiny s približne rovnakou mierou inflácie môžu uzatvoriť a udržať pevné menové kurzy. Podľa nich rozličné miery inflácie sú hlavnou príčinou nerovnováhy na bežnom účte. Systém fixných kurzov medzi krajinami nebude úspešne fungovať, ak príliš divergujú miery inflácie. Z toho vyplýva, že krajiny, ktoré si prajú vytvoriť menovú úniu, musia podstúpiť kroky na konvergenciu miery inflácie.

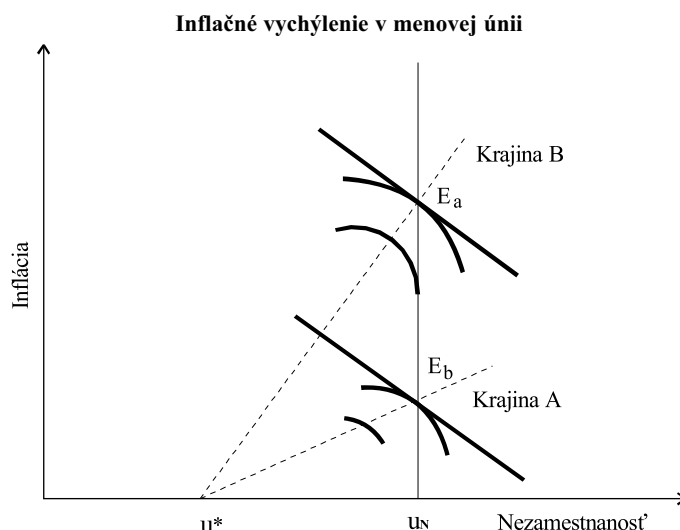
Zmyslom cenovej stability v maastrichtských kritériách je zosúladenie preferencií ohľadom inflačnej miery jednotlivých členov eurozóny. Inými slovami, ide o „test ochoty“ jednotlivých štátov prispôbiť svoj vývoj inflačných mier priority ECB, týkajúcej sa cenovej stability. Konštrukcia maastrichtského kritéria cenovej stability je vystavená kritike z dvoch hľadísk. Prvým je spôsob kalkulácie referenčnej hodnoty na posúdenie plnenia inflačného kritéria a druhá oblasť kritiky je zameraná na adekvátnosť, resp. neadekvátnosť inflačného kritéria vo svojej pôvodnej podobe z roku 1991 pre tzv. dobiehajúce krajiny. Nedostatok flexibility v interpretácii tohto kritéria sťažuje krajinám strednej a východnej Európy plnenie nominálnych kritérií pre vstup do eurozóny. Tu sa kritika sústreďuje hlavne na tzv. Balassov-Samuelsonov efekt. Najskôr však pristúpime ku spomínanej kritike definície kalkulácie referenčnej hodnoty na posúdenie plnenia inflačného kritéria.

Dôraz na konvergenciu miery inflácie vyplýva zo snahy o elimináciu možného inflačného vývoja v budúcej menovej únii. Možno to vysvetliť prostredníctvom Barrovho-Gordonovho modelu ([4], s. 145). Predpokladajme dve krajiny, A a B, pričom A predstavuje nízko inflačnú krajinu a B vysoko inflačnú krajinu. Na obr. č. 1 sú

znázornené postoje týchto krajín pomocou indierenčných kriviek. Prirodzená miera nezamestnanosti ( $U_N$ ) je rovnaká v oboch krajinách a cieľová miera nezamestnanosti je  $u^*$ . Rovnovážny stav inflácie je dosiahnutý v bode  $E_a$  pre krajinu A a v bode  $E_b$  pre krajinu B.

Ak sa vytvorí menová únia medzi týmito dvoma krajinami, znamená to, že rozhodnutia o menovej politike prevezme spoločná centrálna banka. Z toho plynú dva závery: nízko inflačná krajina zníži svoj blahobyt formovaním menovej únie s vysoko inflačnou krajinou (pretože spoločná centrálna banka bude odrážať priemerné preferencie oboch krajín) a tým sa miera inflácie zvýši a bude sa nachádzať medzi bodmi  $E_a$  a  $E_b$ . Druhý dopad súvisí s predchádzajúcim – nízkoinflačná krajina, ak sa pripojí v menovej únii k vysoko inflačnej krajine, uvedomuje si, že toto spojenie bude znamenať pre ňu stratu. Z tohto dôvodu bude trvať na splnení určitých podmienok už pred tým, ako sa pričlení k menovej únii.

Obr. č. 1



V prvom rade môže žiadať, aby preferencie spoločnej centrálnej banky boli rovnaké ako preferencie národnej centrálnej banky (CB krajiny A). V skutočnosti táto požiadavka je diskutabilná, pretože orgány spoločnej CB sa skladajú z predstaviteľov členských štátov menovej únie, ktorí budú hájiť rôzne preferencie. Ak dôjde k hlasovaniu, predstaviteľ krajiny A bude v menšinovej pozícii, môže byť prehlasovaný. Keďže je zrejme, že uvedený postup je riskantný a s malým efektom, nízkoinflačná krajina bude zrejme požadovať kontrolu nad vstupom krajín do menovej únie s cieľom zjednotiť preferencie týchto vstupujúcich krajín.

Uvedený prístup vysvetľuje požiadavku splnenia konvergenčného kritéria týkajúceho sa miery inflácie v podobe maastrichtského kritéria. Krajiny, ktoré majú záujem vstúpiť do menovej únie, musia dať najavo, že majú rovnaký záujem na nízkej miere inflácie ako nízkoinflačná krajina. To znamená, že tieto krajiny sa budú

snažiť dostať na nižšiu úroveň mieru inflácie. Začne prebiehať v nich dezinflačný proces. Zníženie miery inflácie vo vysokoinflačných krajinách nie je nevyhnutnou podmienkou formovania menovej únie. Je to podmienka pre formovanie menovej únie s nízkou mierou inflácie [4].

S menovou úniou a mierou inflácie sa veľmi často v literatúre spomína *faktor credibility* [4], [11], [15]. Ak krajina s vyššou infláciou prijme menu krajiny s nižšou mierou inflácie, je možné, aby po určitom čase dosiahla vysokoinflačná krajina rovnakú mieru inflácie ako krajina s nízkou mierou inflácie. Existujú však dva faktory, ktoré ovplyvňujú fenomén credibility:

- Vplyv credibility sa prejaví iba za predpokladu fungovania úplnej menovej únie (t. j. krajina musí obetovať svoju národnú menu a prijať menu druhého štátu alebo nadnárodnú menu). Ak by nastala situácia, že krajina by síce fixovala svoj menový kurz ku kurzu druhej krajiny, ale súčasne by si ponechala svoju vlastnú menu, viedlo by to k eliminácii vplyvu credibility.

- V menovej únii je vytvorená nová centrálna banka, v ktorej orgánoch sú zastúpení (povedzme ako v našom modeli) predstavitelia obidvoch krajín. Do akej miery je pravdepodobné, že nová centrálna banka bude mať rovnakú reputáciu, ako je to v prípade krajiny s nízkou mierou inflácie?

## 2 Opodstatnenosť referenčnej hodnoty cenovej stability v eurozóne

V čase vzniku maastrichtských kritérií neexistovala nijaká konkrétna (absolútna) cieľová hodnota (tzv. *benchmark*) miery inflácie na účely posúdenia členstva v EMÚ, ktorá by sa všeobecne akceptovala ako „cenová stabilita“. Existencia konvergenčného kritéria cenovej stability sa javila ako opodstatnená, keďže bolo potrebné minimalizovať riziko neúspechu projektu jednotnej európskej meny z dôvodu inflačnej špirály. Preferenciou bolo vytvoriť menovú úniu s nízkou mierou inflácie ([7], s. 6). Maastrichtské kritérium cenovej stability preto neuvádza konkrétnu absolútnu hodnotu na posúdenie plnenia tohto kritéria. Pri výpočte referenčnej hodnoty Európska komisia vychádza z priemeru miery HICP<sup>2</sup> troch krajín EÚ s najlepšimi výsledkami v oblasti inflácie, pričom však za „najlepší výsledok“ považuje čo najnižšiu pozitívnu hodnotu.

Európska komisia pri hodnotení kritéria cenovej stability vychádza z inflačných mier *všetkých štátov EÚ* namiesto skúmania mier inflácie krajín *eurozóny*. Tento fakt je predmetom častej kritiky viacerých ekonómov [7], [1], [12], [16]. Podľa D. Grosa zohľadňovanie inflačných mier krajín, ktoré nie sú plnými členmi eurozóny, a teda sa na ne nevzťahuje spoločná menová politika ECB, nedáva z hľadiska ekonomickej teórie žiadny zmysel [7]. Čím viac krajín je súčasťou EÚ, tým vyššia je pravdepodo-

<sup>2</sup> HICP je vypočítaný ako vážený priemer zmien cien položiek, ktoré sú súčasťou tzv. spotrebného koša obsahujúceho okolo 730 položiek v 12 skupinách výrobkov, pričom obsah koša a váha jednotlivých položiek sa každý rok aktualizujú [21].

dobnosť, že práve tie tri krajiny, ktoré sú predmetom kalkulácie referenčnej hodnoty, majú extrémne nízke hodnoty inflačných mier (či už z dôvodu nečakaných okolností, akou je lokálna recesia, alebo z dôvodu charakteru ekonomiky, ako napríklad systémová zmena daňového systému krajiny), a ktoré by z hľadiska štatistiky nemali byť zohľadnené pri kalkulácii cieľovej hodnoty miery inflácie pre všetky kandidátske krajiny. Pri súčasnom počte 27 členov EÚ verzus 16 členov eurozóny sa zvyšuje pravdepodobnosť, že práve tie tri krajiny, ktorých priemer inflačných mier bude tvoriť predstavu o „cenovej stabilite“ v súlade s definíciou v Protokole maastrichtskej zmluvy, sa v podstate na spoločnej menovej politike priamo podieľať nebudú.<sup>3</sup> Aj v praxi sa ukázalo, že priemer troch krajín z celej EÚ s najnižšou mierou inflácie bol v rokoch 1999 až 2007 vždy nižší ako priemer troch krajín s najnižšou mierou inflácie v rámci eurozóny. Inými slovami, za posledných 9 rokov bola súčasťou troch krajín EÚ s najnižšou mierou inflácie vždy aspoň jedna krajina, ktorá nepatrila do eurozóny – výnimku z tohto pravidla tvorí iba rok 2003, v ktorom krajiny s najnižšou mierou inflácie boli členmi eurozóny.

Cenová stabilita<sup>4</sup> je kvantitatívne definovaná prostredníctvom Rady guvernérov ECB takto: „cenová stabilita sa definuje ako medziročný nárast harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien (HICP) eurozóny nižší ako 2 %. Cenová stabilita sa má udržiavať v strednodobom horizonte“. Tento deklarovaný cieľ ECB zodpovedá tzv. „fiktívnej inflácii“, ktorá odráža rast nákladov spojených s inováciami, výskumom a rastom kvality výrobkov ([21], s. 25)<sup>5</sup>.

V máji 2003 Rada guvernérov ECB túto definíciu cenovej stability upresnila: cieľom ECB je udržiavať miery inflácie v strednodobom horizonte tesne pod úrovňou 2 %<sup>6</sup>, t.j. matematicky poňaté ide o hodnotu 1,99 %. Po pripočítaní prípustnej odchýlky 1,5 percentuálneho bodu k tejto hodnote dostávame najlepšiu možnú referenčnú hodnotu vo výške 3,49 %.

<sup>3</sup> Gros vo svojej štúdii [6] na základe kalkulácie štandardných odchýlok konštatuje, že rozšírením EÚ z 15 na 25 členov v roku 2004 sa pravdepodobnosť, že maastrichtske inflačné kritérium je nižšie ako priemer mier inflácie všetkých krajín eurozóny, zvýšila z 30 % na 60 %. Aplikácia referenčnej hodnoty podľa maastrichtskej zmluvy môže teda viesť k absurdnej situácii, keď môže byť z členstva v eurozóne zamietnutá kandidátska krajina, ktorá bude mať v čase skúmania plnenia kritérií mieru inflácie nižšiu ako priemer eurozóny.

<sup>4</sup> V tomto texte abstrahujeme od skutočnosti, že ECB nemá kompetenciu určovať kandidátskym krajinám kritériá na vstup do eurozóny – na účely skúmania opodstatnenosti maastrichtského inflačného kritéria táto skutočnosť nezohráva žiadnu úlohu.

<sup>5</sup> V prípade dobiehajúcich ekonomík môže fiktívna inflácia dosahovať hodnotu viac ako 3 %, keďže v týchto krajinách je počiatočná úroveň kvality a inovácií v porovnaní s vyspelými európskymi krajinami nižšia [10].

<sup>6</sup> Definícia cenovej stability podľa ECB je veľmi často kritizovaná, najmä z dôvodu oslabenia konkurencieschopnosti niektorých krajín (napr. Talianska), ktoré by s cieľom oživenia ich stagnujúcej ekonomiky preferovali voľnejšiu menovú politiku. Jedným z najväčších odporcov definície ECB je Paul de Grauwe, ktorý konštatuje, že ECB by mala zvoliť menej striktnú definíciu cenovej stability, keďže nepozná žiadnu ekonomickú teóriu, ktorá by rozdiel medzi „inflačným nebom a peklom“ našla medzi číslami 2 a 3 ([5], s. 143).

Oproti najlepšej možnej referenčnej hodnote (RH) ide o rozdiel takmer 2 percentuálne body. Tabuľka č.1 sumarizuje tri referenčné hodnoty pre obdobie od 1999 do 2007<sup>7</sup>, pričom dokumentuje skutočnosť, že referenčná hodnota podľa definície cenovej stability ECB počas celého sledovaného obdobia prekračovala referenčnú hodnotu maastrichtského inflačného kritéria. Z tabuľky vyplýva, že starší členovia eurozóny podliehajú rozdielnym, a to voľnejším kritériám ako kandidátske krajiny pre vstup do eurozóny. Navyše, tabuľka podporuje už zmienenú kritiku zahrnutia krajín EÚ (oproti zahrnutiu iba členských krajín eurozóny) do kalkulácie referenčnej hodnoty inflácie, keďže priemerné referenčné hodnoty inflácie krajín eurozóny sú oproti krajinám EÚ v celom sledovanom období vyššie.

Tab. č. 1

Referenčné hodnoty kritéria cenovej stability na obdobie 1999 – 2007

Rok	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Referenčná hodnota – maastrichtské kritérium	2,03	2,66	3,13	2,93	2,7	2,16	2,53	2,86	2,8
Referenčná hodnota – eurozóna	2,06	3,23	3,5	3,06	2,7	2,6	2,9	3,06	3,1
Referenčná hodnota – definícia ECB	3,16	3,2	3,35	3,36	2,86	3,4	3,26	3,3	3,16
Priemer celej eurozóny + 1,5 p.b.	2,92	4,3	4,48	4,25	3,88	3,65	3,83	3,88	3,86
priemer celej EÚ + 1,5 p.b.	2,7	3,4	3,7	3,6	3,5	3,5	3,7	3,7	3,8

**Prameň:** Eurostat, vlastné výpočty.

*Pozn.:* Referenčné hodnoty sa môžu mierne líšiť od hodnôt uverejnených Európskou komisiou, keďže v horeuvedenej tabuľke sú uvedené referenčné hodnoty pre daný kalendárny rok (t. j. od januára do decembra skúmaného roku) – naproti tomu Európska komisia väčšinou skúma obdobia od marca do februára nasledujúceho roku (resp. od apríla do marca nasledujúceho roku).

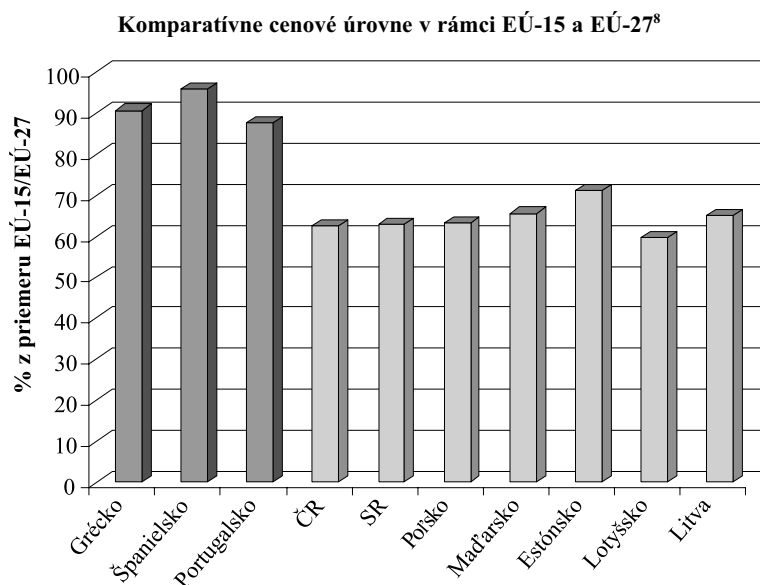
### 3 Adekvátnosť kritéria cenovej stability z pohľadu dobiehajúcich ekonomík

Nové členské štáty EÚ, t. j. krajiny dobiehajúce ekonomickú úroveň najvyspelejších členov EÚ, majú ťažšiu pozíciu plniť konvergenčné kritériá v porovnaní so staršími členmi EÚ v čase, keď sa posudzovalo ich plnenie kritérií pre vstup do eurozóny (pred rokom 1999). Konvergenčné kritériá definované v Maastrichtskej zmluve a jej protokole boli určené pre krajiny s viac-menej podobnou ekonomickou úrovňou a mierou ekonomického rastu ([19], s. 444), ([3], s. 5). Je málo pravdepodobné, že by v čase formulovania pravidiel na vznik eurozóny – t. j. pred rokom 1991 – boli zobraňované do úvahy aj špecifiká krajín strednej a východnej Európy. Hoci v tom čase

<sup>7</sup> HICP použité pri výpočte referenčných hodnôt sú za obdobie kalendárnych rokov. Konvergenčné správy Európskej komisie väčšinou hodnotia obdobie od apríla do marca nasledujúceho kalendárneho roka. Z tohto dôvodu sa referenčné hodnoty uvedené v tabuľke líšia od zverejnených referenčných hodnôt, nezohrávajú však úlohu pri výsledku analýzy.

v rámci EÚ prevládali isté rozdiely v ekonomickej úrovni medzi tzv. kohéznymi štátmi a zvyškom EÚ, tieto rozdiely v rámci EÚ boli vtedy menej markantné, ako po jej rozšírení – t. j. po vstupe nových krajín do EÚ.

Graf. č. 1



**Prameň:** Eurostat a vlastné prepočty.

Vzhľadom na menšiu disparitu v rámci EÚ-15 v oblasti cenovej úrovne v porovnaní s dnešnou EÚ-27, ktorú ilustruje graf č. 1, nebola v období tvorby vstupných kritérií považovaná reálna konvergencia za potenciálnu prekážku v plnení nominálneho kritéria cenovej stability. Striktná aplikácia kritéria cenovej stability pre dobiehajúce krajiny by však spôsobila, že harmonizácia relatívnych cenových úrovní krajín, aspirujúcich na skorý vstup do eurozóny, by nikdy nenastala [19]. Táto harmonizácia je totiž možná iba dvoma možnými spôsobmi (za predpokladu flexibilného výmenného kurzu v ekonomike): buď prostredníctvom pozitívneho inflačného diferenciálu, alebo nominálnou apreciáciou výmenného kurzu. Druhá spomínaná možnosť však v prípade vstupu krajiny do eurozóny z dôvodu vzdania sa autonómnej menovej politiky v prospech ECB zanikne. Jedinou možnosťou ostáva dlhodobé vykazovanie pozitívneho inflačného diferenciálu voči vyspelejším krajinám.<sup>9</sup> Ekonomovia odhadujú veľkosť inflačného diferenciálu na rádovo niekoľko

<sup>8</sup> V prípade Grécka, Španielska a Portugalska je komparatívna cenová úroveň meraná v roku 1996, pričom za 100 % sa považuje priemer EÚ-15, v prípade ostatných krajín ide o komparatívnu cenovú úroveň nameranú v roku 2007, 100 % je priemer EÚ-27.

<sup>9</sup> Tento pozitívny inflačný diferenciál nie je pre krajinu škodlivý za predpokladu, že ho sprevádza rast produktivity práce.

jednotiek percentuálnych bodov.<sup>10</sup> Aké sú príčiny zvýšenia mier inflácie po vstupe krajín do menovej únie? Ako potenciálne príčiny, ktoré by mohli byť zdrojom zrýchlenia rastu cenovej hladiny bezprostredne po vstupe dobiehajúcej ekonomiky do eurozóny, sa uvádzajú faktory v tab. č. 2.

Tab. č. 2

Príčiny zrýchlenia inflácie po vstupe od eurozóny

Príčina	Časový efekt
Boxerov efekt	dlhodobý
Balassov-Samuelsonov efekt	dlhodobý
Zvýšený index vnímanej inflácie	môže sa stať dlhodobým
Zavedenie eura ako vhodný okamih pre odôvodnenú cenovú korekciu	krátkodobý
Zaokrúhľovanie vplyvom zavedenia eura	krátkodobý

Prameň: [21], vlastné spracovanie.

Uvedené príčiny však môžu byť do istej miery eliminované pozitívnymi vplyvmi zavedenia eura na mieru inflácie, ako napr. zvýšenie cenovej transparentnosti, eliminácia kurzového rizika.

V nasledujúcej časti budeme analyzovať niektoré z príčin, ktoré môžu vplývať na zvýšenie miery inflácie.

### 3.1 Boxerov efekt

Ak dobiehajúca krajina nechce svoje plné členstvo v EMÚ odkladať, musí krátko pred vstupom do eurozóny stlačiť infláciu (meranú prostredníctvom HICP) na potrebnú mieru a musí sa spoliehať na to, že neskôr sa jej už ako členovi eurozóny budú vyššie miery inflácie potrebné na konvergenciu cenovej úrovne tolerovať. Takéto uvažovanie je podobné boxerovi, ktorý sa zopár hodín pred zápasom vzdá jedla, aby splnil kritérium hmotnosti pre svoju kategóriu, avšak po odvážení mu už nič nezabrání skonzumovať veľkú porciu jedla.<sup>11</sup> [3] Podobný typ správania sa nájdeme v prípade niektorých starších členov EMÚ: v období pred vstupom do eurozóny nastalo výrazne zladenie inflačných mier na nízku úroveň, určenú tromi krajinami s najnižšou mierou HICP, avšak bezprostredne po ich prijatí do eurozóny 1. 1. 1999 (resp. v prípade Grécka v roku 2001) u nich poľavila protiinflačná snaha a nasledovalo obdobie zvýšených mier inflácií.

<sup>10</sup> Napr. Kučerová v publikácii [18] odhaduje, že inflačný diferenciál v rámci procesu dobiehania bude po vstupe ČR do eurozóny predstavovať okolo 2 až 5 %.

<sup>11</sup> Hlavným proponentom tzv. Boxerovho efektu je G. Szapáry, poradca prezidenta centrálnej banky Maďarskej republiky. Jeho pohľad na túto tematiku vychádza zo štúdie [3].



Išlo o ekonomiky s nižšími úrovňami HDP na obyvateľa z tejto skupiny krajín – t. j. Grécko, Írsko, Španielsko a Portugalsko, ktoré bezprostredne po ich vstupe do eurozóny dlhodobo vykazovali inflačné miery prekračujúce referenčnú maastrichtskú hodnotu miery inflácie. Zvýšené miery inflácie merané prostredníctvom HICP prekračujúce referenčnú hodnotu pretrvávajú v Španielsku, Grécku a Írsku až dodnes, čím potvrdzujú svoj ešte pretrvávajúci proces reálnej konvergencie.<sup>12</sup> Európska komisia sa proti tomuto tzv. Boxerovmu efektu bráni tým, že zdôrazňuje, že dosahované inflačné miery musia byť udržateľné.

### 3.2 Balassov-Samuelsonov efekt

Problémom, o ktorom sa najviac diskutuje v súvislosti s nevhodnosťou maastrichtského inflačného kritéria pre súčasné kandidátske krajiny pre vstup do EMÚ, je takzvaný Balassov-Samuelsonov efekt.<sup>13</sup> Tento efekt je prirodzeným fenoménom v krajinách dobiehajúcich ekonomickú úroveň vyspelejších členov EÚ a je založený na nasledujúcich predpokladoch: proces ekonomickej integrácie je spojený s vyššou mierou rastu produktivity práce v medzinárodne obchodovateľnom sektore (najmä v spracovateľskom priemysle) v porovnaní s neobchodovateľným sektorom; rýchle rastúca produktivita práce v obchodovateľnom sektore je zvyčajne sprevádzaná nárastom miezd v tomto sektore; z dlhodobého hľadiska však majú mzdy tendenciu rásť rovnakou mierou vo všetkých sektoroch národného hospodárstva; táto diskrepancia medzi rýchlym rastom miezd a pomalým rastom produktivity práce v neobchodovateľnom sektore núti výrobcov v tomto sektore k zvýšeniu cien. Výsledkom je nákladová inflácia v medzinárodne neobchodovateľnom sektore [14].

Vzhľadom na horeuvedený Balassov-Samuelsonov efekt môžu mať preto krajiny s rýchlo rastúcou produktivitou práce v medzinárodne obchodovateľnom sektore problémy so splnením inflačného kritéria a po vstupe do eurozóny môžu viesť ku kladným inflačným diferenciálom voči ostatným krajinám EÚ. Pokiaľ ide o odhadovanú veľkosť vplyvu tohto efektu na inflačné miery kandidátskych krajín, výsledky štúdií ekonómov sa značne líšia a sú zobrazené v tab. č. 3.

<sup>12</sup> Príčiny kladného inflačného diferenciálu voči priemeru EÚ však môžu byť rozdielne: kým v prípade Írska je kladný inflačný diferenciál sprevádzaný vyšším rastom produktivity v porovnaní s priemerom eurozóny, dôvody vyššieho nárastu cenovej hladiny v Španielsku sú spojené s: (i) rýchlejšim rastom nominálnych miezd pri nižšom raste produktivity práce, (ii) relatívne vysokou monopolnou silou firiem, ktorých ceny nezodpovedajú konkurenčnému prostrediu a zároveň s (iii) duálnou infláciou, zapríčinenou cenovými prírážkami v sektore služieb ([21], s. 47). Ďalším podporným argumentom pre existenciu Boxerovho efektu je skutočnosť, že inflačná miera zaznamenaná v Slovinsku rok po vstupe tejto krajiny do eurozóny sa zvýšila o 1,3 percentuálneho bodu, čím prekročila referenčnú hodnotu o jeden percentuálny bod. Pritom v čase skúmania plnenia tohto kritéria v roku 2006 vykazovalo Slovinsko HICP o 0,36 percentuálneho bodu nižšiu hodnotu v porovnaní s referenčnou hodnotou. Mohlo však ísť aj o iné externé faktory, ktoré mali v tom čase vplyv na zvýšenie miery inflácie.

<sup>13</sup> Ako už sme spomenuli, Balassov-Samuelsonov efekt bol označený za „fantóma prenasledujúceho proces rozšírenia EMÚ“ („phantom haunting the EMU enlargement process“) [2].

Tab. č. 3

**Odhad inflačného diferenciálu spôsobeného Balassovým-Samuelsonovým efektom**

Autor štúdie	Rok publikácie	Rozsah B-S efektu	Poznámky
Pelkmans et al.	2000	3,4 – 4 p. b.	–
Halpern a Wyplosz	2001	3,5 p. b.	–
Sinn a Reuter	2001	3 – 7 p. b.	Infl. diferenciál v porovnaní s Nemeckom
Coricelli a Jazbec	2001	1 p. b.	Vplyv na reálnu apreciáciu vým. kurzu pri reálnej konvergencii na úrovni 2 % ročne
OSN	2001	2 – 2,2 p. b.	–
Bundesbank	2001	1,9 – 2,6 p. b.	–
Mihaljek a Klau	2004	0,2 – 2 p. b.	Použité údaje z rokov 1990 – 1995
NBS	2004	1 p. b.	Odhad vplyvu pre SR
Schadlerová	2005	1 – 2 p. b.	Pre ČR sa efekt odhaduje na 1,6 %
MF SR, Inštitút finančnej politiky	2006	viac ako 1 p. b.	Dlhodobý efekt na infláciu SR v porovnaní s eurozónou
Vladová	2007	0,9 p. b. (2006)	Odhad vplyvu pre SR v porovnaní s EÚ-25 v 2007 – 2009 odhaduje zníženie vplyvu na 0,7 p. b.

**Prameň:** [7], [3], [16], [21].

Záveru jednotlivých štúdií sa značne líšia najmä z nasledujúcich príčin: autori používajú rôzne štatistické metódy, pričom výsledky závisia aj od veľkosti štatistickej vzorky a od dĺžky pozorovacieho obdobia. Okrem toho je v praxi komplikované jednoznačne rozdeliť sektory na obchodovateľné a neobchodovateľné. Odhadovaná veľkosť vplyvu Balassovho-Samuelsonovho efektu závisí do veľkej miery aj od teoretických predpokladov. Modely často rátajú s úplnou mobilitou pracovnej sily a s rovnakou mierou rastu miezd vo všetkých sektoroch ekonomiky, t. j. s predpokladmi, ktoré nie sú v reálnej ekonomike splnené, a teda možno konštatovať, že celkový odhadovaný vplyv Balassovho-Samuelsonovho efektu v týchto štúdiách môže byť nadhodnotený ([7], s. 5).

Opätovne vyvstáva otázka, či je prípustná odchýlka vo výške 1,5 percentuálneho bodu od priemeru troch „najúspešnejších“ krajín v zmysle dosiahnutej miery inflácie, obsiahnutá v konvergenčnom kritériu cenovej stability pre ekonomiky dobiehajúce úroveň vyspelejších krajín EÚ skutočne adekvátna.

Možno povedať, že dobiehajúce ekonomiky stoja pred dilemou, musia sa rozhodnúť medzi dvoma možnými scenármi. Prvou možnosťou je snažiť sa splniť konvergenčné kritérium cenovej stability, hoci aj za potenciálnu cenu smerovania do recesie; druhou možnosťou je oddialenie svojho vstupu do eurozóny, pričom výška nákladov spojená s voľbou tejto možnosti závisí od výnosov, resp. výhod,

ktoré by mohli krajine vyplynúť z dôvodu skorého zavedenia eura do ekonomiky. Kandidátske krajiny môžu byť nútené dosiahnuť redukciu miery inflácie pomocou nominálnej apreciácie výmenného kurzu, ktorá (*ceteris paribus*) povedie k strate konkurencieschopnosti a k prílevu špekulatívneho kapitálu [3], alebo môže byť kandidátska krajina donútená zámerne znížiť výkonnosť ekonomiky pod úroveň potenciálneho rastu, čím dochádza k strate blahobytu. Nominálna apreciácia výmenného kurzu však môže ohroziť aj plnenie ďalšieho maastrichtského kritéria – kritéria stability výmenného kurzu. Ak by sa fluktučné pásmo v šírke  $\pm 15\%$  javilo príliš úzke, krajine by zostávala stále možnosť *revalvácie* výmenného kurzu, keďže kritérium explicitne zakazuje iba svojvoľnú *devalváciu* centrálnej parity. Vplyv Balassovho-Samuelsonovho efektu na inflačné miery dobiehajúcich krajín teda môže predstavovať podporný argument pre flexibilitu Európskej komisie v otázkach potenciálnych revaluácií centrálnych parít kandidátskych krajín.

Ďalším spôsobom, ako obísť konflikt medzi plnením inflačného konvergenčného kritéria a procesom dobiehania ekonomickej úrovne v danej krajine, je zmrazenie regulovaných cien, limitovanie nárastu miezd vo verejnom sektore, alebo zníženie spotrebných daní v období posudzovania plnenia tohto kritéria. Tu však krajina riskuje, že vývoj inflačných mier Európska komisia označí ako nedostatočne udržateľný a kritérium nebude považovať za splnené.

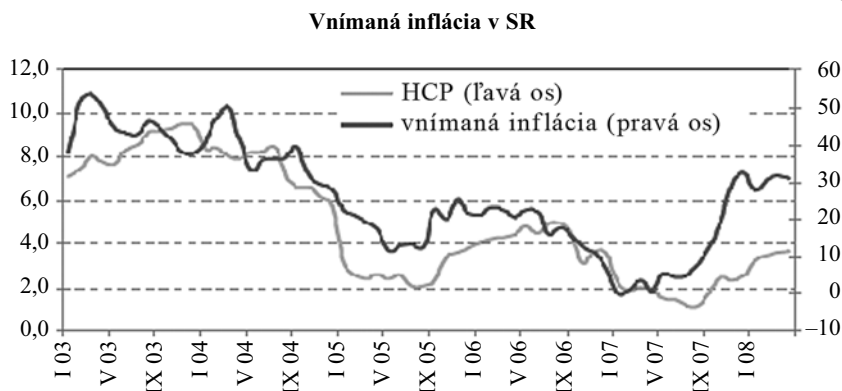
Niektorí autori navrhujú, aby sa kritérium cenovej stability pred, ako aj po vstupe krajiny do eurozóny posudzovalo podľa cenového vývoja iba v obchodovateľnom sektore – t. j. podľa miery inflácie, ktorá nebude ovplyvnená pôsobením Balassovho-Samuelsonovho efektu [10].

#### 4 Vnímaná verzus oficiálna inflácia

Zavedenie eura ako národnej meny do hospodárstva sa vo verejnosti spája s obavami z prudkého rastu cien. Vnímaná inflácia je pojem vyjadrujúci pociťovanú zmenu cenovej hladiny obyvateľstvom za dané obdobie. Zisťuje sa niekoľkými spôsobmi: v EÚ sa odhaduje na základe spotrebiteľského barometra (Consumer Confidence Barometer Survey of the European Commission). Na Slovensku ju zisťuje Ústav pre verejnú mienku pri ŠÚ SR.<sup>14</sup>

<sup>14</sup> Na meranie vnímanej inflácie sa používajú dva spôsoby. Pri prvom spôsobe respondenti odpovedajú na otázku „Ako sa podľa vás zvýšili ceny za posledných dvanásť mesiacov?“. Pri odpovedi si majú možnosť vybrať z nasledujúcich alternatív: ceny sa výrazne zvýšili; ceny sa podstatne zvýšili; ceny sa zvýšili mierne; ceny sa nezmenili; ceny sa znížili; neviem. Metodika vnímanej inflácie spočíva v priradení určitého počtu bodov každej odpovedi respondenta (napr. od  $-100$  za odpoveď ceny sa znížili, do  $+100$  za odpoveď ceny sa výrazne zvýšili), z ktorých sa podľa percentuálneho zastúpenia odpovedí vypočíta vážený priemer, tzv. koeficient inflačného napätia. Pri druhom spôsobe respondenti priamo odpovedajú na otázku, o koľko percent sa ceny zvýšili za určité obdobie [20].

Graf č. 2



**Prameň:** [20].

Na grafe č. 2 je ilustrovaný vývoj vnímanej inflácie v SR v porovnaní s infláciou meranou prostredníctvom harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien (HICP). Korelácia medzi HICP a vnímanou infláciou je nižšia v období rokov 2005 a 2007, disproporcía od polovice roku 2007 nastáva z dôvodu nestability na komoditných trhoch, ktorá sa prejavila vo vývoji cien potravín a pohonných látok. Medzi faktory vyvolávajúce efekt vnímanej inflácie patrí napríklad fakt, že obyvateľstvo si vytvára mienku o pohybe cenovej hladiny na základe posúdenia najčastejšie nakupovaných tovarov a služieb. To znamená, ak rastú ceny týchto produktov, obyvateľstvo nadobúda dojem, že rastú ceny všetkých tovarov. Podobne rast cien nehnuteľností vyvoláva dojem rastu cenovej hladiny, i keď nehnuteľnosti sa posudzujú skôr ako investície; nezanedbateľný je aj fakt, že vnímaná inflácia je robustnejšie determinovaná cenovým zvýšením ako poklesom cien. Vnímaná inflácia do určitej miery môže ovplyvniť spotrebu domácností v sledovanom období, a tým konzekventne ekonomický vývoj v krajine.

Monitoring inflácie rozlišuje medzi *vnímanou infláciou* (vývoj spotrebiteľských cien za predchádzajúce obdobie) a *očakávanou infláciou* (vývoj spotrebiteľských cien v nadchádzajúcom období). Inflačné očakávania ohľadom zvýšenia cien sa môžu premietnuť do cenových a mzdových kalkulácií, čím dôjde k tzv. „self-fulfilling prophecy“, t. j. samonaplnujúcej sa predpovedi. V kritickom prípade môže dôjsť k tzv. inflačno-mzdovej špirále, keď sa akcelerujúca inflácia stane zotrvačnou. Účinný spôsob ako zmierniť inflačné očakávania obyvateľstva je zrozumiteľná informačná kampaň, organizovaná vládou, ktorá by neopodstatnené obavy zo zvyšovania cien vyvrátila. Dôležitým faktorom je aj vyjednávanie vlády s odbormi, ktoré môže zabrániť neopodstatnenému zvyšovaniu nominálnych miezd.

## Záver

Je mnoho faktorov, ktoré majú dosah na zrýchlenie, resp. spomalenie miery inflácie. Významný vplyv na vývoj inflácie v ekonomikách má vývoj cien ropy a ostatných surovín na svetových trhoch, ekonomická situácia hlavných obchodných partnerov, vývoj domáceho ekonomického cyklu a v nemalej miere aj fiškálna politika vlády.

Konvergencia relatívnych cenových úrovní dobiehajúcich ekonomík k rozvinutým krajinám je možná iba dvoma spôsobmi: buď prostredníctvom pozitívneho inflačného diferenciálu, alebo nominálnou apreciáciou výmenného kurzu. Druhá spomínaná možnosť však v prípade vstupu krajiny do menovej zóny nie je realizovateľná z dôvodu straty nezávislej menovej politiky. Jedinou možnosťou zostáva dlhodobé vykazovanie pozitívneho inflačného diferenciálu voči vyspelejším krajinám.

Fiškálne opatrenia a expanzívna monetárna politika, ktoré využívajú štáty na boj proti hospodárskej a finančnej kríze, vyvoláva riziko inflácie. Mnohí ekonómovia varujú pred nadmerným fiškálnym a menovým uvoľnením, ktoré môže vyústiť do vysokého rastu cien, vzniku nových bublín a nových finančných kríz. Nie je istota, či centrálné banky vystihnú správny okamih, v ktorom by mali na infláciu zareagovať. Niet však pochyb, že po utlmení krízy sa inflačné procesy v ekonomikách stanú nevyhnutné, pretože sa masívne zvýši ponuka peňazí a následne sa veľmi rýchle objaví inflácia. Podľa J.C. Tricheta, prezidenta ECB, je potrebné ukončiť protikrizové opatrenia a zamerať sa na dlhodobý boj s infláciou. Najmä v prípade USA sa predpokladá, že vláda sa pokúsi rozpustiť časť svojho dlhu v inflácii, podobne ako to bolo v 70. rokoch minulého storočia. Súčasná rýchlosť kumulácie vládneho dlhu môže vyvolať za niekoľko rokov druhú vlnu finančných kríz.

Globálna finančná kríza a hospodárska recesia znamenala pre slovenskú ekonomiku z hľadiska vývoja inflácie neutrálny, resp. pozitívny vplyv. Nepotvrdili sa obavy z cenového šoku po zavedení eura, dochádza ku spomaľovaniu rastu miery inflácie. V dôsledku silného kurzu eura voči okolitým menám spotrebiteľia realizujú dopyt po tovaroch v zahraničí, čo vytvára tlak na domácich obchodníkov na ďalšie znižovanie cien. Na druhej strane, je veľmi pravdepodobné, že Slovensko bude vystavené aj prípadným negatívnym dôsledkom vyplývajúcim z neúmerneho zadlžovania ekonomík.

## Literatúra

- [1] BUITER, W. H. 2005. The 'Sense and Nonsense of Maastricht' Revisited: What Have We Learnt about Stabilization in EMU? In: *CEPR Discussion Paper*, No. 5405, december 2005. <http://ssrn.com/abstract=892875>
- [2] BREUSS, F. 2003. Balassa-Samuelson Effects in the CEEC: Are they Obstacles for Joining the EMU? In: *IEF Working Paper*, Nr. 52, Research Institute for European Affairs (IEF), máj 2004.
- [3] BROOK, A. M. 2005. The Challenges of EMU Accession Faced by Catching-up Countries: A Slovak Republic Case Study. In: *Economics Department Working Papers*, No. 444: OECD, september 2005.
- [4] DE GRAUWE, P.: *Economics of Monetary Union*. Oxford University Press, 2007.

- [5] DE GRAUWE, P.: Flaws in the Design of the Eurosystem? In: *International Finance* vol. 9, No. 1, 2006. s. 137 – 144.
- [6] GONDA, V.: *Peniaze a monetárne teórie*. Bratislava: IURA edition, 2005.
- [7] GROS, D. 2004. *The Maastricht criteria after enlargement: Old rules for New Members?* 2004. Dostupné na internete: <[http://www.ceistorvergata.it/conferenze&convegni/mondragone/XVI\\_papers/Paper-Gros.pdf](http://www.ceistorvergata.it/conferenze&convegni/mondragone/XVI_papers/Paper-Gros.pdf)>
- [8] ISHIYAMA, Y.: The Theory of Optimum Currency Areas: a Survey. In: *IMF Staff Papers*, vol. 22, 1975.
- [9] IŠA, J. – OKÁLI, I. 2008. Európska menová únia, optimálna menová oblasť a možné dôsledky vstupu Slovenska do eurozóny. In: *Politická ekonomie*, 2008, roč. LVI, č. 3, s. 318 – 344, ISSN 0032-3233. Dostupné aj na: <http://www.ekonom.sav.sk/uploads/projects/IsaOkali01.pdf>
- [10] JANÁČKOVÁ, S. 2002. Rozširovanie eurozóny: Niektoré rizika pro dohánějící země. In: *Politická ekonomie*, 50, č. 6, 2002. s. 759 – 779.
- [11] KRUGMAN, P. – OBSTFELD, M.: The Theory of Optimum Currency Area. In: *International Economics*. Addison Wesley, 2008.
- [12] LAVRACĎ, V. 2004. Fulfillment of Maastricht Convergence Criteria and Acceding Countries. In: *Ezoneplus Working Paper*, No. 21, apríl 2004. [http://www.ezoneplus.org/archiv/ezp\\_wp\\_21.pdf](http://www.ezoneplus.org/archiv/ezp_wp_21.pdf)
- [13] LISÝ, J.: *Výkonnosť ekonomiky a ekonomický rast*. Bratislava: IURA edition, 2005.
- [14] MANDEL, M. – TOMŠÍK, V. 2003. *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*. Praha: Management Press, 2003.
- [15] MÉLITZ, J.: Assessing the Costs of EMU. In: *Atlantic Economic Journal*, vol. 24, 1996, n. 4, s. 269 – 280.
- [16] ŠIKULOVÁ, I. (2006): *Konvergencia v procese európskej menovej integrácie*. Ekonomický ústav Slovenskej akadémie vied, REPRO-PRINT Bratislava, ISBN 80-7144-155-4, 2006.
- [17] ROGOFF, K.: Inflace je dnes menším zlem. In: *Project Syndicate*, 2008. Dostupné na: [www.project-syndicate.org](http://www.project-syndicate.org)
- [18] ROGOFF, K.: Smerujeme k dlhovej kríze? *Project Syndicate* 2009. Dostupné na: [www.project-syndicate.org](http://www.project-syndicate.org)
- [19] VINTROVÁ, R. – ŽĎÁREK, V. (2007): Links between Real and Nominal Convergence in the New EU Member States: Implications for the Adoption of Euro. In: *Ekonomický časopis*, 55, č. 5, 2007. s. 439 – 458.
- [20] Vnímaná inflácia na Slovensku. In: *Komentár 2008/14*, 5. september 2008, Inštitút finančnej politiky, Ministerstvo financií SR.
- [21] Studie vlivu zavedení eura na ekonomiku ČR (2007). Dostupné na: [http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/seminare\\_Eura\\_37652.html](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/seminare_Eura_37652.html)