



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA

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

**Ing. Anna Brucháčová**

Inštitút menových a finančných štúdií  
Bratislava 2000

## **POĎAKOVANIE**

Autorka ďakuje RNDr. Františkovi Hajnovičovi a Ing. Zore Komínkovej, PhD. za cenné pripomienky a odporúčania k predchádzajúcej verzii tejto práce. Taktiež ďakuje pracovníčkam Organizačno-dokumentačného oddelenia IMFŠ za pomoc pri vyhľadávaní relevantných informácií.

Názory a stanoviská prezentované v tejto práci nemusia nutne zodpovedať názorom NBS.

## Obsah

Úvod	4
1. Základné črty hospodárskeho vývoja	6
2. Menová stratégia v porovnávaných krajinách	13
2.1. Stabilizácia	13
2.2. Post-stabilizačné obdobie	16
2.3. Integračné úsilie	19
3. Cielenie inflácie - poznatky z ČR a Poľska	21
Záver	23
Literatúra	27

## Úvod

Predkladaná práca nadväzuje na porovnania vypracované v rokoch 1994 až 1999 na informáciu Direktória NBS s ročnou periodicitou. Zachytáva situáciu v porovnávaných krajinách rámcovo do 2. štvrt'roka 1999. Časť 1. obsahuje základnú charakteristiku hospodárskeho vývoja v jednotlivých krajinách a porovnanie vybraných ekonomických ukazovateľov. V tejto práci sme sa zamerali viac na porovnanie menovej stratégie centrálnych bánk v porovnávaných krajinách, ktoré je obsahom kapitol 2. a 3. V časti 4. sú sumarizované hlavné znaky vývoja porovnávaných krajín v uplynulom desaťročí.

Česká republika, Maďarsko, Poľsko, Slovensko a Slovinsko sa zo skupiny transformujúcich sa krajín vyčleňujú ako najrýchlejšie a najefektívnejšie postupujúce k trhovému hospodárstvu. Tento vývoj samozrejme neprebehol hladko a bez problémov. V úvodnej fáze transformácie - stabilizácii hospodárstva po prvotnom šoku z dopadov liberalizácie cien - malo kľúčový význam pomocou silnej menovej kotvy zabrániť vzniku inflačnej špirály. Za menovú kotvu bol v prevažnej miere zvolený fixný výmenný kurz. V závislosti od miery podpory tejto nominálnej kotvy prísnu mzdovou a rozpočtovou politikou sa miera inflácie postupne znižovala. Svoju úlohu zohrali samozrejme aj počiatočné podmienky jednotlivých krajín, čiže miera ekonomickej (ne)rovnováhy "zdedenej" z predchádzajúceho režimu. Znížením mimoriadne vysokej miery inflácie sa vytvorili nutné podmienky pre obnovu hospodárskeho rastu.

Výrazné počiatočné znehodnotenie meny vytvorilo priestor pre naštartovanie cenovo konkurencieschopného vývozu na nové trhy - hlavne v krajinách západnej Európy. Následné zhodnocovanie reálneho kurzu v porovnávaných krajinách malo v ideálnom prípade zodpovedať kombinácii návratu (podhodnoteného) kurzu k rovnovážnej úrovni a rastu rovnovážnej úrovne reálneho kurzu prameniaceho z efektu transformácie hospodárstva. Prakticky však dochádzalo k tomu, že rast cien a miezd predbiehal rast kvality výrobkov a produktivity práce, takže zhodnocovanie meny bolo nadmerné a krajiny konkurencieschopnosť strácali.

Po jednoznačne pozitívnom pôsobení fixného kurzu v období stabilizácie sa v období liberalizácie pohybu kapitálu ukázalo byť jeho pôsobenie ako záludné. Inflačný a z neho prameniaci úrokový diferenciál podnecoval prílev problematického dlhového a špekulatívneho kapitálu. Jeho sterilizácia mala tendenciu pôsobiť kontraproduktívne na protiinflačné úsilie centrálnych bánk.

Krajiny sa preto rozširovaním fluktuálneho pásma kurzu snažili získať väčšiu flexibilitu a problematický kapitál zneistiť. Krátkodobo síce napomáhali regulačné opatrenia obmedzujúce pohyb kapitálu, tým sa však eliminoval určitý disciplinárny efekt zahraničného kapitálu a bránilo sa potrebným štrukturálnym zmenám v národnom hospodárstve. Ukázalo sa, že udržiavanie fixného kurzu pri zhoršujúcej sa konkurencieschopnosti je nákladné a pri špekulatívnych útokoch aj nemožné.

Vzhľadom na vznik situácie, kedy fixný výmenný kurz už nemôže plniť funkciu nominálnej kotvy a efektívnosť peňažnej zásoby ako medzicieľa je obmedzená, do centra pozornosti sa dostáva stratégia cielenia inflácie. V prospech tejto stratégie pôsobí aj snaha porovnávaných krajín vstúpiť do Európskej únie (EÚ) a neskôr, po splnení konvergenčných kritérií, do

Hospodárskej a menovej únie (HMÚ). Cielenie inflácie môže efektívne napomôcť dosiahnuť konvergenčné kritérium cenovej stability a na ňom závislé kritérium konvergenencie dlhodobých úrokových mier. Na druhej strane účasť v Európskom systéme výmenných kurzov predpokladá priblíženie sa dlhodobo udržateľnej úrovni reálneho kurzu, čo v podmienkach transformujúcich sa krajín znamená dokončenie nápravy relatívnych cien a priblíženie sa cenovej a mzdovej úrovni krajín EÚ, a teda vyššiu mieru inflácie v strednodobom období. Navyše sa porovnávané krajiny radia medzi malé otvorené ekonomiky, takže nemôžu stratiť zo zreteľa význam konkurencieschopnosti, ktorú môžu korigovať pomocou kurzu. Vzniká tu tak určitá dilema pri voľbe priorít pre ciele menovej politiky.

Pre porovnávané krajiny je určitou výhodou, že v čase pred vstupom do EÚ (HMÚ) môžu pozorovať, ako sa s problémom "aklimatizácie" na náročné prostredie Eurozóny vyrovnajú menej výkonné členské krajiny a na základe ich skúseností predísť možnému vzniku "choroby z výšky".

## 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 prekonalo najskôr Poľsko, čo bolo podmienené tým, že rast začal v tejto krajine z veľmi nízkej základne po viacerých rokoch stagnácie. Slovinsko a Slovensko sa tejto úrovni tiež už približujú, ako naznačuje tabuľka č. 1. Súčasnú podmienku nie sú priaznivé pre vyrovnanie transformačného poklesu pre Českú republiku, ktorá prechádza obdobím recesie. S menším odstupom nasleduje Maďarsko, ktoré do roku 1997 vykazovalo nižšiu mieru rastu než ostatné krajiny.

**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	84,6	-3,2	82,3	2,6	84,3	-5,5	79,1
1993	-3,7	75,0	0,6	85,1	-2,3	80,4	3,8	87,6	2,8	81,3
1994	4,9	78,6	2,7	87,4	2,9	82,7	5,2	92,1	5,3	85,6
1995	6,9	84,1	6,4	92,9	1,5	84,0	7,0	98,6	4,1	89,2
1996	6,6	89,6	3,9	96,6	1,3	85,1	6,1	104,6	3,5	92,3
1997	6,5	95,4	0,3	96,9	4,6	89,0	6,9	111,8	4,6	96,5
<b>1998</b>	<b>4,4</b>	<b>99,6</b>	<b>-2,3</b>	<b>94,6</b>	<b>5,1</b>	<b>93,5</b>	<b>4,8</b>	<b>117,1</b>	<b>3,9</b>	<b>100,3</b>
I-II 99	2,4		-1,9		3,6		2,3		4,5	
*199 9	0,7 - 1,5		-1,2 - 0,0		3,2 - 3,7		3,6 - 4,0		2,7 - 3,6	
*200 0	2,5 - 4,9		1,5 - 2,0		3,0 - 4,5		4,3 - 5,0		3,5 - 3,8	

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

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

V období 1995 - 1997 všetky porovnané krajiny znížili rozdiel vo výške HDP na obyvateľa v štandarde kúpnej sily<sup>1</sup> voči priemeru európskej 15-čky, ale viac než 60% úrovne krajín EÚ

<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

dosahovali v roku 1997 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 Gréckom dosahuje Slovinsko ako najvýkonnejšia krajina v transformácii už prakticky jeho úroveň.

**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

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 bolo schopné udržať si vysokú mieru rastu od roku 1994 bez príznakov prehrievania. V Maďarsku bola výrazná vonkajšia a vnútorná 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 posilňuje.

V Slovinsku, Českej republike a Slovensku nástup na trajektóriu rýchleho rastu postupne vychýlil národné ekonomiky z rovnováhy, v dôsledku čoho Slovinsko po roku 1995 pribrzdilo rýchlosť expanzie a ekonomika Českej republiky v procese vyrovnania sa nerovnovážnymi tendenciami po menovej kríze v roku 1997 dokonca upadla do recesie. Slovensko síce rástlo rýchlou mierou tvorenou najmä vysokým domácim dopytom, ale rastúca vnútorná a zahraničná zadlženosť viedli k spomaleniu rastu ktoré potrvá, kým nebudú vzniknuté nerovnováhy odstránené.

Výsledky roku 1999 v stredoeurópskom regióne budú poznamenané spomalením rastu svetového hospodárstva vplyvom dopadov kríz v juhovýchodnej Ázii, Rusku, Brazílii a konflikte v Kosove. Predpokladá sa, že rast svetového outputu by sa mal stabilizovať na úrovni 2,5% a posilniť na 3,5% v roku 2000. Popri sérii externých šokov sa v porovnávaných krajinách, ktoré sú do veľkej miery závislé na vývoji v EÚ, odrazilo cyklické spomalenie rastu v západoeurópskych krajinách na ich slabšom výkone exportu a outputu.

---

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 sú tovary zahrnuté v koši podľa európskeho štandardu v transformujúcich sa krajinách širšie dostupné a štruktúra spotreby sa tiež viac priblížila západným krajinám.

Slovinsko, Poľsko a Slovensko dosahujú slabší výkon ako v minulých rokoch. Slovinsko bolo vo väčšej miere ovplyvnené konfliktom v Kosove vzhľadom na obchodné styky s krajinami bývalej federácie. Poľsko bolo v rámci porovnávanej skupiny najviac postihnuté krízou v Rusku. V Českej republike sa očakáva, či sa dosiahne obrat v recesnom vývoji evidentnom od začiatku roku 1998. V Maďarsku je hospodársky rast naďalej ťahaný sektormi orientovanými na vývoz, ostatné odvetvia však čelia problémom.

### Cenový vývoj

Po prijatí stabilizačných programov na začiatku 90-tych rokov sa miera inflácie v porovnávaných krajinách postupne znižovala. Slovensko, Česká republika a Slovinsko zvolili stratégiu rýchlej dezinfácie, Maďarsko a Poľsko - aj vzhľadom na zvolený kurzový režim, ktorý znamenal krokovú devalváciu meny - postupovali k jednociferné úrovni miery inflácie pomalšie.

**Tab. 3 Spotrebiteľské ceny** priemerná % zmena oproti rovnakému obdobiu

	Slovensko	ČR	Maďarsko	Poľsko	Slovinsko
1990	10,4	9,7	28,9	585,8	549,7
1991	61,2	56,6	35,0	70,2	117,7
1992	10,0	11,1	23,0	43,0	207,3
1993	23,2	20,8	22,5	35,3	32,9
1994	13,4	10,0	18,8	32,2	21,0
1995	9,9	9,1	28,2	27,8	13,5
1996	5,8	8,8	23,6	19,9	9,9
1997	6,1	8,5	18,3	14,9	8,4
1998	8,3	10,7	14,3	11,8	8,0
1999	10,6	2,1	10,0	7,3	6,1
*2000	6,5 - 7,0	4,5 - 5,0	8,0 - 10,0	5,0 - 7,0	5,0 - 6,5

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

### 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 spochybňujú stabilitu takéhoto systému v prostredí značne volatilných kapitálových tokov.

**Tab. 4 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	-10,1	-1,9	-4,8	-4,4	-0,0



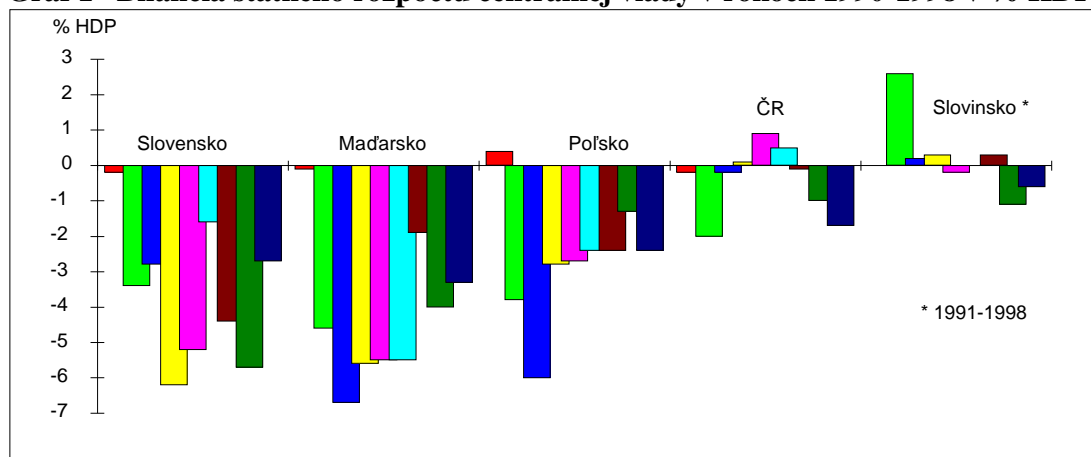
I-II 99	-7,7	-0,1	-5,3	-7,2	-3,5
*199 9	-4,9	-1,5	-5,5 - -6,1	-6,5 - -6,8	-0,7
*200 0	-2,3	-1,9	-5,1 - -5,4	-6,5 - -7,8	-1,2

Pramene: národní statistiky, vlastní prepočty \*prognózy EIU, IMF, OECD

## Štátny rozpočet

Slovensko a Česká republika boli úspešnejšie v smere udržiavania priaznivejšej bilancie štátneho rozpočtu než ostatné porovnávané krajiny, ako naznačuje graf 1. Aj keď je naznačená tendencia k vyššej miere kontroly rozpočtových deficitov, pokiaľ nebudú dôsledne prevedené štrukturálne zmeny štátnych rozpočtov a reformy zdravotného, dôchodkového a sociálneho zabezpečenia je udržateľnosť štátnych financií v budúcnosti neistá.

**Graf 1 Bilancia štátneho rozpočtu centrálnej vlády v rokoch 1990-1998 v % HDP**



## Pokrok transformačného procesu

V transformujúcich sa krajinách sa presadila zmena makroštrukturálnych proporcií tvorby HDP a zamestnanosti v prospech sektoru služieb a na úkor poľnohospodárstva a priemyslu. Táto tendencia však bola do značnej miery ovplyvnená "zrútením sa" výrobných štruktúr, nielen cieľovou transformačnou stratégiou. Štrukturálne zmeny od pracovne ku kapitálovo náročným výrobám sa presadzujú len postupne.

**Tab. 5 Miera nezamestnanosti**

v % ek. aktívneho obyvateľstva, stav ku koncu obdobia

	Slovensko	ČR	Maďarsko	Poľsko	Slovensko
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	13,2	14,4
1997	12,5	5,2	10,4	10,3	14,8
1998	15,6	7,5	9,6	10,4	14,6
1999	19,2	9,4	*9,2	*12,5	13,0

Pramene: národné štatistiky

\*november 1999

Zmeny v štruktúre zamestnanosti prebiehajú pomalšie ako zmeny v štruktúre HDP. Vznikajúci súkromný sektor je schopný absorbovať uvoľnené pracovné sily len čiastočne, čo sa prejavuje vysokou mierou nezamestnanosti.

Rozvoj súkromného sektora dospel do štádia, kedy už má vyšší podiel na HDP a zamestnanosti než verejný sektor. Súkromné vlastníctvo prevláda v službách a spracovateľskom priemysle. V

súkromných rukách sú takmer všetky malé a stredné podniky, v krajinách stále ostáva rozsiahle štátne vlastníctvo v bankovníctve a strategických priemyselných podnikoch.

Európska banka pre obnovu a rozvoj pravidelne hodnotí dosiahnutý stupeň transformácie k trhovému systému krajinami strednej a východnej Európy. Porovnávané krajiny sú v tomto hodnotení považované za najrýchlejšie postupujúce. V rámci porovnáwanej skupiny sú však určité rozdiely. V tabuľke je tmavším pozadím zvýraznené najnižšie hodnotenie v jednotlivých kategóriách. Takto možno odlíšiť, že Maďarsko spĺňa hodnotené kritériá v najvyššej miere, kým Slovinsko a Slovensko sú v rámci skupiny hodnotené ako menej pokročilé v procese transformácie.

**Tab. 6 Rating krajín podľa kritérií dosiahnutého stupňa transformácie**

	ČR	Maďarsko	Poľsko	Slovensko	Slovinsko
Podiel súkr.sektora na HDP v %	80	80	65	75	55
Veľká privatizácia	4	4	3+	4	3+
Malá privatizácia	4+	4+	4+	4+	4+
Riadenia podnikov	3	3+	3	3	3-
Cenová liberalizácia	3	3+	3+	3	3
Zahr. obchod a kurz.systém	4+	4+	4+	4+	4+
Politika hosp. súťaže	3	3	3	3	2
Bankový systém	3+	4	3+	3-	3+
Trh s cennými papiermi	3	3+	3+	2+	3

Prameň: Transition Report 1999

Hodnotiaci škála má rozsah od najnižšej (1) k najvyššej miere (4+) naplnenia transformačných kritérií, porovnávané krajiny sa v jej rámci umiestnili v kategóriách:

#### **Veľká privatizácia**

3 viac ako 25% aktív štátom vlastnených podnikov je v súkromnom vlastníctve alebo v procese privatizácie, ale hlavné otázky efektívneho výkonu vlastníckych práv (*corporate governance*) nie sú ešte vyriešené

4 viac ako 50% aktív štátom vlastnených podnikov je v súkromnom vlastníctve, výrazný pokrok v efektívnom výkone vlastníckych práv v týchto podnikoch

#### **Malá privatizácia**

4+ štandardy a výkonnosť typická pre vyspelé priemyselné ekonomiky: žiadne štátne vlastníctvo malých podnikov, pôda je obchodovateľná

#### **Riadenie a reštrukturalizácia podnikov**

3 významné a udržateľné kroky na sprísnenie rozpočtového ohraničenia podnikov a podporu efektívnosti výkonu vlastníckych práv (privatizáciou, prísnou úverovou a dotačnou politikou a/alebo uplatňovanie legislatívy o bankrote)

#### **Cenová liberalizácia**

3 podstatný pokrok v cenovej liberalizácii, určovanie netrhových cien štátom z väčšej miery zrušené

#### **Zahraničný obchod a kurzový systém**

4+ štandardy a normy činnosti ako vo vyspelých priemyselných krajinách: odstránenie väčšiny tarifných bariér; členstvo vo WTO

#### **Politika hospodárskej súťaže**

2 vytvorená legislatíva a inštitúcie na podporu hospodárskej súťaže; určité zníženie bariér vstupu alebo uplatnenie opatrení voči monopolnému postaveniu dominantných podnikov

3 určité uplatnenie opatrení proti zneužitiu postavenia na trhu a na podporu konkurenčného prostredia, vrátane zrušenia dominantného postavenia konglomerátov, podstatné zníženie bariér vstupu

### **Reforma bankového systému a liberalizácia úrokových sadzieb**

3 podstatný pokrok pri vytváraní rámca pre dohľad nad obozretných podnikaním bánk a regulácie; úplná liberalizácia úrokových mier a obmedzený preferenčný prístup k lacnému financovaniu; výrazné úverovanie súkromných podnikov a výrazná prítomnosť súkromných bánk

4 podstatný posun zákonov a smerníc o bankovníctve k štandardom BIS; fungujúca konkurencia v bankovníctve a efektívny dohľad nad obozretným podnikaním

### **Trh s cennými papiermi a nebankové finančné inštitúcie**

2 formovanie trhu s cennými papiermi, určitý rozsah obchodu so štátnymi cennými papiermi, základný právny a regulačný rámec pre emitovanie cenných papierov a obchodovanie s nimi

3 výrazný pokrok v emitovaní cenných papierov súkromných podnikov, vytvorenie nezávislého registra cenných papierov, bezpečné procedúry zúčtovania, určitá ochrana práv minoritných akcionárov; existencia nebankových finančných inštitúcií (investičných fondov, súkromných poisťovacích a penzijných fondov, leasingových spoločností) a zodpovedajúci regulačný rámec

## 2. Menová stratégia v porovnávaných krajinách

Predtým, ako sa zameriame na otázky budúceho smerovania menovej politiky v porovnávaných krajinách, pokúsime sa zhrnúť dôležité momenty transformačného procesu.

### 2.1. Stabilizácia

Za deň D začiatku transformácie v krajinách strednej Európy sa zvykne označovať 1. január 1990, keď Poľsko zahájilo svoj stabilizačný a reformný program. Nahradenie centrálného plánovania trhovým spôsobom alokácie zdrojov - cenovým mechanizmom - si vyžadovalo prispôbenie relatívnych cien v bezprecedentnom rozsahu, čo sa pri prvotnej liberalizácii cien prejavilo silným cenovým šokom. Transformujúce sa krajiny sa ocitli v situácii, keď centrálna mzdová kontrola a centrálna regulácia cien prestali zabezpečovať funkcie nominálnych kotiev, pričom pretrvávalo mäkké rozpočtové ohraňenie podnikov a v inštrumentárii centrálnej banky chýbali nepriame nástroje na efektívnu kontrolu peňažnej zásoby. O problémoch s infláciou v týchto krajinách na začiatku transformácie možno uvažovať ako o výsledku zrušenia dvoch nominálnych kotiev predchádzajúceho režimu - miezd a cien - bez možnosti bezprostredne ich nahradiť menovou kotvou /14/.

Krajiny stáli pred problémom voľby vhodnej nominálnej kotvy<sup>2</sup>, ktorá by napomohla účinne zamedziť vznik inflačnej špirály. Centrálna banka sa mohli rozhodovať medzi dvoma možnosťami - využiť ako nominálnu kotvu výmenný kurz alebo peňažnú zásobu - na základe charakteru nerovnováh v ekonomike a naplnenia nevyhnutných predpokladov pre zavedenie niektorej z kotiev.

Nominálnu kotvu založenú na kurze si zvolili Česká republika (ČR), Slovensko (ešte ako spoločný štát) Maďarsko a Poľsko<sup>3</sup> explicitne po počiatkovej devalvácii. Dôležitým predpokladom použitia kurzu ako nominálnej kotvy bola dostatočná úroveň devízových rezerv na podporu kurzu. Krajiny prijali v tomto období režim zaveseného výmenného kurzu (*pegged exchange rate regime*).

Výhodou voľby zaveseného kurzu ako nominálnej kotvy bola jeho nízka závislosť na inštitucionálnych podmienkach krajiny a možnosť "importovania" nízkej inflácie vyspelých krajín, na ktorých meny bol kurz zavesený. Krajiny, ktoré použili ako nominálnu kotvu výmenný kurz, tak mohli byť úspešné v znižovaní miery inflácie aj pri nedokončení fiskálnej reformy. Ďalšou výhodou bola jednoduchá kontrolovateľnosť verejnosťou - prakticky denne a bez časového oneskorenia. V porovnaní s cieľom peňažnej zásoby je tak kurzový cieľ silnejším záväzkom k makroekonomickej stabilizácii /16/.

---

<sup>2</sup>Nominálna kotva je nominálna veličina, ktorá je fixovaná alebo sa jej umožní pohyb len v limitovanom rozsahu za účelom stabilizovania cenovej hladiny. Za nominálnu kotvu môže byť zvolená len taká premenná, ktorá je centrálna kontrolovateľná. Pre úvodnú fázu transformácie boli charakteristické veľké pohyby nominálnych hodnôt, preto si úspešná stabilizácia vyžadovala silnú nominálnu kotvu /9/.

<sup>3</sup>Podobne aj Estónsko.

Tento spôsob stabilizácie viedol podľa /14/ k

- pomalej konvergencii inflácie k miere devalvácie
- reálnemu zhodnocovaniu (apreciácii) domácej meny
- zhoršeniu obchodnej bilancie a bežného účtu
- neurčitej, nejasnej reakcii reálnych úrokových mier, ktoré poklesli pri ortodoxnom stabilizačnom programe (založenom na vytvorení dvojstupňového bankového systému, počiatočnej silnej devalvácii meny a udržateľnej fiskálnej pozícii) a vzrástli pri heterodoxnom programe (založenom na kombinácii viacerých kotiev a kvázikotiev).

Slovinsko patrí ku skupine krajín<sup>4</sup>, ktoré si zvolili stratégiu založenú na riadení peňažnej zásoby. Voľba tejto stratégie bola podmienená nízkou úrovňou devízových rezerv na začiatku transformácie. Peňažná zásoba bola regulovaná prostredníctvom riadenia menovej bázy (ako rezervných peňazí). Dôležitú podpornú úlohu zohrala fiskálna politika, keďže štátny rozpočet bol v rokoch 1991-1993 prebytkový. Slovinsko malo v porovnaní s inými transformujúcimi sa krajinami výhodu vyspelejšieho inštitucionálneho prostredia. Centrálna banka mala k dispozícii viacej nepriamych nástrojov menového riadenia a platobný systém zabraňujúci rastu nedoplatkov. Po nadobudnutí dostatočnej úrovne devízových rezerv Banka Slovinska začala využívať kurzovú politiku<sup>5</sup> na podporu dezinflácie, čo tiež prispelo k úspechu stabilizačného programu.

Hlavné faktory, ktoré obmedzovali rozsiahlejšie použitie peňazí ako nominálnej kotvy boli obmedzená predikovateľnosť rýchlosti obehu peňazí, nedostatok nástrojov menového riadenia, rýchla dolarizácia obmedzujúca účinnosť riadenia domácej meny, stanovenie ďalších cieľov (ako rezervy a reálny kurz), ktoré mohli byť nekonzistentné s cieľom pre peňažné agregáty.

Tento spôsob stabilizácie viedol podľa /14/ k

- pomalej konvergencii inflácie k miere devalvácie
- reálnemu zhodnocovaniu (apreciácii) domácej meny
- prudkému krátkodobému poklesu ekonomickej aktivity
- prudkému počiatočnému rastu reálnych úrokových mier
- prinajmenšom krátkodobému zlepšeniu obchodnej bilancie a bežného účtu

Vo všetkých porovnávaných krajinách zohrala významnú úlohu mzdová politika. V prípade Slovenska, Českej republiky a Maďarska nemožno hovoriť o typickom programe stabilizácie inflácie, keďže v porovnaní s inými transformujúcimi sa krajinami mohli stavať na vyrovnanejšom makroekonomickom prostredí a maximálna ročná miera inflácie v období stabilizácie (50 -60%) bola výrazne nižšia ako v iných transformujúcich sa krajinách (rádovo stovky až tisíce percent).

V období 1989 -1994 po prijatí stabilizačných programov miera inflácie výrazne poklesla a pokiaľ bol deficit štátneho rozpočtu uvedený pod kontrolu, pokračovala v tomto trende.<sup>6</sup>

---

<sup>4</sup>Podobne aj Bulharsko, Rumunsko, Rusko, Lotyšsko, Chorvátsko.

<sup>5</sup>Kurzová politika bola zameraná najskôr na floating, potom v rokoch 1992-94 na reálny kurz a neskôr na neohlasovanú nominálnu stabilitu.

<sup>6</sup>Spoločná charakteristika pre 26 transformujúcich sa krajín, podľa /5/.

Pokles outputu sa čoskoro zastavil a bol vykázaný pozitívny rast. Tieto výsledky naznačujú, že zníženie vysokej miery inflácie bolo predpokladom pre oživenie rastu /5/. Krajiny, ktoré používali niektorú z foriem zaveseného kurzového režimu, vykázali vyššiu efektívnosť pri redukcii inflácie a nastúpení na trajektóriu rastu.

**Tab. 7 Východiskové podmienky a stabilizačné programy v porovnávaných krajinách**

	stabilizačný program	nominálna kotva	kurzový režim	maximum inflácie	minimum HDP
Slovensko	január 1991	zavesený kurz, mzdová politika	fixný	1991	1993
ČR	január 1991	zavesený kurz, mzdová politika	fixný	1991	1992
Maďarsko	marec 1990	zavesený kurz, mzdová politika	fixný	1990	1993
Poľsko	január 1990	úverové limity nahradené nepriamou kontrolou, mzdová politika	fixný, posuvné zavesenie (crawling peg) od 10/1991	1989	1991
Slovinsko	február 1992	menová báza, mzdová politika	flexibilný	1991	1992

Prameň: /5/, /14/, aktualizované

Aj napriek výrazným rozdielom východiskovej ekonomickej štruktúry a inštitucionálneho rámca jednotlivých transformujúcich sa krajín, skúsenosti s infláciou a stabilizáciou sú z viacerých hľadísk podobné /14/. Pre udržanie inflačných tlakov pod kontrolou sa ako kritické momenty ukázali byť

- zabránenie menovému a kurzovému prispôsobeniu (procesy šoku a akomodácie naň bolo možné sledovať napr. v Poľsku a Slovinsku, rýchlejšej dezinflácii bránila aj rozsiahla prax indexácie kontraktov)
- mzdová politika (mzdová kontrola) ako závažná podmienka makroekonomickej stability
- nastolenie fiskálnej disciplíny

Ak sa sledovala prísna makroekonomická politika, pre zníženie inflácie po rozsiahlej liberalizácii makroekonomických premenných nebola nevyhnutná existencia trhovo orientovaných inštitúcií. V tejto fáze bolo dôležitejšie vytvoriť priamo (štrukturálnou reformou) alebo nepriamo (mzdovou politikou) tvrdé rozpočtové ohraničenie podnikov cielené na zníženie celkového deficitu verejného sektora.

V diskusii o tom, či v znižovaní miery inflácie bola skutočne úspešnejšia kurzová než peňažná kotva, napríklad v prácach /14/, /4/, /9/, doteraz chýbajú jednoznačné dôkazy. Viacerí autori sa prikláňajú k záveru, že rozhodujúci význam mala dôveryhodnosť stabilizačného programu, v rámci ktorého zvolená nominálna kotva pôsobila. Navyše transformujúce sa krajiny využívali de facto viacero kotiev a kvázikotiev, ktoré v období ich použitia neboli vzájomne vysoko

konfliktné, pretože ešte neexistovali stabilné vzťahy medzi jednotlivými makroekonomickými premennými (peňažná zásoba, kurz, úrokové miery, úvery).

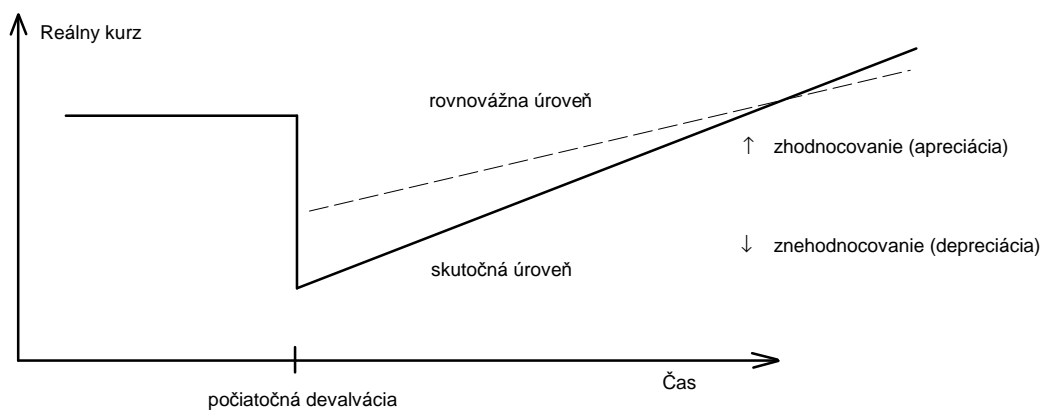
Aby sa mohli v praktickom živote uplatniť pozitívne efekty nezávislosti centrálnej banky, dôležitý bol tiež rýchly postup implementácie inštitucionálnych predpokladov (dvojstupňový bankový systém, reforma ekonomického prostredia). Po splnení týchto predpokladov mohli ďalej uvažovať o prijatí zložitejších, komplikovanejších cieľov menovej politiky.

Ako sa neskôr ukázalo, toto počiatočné obdobie nebolo dostatočné na vyriešenie všetkých problémov a niektoré krajiny (Maďarsko v roku 1995, ČR v roku 1997, Slovensko v roku 1999) museli neskôr prijať ďalšie korektívne opatrenia (tzv. "balíčky" opatrení). Symptomatikým bol rast domáceho dopytu prevyšujúci ponuku tvorenú domácimi zdrojmi, čo sa prejavilo rastúcim deficitom obchodnej bilancie za sprievodu vysokého deficitu štátneho rozpočtu.

## 2.2. Post - stabilizačné obdobie

Po počiatočnom výraznom znehodnotení meny na začiatku obdobia stabilizácie sa objavil proces pretrvávajúceho zhodnocovania (apreciácie) národnej meny. V práci /6/ bol vyslovený názor, že pred začiatkom transformácie bola úroveň reálneho kurzu nadhodnotená a po počiatočnom (nadmernom a skokovom) znehodnotení zodpovedalo následné zhodnocovanie reálneho kurzu kombinácii návratu k rovnovážnej úrovni a rastu rovnovážnej úrovne reálneho kurzu (obr.1). Tento proces bol konzistentný s Balassa - Samuelsonovým efektom<sup>7</sup>, pokiaľ skutočne dochádzalo k rastu reálnej produktivity práce<sup>8</sup> /15/. Vplyvom rastu miezd rýchlejšieho ako rast produktivity práce sa však vo viacerých krajinách kurz zhodnocoval rýchlejšie než zodpovedalo efektu transformácie a krajiny strácali konkurencieschopnosť. Prílev kapitálu a rast domáceho dopytu problém prehľbovali.

Obr. 1 Vývoj reálneho kurzu krajiny v transformácii



Prameň: /6/

<sup>7</sup>Rýchlejší rast produktivity práce v obchodovateľnom sektore než v neobchodovateľnom sektore vedie ku vzniku rozdielnej (vyššej) miery inflácie v neobchodovateľnom sektore ako je v obchodovateľnom sektore. Tento rozdiel v miere inflácie medzi sektormi (tzv. duálna inflácia) sa pri fixnom kurze voči mene krajiny s nižšou mierou inflácie prejaví zhodnocovaním reálneho kurzu meny.

<sup>8</sup>Posúdenie produktivity práce v transformujúcich sa krajinách sťažuje skutočnosť, že výrobné prostriedky boli zastarané a nadzamestnanosť vysoká. Rast produktivity práce v niektorých odvetviach bol dôsledkom uvoľnenia nadbytočných pracovníkov bez dlhodobých pozitívnych prínosov - zdokonalenia technológií a/alebo zmeny kvality výrobkov.



Ešte predtým, ako sa objavilo zhodnocovanie meny vychádzajúce od reálneho sektora, objavili sa tlaky pochádzajúce z kapitálového účtu platobnej bilancie. Vo všetkých porovnávaných krajinách vplyvom rastu dôveryhodnosti na základe úspešnej stabilizácie a nasledujúcich finančných deregulácií boli odstraňované obmedzenia na pohyb kapitálu. Domáce subjekty tak dostali možnosť získavať zdroje v zahraničí, ktoré boli lacnejšie ako doma. Nastal tak boom domácej spotreby a investícií, čo pôsobilo na rast deficitu obchodnej bilancie a následne bežného účtu (v Českej republike, na Slovensku a v Poľsku).

Keďže miera inflácie ostávala v porovnaní s vyspelými trhovými ekonomikami na stále vysokej úrovni, pri liberalizovaní kapitálových transakcií nastal prílev krátkodobého špekulatívneho kapitálu, ktorý využíval úrokový diferenciel. Prílev kapitálu posilňoval rast peňažnej zásoby (a devízových rezerv), ktoré aj pri rozsiahlej (nákladnej a v konečnom dôsledku neefektívnej) sterilizácii mali tendenciu podkopávať protiinflačnú politiku. Nadbytok likvidity sterilizovaný zvyšovaním povinných minimálnych rezerv viedol k tomu, že sa úrokové miery zvyšovali. Podniky v lepšej finančnej situácii si požičiavali v zahraničí, čím sa ťažkosti s problematickým špekulatívnym a dlhovým kapitálom zvyšovali.

Tento problém sa najvýraznejšie prejavil v krajinách zameraných na stabilitu nominálneho kurzu. Aj v prípade silnej počiatočnej devalvácie a naštartovania rastu produktivity, nevýhodou udržiavania fixného kurzu bolo, že stabilizácia ročnej miery inflácie na úrovni 10-40% viedla k rýchlemu zhodnocovaniu reálneho kurzu. Následné problémy exportérov často viedli k požiadavkám na devalváciu, ktorá následne viedla k rastu inflácie, proti ktorej bol fixný kurzový režim vlastne namierený.

Určitým varovaním pre budúci vývoj mohla byť už kríza v Mexiku v roku 1994, nie všetky transformujúce sa krajiny však venovali týmto udalostiam dostatočnú pozornosť. Po kríze v krajinách juhovýchodnej Ázie v roku 1997 sa naplno odhalili riziká politiky založenej na nadmernej spotrebe a budovaní kapacít zo zahraničných zdrojov, ktorá narazila na problém dôveryhodnosti verejných inštitúcií a ich hospodárskej politiky. Strata dôvery zahraničných investorov v udržateľnosť a stabilitu vývoja a následný odlev kapitálu spôsobili menové krízy, ktoré v niektorých prípadoch prerástli do finančnej krízy (napr. v Bulharsku a Rumunsku).

Porovnávané krajiny naplnili horeuvedený scenár v rozličnej miere. Najmenej Slovinsko, ktoré oproti ostatným porovnávaným krajinám zvolilo konzervatívnejší prístup k liberalizácii pohybu kapitálu a ako veľmi malá krajina závislá na exporte kládla dôraz na udržanie konkurencieschopnosti. Od zavedenia v roku 1991 Slovinsko používalo plávajúci kurz cielený na stabilitu reálneho kurzu. Od roku 1995 boli zavedené viaceré regulačné opatrenia zamerané na zníženie prílevu zahraničného kapitálu a jeho volatility. Takmer vyrovnaná bilancia bežného účtu a prebytkový rozpočet napomáhali udržiavať makroekonomickú rovnováhu.

V Maďarsku vysoký deficit štátnych financií, bežného účtu a zahraničná zadlženosť viedli k prijatiu korekčných opatrení v roku 1995, ktoré viedli k náprave nerovnováh. V rámci korekčných opatrení bol zmenený aj režim kurzu na *crawling peg* zameraný na udržiavanie konkurencieschopnosti. Národná banka Maďarska po zavedení *crawling pegu* sledovala udržiavanie vhodnej proporcie medzi úrokovými sadzbami na domácom trhu a v zahraničí. Sterilizácia nadbytočnej likvidity prebiehala v koordinácii so štátnou pokladňou.

Poľsko, Česká republika a Slovensko prekonávali podobné problémy s rastúcim deficitom bežného účtu, prílevom kapitálu a nadmernou likviditou bankového sektoru. Výhodou Slovenska bola v tomto smere nižšia miera liberalizácie pohybu kapitálu. Rozšírenie fluktuálneho pásma kurzu v týchto krajinách s cieľom zneistiť prílev krátkodobého kapitálu malo len čiastočný účinok.

V ČR nesúlad medzi reštriktívnou menovou a uvoľnenou fiskálnou politikou viedol k menovej kríze v máji 1997 a prechodu na plávajúci kurz. Slovensko opustilo systém fixného kurzu a prešlo na floating v októbri 1998, čo však nebolo vyvolané útokom na menu zo zahraničia, ale vplyvom domáceho prostredia.

Na základe vývoja po období stabilizácie možno dôjsť k záveru, že po dosiahnutí makroekonomickej stability sa ukázal byť výhodnejší flexibilný kurz, ktorý môže byť použitý ako signál na prijatie korekčných krokov skôr ako nerovnováhy spôsobia krízu a ktorý uľahčuje manažment kapitálových tokov. Poľsko a neskôr Maďarsko prešli od fixného kurzu k systému posuvného zavesenia s fluktuatným pásmom (*crawling peg with a band*). Tento systém môže naďalej plniť funkciu nominálnej kotvy a pritom umožňuje rýchlejšiu reakciu na problémy s platobnou bilanciou. Zároveň poskytuje dostatočnú flexibilitu na ochranu ekonomiky pred šokmi pochádzajúcimi z devízového trhu a zabraňuje tak pohybu vysoko volatilných kapitálových tokov.

Vývoj ukázal, že nebezpečenstvo zaveseného kurzu (*pegged exchange rate*) bolo v udržiavaní tejto stratégie príliš dlhú dobu. V strednodobom časovom horizonte je ťažké udržať fixný kurz, ak sa vonkajšia konkurencieschopnosť zhoršuje rastom inflačného diferenciálu a udržiavanie kurzu je nákladné. Čím nižšia je koordinácia menovej a fiskálnej (a mzdovej) politiky a čím sú nižšie devízové rezervy, tým skôr nastáva správny moment opustenia tohto cieľa.

### **2.3. Integračné úsilie**

Luxemburský summit EÚ v decembri 1997 znamenal ďalšiu etapu v integrácii pridružených krajín, keď bolo prijaté rozhodnutie o začiatku skríningového procesu so všetkými žiadateľmi o členstvo (nielen s krajinami navrhovanými na základe Agendy 2000).

Spoločným strategickým cieľom porovnávaných krajín je integrácia do EÚ a neskôr vstup do Hospodárskej a menovej únie (HMU). Na dosiahnutie tohto konečného cieľa budú krajiny musieť splniť makroekonomické konvergenčné kritériá. Vzhľadom na to, že proces transformácie ešte nebol ukončený, treba súčasnú mieru napĺňania konvergenčných kritérií v prípade kandidátskych krajín posudzovať opatrne. Aj keď nie sú tieto kritériá plne aplikovateľné, je potrebné mať ich na zreteli ako určité indikátory zdravých makroekonomických základov ekonomiky. Z tohto dôvodu ich kandidátske krajiny prijímajú ako strednodobé (dlhodobé) ciele hospodárskej politiky. Medzi členskými a kandidátskymi krajinami sú rozdiely najmä v kurzovej stabilite, cenovej stabilite a úrovni úrokových mier. Fiskálna pozícia je často lepšia ako u niektorých členských krajín EÚ s vysokou mierou zadlženia. Aby však kandidátske krajiny dlhodobo spĺňali kritériá konvergenencie, je potrebné previesť reformu verejných financií a rozvinúť finančné trhy. Kľúčovou je reálna

konvergencia, čiže rast výkonnosti ekonomiky ako základný predpoklad dlhodobého udržiavania konvergenčných kritérií.

Napĺňanie menových konvergenčných kritérií zakladá však istý konflikt s potrebou reálnej konvergenencie. Na jednej strane je potrebné znižovať mieru inflácie na úroveň krajín EÚ (kritérium cenovej stability), čo umožní zníženie úrokového diferenciálu a konvergenciu dlhodobých úrokových mier. Na druhej strane vstup do Európskeho systému výmenných kurzov ERM2 predpokladá, že krajina dosiahne úroveň reálneho kurzu, ktorá je blízka rovnovážnej úrovni<sup>9</sup>, aby bola schopná nominálny kurz zafixovať a udržiavať (v rámci fluktuálneho pásma) bez vzniku makroekonomickej nerovnováhy. Toto predpokladá nápravu relatívnych cien, priblíženie sa úrovni cien a miezd v krajinách EÚ, čo so sebou prinesie vyššiu mieru inflácie.

Verejne prezentované stratégie a ciele centrálnych bánk porovnávaných krajín naznačujú, že súčasnosti je v popredí záujmu centrálnych bánk viac postup k miere inflácie dosahovanej vo vyspelých trhových ekonomikách.

Česká republika a Poľsko prijali stratégiu cielenia inflácie so zámerom pôsobiť na inflačné očakávania verejnosti a tak napomôcť procesu dezinflácie (podrobnejšie je ich stratégia rozobraná v časti 3.)

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 inflácie. Jedným z hlavných rysov stratégie cieľovania inflácie je jej transparentnosť a pravidelné informovanie verejnosti o realizácii menovej politiky, pomocou čoho sa CB snaží formovať inflačné očakávania v želanom smere. ČNB svoj cieľ Inflácie definovala pomocou koncepcie čistej inflácie. I

V Poľsku Národná banka Poľska (NBP) vytýčila v roku 1998 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 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 fluktuálneho pásma a znižovaním tempa devalvácie korigujúcej výmenný kurz.

V Slovinsku sa od roku 1998 politika udržiavania stabilného reálneho kurzu podriaďuje cieľu znižovať mieru inflácie. Banka Slovinska (BS) si v strednodobej stratégii vstupu Slovinskej

---

<sup>9</sup> T.j. úrovni rovnovážnej alebo ešte lepšie mierne podhodnotenej, čím by vznikla určitá rezerva pre možné zhodnotenie reálneho kurzu.

republiky do EÚ na obdobie 1998-2002 kladie za cieľ znížiť mieru inflácie na úroveň krajín EÚ a súsledne znižovať úrokové miery.

V súčasnosti je významným determinantom vývoja ratifikácia Asociačnej dohody s EÚ. Slovinsko bolo doteraz zdržanlivé v liberalizácii pohybu kapitálu a sprístupňovaní domáceho trhu zahraničnej konkurencii, teraz bude viac tlačene prijat' legislatívu podporujúcu otváranie trhu. Keďže asociačná dohoda vstúpila do platnosti vo februári 1999, Slovinsko je povinné liberalizovať pohyb kapitálu do roku 2003.

V Maďarsku je strednodobým cieľom menovej politiky znižovanie miery inflácie o 2 - 4 percentuálne body ročne. Národná banka Maďarska (NBH) sa snaží zabrániť vyššiemu zhodnocovaniu reálneho kurzu ako zodpovedá predstihu rastu produktivity práce, čo je v podmienkach Maďarska kvantifikované na 2 - 4% ročne. Devízový kanál transmisného mechanizmu považuje NBH za dôležitejší ako úrokový, pretože domáci dopyt je málo citlivý na pohyb úrokových mier.

Počas roka 2001 by Maďarsko chcelo definitívne zrušiť súčasný systém postupnej riadenej devalvácie národnej meny, pričom po tomto kroku bude NBH schopná fixovať forint k euru a znížiť mieru inflácie na maximálne 3%. Maďarsko potom zrejme plánuje prijať niektorú formu cielenia inflácie. Už od novembra 1998 začala NBH zverejňovať štvrťročnú správu o inflácii s cieľom poskytnúť verejnosti prehľad o očakávanom vývoji inflácie a hodnotení aktuálneho vývoja z pohľadu NBH.

Úlohou menovej politiky na Slovensku je pre najbližšie obdobie primerane eliminovať šírenie inflačných impulzov z deregulácie cien. V strednodobom horizonte sa bude menová politika čoraz viac opierať o cielenie inflácie, kvalitatívny výkon menovej politiky (riadenie úrokových sadzieb), znižovanie úrokových sadzieb a postupnú stabilizáciu nominálneho kurzu oproti euru. Dlhodobým cieľom menovej politiky bude stabilizácia nominálneho kurzu oproti euru a postupné znižovanie úrokových sadzieb. So zámerom zvýšiť informovanosť verejnosti sa od 2000 bude zverejňovať okrem celkovej inflácie aj tzv. jadrová.

### **3. Cielenie inflácie - poznatky z Českej republiky a Poľska**

Hlavnou charakteristikou cielenia inflácie je explicitný (kvantitatívne nízky) inflačný cieľ a prioritá tohto cieľa na základe hypotézy, že menová politika nemá trvalý reálny efekt - ovplyvňuje len cenovú hladinu a mieru inflácie v dlhodobom časovom horizonte. Keďže inflácia reaguje na zmeny menovej politiky s oneskorením, používa sa postup cielenia prognózy cieľa inflácie (*inflation-forecast targeting*).

Základnými inštitucionálnymi predpokladmi pre cielenie inflácie sú vysoká miera nezávislosti centrálnej banky, jej zodpovednosť za dosiahnuté výsledky, neobmedzovanie činnosti centrálnej banky záväzkom udržiavať inú nominálnu kotvu (aby nevznikol konflikt s cieľom nízkej inflácie)<sup>10</sup> a koordinácia menovej a fiskálnej politiky (čo prakticky znamená absenciu fiskálnych zdrojov inflácie).

---

<sup>10</sup> Preto je vo všeobecnosti cielenie inflácie nekonzistentné s režimom fixného kurzu.

V ČR je zo zákona možnosť priameho financovania vlády do výšky 5% príjmov štátneho rozpočtu z predchádzajúceho roka, v posledných rokoch však nebola využitá. Od roku 1997 ČNB prešla na režim plávajúceho kurzu, takže konfliktnosť s cieľom inflácie sa znížila. Cieľ nízkej miery inflácie vlastne znamená novú nominálnu kotvu. V Poľsku je od roku 1997 zákonom zrušená možnosť poskytovania priameho úveru vláde. Krajina naďalej využíva režim crawling band - čo je určitá forma menovej kotvy - fluktučné pásmo +/-15% však dodáva kurzu dostatočnú mieru voľnosti. Národná banka Poľska (NBP) ohlásila zámer prejsť v budúcnosti na floating, aj keď zatiaľ nešpecifikovala termín.

Ďalším z kľúčových predpokladov úspechu cielenia inflácie je schopnosť centrálnej banky vytvárať adekvátne prognózy vývoja inflácie a odhadovať vplyv zmeny nástrojov menovej politiky na infláciu (časové oneskorenie a rozsah vplyvu). V transformujúcich sa krajinách je kvantitatívny rámec poznačený vplyvom rýchlych štrukturálnych zmien a s tým súvisiacej nižšej miery spoľahlivosti modelov. Vzťahy medzi zmenami v parametroch nástrojov menovej politiky a infláciou sú väčšinou slabo identifikované a nie sú presne známe oneskorenia jednotlivých kanálov transmisného mechanizmu.

ČNB aj NBP poskytli verejnosti zatiaľ len obmedzené informácie o metodológii zostavovania prognóz inflácie. Výsledky štúdie /7/ v prípade Poľska ukázali, že sa začínajú rysovať logické vzťahy medzi rôznymi vedúcimi indikátormi inflácie<sup>11</sup> (*leading indicators of inflation*) a infláciou. Zatiaľ najzreteľnejšie sú vzťahy medzi kurzom a rôznymi reprezentantmi indexu spotrebiteľských cien, aj keď zatiaľ štatisticky nie sú veľmi silné. Chýba presvedčivý štatistický dôkaz existencie vzťahu medzi krátkodobými úrokovými mierami a infláciou. Zmeny jadrovej (*core*) inflácie sú všeobecne lepšie predikovateľné ako zmeny celkovej (*headline*) inflácie.

Rámec cielenia inflácie si kladie za cieľ sprehľadniť výkon menovej politiky a tým ovplyvniť inflačné očakávania verejnosti v želanom smere, čo si vyžaduje otvorenú a aktívnu politiku komunikácie s verejnosťou. Dôležitými zdrojmi informácií sú periodicky publikované správy o inflácii, ktoré by mali obsahovať informácie o princípoch realizovanej menovej politiky, o prognóze inflácie a použitej metodológii, vysvetlenie aké opatrenia centrálna banka (CB) použije ak krátkodobé ciele nebudú naplnené, vysvetlenie minulých krokov CB (ako aj dôvody nepodniknutia korekčných opatrení), možné riziká budúceho vývoja. Ďalšou zložkou komunikačnej politiky CB cieliacej infláciu je včasné oznamovanie zmien v politike CB a vysvetlenie dôvodov pre podniknuté opatrenia. Prax v krajinách cieliacich infláciu zahŕňa aj publikovanie zápisov z porád rozhodujúceho orgánu CB, ktoré obsahujú všetky diskutované argumenty pre a proti prijatiu určitého opatrenia. Vo Veľkej Británii sa zverejňujú aj výsledky individuálneho hlasovania, čo sa pokladá za podporu kvality individuálnych rozhodnutí.

ČNB prechod na cielenie inflácie neavizovala vopred, NBP oznámila prechod na novú stratégiu v osobitnom dokumente "Strednodobá menová stratégia". ČNB štvrtročne publikuje správy o vývoji inflácie. NBP začala publikovať správy o inflácii polročne, neskôr štvrtročne. Na základe zákona o NBP sú zverejňované výsledky hlasovania členov Výboru menovej politiky.

---

<sup>11</sup> Ako napr. priemyselná produkcia, maloobchodný predaj, jednotkové náklady práce, miera nezamestnanosti, úrokové miery z vkladov, úrokové miery medzibankového trhu, úrokové miery NBP, nominálny a reálny kurz

Voľba ukazovateľa, pre ktorý sa fixuje explicitný kvantitatívny cieľ inflácie, je určitým kompromisom medzi transparentnosťou a zodpovednosťou centrálnej banky. Dôraz na určitý ukazovateľ jadrovej inflácie naznačuje, že centrálna banka má záujem sledovať dlhodobý trend vývoja inflácie. Pri celení indexu spotrebiteľských cien (CPI) je naznačený záujem eliminovať aj dočasné fluktuácie. Výhodou CPI je, že je pre verejnosť najviac transparentný a najširšie zachytávajúci vývoj inflácie, nevylučuje však rôzne šoky (nemenové determinanty), ktoré centrálna banka nemôže ovplyvniť. Ukazovateľ jadrovej inflácie je ľahšie kontrolovateľný, ale pre verejnosť málo zrozumiteľný.

V transformujúcich sa krajinách sa pripája problém vysokého rozdielu medzi celkovou a jadrovou infláciou. V takejto situácii si nemusí jadrová inflácia získať pozíciu "kotvy" inflačných očakávaní, pretože neodráža vývoj cien tak, ako ho pociťuje verejnosť. V každom prípade je však potrebné verejnosti dôkladne vysvetliť výber určitého cieľa (indexu). ČNB celi mieru rastu indexu jadrovej inflácie (nazývaný index čistej inflácie), neskôr po zblížení s vývojom indexu spotrebiteľských cien plánuje ohlasovať cieľ pre CPI. NBP sa rozhodla celiť mieru rastu CPI pre jeho transparentnosť.

Podobne ako voľba indexu je aj voľba šírky pásma (koridoru) cieľa kompromisom - prijatie veľmi úzkeho cieľa môže viesť k nestabilite nástrojov menovej politiky, zlý dojem pri netražení širšie stanoveného cieľa je väčší ako pri nedosiahnutí cieľa úzkeho.

ČNB prijala v roku 1998 koridor len  $\pm 0,5$  percentuálneho bodu, pre cieľ na rok 1999 bol koridor rozšírený na  $\pm 1,5$  percentuálneho bodu. NBP prijala na rok 1999 cieľ s koridorom len  $+0,25$  percentuálneho bodu, ktorý bol neskôr rozšírený na  $\pm 0,6$  percentuálneho bodu. Takto stanovené ciele sa pokladajú za veľmi úzke aj pre podmienky vo vyspelých trhovách ekonomikách /8/.

ČNB pri určovaní hraníc koridoru pre zvolený kvantitatívny cieľ zohľadňuje, že stanovenie cieľov nesmie zakladať akceleráciu inflácie ani smerovať pod úroveň cenovej stability definovanej ako  $2\% \pm 1$  percentuálny bod. O vývoji po roku 2000 ČNB predpokladá, že čistá inflácia sa bude znižovať približne o 0,5 percentuálneho bodu ročne.

Voľba časového horizontu cieľa určuje rýchlosť konvergenie k cieľu, ak je miera inflácie v súčasnosti mimo cieleňého intervalu. Horizont má byť dostatočne dlhý na to, aby bola reakcia centrálnej banky zmysluplná, t.j. aby časový horizont zodpovedal oneskoreniam transmisného mechanizmu.

ČNB aj NBP sa zamerali na postupné znižovanie miery inflácie a špecifikovali strednodobý cieľ doplnený krátkodobým (ročným) cieľom. Dlhodobý cieľ NBP je ohraničený len zhora, cieľom je miera inflácie nižšia ako 4% v roku 2003. Konečným cieľom NBP je dosiahnuť cenovú stabilitu.

V roku 1999 ČNB prijala dokument "Dlhodobá stratégia ČNB", v ktorom predĺžila časový horizont cieľa inflácie na rok 2005, kedy chce dosiahnuť 1-3% mieru čistej inflácie. ČNB predpokladá, že v horizonte roku 2005 budú dôsledky nápravy regulovaných cien absorbované cenovým vývojom a index čistej inflácie sa bude vyvíjať paralelne s CPI. Tým sa vo svojich ambíciách blíži k dosiahnutiu cenovej stability - 2% inflácie - tak, ako ju definovala Európska

centrálna banka. Rok 2005 teda možno chápať ako referenčné obdobie ukončenia dezinflačného procesu v ČR.

Zodpovednosť centrálnej banky. Keďže centrálna banka môže kontrolovať infláciu len v určitom obmedzenom rozsahu, je zložité posúdiť, či nespĺnenie cieľa bolo dôsledkom šokov a faktorov mimo kontroly CB alebo nevhodných opatrení menovej politiky. Je preto vhodné špecifikovať situáciu, za ktorej sa môže cieľ inflácie modifikovať alebo dokonca nesplniť (tzv. *escape clause*).

NBP zatiaľ takýto súbor nepredvídateľných faktorov, ktoré ju oprávňujú k odchýleniu sa od stanoveného cieľa inflácie nedefinovala, ČNB po podstrelení svojho cieľa na rok 1998, pre nasledujúce obdobie definovala súbor výnimiek /2/, zahŕňajúci:

- výrazné odchýlky svetových cien surovín, energetických zdrojov a komodít od ich predikcie
- výrazné odchýlky devízového kurzu, ktoré nesúvisia s vývojom domácich fundamentálnych veličín a s domácou menovou politikou
- výrazné zmeny v podmienkach poľnohospodárskej výroby s dopadom na ceny poľnohospodárskych výrobcov
- živelné pohromy a iné mimoriadne situácie s nákladovými a dopytovými dopadmi na ceny

Na záver jedna skôr teoretická poznámka - keďže centrálné banky majú vo svojich štatútoch, že ich prvotným, základným cieľom je udržiavanie vonkajšej a vnútornej stability domácej meny, cielenie menových agregátov a cielenie výmenného kurzu možno chápať ako dva špeciálne prípady cielenia inflácie. Za predpokladu, že spomedzi vedúcich indikátorov inflácie je najspôľahlivejším indikátorom budúcej inflácie peňažná zásoba, prídeme k cieleniu menových agregátov. Ak budúca inflácia najviac koreluje s vývojom kurzu, ide vlastne o cielenie kurzu.

## Závery

V doterajšom vývoji transformujúcich sa krajín sa ukazujú niektoré tendencie, ktorým možno prisúdiť všeobecnú platnosť

- Po desiatich rokoch od začiatku transformácie je evidentný fakt, že skupina transformujúcich sa krajín sa vyvíja rôznymi smermi. Na pozadí rozdielneho vývoja stojí spôsob, akým bola redukovaná a kontrolovaná inflácia. Na rozdiel od krajín bývalého ZSSR (s výnimkou pobaltských krajín), krajiny strednej Európy, ktoré pristúpili k razantnej liberalizácii cien, mohli potom vďaka rýchlemu vytvoreniu menovo stabilného prostredia rýchlejšie nastúpiť na trajektóriu rastu.
- Po počiatočnom období stabilizácie hospodárstva sú pre smerovanie k trhovému hospodárstvu kľúčové mikroekonomické reformy a praktické uplatňovanie inštitucionálnych a legislatívnych predpokladov trhového hospodárstva. Aj keď porovnávané krajiny vykonali v tomto smere veľa, existujú obmedzenia procesu transformácie ako ochrana skupinových záujmov, monopolistické praktiky, byrokracia a korupcia. Transformácia bude zrejme dlhodobejší proces, než sa očakávalo na jej začiatku.
- Podobne proces doháňania vyspelých trhových ekonomík si bude vyžadovať podstatne dlhší - generačný - časový horizont. Tento proces predpokladá mieru rastu transformujúcich sa krajín, ktorá prevyšuje priemernú mieru rastu krajín EÚ (alebo konkrétnej referenčnej krajiny). Projekcie o dlhodobom raste transformujúcich sa krajín rýchlosťou ázijských tigrov z polovice 90-tych rokov sa ukázali ako mylné. Ekonomické subjekty v transformujúcich sa krajinách si budú musieť privyknuť na existenciu hospodárskych cyklov, ktorým národné hospodárstva podliehajú. Popri obdobiach expanzie budú existovať obdobia spomalenia rastu (a prípadne aj recesie), ktoré proces doháňania spomaľujú. Keďže sa porovnávané krajiny radia k malým otvoreným ekonomikám, na domácu situáciu majú významný (a čoraz širší) dopad pohybu svetových cien a vývoj v ekonomikách hlavných obchodných partnerov.
- Základom dlhodobo udržateľného rastu sú produktívne a konkurencieschopné investície. Táto skutočnosť platí o to viac, ak sú investičné kapacity budované zo zahraničných dlhových zdrojov. Rôzne umelé stimuly a/alebo nadmerné ochranné opatrenia môžu síce krátkodobo ekonomickej aktivite napomôcť, v dlhodobom horizonte však pôsobia kontraproduktívne
- Z hľadiska činnosti centrálnych bánk priniesla zmena nástrojov z priamych na nepriame potrebu zmeniť stratégiu menovej politiky. Priame nástroje umožňovali centrálnej banke "príkazovo" kontrolovať a usmerňovať aktivity bankového sektora želaným smerom. Otvorením sa navonok cez konvertibilitu meny a liberalizovanie pohybu kapitálu sa priestor, ktorý mohla centrálna banka priamo ovplyvňovať zúžil. Vzástol tak signalizačný význam krokov centrálnej banky.
- Kým na začiatku transformácie reagovali centrálné banky skôr na udalosti minulého vývoja (napr. jednorazové devalvácie, indexácia úrokových mier), vytvorením menovo stabilného prostredia boli vytvorené podmienky pre postupné predlžovanie časového horizontu výhľadov ekonomických subjektov



- V súvislosti s potrebou ovplyvňovať očakávania ekonomických subjektov sa zvyšuje význam transparentnejšieho približovania zámerov menovej politiky verejnosti, definovania, vysvetlenia a konzistentného dodržiavania stratégie smerovanej na dosiahnutie želaného vývoja.
- Predpokladom stabilného vývoja je kooperácia menovej, fiskálnej a príjmovej politiky. Potreba vysokej miery konzistencie opatrení platí nielen pre opatrenia centrálnej banky ale aj v kontexte spoločnej zodpovednosti vlády a centrálnej banky za vytváranie očakávaní verejnosti a účastníkov peňažných a finančných trhov.

Ak sa pokúsime nazrieť 10 rokov dopredu, môžeme uvažovať o (veľmi pravdepodobnom) členstve porovnávaných krajín v EÚ. V prípade ich vstupu do HMÚ prevedú ich centrálné banky všetky právomoci výkonu menovej politiky na Európsku centrálnu banku, čím zanikne autonómia manažmentu menovej a kurzovej politiky. Tým sa stratí možnosť riešiť nerovnováhy vznikajúce v národnom hospodárstve pomocou nástrojov menovej politiky a dôraz sa presunie na nástroje hospodárskej politiky v rukách vlády.

## Literatúra

- /1/ Begg, David, 1998, Pegging Out: Lessons from the Czech Exchange Rate Crisis, *Journal of Comparative Economics* 4/1998
- /2/ ČNB, 1999, Dlouhodobá měnová strategie České národní banky
- /3/ European Bank for Reconstruction and Development: Transition Report 1999, 1999, EBRD
- /4/ Filosa, Renato, 1997, The Monetary Framework in Central and Eastern Europe: The Relevance of Other Countries' Experience, Oesterreichische Nationalbank, Monetary Policy in Transition in East and West: Strategies, Instruments and Transition Mechanisms
- /5/ Fisher, Stanley, Ratna Sahay and Carlos Végh, 1996, Stabilization and Growth in Transition Economies : The Early Experience IMF Working Paper 96/31
- /6/ Halpern, László and Charles Wyplosz, 1997, Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies, IMF Staff Papers
- /7/ Christofferson, Peter F. and Robert F. Wescott, 1999, Is Poland Ready for Inflation Targeting? IMF Working Paper 99/41
- /8/ Krzak, Maciej and Helmut Ettl, 1999, Is Direct Inflation Targeting an Alternative for Central Europe? The Case of Czech Republic and Poland, Oesterreichische Nationalbank, Focus on Transition 1/1999
- /9/ Lipschitz, Leslie, 1997, Where Do We Stand with Monetary Transformation in Central and Eastern Europe - Strategies, Instruments and Transition Mechanisms, Oesterreichische Nationalbank, Monetary Policy in Transition in East and West: Strategies, Instruments and Transition Mechanisms
- /10/ Mishkin, Frederic S., 1999, International Experiences with Different Monetary Policy Regimes, National Bureau of Economic Research, Working Paper 6965
- /11/ National Bank of Hungary, 1999, Monetary policy Guidelines for 2000, NBH
- /12/ National Bank of Poland, 1999, Inflation Report 1998, NBP
- /13/ National Bank of Poland, 1999, Monetary Policy Guidelines for Year 2000, NBP
- /14/ Sahay, Ratna and Carlos Végh, 1995, Inflation and Stabilisation in Transition Economies : A Comparison with Market Economies IMF Working Paper 95/8
- /15/ Szapáry, György and Zoltán M. Jakab, 1998, Exchange rate Policy in Transition Economies: The Case of Hungary, *Journal of Comparative Economics* 4/1998

/16/ Wagner, Helmut 1998, Central Banking in Transition Countries, IMF Working Paper  
98/126