

12. 9. 2008



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA

**POROVNANIE HOSPODÁRSKEHO A MENOVÉHO  
VÝVOJA SR, ČR, MAĎARSKA, POĽSKA A SLOVINSKA**

**Ing. Anna Brucháčová**

Inštitút menových a finančných štúdií  
Bratislava 1998

## Obsah

1. Základné črty hospodárskeho vývoja	.....	3
2. Menová politika a menový vývoj	.....	8
3. Výhľady na roky 1998 - 1999	.....	12

## Úvod

Táto práca nadväzuje na porovnanie vypracované v druhom polroku 1997 a štúdiu pre Výročnú správu NBS za rok 1997. Zachytáva situáciu v porovnávaných krajinách rámcovo do 1. polroka 1998. Časť 1. obsahuje charakteristiku hospodárskeho vývoja v jednotlivých krajinách a porovnanie vybraných ekonomických ukazovateľov. Uplatňovaná menová politika a niektoré črty menového vývoja sú charakterizované v časti 2.

Zoskupenie CEFTA (Central European Free Trade Assotiation) sa od roku 1997 rozšírilo o Rumunsko a v polovici roku 1998 bola podpísaná Dohoda o pristúpení s Bulharskom, ktorá vstúpi do platnosti od 1.1.1999. V tejto práci sa budeme venovať len prvým piatim členom združenia a označenie CEFTA sa bude vzťahovať na Slovensko, Českú republiku, Maďarsko, Poľsko a Slovinsko.

Proces transformácie v porovnávaných krajinách vstúpil do druhej fázy, kedy po počiatočnom období vytvárania makroekonomickej stability, liberalizácie a privatizácie sa dôraz presunul na vybudovanie, konsolidovanie a posilňovanie inštitúcií a politík, ktoré podporujú fungujúcu trhovú ekonomiku a na zvyšovanie investičnej aktivity podmieňujúcej hospodársky rast. V porovnávaných krajinách pretrvávajú problémy v reštrukturalizácii podnikov, zlepšenie je potrebné v rozvoji finančného sektora, politike hospodárskej súťaže a je potrebné podniknúť ďalšie kroky na zlepšenie podnikateľského prostredia. Rastový potenciál krajín je vysoký, ale hrozí možnosť jeho obmedzenia, ak sa bude preferovať ochrana skupinových záujmov, monopolistické praktiky a byrokracia.

## 1. ZÁKLADNÉ ČRTY HOSPODÁRSKEHO VÝVOJA

V procese "doháňania" vyspelých krajín (catching up) sa čoskoro zavŕši prvá etapa - vyrovnanie výpadku hospodárskeho výkonu v začiatkoch transformácie. Úroveň hrubého domáceho produktu (HDP) vyprodukovaného v roku 1989, teda na začiatku transformačného obdobia prekonal zatiaľ len Poľsko, ale táto skutočnosť je podmienená tým, že rast začal v tejto krajine z veľmi nízkej základne po viacerých rokoch stagnácie. Ostatné krajiny CEFTA sa tejto úrovni tiež už približujú, ako naznačuje tabuľka č. 1.

**Tab. 1 Hrubý domáci produkt v stálych cenách**

A - % zmena oproti rovnakému obdobiu predchádzajúceho roka

B - index, 1989 = 100

	Slovensko		ČR		Maďarsko		Poľsko		Slovinsko	
	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B
1989	.	100,0	.	100,0	.	100,0	.	100,0	.	100,0
1990	-2,5	97,5	-1,2	98,8	-3,5	96,5	-11,6	88,4	-8,1	91,9
1991	-14,6	83,3	-11,5	87,4	-11,9	85,0	-7,0	82,2	-8,9	83,7
1992	-6,5	77,9	-3,3	84,5	-3,2	82,3	2,6	84,3	-5,5	79,1
1993	-3,7	75,0	0,6	85,0	-2,3	80,4	3,8	87,6	2,8	81,3
1994	4,9	78,6	2,7	87,3	2,9	82,7	5,0	91,9	5,3	85,6
1995	6,9	84,1	6,4	92,9	1,5	84,0	7,0	98,4	4,1	89,2
1996	6,6	89,6	3,9	96,5	1,3	85,1	6,0	104,3	3,1	91,9
<b>1997</b>	<b>6,5</b>	<b>95,4</b>	<b>1,0</b>	<b>97,5</b>	<b>4,4</b>	<b>88,8</b>	<b>6,9</b>	<b>111,5</b>	<b>3,8</b>	<b>95,4</b>

I-II 98	6,1	.	-1,7	.	4,8	.	5,9	.	4,8	.
*1998	1,0 - 3,5	98,9	0,0 - 1,0	98,5	4,0 - 5,0	93,3	5,1 - 5,8	117,9	3,8 - 4,0	99,2
*1999	1,0 - 2,0	100,8	2,2 - 3,0	101,5	4,0 - 4,5	97,4	5,0 - 7,0	126,2	3,3 - 4,0	103,2

Pramene: národné štatistiky, vlastné prepočty \* prognózy EIU, IMAD, WIIW

V prípade optimistického výhľadu, ak by sme predpokladali rast jednotlivých krajín na hornej úrovni prognózovaného rozpätia, by mohli ostatné krajiny dosiahnuť predtransformačnú úroveň do roku 2000.

Oveľa náročnejšie bude priblíženie sa ekonomickej úrovni vyspelých európskych krajín. Pre krajiny ašpirujúce na vstup do Európskej únie (EÚ) je priblíženie sa hospodárskej úrovni krajín Únie zároveň politickým cieľom, keďže jedným zo základných predpokladov úspešného vstupu do Únie je výrazné zníženie súčasného rozdielu v príjmoch na obyvateľa. Tabuľka 2 ilustruje, ako porovnávané krajiny postupujú v tomto smere.

**Tab. 2 HDP na osobu v štandarde kúpnej sily**

	v ECU		% z priemeru EU - 15		% z úrovne Grécka	
	1995	1997	1995	1997	1995	1997
Slovensko	7400	8900	43	47	64	68
ČR	10800	12000	62	63	94	92
Maďarsko	7800	8900	45	47	68	68
Poľsko	6200	7500	36	40	54	57
Slovinsko	11300	13000	65	68	98	99
EU - 15	17400	19000	100	100	151	145
Grécko	11500	13100	66	69	100	100

Pramene: Eurostat, vlastné prepočty

V období 1995 - 1997 všetky krajiny CEFTA znížili rozdiel vo výške HDP na obyvateľa v štandarde kúpnej sily<sup>1</sup> v porovnaní s priemerom európskej 15-tyky, ale viac než 60% úrovne krajín EÚ dosahuje zatiaľ iba Slovinsko a Česká republika. Slovensko a Maďarsko sa blížia výkonom hospodárstva polovici úrovne EÚ a v skupine zatiaľ najslabší ekonomický potenciál zaraďuje Poľsko na 40% úrovne krajín EÚ. V porovnaní s ekonomicky najslabším členom Únie - Gréckom dosahuje Slovinsko ako najvýkonnejšia krajina v rámci skupiny CEFTA už prakticky jeho úroveň.

Predpokladom vyrovnania rozdielu je udržanie si vysokej miery rastu, ktorá však nesmie narúšať stabilitu ekonomiky. V tomto smere sa situácia v jednotlivých krajinách líši. Ukazuje sa, že Poľsko je schopné udržať si vysokú mieru rastu od roku 1994 bez príznakov prehrievania. V Maďarsku bola výrazná vonkajšia a vnú-torná

<sup>1</sup>Prepočty použité na výpočet HDP v štandarde kúpnej sily umožňujú odstrániť vplyv rozdielnosti cenových hladín a rozdielov výmenných kurzov medzi krajinami. Sú založené na koši tovarov a služieb, ktoré sú porovnateľné a reprezentatívne pre sledované krajiny. Údaje za transformujúce sa krajiny zatiaľ tieto dve požiadavky v plnej miere nespĺňajú, z čoho vyplýva určité podhodnotenie HDP v transformujúcich sa krajinách. Avšak oproti predchádzajúcim porovnávaniam Eurostat-u z rokov 1993 a 1995 sú tovary zahrnuté v koši podľa európskeho štandardu v transformujúcich sa krajinách širšie dostupné a štruktúra spotreby sa tiež viac približila západným krajinám.

nerovnováha dôvodom na prijatie stabilizačných opatrení v roku 1995, ktoré priniesli želané výsledky síce za cenu dočasného spomalenia rastu, ale od roku 1997 sa oživenie udržiava a perspektívy rastu sú v súčasnosti priaznivé. V prvom polroku 1998 boli hybnými silami rastu v oboch krajinách najmä expanzia investícií a vývozu.

V Slovinsku, Českej republike a Slovensku nástup na trajektóriu rýchleho rastu postupne vychýlil národné ekonomiky z rovnováhy, v dôsledku čoho Slovinsko po roku 1995 pribrzdiло rýchlosť expanzie a ekonomika Českej republiky dokonca znížila výkonnosť v prvom polroku 1998 v procese vyrovnania sa nerovnovážnymi tendenciami po menovej kríze v roku 1997. Slovensko síce zatiaľ rastie rýchlou mierou tvorenou najmä domácou spotrebou, ale rastúca vnútorná a zahraničná zadlženosť bude zrejme v najbližšom období vplývať na výraznejšie spomalenie rastu.

Vytváranie stabilného hospodárskeho prostredia je cieľom hospodárskej politiky a vyžaduje zdravé financovanie štátu. Znižovanie rozsahu verejnej spotreby a deficitu štátneho rozpočtu ako aj potreba previesť štrukturálne zmeny v štátnych rozpočtoch a reformy zdravotného, dôchodkového a sociálneho zabezpečenia ostávajú dôležitými cieľmi jednotlivých krajín v súvislosti so snahami vstúpiť do EÚ. V roku 1997 s výnimkou Poľska nastalo naopak zhoršenie stavu verejných financií v porovnávaných krajinách. V tomto smere sa javí najproblematickejšou situácia na Slovensku.

V prvom polroku 1998 v Poľsku a Maďarsku klesla miera nezamestnanosti pod 10%, čo je pre Maďarsko minimum za posledných šesť rokov a v Poľsku najnižšia úroveň od začiatkov transformácie. V Slovinsku sa miera nezamestnanosti tiež mierne znížila a na Slovensku naopak vzrástla. V Českej republike vzhľadom na zníženie výkonu hospodárstva a reštrukturalizáciu ekonomiky bude miera nezamestnanosti v najbližších rokoch narastať.

**Tab. 3 Miera nezamestnanosti** v % ek. aktívneho obyvateľstva, stav ku koncu obdobia

	Slovensko	ČR	Maďarsko	Poľsko	Slovinsko
1990	1,6	0,7	1,9	6,3	4,7
1995	13,1	2,9	10,4	14,9	14,5
1996	12,8	3,5	10,5	13,6	14,4
1997	12,5	5,2	10,4	10,5	14,8
jún 98	13,5	5,6	9,1	9,6	14,1
*1998	14,0	6,2 - 6,5	10,0	10,0	15,0
*1999	14,0	6,5 - 7,5	10,0	10,0	15,0
Pramene: národné štatistiky * prognózy EIU, IMAD, OECD, WIIW					

### Platobná bilancia

S nástupom ekonomického oživenia sa objavilo zaostávanie rastu domáceho outputu za rastom konečného domáceho dopytu. Táto nerovnováha viedla k deficitu obchodnej bilancie, ktorý vo väčšine krajín prerástol do deficitu bežného účtu platobnej bilancie. Deficit bežného účtu sám o sebe nebol pokladaný za hrozbu pre rast a stabilitu ekonomiky, pokiaľ bol kompenzovaný prílevom kapitálu plynúcim zo zahraničných investícií. Nedávne finančné krízy v ázijských krajinách však vyvolávajú obavy o stabilitu takéhoto systému v prostredí značne volatilných kapitálových tokov.

V smere rastu deficitu obchodnej bilancie boli pre Slovinsko a Českú republiku kritické roky 1996 a 1997. Dôsledkom administratívnych opatrení na obmedzenie dovozu (v Českej republike) ako aj lepšieho výkonu vývozu v prvom polroku 1998 sa bilancia bežných účtov v týchto krajinách zlepšila alebo prinajmenšom stabilizovala. Na Slovensku výraznejší pokles deficitu obchodnej bilancie zatiaľ nenastal.

**Tab. 4 Obchodná bilancia** A - v % HDP B - v mld. USD

	Slovensko		ČR		Maďarsko		Poľsko		Slovinsko	
	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B
1993	-7,3	-0,9	-0,9	-0,5	-8,5	-3,3	-2,7	-2,3	-0,2	-0,2
1994	0,4	0,1	-2,2	-1,4	-8,7	-3,6	-0,1	-0,8	-0,3	-0,4
1995	-1,3	-0,2	-7,3	-3,7	-5,4	-2,4	-1,5	-1,8	-6,4	-1,2
1996	-12,2	-2,3	-10,3	-5,9	-5,9	-2,6	-6,1	-8,1	-1,7	-0,9
1997	-10,3	-2,0	-8,8	-4,6	-3,8	-1,7	-8,2	-11,3	-4,2	-0,7
I-II 98	-11,0	-1,1	.	-1,0	.	-0,7	.	-6,0	.	-0,5

Pramene: národné štatistiky, vlastné prepočty

V Poľsku je deficit obchodnej bilancie vo veľkej miere kompenzovaný neoficiálnym príjmom z prihraničného obchodu.

**Tab. 5 Podiel bežného účtu platobnej bilancie na HDP v %**

	Slovensko	ČR	Maďarsko	Poľsko	Slovinsko
1993	-5,0	1,3	-8,9	-2,7	1,5
1994	5,2	-2,0	-9,4	-1,0	3,8
1995	3,7	-2,7	-5,4	-1,8	-0,2
1996	-10,4	-7,6	-3,9	-6,3	0,3
1997	-9,5	-6,1	-2,0	-3,2	0,2
*1998	-6,5 - -9,0	-3,3 - -5,2	-2,3	-3,8 -4,5	-0,9
*1999	-6,0	-2,8 -4,2	-3,0	-5,3	-1,4

Pramene: národné štatistiky, vlastné prepočty \*prognózy EIU, OECD, IMAD

Udržanie rýchlej dynamiky investícií, samozrejme v potrebnej odvetvovej a technologickej štruktúre a jej výrazného predstihu pred dynamikou HDP je základným predpokladom "doháňania" ekonomickej úrovne vyspelých trhových ekonomík. Z príspevku priamych zahraničných investícií (PZI) k podpore ekonomickeho rastu a reštrukturalizácii ťaží popri Maďarsku v rastúcej miere Poľsko, ktoré v celkovej výške prijatých investícií, a teda aj podiele v rámci skupiny prekonal doteraz najpreferovanejšie Maďarsko. Maďarsko má však naďalej najvyšší objem PZI v pomere k outputu a v prepočte na 1 obyvateľa.

**Tab. 6 Priame zahraničné investície k 31.12.1997**

	mld. USD	PZI ako % HDP	PZI na obyvateľa, USD	podiel v rámci skupiny v %
Slovensko	1,1	5,8	200	2,4
Česká rep.	7,6	15,5	740	16,3
Maďarsko	16,3	36,2	1600	35,1
Poľsko	20,3	15,2	520	43,8
Slovinsko	1,1	6,0	550	2,4

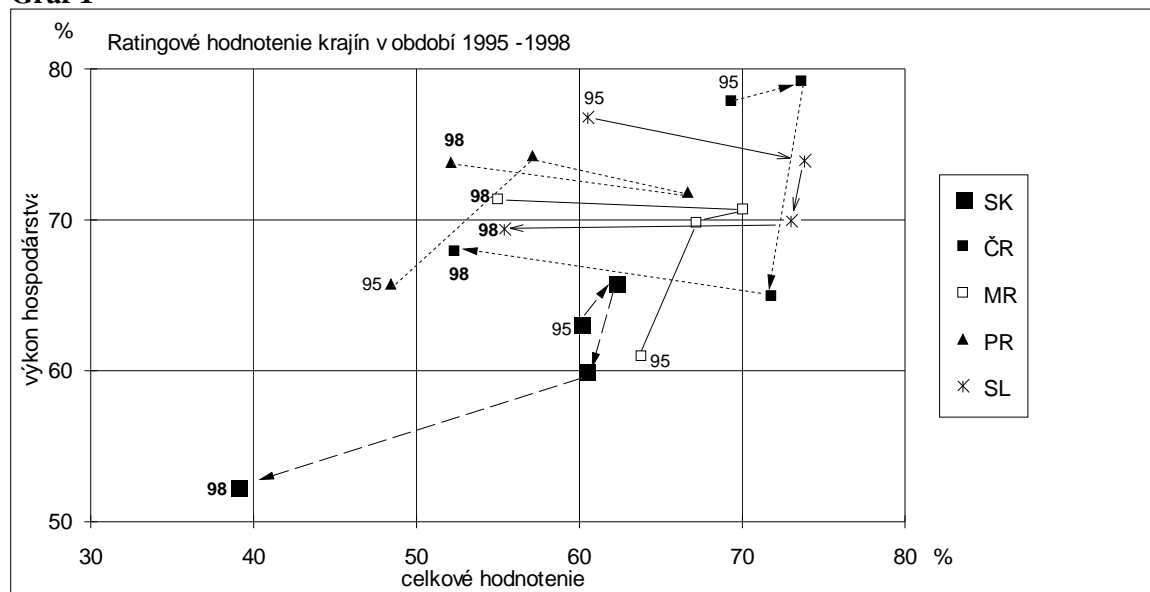
Pramene: národné štatistiky, vlastné prepočty

## Hodnotenie rizika krajiny

Pohľad zahraničných investorov na porovnávané krajiny a ich hospodársku situáciu poskytuje časopis Euromoney, ktorý pravidelne uverejňuje prehľad hodnotenia 180-tich krajín sveta z hľadiska **úrovne rizika krajiny pre medzinárodných investorov**.

Finančné krízy v Ázii a Rusku viedli k prehodnoteniu rizík investovania na novovzniknutých trhoch. Oproti roku 1997 preferencie investorov pre krajiny strednej Európy na jeseň 1998 poklesli. Celkovo boli na jeseň 1998 Slovinsko, Maďarsko, Poľsko a Česká republika hodnotené veľmi podobne a umiestnili sa medzi 38. - 42. priečkou v celkovom hodnotení. Slovensko, žiaľ, získalo pozíciu "outsidera" a skupine sa s najnižším hodnotením vzdialilo, keď pokleslo v celkovom hodnotení na 66. priečku. Vývoj ratingového hodnotenia<sup>2</sup> porovnávaných krajín v období štyroch rokov znázorňuje graf 1. Pohyb sprava doľava naznačuje menej priaznivé hodnotenie politického rizika, dlhovej situácie a schopnosti získať finančné zdroje, pohyb zhora nadol nižšie hodnotenie hospodárskeho výkonu.

**Graf 1**



Pramene: Euromoney 9/1995, 9/1996, 9/1997, 9/1998, vlastné prepočty

V porovnaní s rokom 1995 sa v roku 1998 zvýšilo hodnotenie hospodárskeho výkonu Maďarska a Poľska, naproti tomu pohľad na Slovinsko a Českú republiku a Slovinsko je menej priaznivý. S výnimkou Poľska bol celkový rating krajín v roku 1998 nižší než v roku 1995, najmä vplyvom zhoršenia dlhových indikátorov.

<sup>2</sup> V rámci **výkonu hospodárstva** je posudzovaný ekonomický rast, menová stabilita, vývoj bežného účtu platobnej bilancie, verejných financií a miera nezamestnanosti.

**Celkové hodnotenie** zahŕňa **politické riziko** - definované ako riziko nezaplatenia za poskytnuté tovary a služby, pôžičky, dividendy, alebo zabránenie repatriácie kapitálu. Kategória neodráža hodnotenie dôveryhodnosti individuálnych obchodných partnerov v krajine, **dlhové indikátory** - hodnotenie krajiny vzhľadom na pomer dlhovej služby k exportu, bilanciu bežného účtu k HDP a pomer zahraničného dlhu k HDP, zohľadňuje sa aj reštrukturalizácia zahraničného dlhu krajiny, **úverový rating** je priemerom ratingového ohodnotenia krajiny agentúrami Moody's, Standard & Poors a IBCA, **prístup k medzinárodným financiám** hodnotí možnosti rýchleho prístupu krajiny na medzinárodné kapitálové trhy.

## 2. MENOVÁ POLITIKA A MENOVÝ VÝVOJ

Pokrok smerom k makroekonomickej stabilizácii znamenal zmenu krátkodobých cieľov a úlohy menovej politiky. Pri celkovo úspešnom pokroku smerom k stabilizácii po predchádzajúcom období vysokej inflácie sa centrum záujmu menovej politiky presunulo na potrebu udržať postup k miere inflácie dosahovanej vo vyspelých trhových ekonomikách.

Finančné krízy v niektorých transformujúcich sa krajinách dokazujú, že makroekonomická stabilita je stále krehká a môže byť ľahko narušená. Dočasné tlaky na devízové trhy v krajinách strednej Európy po krízach v juhovýchodnej Ázii a Rusku ukázali ako pôsobenie vonkajších vplyvov môže tvoriť obmedzenia pre menovú politiku. V nasledujúcich rokoch bude menová politika pôsobiť v zložitom ekonomickom priestore, keď prechod na euro a pokles úrokových mier v EÚ, vysoký úrokový diferenciál v krajinách strednej Európy a kríza na viacerých novovzniknutých trhoch môže vo vyššej miere presunúť krajiny CEFTA do pozornosti špekulatívneho kapitálu.

V roku 1997 a prvej polovici roka 1998 krajiny CEFTA pokračovali vo výkone prísnej menovej politiky zameranej na ďalšie znižovanie tempa inflácie. Rozdielne skúsenostiach jednotlivých krajín majú čiastočne pôvod v rozdielnych zavedených systémoch výmenných kurzov a nástrojoch a cieľoch menovej politiky.

Na **Slovensku** musela Národná banka Slovenska (NBS) udržiavať striktnú menovú politiku vplyvom kombinácie pôsobenia viacerých nepriaznivých faktorov - expanzívnej fiskálnej politiky, silného domáceho dopytu spôsobujúceho rast deficitu bežného účtu, rastúcich inflačných tlakov a devalvačných očakávaní. V dôsledkom intervencií NBS na udržanie hodnoty meny bol významne znížený stav devízových rezerv, čo viedlo NBS k rozhodnutiu zrušiť režim fixného výmenného kurzu s fluktuácnym pásmom.

V **Českej republike** došlo v menovej oblasti zavedením plávajúceho kurzu koruny v roku 1997 ku strate nominálnej kotvy vo forme fixného kurzu koruny a tým aj jej pozitívneho vplyvu na hlavný cieľ politiky Českej národnej banky (ČNB) - znižovanie inflácie. Táto skutočnosť vyvolala potrebu zmeny stratégie menovej politiky, a preto bola prijatá od roku 1998 stratégia priameho cielenia na infláciu.

Jedným z hlavných rysov stratégie cieľovania inflácie je jej transparentnosť a pravidelné informovanie verejnosti o realizácii menovej politiky, prispením čoho sa majú formovať inflačné očakávania v želateľnom smere. Inflačný cieľ ČNB bol definovaný pomocou koncepcie čistej inflácie. Index čistej inflácie, ktorý sa používa na meranie čistej inflácie, je odvodený z indexu spotrebiteľských cien po vylúčení položiek regulovaných cien a cien ovplyvňovaných administratívnymi opatreniami. Inflačný cieľ bol stanovený v strednedobom horizonte na rok 2000 v intervale 3,5 - 5,5% a cieľ pre rok 1998 5,5 - 6,5%.



V **Poľsku** Národná banka Poľska (NBP) vytýčila na nasledujúce obdobie ako hlavný cieľ menovej politiky kontrolu inflácie meranú indexom spotrebiteľských cien. NBP dospela k názoru, že regulovanie ponuky peňazí ako medzicieľ menovej politiky nemalo v predchádzajúcom období významný vplyv na infláciu. V roku 1998 by inflácia mohla dosiahnuť 10% a na rok 1999 očakáva NBP infláciu vo výške 8-8,5%. V dokumente Stratégia menovej politiky na roky 1999 - 2003 vytýčila NBP cieľ znížiť mieru inflácie ku koncu roku 2003 pod 4%.

Zámer vstúpiť do EÚ a neskôr do EMÚ bude vyžadovať splnenie maastrichtských konvergenčných kritérií. So zreteľom na predpokladaný vstup do Európskeho systému výmenných kurzov NBP uvažuje o postupnom prechode na plávajúci kurz. NBP sa preto bude usilovať postupne uvoľňovať výmenný kurz rozširovaním fluktuatívneho pásma, ktoré z +-10% a rozšírila na +-12,5% a znižovaním tempa devalvácie korigujúcej výmenný kurz, ktorá je v súčasnosti na úrovni 0,5% mesačne.

NBP v novom devízovom zákone, ktorý vstúpi do platnosti budúci rok, zrušila povinnosť centrálnej banky obchodovať s devízovými prostriedkami. Tento krok znamená postupný zánik devízového fixingu, čím budú banky nútené samostatne obchodovať na devízových trhoch a zabezpečovať sa pred kurzovými rizikami. Na zavedenie eura NBP reagovala modifikáciou štruktúry menového koša, ktorý doteraz tvorili americký dolár, nemecká marka, francúzsky frank a britská libra. Od roku 1999 bude koš obsahovať iba americký dolár a euro.

V **Maďarsku** bola novým zákonom o Národnej banke Maďarska (NBH) z roku 1997 posilnená nezávislosť centrálnej banky. NBH formulovala cieľ menovej politiky ako zredukovanie stále vysokej miery inflácie ročne o 3 - 5% a vo výhlade nasledujúcich 2-3 rokoch dosiahnuť jednocifernú ročnú mieru. Hlavným prostriedkom na spomalenie miery inflácie je postupné redukovanie vopred ohlasovanej devalvácie forintu. NBH zároveň berie do úvahy adverzný efekt, ktorý by mala veľmi rýchla redukcia devalvácie na konkurencieschopnosť maďarského hospodárstva a preferuje zatiaľ viac ochranu výrobcov.

V oblasti úrokovej politiky je cieľom NBH prispôbovať oficiálne úrokové sadzby trhovým. V súčasnosti teda v súlade s vývojom inflácie a podmienkami na trhu NBH oficiálne sadzby znižuje.

V **Slovinsku** Banka Slovinska (BS) sledovala v posledných rokoch reštriktívnu menovú politiku. V súvislosti so zámerom stať sa členom EÚ bude BS sledovať znižovanie miery inflácie na úroveň 3-5% do roku 2001, ďalšími cieľmi sú zníženie volatility výmenného kurzu a zníženie reálnych úrokových mier. V Slovinsku sa doteraz využíva revalvačná klauzula, čiže úprava úrokových mier o vplyv inflácie, v dôsledku čoho sú reálne úrokové miery vysoké.

V roku 1997 BS prvýkrát verejne prezentovala medzicieľ menovej politiky, za ktorý bol zvolený rast menového agregátu M3 (obeživo, netermínované vklady, termínované vklady + všetky depozitá v cudzej mene), pretože vývoj tohto agregátu vykazuje stabilnejší a dlhodobejší vzťah s vývojom nominálnej produkcie a s infláciou než užší agregát M1 používaný ako medzicieľ v predchádzajúcich rokoch.

Medzi cieľom menovej politiky BS na rok 1998 bol stanovený rast menového agregátu M3 v rozmedzí 18 - 26%.

### **Vývoj nástrojov menovej politiky**

Súčasťou transformačnej stratégie porovnávaných krajín bol prechod k trhovu založeným a nepriamym prostriedkom menovej kontroly. Krajiny prešli k používaniu trhovu orientovaných nástrojov už ku koncu roka 1994. V ďalších rokoch bola snaha zacielená na posilnenie peňažných trhov, podporu sekundárnych trhov so štátnymi cennými papiermi, zlepšenie systému medzibankového zúčtovania a rozvoj operácií na voľnom trhu.

### **Úrokové sadzby**

Najbližšie trhovým sadzbám sú aukčné sadzby na úvery a cenné papiere a repo, respektíve reverzné repo sadzby. Tieto sa používajú ako indikátor krátkodobej likviditnej situácie spolu s dennými sadzbami medzibankového trhu, pokiaľ sú tieto dostupné. Operácie na voľnom trhu, repo a reverzné repo operácie tvoria hlavný spôsob krátkodobého refinancovania. Formy preferenčného refinancovania sa stále používajú, hrajú však malú úlohu a sú nasmerované na podporu exportu a poľnohospodárstva.

Porovnanie vývoja základných úrokových sadzieb centrálnych bánk jednotlivých krajín (príloha 3) naznačuje, že ako signalizačný prostriedok zámerov centrálnej banky a jej hodnotenie aktuálnej situácie sa tieto sadzby používajú v krajinách s vysokou mierou inflácie - v Poľsku a Maďarsku, ostatné krajiny ich využívajú menej. Praktický význam základných sadzieb je menej relevantný.

### **Kurzová politika**

Meny krajín CEFTA sú od roku 1995 konvertibilné podľa článku VIII MMF a v súvislosti s členstvom v OECD sú postupne odstraňované obmedzenia na kapitálové pohyby. Slovensko ako posledné spomedzi krajín CEFTA v októbri 1998 opustilo systém fixného kurzu s fluktuáčnym pásmom a prešlo na floating. Tabuľka č. 7 sumarizuje v súčasnosti aplikované kurzové systémy v porovnávaných krajinách.

**Tab. 7 Režim výmenného kurzu**

	Slovensko	Česká rep.	Maďarsko	Poľsko	Slovinsko
zavedenie	1998	1997	1995	1995	1991
kurzový systém	floating	floating	crawling - band	crawling - band	floating
fluktuáčné pásmo	-	-	+2,25	+12,5	-
mesačná miera devalvácie	-	-	0,86	0,5	-

## Cenový vývoj

V Maďarsku a Poľsku pokračoval vývoj cien v prvom polroku 1998 v zmiernujúcom sa tempe, vzhľadom na kurzové režimy v týchto krajinách, ktoré sú postavené na priebežnej devalvácii meny, nemožno očakávať rýchlejší postup dezinflácie.

**Tab. 8 Spotrebiteľské ceny**

A - priemerná % zmena oproti rovnakému obdobiu B - index, 1989 = 100 resp. 1990 = 100

	Slovensko		ČR		Maďarsko		Poľsko		Slovinsko	
	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B
1989	.	100,0	.	100,0		100,0	.	.	.	.
1990	10,4	110,4	9,7	109,7	28,9	128,9	585,8	100,0	549,7	100,0
1991	61,2	178,0	56,6	171,8	35,0	174,0	70,2	170,2	117,7	217,7
1992	10,0	195,8	11,1	190,9	23,0	214,0	43,0	243,4	207,3	669,0
1993	23,2	241,2	20,8	230,6	22,5	262,2	35,3	329,3	32,9	889,1
1994	13,4	273,5	10,0	253,6	18,8	311,5	32,2	435,3	21,0	1075,8
1995	9,9	300,6	9,1	276,7	28,2	399,3	27,8	556,4	13,5	1221,0
1996	5,8	318,0	8,8	301,0	23,6	493,6	19,9	667,1	9,9	1341,9
<b>1997</b>	<b>6,1</b>	<b>337,4</b>	<b>8,5</b>	<b>326,6</b>	<b>18,3</b>	<b>583,9</b>	<b>14,9</b>	<b>766,5</b>	<b>8,4</b>	<b>1454,6</b>
jun 98	7,4	.	12,0	.	14,2	.	12,2	.	8,3	.
*1998	8,3	.	12,2	.	14,0- 15,7	.	8,5 - 10,3	.	8,5	.
*1999	11,5	.	9,0-11,2	.	10,0- 13,5	.	9,1	.	6,8	.

Pramene: národné štatistiky \*prognózy OECD, WIIW, IMAD

Na výraznejšie znižovanie inflácie v krajinách, ktoré dosiahli jej jednocifernú úroveň, je už priestor značne obmedzený, vzhľadom na očakávané pokračovanie procesu ďalšieho uvoľňovania regulovaných cien. V Českej republike a na Slovensku práve administratívne úpravy cien ovplyvnili zvýšenie miery inflácie v prvom polroku 1998 a aj v budúcom období možno očakávať vyššiu úroveň inflácie v dôsledku tlaku na makroekonomickú stabilitu a problémy mikroekonomickej adaptácie, ako aj vyššieho stupňa kurzovej neistoty v dôsledku využívania systému plávajúceho kurzu.

Pre porovnanie uvádzame v tabuľke č. 8 kumulovaný index spotrebiteľských cien od začiatku transformácie. V prípade Poľska a Slovinska bol bazický rok zvolený neskôr, vzhľadom na predchádzajúce obdobie hyperinflácie.

## Devízové rezervy

Výrazný rast devízových rezerv do roku 1995 podmienený prílevom priamych zahraničných investícií a špekulatívneho kapitálu vystriedal neskôr ich pokles v súvislosti s potrebami centrálnych bánk výraznejšie intervenovať na devízových trhoch. Stav rezerv je však dostatočný na krytie záväzkov voči zahraničiu.

**Tab. 9 Devízové rezervy centrálnych bánk** mld. USD, bez zlata

	Slovensko	ČR	Maďarsko	Poľsko	Slovinsko
1995	3,4 (4,0)	14,0 (8,0)	12,0 (9,4)	14,8 (6,0)	1,8 (3,8)
1996	3,5 (3,3)	12,4 (3,0)	12,4 (7,0)	17,8 (6,9)	2,3 (4,5)
1997	3,4 (3,2)	9,8 (3,6)	8,4 (4,7)	20,4 (6,1)	3,3 (4,8)
jun 1998	3,7 (3,2)	10,8 (4,5)	10,0 (5,6)	27,0 (6,9)	3,7 (4,5)

Prameň: národné štatistiky ( ) - krytie priemerného mesačného dovozu tovarov a služieb

Okrem Maďarska a Poľska možno v ostatných troch krajinách pozorovať rastúcu zahraničnú zadlženosť. Vzhľadom na spomalenie rastu v najbližších rokoch a vysoké úrokové sadzby je pravdepodobný nárast dlhovej služby aj pomeru dlh/HDP.

**Tab. 10 Hrubá zahraničná zadlženosť** A - ako % HDP B - v mld. USD

	Slovensko		ČR		Maďarsko		Poľsko		Slovinsko	
	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B
1995	33,3	5,8	33,8	16,5	70,4	31,5	36,9	45,2	15,8	2,9
1996	42,8	7,8	37,5	20,4	62,0	27,6	30,1	40,6	21,3	4,0
1997	55,0	9,9	42,3	21,3	52,6	21,7	28,4	38,1	22,9	4,2
jún 1998	.	11,3	.	21,6	.	21,1	.	38,6	.	4,4
*1998	54,4	.	36 -43	.	45 - 55	.	28	.	24	.
*1999	55,0	.	33-39	.	41 - 52	.	25	.	22 - 26	.

Pramene: národné štatistiky, \*prognózy EIU, IIF, IMAD

### 3. VÝHLADY NA ROKY 1998 - 1999

Inštitúcie zaoberajúce sa ekonomickým prognózovaním (Európska komisia, MMF, OECD) prehodnocujú svoje prognózy vývoja svetového hospodárstva na roky 1998 - 1999 smerom nadol. Ekonomický rast by mal v celosvetovom meradle v roku 1998 dosiahnuť 2% a okolo 2,5% v roku 1999. Nižšie odhady sú v hlavnej miere výsledkom dopadov svetovej finančnej krízy sprevádzanej ekonomickou recesiou, ktorá sa - samozrejme - prejaví v rozličných skupinách krajín rozdielnou mierou. Japonsko, Ázia a Latinská Amerika budú zrejme zasiahnuté oveľa viac ako USA a Európa. Rast v krajinách Európskej únie by sa mal v roku 1998 pohybovať medzi 2,7 - 2,9% a roku v 1999 2,4 - 2,5%.

V rámci krajín strednej Európy majú dobré výhľady Maďarsko a Poľsko. V ČR je v roku 1998 nepravdepodobný rast domáceho dopytu. Spotreba domácností bude obmedzená spomaleným rastom miezd, ktoré vzhľadom k vyššej inflácii budú mať tendenciu k reálnemu poklesu a aj spotreba vlády by mala klesať. Mierny nárast by mohli vykázat len investície. Rast HDP bude pochádzať len z rýchlejšieho rastu vývozu tovarov a služieb oproti pomalšiemu rastu dovozu. Rast v roku 1999 by mal byť podložený rastom priemyselnej výroby, rastom vývozu a miernym oživením domáceho dopytu.

V SR budú mať rastúce náklady zahraničného dlhu a vplyv vysokých úrokových sadzieb na investície negatívny dopad na rast HDP v rokoch 1998 aj 1999. Potreba opatrnej menovej a fiskálnej politiky spomalí rast outputu, čo sa odrazí na obmedzení investícií. Zhoršenie podmienok získavania zdrojov v zahraničí obmedzí zdroje lacného financovania pre vládu aj podniky. Pokles ziskovosti podnikov bude vplývať na nárast nezamestnanosti, ktorý obmedzí rast miezd a tým aj dopyt domácností. Pri slabom dopyte vlády, domácností a nízkych investíciách je predpoklad výrazného spomalenia rastu outputu.

\* \* \*

Transformujúce sa krajiny sú nútené čeliť novým problémom vzhľadom na zvýšenú volatilitu globálnych finančných trhov a výraznú citlivosť ich ekonomík na vonkajšie vplyvy. V tejto súvislosti je potrebné venovať viac pozornosti rizikám a problémom spojeným s procesom približovania sa v prostredí globálnej ekonomiky, ktoré treba

mať na zreteli pri stanovovaní primeraných a udržateľných cieľov ohľadom rastu ekonomiky.

## **PRÍLOHY**

## Príloha 1

## Štruktúra použitia HDP v %

	Konečná spotreba- domácnosti	Konečná spotreba- vláda	Tvorba hr.kapitálu - spolu	Fixný kapitál	Čisté saldo vývoz- dovoz	Vývoz	Dovoz
<b>Česká rep.</b>							
1993	56,3	23,5	18,0	26,6	2,2	56,7	54,5
1994	57,6	22,3	20,5	30,0	-0,4	52,5	52,9
1995	57,3	19,4	27,8	31,0	-4,5	59,3	63,8
1996	49,6	21,9	35,5	32,9	-7,0	53,4	60,4
1997	50,6	21,0	33,9	30,7	-5,4	57,6	63,0
<b>Maďarsko</b>							
1993	58,1	30,1	20,0	18,9	-8,2	26,4	34,6
1994	56,3	28,0	22,2	20,1	-6,5	28,9	35,4
1995	53,0	26,4	22,8	19,3	-2,2	34,9	37,1
1996	64,2	10,1	26,8	21,5	-1,1	39,1	40,2
1997	62,4	10,1	27,5	22,4	.	.	.
<b>Poľsko</b>							
1993	63,0	20,5	15,5	15,9	1,0	22,9	22,0
1994	64,4	18,7	15,9	16,2	1,0	24,0	23,0
1995	63,7	17,9	18,3	16,9	0,2	24,9	24,8
1996	64,2	18,4	20,2	19,0	-2,8	24,8	27,6
1997	64,3	18,2	22,4	20,8	-4,9	25,3	30,2
<b>Slovinsko</b>							
1993	58,5	21,1	19,3	18,8	1,1	58,8	57,7
1994	56,6	20,2	20,6	19,7	2,6	58,9	56,3
1995	57,3	20,2	23,2	21,2	-1,3	54,2	55,5
1996	57,3	20,1	23,4	22,5	-0,9	54,3	55,2
1997	56,5	20,4	24,0	23,7	-1,0	57,5	58,4
<b>Slovensko</b>							
1993	53,1	25,0	27,4	32,7	-5,5	61,8	67,3
1994	49,9	21,6	23,0	29,1	5,5	64,5	59,1
1995	48,5	20,0	28,2	28,9	3,2	62,4	59,2
1996	49,1	23,8	38,1	36,9	-11	57,3	68,4
1997	49,3	22,4	35,5	38,6	-7,1	56,4	63,5

Pramene:CESTAT Statistical Bulletin 1996, 1997, 1998, národné štatistiky

## Príloha 2

## Reálne zmeny komponentov HDP v %

	Konečná spotreba-domácn.	Konečná spotreba-vláda	Tvorba hr. fix. kapitálu	Vývoz tovarov a služieb	Dovoz tovarov a služieb	HDP
<b>Česká rep.</b>						
1993	2,9	-0,1	-7,7	7,5	10,4	-0,9
1994	5,3	-2,3	17,3	0,2	7,8	2,6
1995	6,9	-2,0	21,0	16,1	22,0	6,4
1996	7,0	4,1	8,7	5,4	12,9	3,9
1997	1,6	-2,1	-4,9	10,2	6,7	1,0
*1998	-0,4	-1,2	0,5	16,7	10,6	1,4
*1999	1,2	2,0	2,0	13,5	11,9	2,2
<b>Maďarsko</b>						
1993	1,9	9	2	-10,1	13,7	-2,3
1994	-0,2	-6,3	12,5	13,7	8,8	2,9
1995	-7,5	-3,2	-4,3	13,4	-0,7	1,5
1996	-3,0	-3,0	-2,0	13,0	6,5	1,3
1997	1,2	-1,0	8,2	25,0	23,9	4,4
*1998	2,3	-1,0	10,0	16,3	14,1	5,5
*1999	3,8	0,0	13,5	13,3	14,0	5,8
<b>Poľsko</b>						
1993	5,2	3,8	2,9	3,2	13,2	3,8
1994	4,3	2,8	9,2	13,1	11,3	5,2
1995	3,6	2,9	16,9	23,6	24,3	7,0
1996	8,7	3,4	20,6	12,5	28,0	6,1
1997	7,0	3,3	21,9	15,0	22,7	6,9
*1998	4,6	1,8	15,1	11,8	13,4	5,8
*1999	3,7	1,5	12,5	11,6	11,0	5,6
<b>Slovinsko</b>						
1993	13,9	5,3	10,7	0,6	17,6	2,8
1994	3,8	2,1	12,5	10,5	10,7	5,3
1995	9,2	2,5	17,1	1,0	11,6	4,1
1996	2,6	2,2	6,9	2,5	1,3	3,1
1997	2,8	5,8	8,7	9,9	9,6	3,8
*1998	3,2	4,6	6,5	5,3	6,5	4,0
*1999	4,1	2,4	6,5	5,5	6,5	4,0
<b>Slovensko</b>						
1993	-1,5	-2,2	-5,4	-0,5	-0,8	-3,7
1994	0,0	-11,2	-4,6	14,2	-3,6	4,9
1995	3,4	3,0	5,3	3,1	9,6	6,9
1996	6,9	20,3	39,8	-0,3	20,3	6,6
1997	6,3	0,1	14,5	6,1	-2,3	6,5
*1998	2,9	0,6	9,8	11,5	11,6	6,0
*1999	3,0	0,4	7,5	7,9	7,0	5,3

Pramene:CESTAT Statistical Bulletin 1996, 1997, 1998 národné štatistiky \* odhady a prognózy OECD, IMAD, ČSÚ



### Základné sadzby centrálnych bánk

