

MINISTERSTVO FINANCIÍ SLOVENSKEJ REPUBLIKY
NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA

Číslo: 6218/2004-51

Materiál na rokovanie
vlády SR

Konkretizácia Stratégie prijatia eura v SR

Podnet:

úloha C.1. uznesenia vlády SR
č.678 zo 16. júla 2003

Obsah materiálu:

1. Návrh uznesenia vlády SR
2. Predkladacia správa
3. Materiál
4. Prílohy
5. Tabuľky
6. Návrh komuniké

Predkladá:

Ivan Mikloš
podpredseda vlády SR
a minister financií

Marián Jusko
guvernér NBS

Bratislava 30. augusta 2004

Konkretizácia Stratégie prijatia eura v SR

Materiál nadväzuje na Stratégiu prijatia eura v SR a bližšie špecifikuje prístupový proces do eurozóny. Jeho predmetom je najskôr hodnotenie plnenia maastrichtských kritérií, ktoré je základom pre rozhodnutie vlády o vstupe SR do eurozóny. V nadväznosti na to nasleduje rámcové vymedzenie jednotlivých etáp prístupového procesu a ich vecného obsahu, definujú sa tiež požiadavky na jednotlivé typy politík, ktoré budú podporovať celkovú ekonomickú a finančnú stabilitu v období pred vstupom do menovej únie a v období po vstupe. Nakoniec sa vymedzuje rámec technicko-organizačnej prípravy zavedenia eura. Vstup Slovenskej republiky do eurozóny sa predpokladá k 1. 1. 2009.¹

1. Hodnotenie plnenia maastrichtských kritérií a konvergenzie Slovenskej republiky

Rozhodujúcim podkladom pre prijatie rozhodnutia o ďalšom priebehu prístupového procesu do eurozóny je perspektíva udržateľného plnenia maastrichtských kritérií v oblasti inflácie, deficitu verejných financií a dlhu, stability výmenného kurzu a dlhodobých úrokových mier. Je to jednak podmienka akceptácie žiadosti Slovenskej republiky o vstup do eurozóny, ale aj predpoklad efektívneho fungovania slovenskej ekonomiky v eurozóne.

V súčasnosti sa ešte všetky maastrichtské kritériá neplnia, slovenská ekonomika však smeruje k ich udržateľnému plneniu najneskôr do roku 2007. Zlepšujú sa tiež vyhliadky pokračovania procesu reálnej konvergenzie. V ekonomike sa začínajú prejavovať výsledky reforiem, ktoré priniesli najmä zlepšenie stavu verejných financií a domáceho podnikateľského prostredia. Reformy boli akceptované rozhodujúcimi medzinárodnými inštitúciami, ale tiež zahraničnými investormi, pre ktorých sa slovenská ekonomika stáva atraktívnou oblasťou pre investovanie.

Aktuálne výsledky hospodárskeho rastu svedčia o tom, že ekonomika – podporovaná účinnou hospodárskou politikou - smeruje k zvyšovaniu výkonnosti a konkurencieschopnosti, čím sa spätne vytvárajú tiež vhodné podmienky pre dokončovanie reforiem a pre plnenie nominálnych maastrichtských kritérií.

Hodnotenie konvergenzie SR možno rámcovo zhrnúť nasledovne:

Inflačné kritérium sa zatiaľ neplní. Priemerná úroveň harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien (HICP) za ostatných dvanásť mesiacov je 8,7%², čo značne preyšuje referenčnú hodnotu ukazovateľa pre plnenie inflačného kritéria (2,5 %) v rovnakom období. Vysoká inflácia na Slovensku je však v súčasnosti takmer výlučne dôsledkom administratívnych cenových úprav (deregulácie cien, zmeny spotrebných daní, zjednotenie DPH). Posledné významnejšie administratívne zásahy do cien sa uskutočnili v roku 2004. K výraznému poklesu inflácie následne dôjde v roku 2005 a v roku 2006 by už inflačné kritérium malo byť splnené, keď by inflácia mala dosiahnuť 2,5%³, pričom odhad kritéria je 2,7%. V hodnotiacom roku 2007 sa predpokladá inflácia na Slovensku na úrovni 2,5 % (odhad kritéria⁴ pre infláciu je 2,8 %). V prospech priaznivého vývoja inflácie v strednom období hovorí relatívne stabilný vývoj jadrovej inflácie (2,3 % v júni 2004). Vývoj mzdových

¹ V prípade nezapočítania nákladov dôchodkovej reformy do deficitu verejných financií je možný vstup k 1. 1. 2008. To však za predpokladu, že rozhodnutie o nezaráťovaní nákladov bude prijaté v termíne, v ktorom bude technicky možné uskutočniť potrebné kroky na vstup v roku 2008.

² Priemer za jún 2003 – máj 2004, zdroj: Eurostat.

³ Podľa Aktualizovaného menového programu NBS na rok 2004

⁴ Odhady boli založené na údajoch z programov stability a konvergenčných programov 25 členských krajín EÚ.

a pracovných nákladov na Slovensku zatiaľ tiež nepôsobí ako faktor zvyšovania inflácie a vzhľadom na zvyšujúcu sa flexibilitu pracovného trhu by ani v strednodobom horizonte domáce nákladové faktory nemali byť rizikom pre cenovú stabilitu. Tieto vyhliadky posilňuje aj konsolidačné úsilie v okruhu verejných financií.

Kritérium pre deficit verejných financií stanovené na úrovni 3% HDP sa v súčasnosti tiež neplní. V porovnaní s rokom 2002 však v roku 2003 došlo k výraznému zníženiu deficitu z 5,7 % HDP na 3,5 % HDP. Stalo sa tak predovšetkým vďaka prísnemu rozpočtovému obmedzeniu a štrukturálnym reformám. Na zníženie deficitu verejných financií na úroveň neprevyšujúcu 3 % HDP a na splnenie maastrichtského kritéria bude predovšetkým potrebné ukončiť a udržať prebiehajúce štrukturálne reformy vo verejných financiách. Potrebná je rozpočtová konsolidácia v okruhu primárneho salda v súvislosti s tým, že úrokové náklady dlhovej služby sa v horizonte najbližších troch rokov nebudú výraznejšie znižovať.

Po započítaní nákladov dôchodkovej reformy (t.j. po zohľadnení výpadku príjmov z dôchodkového zabezpečenia v rámci II. piliera) by kritérium pre výšku fiškálneho deficitu malo byť splnené v roku 2007, keď by deficit verejných financií mal dosiahnuť 3 % HDP.

Kritérium pre výšku verejného dlhu Slovensko spĺňa. Referenčná hodnota stanovená na 60 % HDP nebola v minulosti prekročená. V roku 2003 predstavoval verejný dlh 511,3 mld. Sk, čo je 42,8 % HDP. V najbližších rokoch sa verejný dlh v nominálnom vyjadrení bude zvyšovať, najmä v rámci segmentu centrálnej vlády. Tu sa súbežne s nábehom reformy dôchodkového systému v roku 2005 prejaví efekt transformácie časti implicitného dlhu v dôchodkovom systéme na explicitný tým, že časť poistencov vstúpi do druhého piliera a na náhradu výpadku príjmov v prvom pilieri budú použité odložené prostriedky získané privatizáciou. Po ich vyčerpaní bude štát musieť kryť tento výpadok v rámci rozpočtu. Vďaka očakávanému dynamickému rastu HDP a konsolidácii bežného rozpočtového hospodárenia však podiel verejného dlhu bude stabilizovaný na úrovni okolo 46 % HDP.

Na **hodnotenie stability výmenného kurzu** podľa maastrichtských kritérií nie sú zatiaľ splnené základné systémové podmienky, ktorými sú účasť v mechanizme výmenných kurzov ERM II a stanovená centrálna parita SKK/EUR. Nasledujúce hodnotenia za obdobie júl 2002 až jún 2004 majú preto obmedzenú vypovedaciu hodnotu. Nominálny výmenný kurz v sledovanom období – po krátkodobej deprecii spôsobenej negatívnymi predvolebnými očakávaniami na začiatku obdobia – postupne aprecioval. Celková apreciacia voči východiskovej hodnote z 1. júla 2002 dosiahla 9,8 % (k 30. júnu 2004). Túto hodnotu do istej miery skresľuje (nadhodnocuje) slabá východisková hodnota kurzu na začiatku obdobia. Ak hodnotíme stabilitu výmenného kurzu na základe odchýlok od strednej hodnoty, nominálny výmenný kurz sa v rovnakom období pohyboval zväčša v koridore +/-3 % okolo strednej hodnoty, čo je podstatne menej ako dovoľuje štandardné flukтуаčné pásmo (+/-15 %) stanovené podmienkami fungovania ERM II.⁵

Pozitívny vývoj makroekonomických fundamentov SR umožňuje predpokladať, že v budúcnosti nedôjde k tlakom na depreciiu kurzu. Vzhľadom na apreciačný trend prevládajúci v ostatnom období, bude na udržanie pohybu kurzu blízko parity, ktoré je súčasťou posudzovania v rámci hodnotiacej procedúry, mimoriadne dôležité nastavenie

⁵ Priaznivo možno hodnotiť aj stabilitu kurzu voči tzv. úzkemu flukтуаčnému pásmu +/- 2,25 %. Spomenutá deprecia nominálneho kurzu na začiatku hodnoteného obdobia oproti východiskovej hodnote neprekročila hranicu úzkeho pásma. Deprecia voči strednej hodnote síce hranicu úzkeho pásma prekročila, pre obe hodnotenia však platí, že to bolo iba na krátky čas v dôsledku okolností neekonomického charakteru.

centrálnej parity kurzu pri vstupe do ERM II. Pre hodnotenie stability výmenného kurzu by však apreciačný trend, pokiaľ bude podložený zlepšujúcimi sa makroekonomickými fundamentmi, nemal byť prekážkou. To, spolu s doterajším relatívne stabilným vývojom nominálneho výmenného kurzu vedie k záveru, že so splnením kritéria stability výmenného kurzu by Slovensko nemalo mať vážnejšie problémy. Tak ako doteraz, zámerom menovej politiky v kurzovej oblasti bude zamedziť výraznejším výkyvom výmenného kurzu od jeho rovnovážnej trajektórie vhodnou kombináciou úrokovej a intervenčnej politiky.

Očakávaný vývoj kurzu však môže byť ovplyvnený rozličnými externými faktormi (geopolitický vývoj, pohyb špekulatívneho kapitálu, nepriaznivý vývoj na svetových trhoch a v regióne, načasovanie vstupu okolitých krajín do ERM II, a pod.). Tieto neistoty sú však skôr jedným z dôvodov pre skorý vstup SR do eurozóny.

Za obdobie ostatných 12 mesiacov Slovensko spĺňa aj **kritérium pre výšku dlhodobých úrokových mier** (priemer za ostatných 12 mesiacov bol 5,13%⁶, pri referenčnej hodnote 6,46%). Podľa prognóz bude do roku 2007 tendencia vývoja dlhodobých úrokových mier v SR aj v EÚ približne rovnaká, plnenie kritéria pre výšku dlhodobej úrokovej miery by preto nemalo byť ohrozené ani v nasledujúcich rokoch.

Súhrnný prehľad o perspektíve plnenia maastrichtských kritérií v hodnotiacom roku 2007 ilustruje nasledovná tabuľka:

	2007	
	Predpokladaný vývoj	Kritérium
Inflácia (%)	2,5	2,8*
Úrokové miery (%)	5,7	7,6*
Verejný dlh (%HDP)	45,4	60
Fiškálny deficit (%HDP)	3**	3

* *Odhad kritériálnych hodnôt bol vypočítaný z programov stability a konvergenčných programov krajín EU-25*

** *v prípade započítania nákladov dôchodkovej reformy do deficitu*

Zdroje: Predpokladaný vývoj inflácie je prevzatý z Aktualizovaného menového programu NBS na rok 2004, vývoj úrokových mier a fiškálneho deficitu z aktuálnej prognózy MF SR (21. 7. 2004) Predpokladaný vývoj verejného dlhu je z Konvergenčného programu SR pre roky 2004 - 2010.

Možno konštatovať, že výhľad vývoja ukazovateľov rozhodujúcich pre hodnotenie plnenia maastrichtských kritérií spĺňa predpoklady pre vstup SR do eurozóny v navrhovanom časovom horizonte. Vzhľadom na to, že rast cenovej hladiny sa s ukončením administratívnych úprav v nasledujúcich rokoch zníži, determinujúcou veličinou pre vytvorenie podmienok na zavedenie eura v roku 2009 je dodržanie programu znižovania deficitu verejných financií.

Zároveň je potrebné mať na zreteli, že udržateľné plnenie maastrichtských kritérií nie je priamočiary proces, ale proces obsahujúci viaceré riziká. Riziká nesplnenia jednotlivých kritérií a preventívne ošetrenie ich eliminácie sú uvedené v Tabuľke 1 v tabuľkovej prílohe. Súhrnne možno konštatovať, že identifikované riziká možno eliminovať prostredníctvom jednotlivých politík a ich adekvátnou kombináciou.⁷

⁶ Priemer za jún 2003 – máj 2004, zdroj: Burza cenných papierov Bratislava.

⁷ Podrobnejšia diskusia o týchto rizikách je súčasťou Prílohy 2. Časť 3 tohto textu a Príloha 2 sa venuje tiež otázkam formovania jednotlivých politík a ich kombinácie.

Popri nominálnej konvergencii prebieha tiež **reálna konvergencia** slovenskej ekonomiky k EÚ. V roku 2003 Slovensko dosahovalo v podieli HDP na jedného obyvateľa v parite kúpnej sily oproti EÚ 15 hodnotu 48,3 %, v produktivite práce 55,2 % a v pomere cenových hladín 45,7 %.⁸ Tempom rastu sa Slovensko radí k najdynamickejším ekonomikám. V 1. štvrtroku tohto roku vzrástla ekonomika medziročne o 5,5 % pri relatívne vyváženej štruktúre rastu. Ekonomický rast už prináša efekty aj obyvateľstvu - spotreba domácností sa trojpercentným medziročným rastom po náročnom období reforiem (najmä cenových deregulácií) dostala z oblasti zápornej dynamiky. Rast HDP na Slovensku výrazne prevyšuje rast HDP pôvodnej EÚ-15 (v rovnakom období tu ekonomika rástla o 2,3 %), ale aj novej EÚ-25 (rast o 2,4%). Trvale rýchlejším tempom najmä voči krajinám EÚ-15 rastie aj produktivita práce. Vzhľadom na túto skutočnosť pokračuje reálna konvergencia slovenskej ekonomiky k priemeru krajín EÚ. Vďaka realizovaným reformám sa zvyšuje aj konkurencieschopnosť Slovenska oproti ostatným krajinám EÚ. Prejavuje sa to na podstatne zlepšenej situácii na bežnom účte platobnej bilancie v porovnaní s minulosťou.

Vysokú mieru konvergenzie možno konštatovať v oblasti inštitucionálnej a právnej, ktorá bola formovaná už s ohľadom na perspektívu fungovania v eurozóne.

Prognózy ukazujú, že predstih rastu, a tým aj pokračovanie konvergenzie bude pokračovať aj v budúcnosti. Prejaví sa tu aj integračný efekt spojený so vstupom Slovenska do EÚ, ktorý bude neskôr posilnený vstupom SR do eurozóny. Rýchly ekonomický rast a ďalšiu konvergenciu našej ekonomiky k EÚ bude podporovať reštrukturalizovaný bankový sektor a ozdravený finančný trh. Podporu tomuto procesu bude tvoriť tiež vhodná kombinácia menovej a fiškálnej politiky, efektívne uplatňovanie ďalších ekonomických politík a prílev priamych zahraničných investícií. Zásadný význam pre zvýšenie výkonnosti slovenskej ekonomiky budú mať najmä veľké investície do automobilového priemyslu. Efekt uvedených faktorov umocní jasná stratégia smerujúca k prijatiu eura.

2. Vecné a časové vymedzenie základných etáp procesu vedúceho k prijatiu eura

Prístupový proces SR do eurozóny sa bude realizovať postupne po jednotlivých etapách, z ktorých každá má samostatný význam. Charakteristika jednotlivých etáp je na jednej strane daná pravidlami pre hodnotenie plnenia maastrichtských kritérií, na strane druhej ju ovplyvňujú špecifické podmienky Slovenska. Na základe analýzy podmienok v SR a so zohľadnením minulých skúseností so zavádzaním eura možno tento proces rozčleniť do štyroch etáp:

1. etapa: Od súčasnosti (*od septembra 2004*) po vstup do ERM II
2. etapa: Od vstupu do ERM II do rozhodnutia Rady EÚ o členstve v eurozóne
3. etapa: Prechodné obdobie od rozhodnutia Rady po členstvo v eurozóne
4. etapa: Od vstupu do eurozóny, zavedenia eura do bezhotovostného a hotovostného platobného styku pri súčasnom sťahovaní slovenskej koruny z obehu

Jednotlivé etapy prístupového procesu možno rámcovo charakterizovať takto⁹:

⁸ Prameň: Eurostat.

⁹ Rámcový časový harmonogram zavedenia eura v SR je prezentovaný v Tabuľke 2. V tabuľke 3 je uvedený orientačný kalendár dôležitých termínov v rámci jednotlivých etáp prístupového procesu SR do eurozóny.

V 1. etape, ktorá zahŕňa obdobie od súčasnosti po vstup do ERM II, sa musí pomocou reforiem dospieť k tomu, aby počas členstva v ERM II zabezpečovali ekonomickú, finančnú a menovú stabilitu ekonomiky najmä fiškálna politika a politika trhu práce. Dôvodom je skutočnosť, že možnosti menovej politiky a účinnosť jej nástrojov, ktoré sú vzhľadom na liberalizovaný pohyb kapitálu limitované už v súčasnosti, sa ďalej obmedzia. Posilnenie úlohy a účinnosti fiškálnej politiky a ďalších politík umožní dosiahnuť takú úroveň nominálnej konvergenzie, ktorá bude znamenať udržateľné plnenie maastrichtských kritérií v priebehu hodnotiaceho obdobia počas členstva SR v ERM II. Súčasne sa tým vytvoria podmienky pre stabilný vývoj ekonomiky po vstupe SR do eurozóny, keď menovú politiku NBS nahradí jednotná menová politika Európskej centrálnej banky.

ERM II (Exchange Rate Mechanism II) je mechanizmus výmenných kurzov, na ktorom sa musí podieľať mena každej krajiny minimálne 2 roky pred hodnotením konvergenzie. Cieľom mechanizmu je pripraviť ekonomiku na fungovanie v menovej únii. Počas členstva v ERM II sa súčasne testuje plnenie kurzového maastrichtského kritéria a posudzuje sa tiež kombinácia politík, ktorá ho podporuje. Podmienkou je preukázanie stability výmenného kurzu meny pri súčasnej schopnosti ekonomiky splniť najneskôr v rámci tohto dvojročného obdobia štyri kritériá nominálnej (menovej a fiškálnej) konvergenzie. ERM II poskytuje zúčastneným menám podmienky pre stabilný vývoj kurzu (na základe podpory stabilizácie vývoja kurzu zo strany ECB, ak príčiny volatility nespočívajú v nesprávnom nastavení domácich politík). Na druhej strane vytvára priestor pre flexibilitu: štandardné fluktučné pásmo pre pohyb kurzu je +/- 15 % okolo centrálnej parity, čo umožní krátkodobé výkyvy výmenného kurzu bez porušenia maastrichtského kritéria.

V priebehu 1. etapy dôjde ku kľúčovým rozhodnutiam, ktoré predznamenujú konkrétnu podobu celého procesu vstupu do eurozóny. Vláda SR určí národného koordinátora procesu zavedenia eura, ktorý počas tejto etapy vypracuje Národný plán zavedenia eura v SR. Na základe hodnotenia stavu reforiem a vyhliadok nominálnej konvergenzie vláda SR v súčinnosti s NBS splnomocní ministra financií SR a guvernéra NBS rokovať s orgánmi Európskej únie o vstupe do ERM II¹⁰, ktorého súčasťou bude aj otázka určenia centrálnej parity slovenskej koruny voči euru.

Hodnota centrálnej parity bude významne ovplyvňovať makroekonomický vývoj krajiny, a preto je dôležité jej správne určenie. Nastavenie centrálnej parity by malo prihliadať k vývoju rovnovážneho výmenného kurzu a zároveň zohľadňovať vývoj kurzu na devízovom trhu pred určením centrálnej parity. Podhodnotená centrálna parita by mohla viesť k prehriatiu ekonomiky a následne k vyššej inflácii, čo by ohrozilo plnenie inflačného konvergenčného kritéria. Nadhodnotená centrálna parita by oslabovala konkurencieschopnosť slovenskej ekonomiky, okrem toho by mohla nepriamo podporiť špekulačné útoky na korunu a ohroziť plnenie kurzového kritéria. To by spôsobilo narušenie kredibility integračnej stratégie.

¹⁰ Prvý predpoklad vstupu SR do ERM II, ktorým je pristúpenie k dohode medzi ECB a centrálnymi bankami štátov EÚ – nečlenov eurozóny, je už splnený, keďže táto dohoda je v platnosti od 1. mája 2004. (Dohoda z 29. apríla 2004 medzi Európskou centrálnou bankou a národnými bankami členských štátov nepatriacich k 1. máju 2004 do eurozóny, ktorou sa mení a dopĺňa dohoda z 1. septembra 1998 o prevádzkových postupoch pre mechanizmus výmenných kurzov v tretej etape hospodárskej a menovej únie). Systém ERM II je podrobne popísaný v Prílohe 1. Žiadosť o vstup do ERM II sa predkladá Rade ECOFIN, konkrétne rokovania prebiehajú v Ekonomickom a finančnom výbore (EFC), ktorého členmi sú zástupcovia členských štátov EÚ, Európskej komisie a Európskej centrálnej banky.

Určenie centrálnej parity bude výsledkom spoločného posúdenia zástupcov SR a ďalších partnerov v rámci negociačnej procedúry, ktorá má prísne tajný charakter. Treba zdôrazniť, že vzhľadom na citlivosť informácií týkajúcich sa centrálnej parity vo vzťahu k finančným trhom, žiaden účastník rokovaní nesmie k tejto otázke poskytovať informácie mimo oficiálneho rámca.

Určenie veličiny centrálnej parity neznamená predurčenie konečného výmenného kurzu koruny voči euru pri vstupe do eurozóny. Rozhodnutia o centrálnej parite a o konverznom kurze koruny voči euru budú oddelené, budú sa prijímať v rôznych časových obdobiach a budú výsledkom rôznych rozhodovacích procesov. Navyše, centrálnu paritu možno počas členstva v ERM II prostredníctvom štandardnej procedúry prehodnotiť.¹¹ To umožní prispôbiť určenie konverzného kurzu koruny k euru vývoju ekonomických fundamentov. Táto flexibilita zároveň odradzuje od prípadných špekulačných útokov na menu.

Ako termín vstupu do ERM II prichádza do úvahy obdobie najneskôr do konca 1. polroku 2006. To znamená, že 1. etapa by trvala cca 16 až 22 mesiacov (*od septembra 2004*).

V druhej etape, ktorá je obdobím od vstupu do ERM II do rozhodnutia Rady EÚ o zrušení výnimky, (a teda o členstve v menovej únii), bude potrebné koordinovanou hospodárskou politikou dosiahnuť splnenie maastrichtských kritérií v oblasti inflácie, deficitu verejných financií a verejného dlhu, ako aj úrokových mier a udržať kurzovú stabilitu v zmysle pravidiel ERM II.

Kľúčovým predpokladom pre plnenie kritérií bude taká kombinácia politík (policy mix), v ktorej bude dominovať najmä fiškálna politika, keď spolu s ostatnými politikami a politikou ECB bude postupne nahrádzať stabilizačnú úlohu samostatnej národnej menovej politiky. Podmienkou toho je dokončenie príslušných reforiem.

Významným prostriedkom ochrany proti špekulačným útokom na korunu počas členstva v ERM II bude spoluúčasť ECB na stabilizácii vývoja kurzu koruny v rámci fluktuálneho pásma. Intervenčná podpora ECB bude automatická na hranici určeného pásma, na prípadných intervenciách NBS vo vnútri pásma sa ECB môže, ale nemusí podieľať. ECB a aj NBS môžu automatické intervencie zrušiť v prípade ohrozenia cieľa cenovej stability.

Pri hodnotení plnenia kurzového konvergenčného kritéria sa vychádza z toho, že krajina musí fungovať v ERM II v čase hodnotenia najmenej dva roky a v hodnotenom období trhový kurz meny nesmie prekročiť stanovené fluktuálne pásmo. Za plnenie kritéria sa však pokladá pohyb kurzu „blízko parity“ („close to parity“)¹² bez „vážnych napätí“ („severe tensions“), osobitne bez devalvácie parity voči euru. Apresiasi kurzu v rámci fluktuálneho pásma však nie je prekážkou pre kladné hodnotenie kurzovej stability. Otázka „vážnych napätí“ sa hodnotí na základe posúdenia rozsahu odchýlok kurzu od centrálnej parity, vývoja diferenciálu krátkodobých úrokových sadzieb voči eurozóne a úlohy devízových intervencií

¹¹ Bez dôsledkov na predĺženie členstva v ERM II nie je však možné ani pomocou tejto procedúry devalvovať centrálnu paritu, paritu je možné iba revalvovať.

¹² Podľa štandardnej metodologickej prílohy na hodnotenie jednotlivých maastrichtských kritérií, ktorá je súčasťou konvergenčných správ, v Konvergenčných správach EK o Švédsku a Grécku z roku 2000 ako aj z roku 2002 o Švédsku sa na splnenie kritéria stability kurzu blízko parity mal kurz udržiavať v rozpätí $\pm 2,25\%$ okolo centrálnej parity.

pri stabilizácii kurzu.¹³ Hodnotenie plnenia kurzového kritéria tak bude mať komplexný charakter. Bude sa posudzovať celkový kontext domácich politík a hospodárskeho vývoja, ako aj situácia na finančnom trhu.

Celkové hodnotenie spôsobilosti krajiny zaviesť euro bude okrem hodnotenia plnenia nominálnych konvergenčných kritérií a stability výmenného kurzu posudzovať aj výsledky integrácie trhov, situáciu na bežnom účte platobnej bilancie, vývoj jednotkových mzdových nákladov a ďalších cenových indexov.

V prípade pozitívneho hodnotenia EK a ECB, že SR dosiahla počas členstva v ERM II udržateľnú konvergenciu,¹⁴ prijme Rada EÚ v zložení hláv štátov kvalifikovanou väčšinou rozhodnutie o zrušení štatútu výnimky¹⁵ a o prijatí SR za člena eurozóny. O konverznom kurze, s ktorým SR vstúpi do eurozóny, čím sa slovenská koruna stane denomináciou eura, rozhodne rada v zložení členských štátov eurozóny spolu so SR jednomyseľne.¹⁶

Trvanie 2. etapy je z jednej strany ohraničené dobou, počas ktorej sa monitoruje plnenie kurzového kritéria (minimálne 2 roky), ku ktorej treba prirátať obdobie (približne 3 mesiace), potrebné na uskutočnenie formálnych hodnotiacich a schvaľovacích postupov. Maximálna doba nie je stanovená. V podmienkach slovenskej ekonomiky by pri adekvátnom nastavení kombinácie hospodárskych politík nemal vzniknúť dôvod na predĺžovanie povinného dvojiročné obdobia na monitorovanie plnenia kurzového kritéria.

Vstup do ERM II bude znamenať definitívne potvrdenie úmyslu SR zaviesť v určenom termíne euro. Tým sa stane aj dôvodom pre oficiálne začatie, resp. podstatné zintenzívnenie organizačno-technickej prípravy.

Tretia etapa je prechodným obdobím medzi rozhodnutím rady a začiatkom samotného členstva SR v eurozóne. Jeho hlavnou obsahovou náplňou bude dokončenie technických a organizačných príprav na vstup do menovej únie a na zavedenie eura ako zákonného platidla.

Vrcholiť budú prípravy verejného sektora (legislatíva, zmeny v informačných systémoch daňových úradov, sociálnej poisťovne a ďalších inštitúcií), ako aj sektora súkromného, najmä bánk a podnikovej sféry na prechod na nové obeživo. Ku dňu vstupu do eurozóny musia byť všetky ekonomické subjekty technicky plne schopné uskutočňovať všetky hotovostné a bezhotovostné transakcie v eure. Potrebné informácie musí mať k dispozícii aj ostatná verejnosť.

¹³ Prejavom "vážnych napätí" môže byť nepriaznivý vývoj na bežnom účte a v rámci celej platobnej bilancie, prekročenie depreciačného pásma, potreba použiť vysoké krátkodobé úrokové miery na stabilizáciu kurzu, strata cenovej konkurencieschopnosti a pod.

¹⁴ Vecné hodnotenie plnenia podmienok členstva v eurozóne bude obsahom správ EK a ECB o konvergencii.

¹⁵ „Najmenej raz za dva roky alebo na žiadosť členského štátu, pre ktorý platí výnimka, podávajú komisia a ECB správu Rade v súlade s postupom podľa článku 121 odseku 1 Zmluvy o ES. Po porade s Európskym parlamentom a po rokovaní v Rade zasadajúcej v zložení hláv štátov alebo predsedov vlád rozhoduje Rada kvalifikovanou väčšinou na návrh komisie, ktoré členské štáty, pre ktoré platí výnimka, splňajú potrebné podmienky na základe kritérií uvedených v článku 121 odseku 1 a zrušuje výnimky, ktoré platia pre dotknuté členské štáty“ (čl.122. ods.2 Zmluvy o ES).

¹⁶ „Ak sa v súlade s postupom podľa článku 122 odseku 2 rozhodne o zrušení výnimky, Rada jednomyseľným rozhodnutím členských štátov, pre ktoré neplatí výnimka a dotknutého členského štátu, na návrh komisie a po porade s ECB stanoví kurz, podľa ktorého euro nahradí menu tohto členského štátu a rozhodne o ďalších opatreniach potrebných na zavedenie eura ako jednotnej meny v tomto členskom štáte“ (čl.123. ods.5 zmluvy).

V tejto etape bude koruna naďalej fungovať v rámci ERM II a až dňom vstupu do menovej únie sa slovenská koruna stane denomináciou eura a NBS prestane byť nezávislou menovou autoritou.

Pri štandardnom priebehu monitorovacieho a hodnotiaceho procesu v rámci ERM II by prípravy v tretej etape mali trvať približne 6 mesiacov.

Štvrtá etapa sa začne dňom vstupu SR do eurozóny. Všetky finančné transakcie v ekonomike sa budú realizovať v eure, slovenská koruna už bude iba denomináciou eura. V priebehu tejto etapy sa do hotovostného obehu zavedú eurové bankovky a mince a paralelne sa slovenská koruna bude z obehu sťahovať. Obdobie potrebné na vyradenie slovenskej koruny z obehu bude v SR v porovnaní s krajinami, ktoré zavádzali novú menu na začiatku fungovania eurozóny, relatívne krátke. Prejaví sa tu skutočnosť, že SR bude pristupovať k zóne s fungujúcim obehom eura, svoju úlohu tu zohrá tiež skúsenosť so zavedením slovenskej meny krátko po vzniku Slovenskej republiky.

3. Požiadavky na jednotlivé typy politík, ktoré by mali podporovať celkovú ekonomickú a finančnú stabilitu v období pred vstupom do eurozóny, najmä v ERM II, a v období po vstupe

Dôveryhodné a konzistentné politiky sú základom na plnenie maastrichtských kritérií a na postup reálnej konvergenie. V prístupovom procese do menovej únie boli súčasné členské krajiny eurozóny úspešné vďaka dôveryhodnej menovej, fiškálnej a dôchodkovej politike, ako aj vďaka realizácii komplexu štrukturálnych politík, ktorých celkové zameranie bolo koordinované v smere napomáhania nominálnej a reálnej konvergenie. Uplatňovanie tohto systému politík významne prispelo k vytvoreniu kredibility a pozitívnych očakávaní pre infláciu a ekonomický rast. Dosiahnutie rovnakej situácie v našich podmienkach si vyžaduje konsolidáciu nástrojov a možností jednotlivých politík ako aj ich optimálnu kombináciu.

3.1. Fiškálna politika

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

- predovšetkým zabezpečiť konvergenciu – konsolidáciu verejných financií a udržateľné splnenie kritéria pre deficit a zadĺženie,
- podporiť menovú politiku na splnenie inflačného kritéria,
- podporiť menovú politiku pri stabilizácii vývoja nominálneho kurzu koruny voči euru v strednodobom horizonte,
- podporiť stabilizáciu vývoja reálnej ekonomiky v prípade vzniku vnútorných alebo vonkajších šokov.

Hoci plnenie týchto úloh nebude výlučne vecou fiškálnej politiky, je zrejmé, že nároky na ňu vzrastú ešte pred prijatím eura. Po vstupe do eurozóny bude jej úloha ešte významnejšia, vzhľadom na to, že bude musieť (v súčinnosti s ostatnými politikami) v prípade asymetrických šokov nahradiť stabilizačné funkcie národnej menovej politiky, ktorej výkon prevezme Európska centrálna banka. Na to je potrebné dokončiť reformu verejných financií. Plnenie kritéria pre deficit je udržateľné, ak v priebehu ekonomického cyklu deficit verejných financií neprekročí hranicu 3 % HDP pri voľnom fungovaní automatických stabilizátorov a bežných fluktuáciách ekonomickej aktivity. V podmienkach slovenskej ekonomiky by na udržateľné plnenie kritéria pre deficit malo v strednodobom horizonte stačiť, aby sa

štrukturálny deficit dostal pod hranicu 2 % HDP. Platí však zásada, že zodpovedná fiškálna politika by mala smerovať k dosiahnutiu dlhodobej udržateľnosti verejných financií. Prakticky si to vyžaduje, aby verejné financie postupne smerovali k vyrovnanému hospodáreniu. Konvergenčný program pre roky 2004 až 2010 deklaruje odhodlanie vlády dosiahnuť tento cieľ. Tým by sa uvoľnil priestor pre voľné pôsobenie automatických stabilizátorov bez hrozby, že fiškálny deficit prekročí kritickú hranicu 3%.

Konvergenčný program predpokladá, že podiel príjmov verejných rozpočtov na HDP sa ustáli na úrovni 37,5%. Rýchle tempo rastu ekonomiky (v priemere okolo 4,5 % ročne¹⁷) umožní, aby sa potrebné znižovanie deficitu tempom 0.7-0.8% HDP ročne dosiahlo aj pri reálnom raste výdavkov rozpočtu¹⁸.

Vzhľadom na neistotu v odhadoch dôsledkov uskutočnených reforiem si plnenie časového priebehu konsolidácie podľa Konvergenčného programu vyžaduje na strane príjmov venovať zvýšenú pozornosť vývoju daňovej kvóty I (podielu daňových príjmov na HDP), plneniu príjmov Sociálnej poisťovne a zdravotných poisťovní. V prípade potreby sa budú hľadať opatrenia na realizáciu potrebných korekcií. Na strane výdavkov sa budú dôsledne uplatňovať schválené rozpočtové rámce.

Krátkodobé alebo viacročné zníženie rastu ekonomiky alebo hlboké cyklické výkyvy predstavujú najzávažnejšie potenciálne vplyvy na konsolidáciu verejných financií. Ich dosahy na deficit by však nemali byť vyššie ako 1% HDP. Prebiehajúca reálna konvergencia prakticky vylučuje, že by sa rast ekonomiky zastavil a málo pravdepodobný je tiež dlhodobý pokles tempa rastu ekonomiky pod 2%. Avšak aj pri takomto tempe rastu ekonomiky by mohla prebiehať potrebná konsolidácia.

Na druhej strane je možná aj rýchlejšia konsolidácia rozpočtu, a to vtedy, ak ekonomika bude rásť rýchlejšie ako sa predpokladá v Konvergenčnom programe. V takom prípade sa bude dbať na dodržiavanie rozpočtovej disciplíny, v opačnom prípade by mohlo dôjsť k zhoršeniu štrukturálneho deficitu. Zdroje nad rámec schváleného rozpočtu sa budú prednostne používať na zníženie deficitu verejných financií.

Konsolidácia verejných financií je aj podmienkou pre udržateľný vývoj štátneho dlhu. Plnenie kritéria pre verejný dlh je udržateľné, ak pri bežných fluktuáciách ekonomickej aktivity miera zadĺženia neprekročí kritériálnu hranicu pre zadĺženie (60 % HDP). Prísnejšia podmienka udržateľnosti dlhu požaduje, aby pri voľnom fungovaní automatických stabilizátorov a bežných fluktuáciách ekonomiky miera zadĺženia dlhodobo nerástla. V našich podmienkach by na udržateľné plnenie kritéria pre verejný dlh malo stačiť, aby sme udržateľne plnili kritérium pre deficit verejných financií. Rýchle tempo rastu potenciálu ekonomiky (4 % a viac v stálych cenách) umožní v nasledujúcich rokoch nezvyšovať mieru zadĺženia nad súčasnú úroveň približne 45 % HDP, pokiaľ budeme udržateľne plniť kritérium pre deficit.¹⁹

¹⁷ Aktualizovaný menový program NBS predpokladá v období 2006 – 2007 až 5-6 percentný rast HDP.

¹⁸ Vysoké tempo rastu ekonomiky dokonca umožňuje aby sa – pri zachovaní reálneho objemu výdavkov - deficit rozpočtu znižoval až o 1,5 % HDP ročne.

¹⁹ V dlhodobej perspektíve však treba počítať s účinkami demografických zmien, ktoré sa prejavujú v starnutí populácie. Výsledkom môže byť, že náklady transformácie dôchodkového systému budeme uhrádzať v podmienkach, keď ekonomika bude rásť pomalšie. Program postupu konsolidácie verejných financií vytvára pre udržateľné plnenie dlhového kritéria dostatočný priestor.

3.2. Menová politika

V štandardných podmienkach umožňuje menová politika centrálnej banke vytvárať prostredie pre udržiavanie cenovej stability. V podmienkach malej, vysoko otvorenej tranzitívnej ekonomiky s liberalizovaným pohybom kapitálu, akou je aj slovenská ekonomika, má však menová politika už v období pred vstupom do ERM II obmedzenú účinnosť, a to napriek tomu, že NBS môže v zásade ešte využívať všetky štandardné nástroje a postupy.

Vstup do ERM II bude ďalším stupňom v obmedzovaní priestoru pre pôsobenie menovej politiky: Inflácia musí konvergovať do oblasti, ktorá znamená splnenie príslušného maastrichtského kritéria a výmenný kurz, ktorého význam sa v ERM II zvýši, sa musí pohybovať vo vymedzenom fluktuáčnom pásme. Dosiahnutie konvergence inflácie si vyžiada zohľadňovať faktory, ktoré na ňu pôsobia – vplyvy iných politík, najmä fiškálnej a mzdovej, externé vplyvy, ako aj faktory spojené s dobiehaním (tzv. Balassa-Samuelsonov efekt²⁰). NBS bude ešte disponovať možnosťou využívania krátkodobých úrokových sadzieb, ich využitie však bude mať svoje obmedzenia. Tie budú dané úrovňou týchto sadzieb v eurozóne, ku ktorým budú sadzby NBS postupne konvergovať.

Na podporu stability výmenného kurzu bude môcť NBS využívať aj intervencie na devízovom trhu. Spoluúčasťou na intervenciách bude mať pri plnení konvergenčných cieľov v ERM II veľký význam podpora ECB, ktorá môže odradiť potenciálne špekulácie voči korune, a tým zabrániť narušeniu plnenia kurzového, ale aj inflačného kritéria.

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

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

3.3. Trh práce

Kritickým dôsledkom každej nestability sú dopady na zamestnanosť. Tie budú miernejšie, ak sa nestabilita vo vývoji ekonomiky rýchlo odstráni alebo sa utlmí tak, že sa nepremietne priamo do zvýšenej nezamestnanosti. Dôležité tiež je, aby trh práce dokázal absorbovať rýchlo rastúci dopyt po pracovnej sile, ktorý môže byť dôsledkom rýchleho rastu ekonomiky, a to bez sprievodných mzdových inflačných tlakov. Toto jeho pôsobenie pritom musí rešpektovať platné podmienky cezhraničného pohybu pracovných síl.

²⁰ Jeho podstata je v rýchlejšom raste produktivity práce v obchodovateľnom sektore v porovnaní s neobchodovateľným. V dôsledku tendencie vyrovnávania miezd v celej ekonomike rastú ceny v neobchodovateľnom sektore rýchlejšie ako v obchodovateľnom a spôsobujú aj rýchlejší rast cien v celej ekonomike. Tento rýchlejší rast cien však konkurencieschopnosť ekonomiky neohrozuje. Navyše, doterajšie skúsenosti menej vyspelých pôvodných aj nových členských štátov EÚ ukazujú, že BS-efekt zohrával iba obmedzenú úlohu. Odhady pôsobenia BS-efektu, ktoré boli urobené pre SR, sa pohybovali v intervale 0,5 -2%.

Možno konštatovať, že vývoj podmienok fungovania trhu práce na Slovensku smeruje k jeho vyššej pružnosti a schopnosti korigovať prípadné nerovnovážne impulzy. Rast zamestnanosti v súčasnosti prispieva k znižovaniu nezamestnanosti, minimálna úroveň indexácie, pružnosť reálnych miezd a dokonca parciálna (regionálne a sektorovo podmienená) nominálna pružnosť miezd smerom nadol poukazujú na flexibilitu trhu práce.

Reforma v sociálnej oblasti, daňová reforma, ako aj novela zákonníka práce umožňujú ďalšie zvýšenie pružnosti trhu práce, a to najmä posilnením motivácie pracovať. Rezervy existujú v širšom využívaní pružných foriem zamestnávania a v legislatíve upravujúcej nelegálnu prácu. V porovnaní so súčasnými členmi eurozóny sú inštitucionálne charakteristiky slovenského trhu práce už teraz flexibilnejšie.²¹

Predĺženie veku odchodu do dôchodku bude v nasledujúcich rokoch čiastočne pôsobiť proti znižovaniu nezamestnanosti. Hoci pretrvávajúca vysoká nezamestnanosť bude zdanlivo zmierňovať potrebu spružnenia trhu práce, sú opatrenia v tomto smere nevyhnutné, pretože na trhu práce sa do centra pozornosti budú stále viac dostávať kvalitatívne, štrukturálne aspekty rovnováhy. Regionálna mobilita pracovnej sily je tiež ešte pomerne nízka a vyžaduje si podporné programy.

3.4. Finančný sektor

Liberalizovaný finančný trh s voľným pohybom kapitálu môže v podstatnej miere kompenzovať nedostatočnú mobilitu pracovnej sily a zmierňovať dosah prípadných šokov na jednotlivé ekonomiky a regióny.

Slovenský finančný trh sa postupne včleňuje do európskeho finančného priestoru. Regulácia domáceho finančného trhu sa prispôsobila štandardom EÚ a nadviazala sa spolupráca s partnerskými dohliadacími orgánmi. To vytvára predpoklad na hladkú integráciu slovenského finančného trhu do európskeho finančného trhu. Po úspešnej reštrukturalizácii je bankový sektor ako celok stabilizovaný a dostatočne konkurencieschopný. Jeho kapitálová primeranosť a finančná stabilita sú nadštandardné. Má predpoklady a priestor pre rýchly rast, udržiava si nízku mieru úverového rizika. Kapitálová vybavenosť sa výrazne zvýšila. V budúcnosti však bude bankový sektor vystavený cezhraničnej konkurencii a takisto sa zvyšuje konkurencia z iných segmentov finančného trhu.

Zvyšovanie konkurencie na trhu a znižovanie úrokových sadzieb aj v dôsledku približovania sa menového prostredia v SR k prostrediu eurozóny obsahuje potenciálne riziko vzniku „úverového boomeru“ (veľmi rýchleho rastu úverov). Súčasne nízke zadĺženie domácností, existencia priestoru pre rast aktív podnikového sektora a priestor pre rast aktív bánk vytvárajú pre takýto rýchly rast úverov vhodné podmienky. Zabrániť nekontrolovateľne vysokému rastu úverov alebo zníženiu kvality úverov, ktoré by spôsobovali nerovnováhu, je úloha pre preventívne pôsobiaci bankový dohľad. Potrebné je tiež zvyšovanie úrovne finančného riadenia bánk a podnikov, a to aj na základe implementácie medzinárodných účtovných štandardov.

²¹ Peter Backé, Christian Thimann a spol.: The acceding countries' strategies towards ERM II and the adoption of the euro: An analytical review, ECB, 2004.

4. Náčrt organizačno-technickej prípravy zavedenia eura v SR

Zavedenie novej meny bude mať vplyv na všetky subjekty v spoločnosti a táto skutočnosť sa premietne do náročnosti technicko-organizačnej prípravy. Príprava na prijatie eura prebehne vo verejnom i v súkromnom sektore, bude sa týkať organizácií i jednotlivcov. Detailne bude rozpracovaná v Národnom pláne zavedenia eura, kde všetky technické detaily budú zosúladené v konzistentnom systéme zmien, ktorý zabezpečí bezproblémové zavedenie a fungovanie eura. Príprava zahŕňa vecný, časový a inštitucionálny aspekt. Popis krokov, ktoré je treba pred zavedením eura vykonať, vychádza aj zo skúseností terajších členov eurozóny pri prijímaní eura. Na rozdiel od nich je však situácia Slovenska jednoduchšia, pretože euro už existuje. Veľká väčšina podnikov a časť obyvateľstva má skúsenosti s používaním eura. Existencia hotovostného eura umožňuje Slovensku takzvaný *big-bang prístup* k zavedeniu eura, t.j. súčasné zavedenie hotovostného aj bezhotovostného eura.²² Týmto sa odstránia niektoré duplicitné kroky a proces prijatia eura bude jednoduchší.

4.1. Základné vecné otázky organizačno-technickej prípravy zavedenia eura

Z vecného hľadiska obsahuje proces organizačno-technickej prípravy veľké množstvo detailov, ktoré sa podrobne rozpracujú v Národnom pláne zavedenia eura a v rámci operatívnych postupov pracovných skupín, ktoré sa vytvoria na jeho základe. Vecným rámcom, ktorý bude vymedzovať proces prípravy je identifikácia hlavných oblastí, ktorých sa budú dotýkať zmeny. Pôjde hlavne o špecifikovanie systémov, v ktorých dôjde po zavedení eura k zmenám. Samostatnú pozornosť je treba venovať bankovému sektoru, ktorý bude mať pri zavádzaní eura nezastupiteľné úlohy a komunikačnej stratégii. Pôjde tiež o riešenie niektorých sprievodných problémov súvisiacich so zavedením novej meny, akým je napr. otázka rastu cien pri menovej konverzii.

4.1.1. Systémy, ktoré budú ovplyvnené zavedením eura

V súvislosti so zavedením eura bude potrebné realizovať zmeny, ktoré sa budú týkať širokého spektra oblastí, z ktorých možno spomenúť najmä platné zákonné normy, predpisy, opatrenia, metodiky, systémy komunikácie, personálne systémy a ďalšie špecifické oblasti.

Mimoriadny význam má oblasť informačných systémov. Zavedením eura bude ovplyvnený každý systém, ktorý sa používa na tvorbu a uchovávanie finančných informácií v národnej mene. Medzi hlavné informačné systémy, ktoré budú zavedením eura ovplyvnené, patria systémy účtovníctva, fakturácie a platobného styku, finančného plánovania a rozpočtovania, systém riadenia štátnej pokladnice a právnické databázy.

Samostatne je potrebné identifikovať systémy, ktoré vzhľadom na ich „skryté fungovanie“ môžu byť opomenuté ako napr. registračné pokladne a iné druhy platobných terminálov produkujúcich finančné informácie. Tieto systémy môžu obsahovať komparatívne historické informácie (napr. obrat v rovnakom období minulého roka), kalkulovať kumulatívne údaje o obrate, (ktoré sa využívajú pri hotovostnom dorovnaní), pričom sú často prepojené s inými systémami. Podniky často používajú niekoľko informačných systémov, ktoré produkujú finančné informácie vo vlastnom vnútropodnikovom režime. To platí najmä pre veľké podniky, v ktorých sa používajú predovšetkým štandardizované softvérové produkty. Mnohé

²² Prvých 11 krajín eurozóny zaviedlo bezhotovostné euro 1. 1. 1999 a hotovostné euro až po trojročnom prechodnom období 1. 1. 2002 (vrátane Grécka, kde vzhľadom na dvojročné oneskorenie vstupu do eurozóny prechodné obdobie trvalo iba 1 rok).

úseky v týchto podnikoch však používajú dodatočné druhy softvéru, o ktorých materská spoločnosť nemusí mať prehľad.

Zvládnutie uvedeného rozsahu zmien si vyžaduje dostatočne včasné začatie prípravy. Tá už prakticky odštartovala a zatiaľ prebieha v pracovných skupinách v NBS, v rezortoch verejnej správy, v bankovníctve a v združeníach podnikateľov, a to formou identifikácie rozsahu potrebných zmien a ich časovej náročnosti.

4.1.2. Úloha bankového sektora a výmena obeživa

Bankový sektor bude mať dôležité funkcie v príprave ekonomiky na zavedenie eura v bezhotovostnom, ako aj v hotovostnom okruhu. Jeho úlohou bude zabezpečenie plynulého zásobenia eurom, výmena koruny za euro a jej rýchle stiahnutie z obehu.

Predzásobenie bankového sektora eurovým obeživom na jeho plynulé zavedenie do hotovostného obehu SR zabezpečí NBS podľa regulatívov ECB.²³ Predpokladá sa, že dodávka obeživa do NBS a komerčných bánk (*frontloading*) sa uskutoční v poslednom štvrtroku pred dňom „E“ (vstup do eurozóny) a že komerčné banky budú distribuovať obeživo (*sub-frontloading*) do maloobchodného sektora 1 mesiac pred vstupom.

Po zavedení eura bude hotovostná koruna duálne obiehať spolu s eurom čo najkratšiu dobu. Počas duálneho obehu budú môcť občania platiť aj korunami, ale obchody budú vydávať iba eurá. Po ukončení duálneho obehu koruny definitívne stratia platnosť. Bude ich možné vymeniť za eurá v obchodných bankách a NBS, neskôr iba v NBS.²⁴

4.1.3. Otázky komunikačnej stratégie

Neoddeliteľnou súčasťou Národného plánu bude efektívna komunikačná stratégia. Komunikačná stratégia musí osloviť všetky vrstvy obyvateľstva a podnikateľskú sféru. Hlavná časť kampane prebehne počas tretej etapy procesu prijatia eura pred konečným zavedením eura a výmenou peňazí. Zvýšená pozornosť sa musí venovať potenciálne senzitívnym skupinám (dôchodcom, deťom, hendikepovaným a osamoteným občanom).

Obsahom komunikačnej kampane budú okrem iného nasledovné témy:

- Vysvetlenie výhod a nevýhod vyplývajúcich z členstva v menovej únii pre obyvateľstvo a menšie podniky.
- Zoznámenie sa s eurovými bankovkami a mincami, prepočet cien z korún na eurá.
- Vysvetlenie, že počas tretej etapy je koruna ešte stále v systéme výmenných kurzov ERM II, takže trhový kurz sa môže od výsledného konverzného kurzu mierne líšiť (po harmonizácii úrokových sadzieb s eurozónou by tieto odchýlky mali byť minimálne).
- Oboznámenie s tým, že v bezhotovostnom platobnom styku prestáva koruna existovať hneď v deň zavedenia eura, teda 1. januára 2009 (v takzvaný E-deň).

²³ Logistiku operácie predzásobenia bánk eurovým obeživom, jeho distribúcie do ďalších cieľových skupín subjektov, účtovných vzťahov medzi centrálnou bankou a komerčnými bankami pri tejto operácii, definovanie kolaterálov na zabezpečenie pred úverovým rizikom obsahuje opatrenie ECB Adopting Certain Provisions on the 2002 Cash Changeover. Guideline of the ECB of the 10 January 2001 (ECB/2001/1).

²⁴ Neoficiálny duálny obeh, teda možnosť platiť aj eurom, existuje na báze dobrovoľného rozhodnutia obchodníkov a poskytovateľov služieb už v súčasnosti.

- Vysvetlenie, že hoci v hotovostnom platobnom styku od momentu prijatia eura - sa korunové bankovky a mince stávajú iba denomináciou eura ,počas celej doby duálneho obehu budú v hotovostných platbách prijímané bez obmedzenia ako úradné platidlo. Postupne však budú sťahované z obehu. .
- Harmonogram a možnosti výmeny slovenskej meny za euro.

Cieľom informačnej kampane bude prispieť k hladkému prechodu na euro. Hlavný dôraz sa bude klásť na kampaň voči obyvateľstvu. Podnikateľskému sektoru a inštitúciám verejnej správy budú v rámci komunikačnej stratégie poskytnuté jasné a včasné informácie, ale nebude voči nim vyvíjaná presvedčovacia ani vzdelávacia kampaň. Všetkým subjektom a inštitúciám musí byť jasné, že k E-dňu musia byť pripravené na používanie eura.

Pri informačnej kampani sa využijú skúsenosti súčasných členov eurozóny. Európska komisia a ECB prejavili veľký záujem prispieť k účinnosti informačnej kampane. Z vlastnej iniciatívy sa tiež môžu zúčastniť banky a ostatné finančné inštitúcie, obchodné siete a neziskové organizácie.

Na zavedenie jednotnej meny bude potrebné vynaložiť určité náklady tak na úrovni štátu, ako aj v súkromnom sektore. Podľa výpočtov Európskej centrálnej banky stál prechod na euro prvých 12 členských štátov 0,3 – 0,8% z HDP. V prípade Slovenskej republiky bude vhodné prostredníctvom vhodnej komunikačnej stratégie zamerať sa na dobrú pripravenosť celej spoločnosti na zavedenie jednotnej meny a tým súčasne minimalizovať náklady, ktoré bude potrebné vynaložiť v tejto súvislosti. Na úspešný prechod na jednotnú menu v oblasti podnikateľského sektora bude potrebné začať sa pripravovať dlhší čas pred samotným dňom vstupom do Eurozóny. Prípadové štúdie v členských štátoch Eurozóny ukázali, že najlepším prístupom je vypracovanie vnútropodnikového plánu na prechod na používanie eura. Údaje od podnikov, ktoré prechod na jednotnú menu zvládli bez problémov, hovoria o tom, že samotná fáza plánovania postupných krokov prechodu na jednotnú menu trvala od troch do dvanástich mesiacov. Najvyššie náklady, spojené s konverziou na novú menu, musia spravidla niesť maloobchodné siete a finančné inštitúcie, ktoré okrem samotného prechodu na novú menu v oblasti vnútropodnikového účtovníctva, softvéru a ostatných činností, musia vynaložiť dodatočné náklady súvisiace s potrebou dostatočného informovania svojich klientov o prechode na euro. Z uvedeného vyplýva, že časový aspekt prípravy na jednotnú menu netreba podceňovať.

Z vyššie uvedených dôvodov budú jednotlivé časti komunikačnej stratégie, ktoré budú cielené na tri základné skupiny jej príjemcov – verejný sektor, súkromný sektor a obyvateľstvo – prebiehať s dostatočným časovým predstihom a budú sa výrazným spôsobom podieľať na príprave celej spoločnosti na bezproblémové zavedenie novej meny.

4.1.4. Otázka rastu cien v dôsledku menovej konverzie

V období bezprostredne po zavedení eura existuje možnosť prechodného rastu inflácie v dôsledku implementačných nákladov a zaokrúhľovania. Skúsenosti krajín eurozóny ukazujú, že vplyv implementačných nákladov na infláciu bol v značnej miere potlačený konkurenciou. Konkurencia obmedzila aj priestor na cenový nárast v dôsledku zaokrúhľovania. Napriek tomu sa zaznamenal cenový nárast, ktorý bol celkovo síce veľmi

obmedzený, ale spotrebiteľia ho považovali za významný.²⁵ Vysoká vnímaná inflácia vytvára nespokojnosť občanov s novou menou a prostredníctvom inflačných očakávaní môže viesť k mzdovým a inflačným tlakom do budúcnosti.

Obdobný tlak na rast cien môže vzniknúť aj v podmienkach SR. V kritickom období preceňovania z korún na euro a následného zaokrúhľovania sa preto odporúča venovať tejto oblasti zvýšenú pozornosť (monitorovanie, prezentovanie gentlemanských dohôd, ale aj informovanie verejnosti o prípadoch nekorektných postupov).

Ako určitú formu kontroly cien v maloobchodnom sektore je možné využiť aj *duálne oceňovanie*. Hoci povinnosť duálneho oceňovania vznikne až dňom vstupu SR do eurozóny, neformálne možno duálne oceňovanie iniciovať už predtým ako súčasť politiky transparentnosti a korektného prístupu voči spotrebiteľom.

4.2. Časový aspekt technicko-organizačnej prípravy zavedenia eura

Rámcovo je časový horizont technicko-organizačnej prípravy vymedzený postupnosťou jednotlivých krokov prístupového procesu a ich časových nárokov. Z komunikačného hľadiska, ale aj z hľadiska vytvorenia dostatočného časového priestoru pre uskutočnenie potrebných opatrení, je vhodným termínom pre oficiálne²⁶ začatie technicko-organizačnej prípravy zavedenia eura v SR vstup do ERM II. K tomuto dátumu by mal ustanovený národný koordinátor začať intenzívnu pracovnú, ale aj mediálnu aktivitu.

Uvažovaný scenár vstupu slovenskej koruny do ERM II vytvára dostatočný časový priestor na zvládnutie konverzie aj tých najkomplikovanejších finančných informačných systémov.²⁷ Technická, ako aj administratívna príprava zavedenia eura v SR by tak nemala vytvárať úzke miesta a sú predpoklady na to, aby prebehla plynule a z hľadiska technického zabezpečenia spoľahlivo.

Pri zavádzaní hotovostného eura bude dôležitý stav používania eura ako platidla ešte pred vstupom do eurozóny. Podiel eura na celkovej hodnote hotovostných platieb v SR je zatiaľ veľmi nízky, je však možné očakávať, že sa bude zvyšovať, pričom stimulom zvýšeného záujmu verejnosti o euro bude pravdepodobne definitívne potvrdenie prijatia SR do eurozóny. Vývoj podielu eura na celkových hotovostných platbách počas obdobia neoficiálneho duálneho obehu bude potrebné monitorovať. Od tohto ukazovateľa bude závisieť požiadavka na výrobu (alebo pôžičku od Eurosystemu) eurových bankoviek na pokrytie potrieb hotovostného obehu SR pri menovej konverzii v čase vstupu do eurozóny.

4.3. Inštitucionálne zabezpečenie prijatia eura

²⁵ Podľa štatistických údajov bol skutočný inflačný vplyv zavedenia eura veľmi malý, asi 0,1-0,2%, ale obyvateľstvo vnímalo rast cien ako mnohonásobne vyšší. Podľa prieskumu Európskej komisie 84,4% spotrebiteľov sa domnievalo, že konverzia cien ich poškodila.

²⁶ Ako už bolo spomenuté, praktická príprava už začala a do vstupu do ERM II by sa mali rozbehnúť ďalšie aktivity, z ktorých najdôležitejšia je rozpracovanie Národného plánu zavedenia eura a vytvorenie príslušných organizačných štruktúr.

²⁷ Zo skúseností terajších krajín eurozóny, ako aj z predbežných vyjadrení rezortov, resp. relevantných úsekov NBS vyplýva, že úprava aj najzložitejších finančných informačných systémov na euro je možná v časovom priestore, ktorý je ohraničený členstvom v ERM II. Časové nároky administratívnej prípravy, zahrnujúcej zmeny v legislatíve a úpravy dokumentov a materiálov, ktoré sú v agende verejnej správy, sú ešte menšie a odhadujú sa približne na 1 - 1,5 roka.

Technicko-organizačná príprava zavedenia eura v SR bude prebiehať pod vedením národného koordinátora (MF SR) v úzkej spolupráci s Národnou bankou Slovenska a v súčinnosti s európskymi inštitúciami, osobitne Európskou komisiou a Európskou centrálnou bankou.

Národný koordinátor v spolupráci najmä s NBS zabezpečí vypracovanie Národného plánu zavedenia eura v SR, ktorý bude obsahovať hlavné technicko-organizačné aspekty celého procesu a jeho časový harmonogram. Samotná Národná banka Slovenska bude mať zo zákona vyhradené úlohy v oblasti zabezpečenia potrebného množstva eurového obeživa pre peňažný obeh SR pri súčasnom sťahovaní slovenských bankoviek a mincí.

Európska komisia na základe pozitívnych skúseností pri zavádzaní eura v rokoch 1997 - 2002 zriadila komisiu Public Administration Network II (PAN II) na konzultácie a koordináciu postupu jednotlivých krajín pri prijímaní eura. Úlohou PAN II je sprostredkovať informácie užitočné pri zavádzaní eura a vymieňanie si skúseností a plánov medzi krajinami, ktoré idú euro v blízkej budúcnosti prijať. Európska komisia bude postup jednotlivých krajín monitorovať a vypracuje o ňom správy.

Koordináčna úloha ECB sa týka oblastí, ktoré budú patriť do kompetencií NBS. Pôjde najmä o otázky zabezpečenia výroby a distribúcie eurových bankoviek a mincí v jednotlivých fázach zavádzania novej meny, riešenie otázok duálneho obehu, ako aj o výmenu neplatných bankoviek a mincí národnej meny za euro.²⁸ Usmernenia ECB budú mať väčšinou charakter záväzných normatívnych opatrení, ktoré vytvoria právny rámec pre celú logistiku zavádzania eurového obeživa do peňažného obehu SR.

Záver

Stav, ako aj výhľad plnenia maastrichtských kritérií oprávňuje vysloviť záver o reálnosti vstupu SR do eurozóny k 1. 1. 2009. Hoci plnenie maastrichtských kritérií nie je bez rizík, možno ich eliminovať prostredníctvom jednotlivých politík a ich kombinácie.

Znižovanie účinnosti menovej politiky si vyžiada aktivizáciu a koordináciu ostatných politík. Po vstupe do menovej únie ostatné politiky plne prevezmú stabilizačné úlohy menovej politiky NBS na elimináciu prípadných asymetrických šokov, ktoré jednotná menová politika ECB pri svojom výkone nebude môcť zohľadňovať. Zvýši sa najmä význam fiškálnej politiky. Reformy na trhu práce a flexibilná mzdová politika by mali prispieť k zníženiu dôsledkov potenciálnych nerovnováh na zamestnanosť. Dohľad nad finančným trhom musí pôsobiť preventívne a proticyklicky voči rizikám vzniku neprimeraného rastu cien aktív a v koordinácii s fiškálnou politikou tiež voči prípadnému prehriatiu ekonomiky z úverového boomu.

²⁸ Zabezpečenie eurového obeživa podlieha jurisdikcii Eurosystemu. Riadiaca rada ECB môže schváliť výrobný plán eurového obeživa pre nový členský štát až po oficiálnom zrušení štatútu výnimky a potvrdení jeho prijatia do eurozóny na summite Rady EÚ v zložení hláv štátov a vlád. V prípade scenára pre SR s predpokladaným vstupom do eurozóny k 1. 1. 2009 by to malo byť v júni 2008. To znamená, že na výrobu potrebného množstva eurových bankoviek a mincí by bol časový priestor približne 6 mesiacov (do 1.1.2009). Jeho rozšírenie približne o 2 mesiace vidí ECB v možnosti podmieneného schválenia výrobných plánov obeživa Riadiacou radou ECB okamžite po pozitívnom hodnotení a schválení konvergenčných správ. Riziko plynúce z prípadného nezrušenia výnimky pre SR by musela niesť slovenská strana. Treťou možnosťou by mohla byť pôžička obeživa pre SR zo zásob Eurosystemu. Problematika zabezpečenia eurových bankoviek a mincí pre budúce krajiny eurozóny sa v súčasnosti otvára na úrovni ECB. (The Changeover Scenario and Allocation of the Launch Production among the Acceding Countries. ECB, marec 2004.)

Po vstupe do eurozóny by výsledkom kombinácie fiškálnej politiky a ďalších politík mal byť rýchly hospodársky rast pri udržateľnom plnení fiškálnych kritérií Paktu stability a rastu.

Konkretizácia stratégie prijatia eura predstavuje aj základný rámec pre realizáciu praktických opatrení spojených s prijatím eura. Vláda poverí podpredsedu vlády a ministra financií, aby v spolupráci s guvernérom Národnej banky Slovenska rokoval s Radou Európskej únie o vstupe Slovenskej republiky do ERM II a v súčinnosti s orgánmi Európskej únie určil centrálnu paritu slovenskej koruny voči euru. Určí národného koordinátora procesu zavedenia eura v Slovenskej republike, ktorý vypracuje v prvom polroku 2005 národný plán zavedenia eura v SR, ktorý bude obsahovať potrebné detaily prístupového procesu do eurozóny. Vzhľadom na to, že zmena menovej jednotky sa bude týkať celej spoločnosti, transformačný proces sa bude musieť realizovať za súčinnosti čo najširšieho okruhu subjektov. Veľká pozornosť sa bude venovať informačnej kampani, najmä vo vzťahu k obyvateľstvu. Jej cieľom bude dokonalá pripravenosť všetkých subjektov na používanie eura.

Riziká nesplnenia maastrichtských kritérií
Tabuľka 1

	Riziko	Možný dôsledok	Prevenia – Kompenzácia
Cenový vývoj	<p>Balassa-Samuelsonov efekt</p> <p>Indexácia miezd</p> <p>Rýchly rast úverov (úverový boom)</p> <p>Náhle silné oslabenie výmenného kurzu</p> <p>Konflikt medzi cieľom cenovej stability a kritériom výmenného kurzu po vstupe do ERM II</p> <p>Neudržanie dezinflačných očakávaní</p>	<p>Rast mzdovej inflácie z rastu miezd neobchodovateľného sektora nezaloženom na vývoji produktivity práce</p> <p>Zotrvačnosť súčasnej vysokej inflácie</p> <p>Vplyv na prehriatie ekonomiky a rast inflácie</p> <p>Rast inflácie v dôsledku tlaku na výmenný kurz</p> <p>Porušenie inflačného kritéria alebo v extrémnom prípade vystúpenie z ERM II</p> <p>Premietnutie do kalkulácií ekonomických subjektov a zrýchlenie rastu cien</p>	<p>Ovplyvňovanie rozloženia tendencie zhodnocovania reálneho kurzu do inflácie a do apreciacie nominálneho kurzu</p> <p>Dohody o raste miezd s odborními</p> <p>Formovanie dezinflačných očakávaní</p> <p>Prísny, dopredu hľadiaci bankový dohľad a korektné finančné riadenie bánk a podnikov</p> <p>Dôsledná koordinácia menovej politiky s inými politikami a ich správne načasovanie, Čo najskorší možný vstup do eurozóny</p> <p>Konsolidácia nástrojov a možností jednotlivých politík a optimálny „policy-mix“, Podpora ECB v prípadných intervenciách</p> <p>Dôveryhodnosť, transparentnosť a kontinuita celého procesu</p>
Deficit	<p>Politické riziko – zmena základných cieľov fiškálnej politiky</p> <p>Spôľahlivosť očakávaných príjmov rozpočtu vzhľadom na uskutočnené reformy</p> <p>Dlhodobý charakter účinkov reforiem a z toho plynúca obmedzená predikčná schopnosť</p> <p>Pokles rastu ekonomiky, cyklické výkyvy</p>	<p>Nenaplnenie rozpočtovaných daňových príjmov, príjmov SP, príjmov z EÚ a ich vplyv na prehĺbenie deficitu</p> <p>Prehĺbenie plánovaného deficitu</p> <p>Vplyv na konsolidáciu verejných financií</p>	<p>Zvýšená pozornosť vývoju jednotlivých položiek, s operatívnou realizáciou potrebných korekcií.</p> <p>Uplatňovanie schválených rozpočtových rámcov pri realizácii výdavkov</p> <p>Reálna konvergencia minimalizuje pravdepodobnosť poklesu ekonomického rastu pod únosnú mieru konsolidácie</p>
Menový kurz	<p>Zvrat pohybu kapitálu</p> <p>Nevhodne určená centrálna parita</p> <p>Konflikt medzi cieľom cenovej stability a kritériom výmenného kurzu po vstupe do ERM II</p>	<p>Vplyv na stabilitu výmenného kurzu v predvstupovom období</p> <p>Nestabilita kurzu v ERM II</p> <p>Neudržanie kurzu vo fluktuáčnom pásme - v extrémnom prípade</p>	<p>Dôsledná koordinácia menovej politiky s inými politikami a ich správne načasovanie, Čo najskorší možný vstup do eurozóny</p> <p>Dôveryhodné podkladové analýzy</p> <p>Konsolidácia nástrojov a možností jednotlivých politík a optimálny „policy-mix“, Podpora ECB v prípadných intervenciách</p>

Rámcový časový harmonogram zavedenia eura v SR
Tabuľka 2

	1. etapa	2. etapa	3. etapa	4. etapa
Obsah	Príprava a prijatie rozhodnutia vlády SR o vstupe do ERM II.	Vstup a zotrvanie v ERM II a hodnotenie plnenia podmienok pre prijatie SR za člena eurozóny zo strany EK a ECB.	Rozhodnutie Rady EÚ o splnení podmienok pre prijatie SR za člena eurozóny.	Vstup do eurozóny a zavedenie eura do obehu.
Možný časový plán	Najneskôr do júna 2006	Jún 2006 - jún 2008	Jún 2008	1. január 2009
Základné úlohy	(Prístupenie NBS k Dohode centrálnych bánk, 29.4.2004) Iniciácia postupov na rokovanie Výboru pre ERM II o začlenení SKK do ERM II vo Výbore pre ERM II, určení centrálnej parity a fluktuálneho pásma. Ukončenie reforiem v miere, ktorá vytvorí podmienky pre ekonomickú, finančnú a menovú stabilitu po vstupe do ERM II.	Stabilizácia výmenného kurzu. Príprava zákonov, smerníc a ďalšej administratívy; Modifikácia IT systémov na euro; Úprava podnikových obchodných stratégií pre zvládnutie integrácie a rastúcej konkurencie.		Simultánne zavedenie eura do bezhotovostného a hotovostného platobného styku. Sťahovanie koruny z obehu. Snaha o minimalizáciu nákladov, spojených s týmito procesmi.
Makroekonomické otázky	Pokračovanie konsolidácie rozpočtu a znižovanie miery inflácie.	Realizácia mixu hospodárskych politík pre fungovanie v ERM II. Nastavenie nástrojov menovej politiky NBS.		Delegovanie menovej politiky NBS na ECB. Nastavenie makroekonomických politík zodpovedajúco potrebe zachovania orientácie na stabilitu a flexibilitu
Príprava verejného sektora	Vytvorenie pracovnej komisie so zastúpením relevantných strán a rámcová identifikácia vecných a časových nárokov technickej a administratívnej prípravy na euro. Konštituovanie Národného koordinátora pre zavedenie eura.	Realizácia potrebných administratívnych inštitucionálnych a technických zmien.	Finalizácia tvorby inštitucionálnych a technických podmienok na zavedenie eura. Príprava na duálne oceňovanie. Príprava štátneho rozpočtu v eure.	Duálne oceňovanie tovarov, služieb a práce.
Príprava súkromného sektora	Neformálne informačné aktivity	Realizácia potrebných zmien. Príprava technických podmienok na zavedenie eura.	Finalizácia priprav. Neoficiálne duálne oceňovanie.	Duálne oceňovanie.
Príprava občanov	Neformálne/prvotné informačné aktivity vlády SR	Intenzívna informačná kampaň v rôznych médiách (Európska komisia požaduje, aby informačná kampaň pre obyvateľov prebiehala minimálne rok a pol pre samotným zavedením jednotnej meny).	Finalizácia informačnej kampane s dôrazom na možné rizikové skupiny obyvateľov.	Poskytovanie dodatočných praktických informácií pre občanov (napr. možná prevádzka bezplatnej infolinky a pod.).
Možné riziká	Nedostatočná dynamika fiskálnej konsolidácie.	Zo strany EU možný tlak na dlhšie zotrvanie v ERM II ako 2 roky. Policy-mix nezosúladený s určenou centrálnou paritou. Nedodržanie časového harmonogramu prípravy.	Nedostatočne ukončená inštitucionálna a technická príprava na zavedenie eura. Oddialenie termínu prijatia eura, strata dôveryhodnosti zahraničia a následné riziká pre finančnú a ekonomickú stabilitu.	Možné technické a administratívne nedostatky.

Orientačný kalendár dôležitých termínov
v rámci jednotlivých etáp prístupového procesu SR do eurozóny:
<i>Vstup do eurozóny k 1.1.2009</i>
1.etapa
<ul style="list-style-type: none"> • Apríl 2004: „Dohoda z 29. apríla 2004 medzi Európskou centrálnou bankou a národnými bankami členských štátov nepatriacich k 1. máju 2004 do eurozóny, ktorou sa mení a dopĺňa dohoda z 1. septembra 1998 o prevádzkových postupoch pre mechanizmus výmenných kurzov v tretej etape hospodárskej a menovej únie.“ • September 2004: <ul style="list-style-type: none"> - Prerokovanie Konkretizácie Stratégie prijatia eura v SR a rozhodnutie o termíne vstupu do eurozóny vo vláde SR - Určenie národného koordinátora procesu zavedenia eura v SR - Splnomocnenie ministra financií SR a guvernéra NBS rokovaním s orgánmi Európskej únie o vstupe do ERM II a určení centrálnej parity výmenného kurzu slovenskej koruny voči euru • September 2004 – jún 2005: Vypracovanie Národného plánu zavedenia eura v SR • September - november 2004: Neformálne konzultácie o vstupe do ERM II s orgánmi Európskej únie • Do júna 2006: Absolvovanie prístupových procedúr do ERM II s orgánmi Európskej únie
2.etapa
<ul style="list-style-type: none"> • najneskôr do júna 2006: Vstup do ERM II • Máj 2008¹: Správy o konvergencii EK a ECB • Máj – jún 2008: Hodnotiaca procedúra v európskych inštitúciách • Jún 2008: Rozhodnutie Rady EÚ o zrušení výnimky • Jún 2008: Stanovenie konverzného kurzu SKK/EUR
3.etapa
<ul style="list-style-type: none"> • Jún – september 2008: Zabezpečenie potrebného množstva eurových bankoviek a mincí pre hotovostný obeh SR • September – október 2008: Predzásobenie NBS a komerčných bánk eurovým obeživom • Polovica decembra 2008: Predzásobenie maloobchodného sektora eurovým obeživom • Jún – december 2008: Neformálne duálne oceňovanie • Do konca decembra 2008: Konverzia bankomatov, automatov a iných zariadení fungujúcich na mince alebo bankovky
4.etapa
<ul style="list-style-type: none"> • 1. január 2009: Vstup do eurozóny • Január – jún 2009: Duálne oceňovanie • Január 2009: Sťahovanie slovenskej koruny z obehu • Február 2009 - ... Pokračovanie výmeny neplatnej slovenskej meny.

¹ V prípade vstupu do ERM II až koncom júna 2006 by došlo k príslušnému posunu tohto a ďalších termínov, avšak termín prijatia eura by sa nezmenil.

Inštitucionálne a procedurálne aspekty mechanizmu výmenných kurzov ERM II

Podľa článku 124 Zmluvy o EÚ *každý nový členský štát EÚ je po vstupe do EÚ povinný považovať svoju politiku výmenného kurzu za vec spoločného záujmu*. Znamená to, že je povinný vyhýbať sa politikám, ktoré môžu viesť k nadmernej fluktuácii výmenného kurzu, alebo k odpútaniu jeho vývoja od ekonomických fundamentov. Primárnym cieľom menovej politiky centrálnej banky nového členského štátu zostáva cenová stabilita. Tieto zásady sú dôležité pre finančnú a ekonomickú stabilitu EÚ, prehlbovanie vzájomnej ekonomickej integrácie členských štátov a hladké fungovanie vnútorného trhu. Z rovnakých dôvodov sú predmetom spoločného záujmu aj hospodárske politiky nových členských štátov, a preto podliehajú koordináčnym a multilaterálnym hodnotiacim postupom (Pakt stability a rastu, konvergenčné programy, Všeobecné smernice pre hospodársku politiku,¹ Cardiffská správa). Voľba konkrétnej stratégie menovej a kurzovej politiky po vstupe do EÚ je však v právomoci členského štátu.

Nové členské štáty po vstupe do EÚ majú štatút členskej krajiny s výnimkou (z používania eura). Zrušenie výnimky a zavedenie eura vyžaduje udržateľne splniť nominálne konvergenčné kritériá a inštitucionálno-legislatívne podmienky. Jedným z konvergenčných kritérií je preukázanie stability výmenného kurzu národnej meny voči euru, ktorá sa testuje na minimálne 24-mesačnom období v inštitucionálnom rámci mechanizmu výmenných kurzov ERM II.² Termín začlenenia národnej meny do ERM II európska legislatíva nepredpisuje, jeho určenie je v právomoci vlády členského štátu. Pri rozhodovaní o termíne vstupe do ERM II je však nevyhnutné zohľadniť všetky skutočnosti, ktoré môžu počas fungovania meny v ERM II ovplyvňovať - priaznivo alebo nepriaznivo - stabilitu kurzu.

1. Základná charakteristika ERM II

Právnym základom ERM II sú dva dokumenty: *Rezolúcia Európskej rady o vzniku mechanizmu výmenných kurzov v tretej etape hospodárskej a menovej únie* (Amsterdam, 16. jún 1997) (ďalej len rezolúcia) obsahujúca základné princípy, ciele a charakteristiky ERM II a *Dohoda z 1. septembra 1998 medzi Európskou centrálnou bankou a národnými centrálnymi bankami členských štátov nepatriacich do eurozóny o prevádzkových postupoch pre mechanizmus výmenných kurzov v tretej etape hospodárskej a menovej únie* (ďalej len dohoda centrálnych bánk). Právnym základom ERM II teda nie je Zmluva o Európskej únii, ale medzivládna multilaterálna dohoda.

Prvým nevyhnutným krokom pre účasť v ERM II je pristúpenie národnej centrálnej banky nového členského štátu EÚ k dohode centrálnych bánk. Dokument podpisuje ECB, centrálna banka členských krajín mimo eurozóny a centrálna banka nového členského štátu. Dohoda formálne potvrdzuje skutočnosť, že vstupom do EÚ sa národná centrálna banka nového členského štátu stáva súčasťou Európskeho systému centrálnych bánk (ESCB), a teda podlieha legislatíve ESCB („ESCB aquis“) o funkciách a fungovaní ERM II.³

¹Broad Economic Policy Guidelines - BEPG.

²ERM II je európsky mechanizmus výmenných kurzov, ktorý od 1. januára 1999 (na začiatku tretej etapy hospodárskej a menovej integrácie, t. j. vznikom eurozóny) nahradil pôvodný ERM, súčasť vtedajšieho Európskeho menového systému založeného v roku 1979.

³NBS a centrálna banky ostatných nových členských štátov EÚ k tejto dohode pristúpili k dátumu vstupe do EÚ (Dohoda z 29. apríla 2004 medzi Európskou centrálnou bankou a národnými bankami členských štátov

Druhou podmienkou účasti v ERM II je absolvovanie prístupových procedúr, ktorých podstata spočíva v rozhodnutí o centrálnej parite participujúcej meny voči euru a flukтуаčnom pásme okolo tejto parity.

Ekonomický a inštitucionálny význam ERM II spočíva v dvoch skutočnostiach:

1. pomáha členským krajinám, ktoré v ERM II participujú, koordinovať a usmerňovať svoje politiky na dosiahnutie stabilného makroekonomického prostredia a podporuje štrukturálne reformy potrebné na rýchlu nominálnu a reálnu konvergenciu k prostrediu ekonomík eurozóny,
2. má zásadnú úlohu pri hodnotení konvergenčného kritéria stability výmenného kurzu, t. j. jednej z podmienok pre vstup do eurozóny, ktoré je legislatívne upravené v článku 121 (ods.1) Zmluvy o EÚ a v článku 3 Protokolu o kritériách konvergenencie.

ERM II po technickej stránke predstavuje systém fixného výmenného kurzu so stanovenou centrálnou paritou meny participujúcej v tomto systéme voči euru a povoleným pásmom fluktuácie okolo tejto parity (tzv. soft peg kurzový režim). Udržateľné fungovanie v ERM II preto - podobne ako v prípade iných fixných kurzových režimov - vyžaduje vzájomne konzistentné hospodárske politiky orientované na makroekonomickú stabilitu, ktoré podporujú udržiavanie dohodnutej centrálnej parity.

2. Centrálna parita a flukтуаčné pásmo

Dohodnutý *ústredný kurz* (centrálna parita) by mal odzrkadľovať ekonomické fundamenty (exportná a produkčná schopnosť ekonomiky, vývoj obchodnej a platobnej bilancie). Zároveň by mal zohľadňovať trhovú hodnotu kurzu za posledné obdobie. Dohodnutý ústredný kurz nesmie zohľadňovať záujmy žiadnych lobistických skupín.

Centrálna parita nepredurčuje konečný konverzný výmenný kurz voči euru pri vstupe do eurozóny.⁴ Každá strana spoločnej dohody, vrátane ECB môže iniciovať dôverný postup na *prehodnotenie dohodnutej centrálnej parity*. Prehodnotenie centrálnej parity môže byť potrebné najmä v podmienkach reálnej konvergenencie, napr. ak v dôsledku ekonomického vývoja dôjde k zmene rovnovážneho výmenného kurzu (skúsenosti Grécka), k podstatným zmenám vo vonkajšej konkurencieschopnosti alebo v prípade nekonzistentnosti makroekonomických politík.

Centrálna parita by mala byť stanovená v blízkosti strednodobého rovnovážneho kurzu, aby bola dôveryhodná pre trhy a tým sa znížilo riziko špekulatívnych útokov. Príliš mäkká (podhodnotená) centrálna parita by motivovala trhy k útokom, ktoré by posunuli spotový kurz k hornej hranici flukтуаčného pásma. V odôvodniteľných prípadoch sa však toleruje aj dlhodobejšie silnejší kurz, ako je parita. Pokiaľ by apreciačný trend kurzu pretrvával, je možné iniciovať postup na revalváciu centrálnej parity. Revalvácia neporušuje kritériá režimu ERM II.⁵

nepatriacich k 1. máju 2004 do eurozóny, ktorou sa mení a dopĺňa dohoda z 1. septembra 1998 o prevádzkových postupoch pre mechanizmus výmenných kurzov v tretej etape hospodárskej a menovej únie).

⁴ Rozhodnutia o centrálnych paritách a konverzných kurzoch sú oddelené, prijímajú sa v rôznych časových obdobiach a sú výsledkom rôznych rozhodovacích procesov.

⁵ Podhodnotený kurz (parita) môže spôsobiť zvyšovanie cien dovážaných tovarov a tým ohroziť splnenie inflačného kritéria.

Príliš tvrdá (nadhodnotená) centrálna parita predstavuje potenciálne vážnejšie riziko. Útok trhov by znamenal posun spotového kurzu do depreciačnej časti fluktuálneho pásma, v ktorom je pohyb kurzu obmedzený. Ak by bol útok dostatočne silný, kurz by mohol klesnúť pod spodnú hranicu fluktuálneho pásma, čo by porušilo plnenie kritéria stability kurzu a viedlo k vylúčeniu z režimu ERM II. Celý postup prijatia do ERM II by sa musel zopakovať. Znovuprijatie do ERM II by však komplikovala oslabená dôveryhodnosť ekonomiky. Opakovaný alebo dlhodobý pobyt kurzu v devalvačnom pásme môže spôsobiť nesplnenie kurzového kritéria, aj keď kurz neprekročí hranicu fluktuálneho pásma.

Ďalším dôležitým prvkom ERM II je *dohodnuté fluktuálne pásmo*. Jeho štandardné rozpätie je $\pm 15\%$ od dohodnutého ústredného kurzu. Podľa článku 2.4 rezolúcie je však možné na žiadosť daného členského štátu dohodnúť aj *užšie pásmo*. V zásade je to však možné iba v prípade krajiny dosahujúcej vysoký stupeň ekonomickej konvergencie so štátmi eurozóny.⁶ Vhodnosť formálne dohodnutého užšieho pásma sa môže z iniciatívy ktorejkoľvek zúčastnenej strany prehodnotiť.

Vzhľadom na to, že právnym základom ERM II je medzivládna multilaterálna dohoda, rozhodnutie o centrálnej parite a štandardnom fluktuálnom pásme sa realizuje na základe spoločnej dohody medzi ministrami financií (hospodárstva) členských štátov eurozóny, ECB a ministrami financií (hospodárstva)⁷ a guvernérmi centrálnych bánk členských krajín mimo eurozóny zúčastnenými v ERM II (v súčasnosti Dánsko, Slovinsko, Estónsko a Litva, v budúcnosti prípadne ďalšie nové členské štáty EÚ). Na rozhodovaní o užšom fluktuálnom pásme sa zúčastňuje minister financií (hospodárstva) a guvernér centrálnej banky danej krajiny, ministri financií (hospodárstva) krajín eurozóny a ECB.

Všetkým týmto rozhodnutiam predchádzajú predbežné konzultácie v príslušných inštitúciách a orgánoch EÚ. Menovite sú to Ekonomický a finančný výbor (EFC), Generálna rada ECB a príslušné výbory ECB. Ku konečným rozhodnutiam sa dospeje v rámci rokovacej procedúry EFC o výmennom kurze (Exchange-rate Procedure).

3. procedúra vstupu do ERM II

Každá krajina uchádzajúca sa o vstup do ERM II bude posudzovaná individuálne „od prípadu k prípadu“. V priebehu jednotlivých procedurálnych postupov a pri rozhodovaní bude zachovaný princíp rovnakého zaobchádzania s novými členskými štátmi ako so súčasnými členskými štátmi eurozóny.

Vstupujúcu krajinu na rokovaníach zastupujú minister financií (hospodárstva) a guvernér centrálnej banky, resp. nimi poverení zástupcovia. Rokovania sa uskutočňujú spravidla cez víkend a v tajnosti. Správu o vstupe nového člena do ERM II a o dohodnutej centrálnej parite meny nového člena zverejňujú ECB a nový člen pred otvorením trhov.

V záujme plnohodnotnej a otvorenej diskusie o centrálnej parite a fluktuálnom pásme, posudzovaná členská krajina nesmie pred rokovaniami uskutočniť jednostranné verejné vyhlásenie o želanom nastavení týchto parametrov.

⁶ Dánsko je v súčasnosti účastníkom ERM II so spoločne dohodnutým úzkym fluktuálnym pásmom $\pm 2,25\%$.

⁷ Rezolúcia ani iné právne normy EÚ nestanovujú presne ministerský rezort vzhľadom na to, že kompetencie rôznych rezortov sú v jednotlivých členských krajinách rôzne. V prípade Slovenska by vzhľadom na obsah problematiky malo ísť o ministra financií.

4. Intervencie

Šírka fluktuálneho pásma a ústredný kurz determinujú intervenčné body v podobe intervenčných kurzov meny členského štátu voči euru. V súlade s dohodnutým fluktuácnym pásmom (štandardným alebo úzkym) sa ECB a zúčastňujúce sa národné centrálné banky (NCB) vzájomne dohodnú na intervenčných kurzoch (článok 1.2. dohody centrálnych bánk). Hornú a spodnú hodnotu dohodnutých intervenčných kurzov ECB a NCB spoločne oznámia trhu.

Intervencie na hraniciach rozpätia, ak spotový kurz dosiahne hodnoty intervenčného kurzu, sú v princípe automatické a nelimitované. ECB a NCB členského štátu mimo eurozóny participujúceho v ERM II však môžu povinné intervencie zastaviť, ak by malo dôjsť k ohrozeniu ich primárneho cieľa, t.j. udržiavania cenovej stability (článok 3.1. dohody centrálnych bánk).⁷ Pri rozhodovaní o prerušení intervencií musí ECB alebo dotknutá NCB zohľadniť všetky relevantné faktory vrátane dôveryhodného fungovania ERM II a stanovísk ostatných kompetentných orgánov. O zámere prerušiť intervencie na hraniciach rozpätia musí ECB alebo dotknutá NCB dôverným spôsobom informovať ostatné zúčastnené CB štátov eurozóny a členských štátov mimo eurozóny.

Intervencie sú podporným nástrojom stabilizácie kurzu. Počet a objem intervencií závisí od dôveryhodnosti dohodnutej centrálnej parity a fluktuálneho pásma. Rozsah a potrebu intervencií môžu obmedziť správne politiky (konzistentné s dohodnutou paritou a pásmom), prípadne (ak je to nevyhnutné) včasné prispôsobenie (prehodnotenie) centrálnej parity.

ECB a NCB zúčastnená v ERM II sa môžu dohodnúť aj na *koordinovaných intervenciách vnútri rozpätia* (napr. v prípade, že snahou NCB je udržiavať kurz v užšom ako oficiálne dohodnutom pásmo). Tento druh intervencií, na rozdiel od intervencií na hraniciach rozpätia, však ECB nemusí automaticky podporiť.

Pri všetkých nepovinných intervenciách (vrátane *jednostranných nekoordinovaných intervencií vo vnútri rozpätia*) je intervenujúca CB povinná požiadať o prednostný súhlas CB členskej krajiny únie, ktorej mena do intervencie vstupuje (spolu s menou intervenujúcej banky) v objeme vyššom ako spoločne dohodnutý limit pre nepovinné intervencie.⁸

Na intervencie v eure a v mene členských krajín mimo eurozóny participujúcich v ERM II si ECB a zúčastňujúce sa NCB navzájom otvoria *veľmi krátke úverové linky* (very short-term credit facilities). Ich počiatková splatnosť je tri mesiace. Veľmi krátke zdroje financovania intervencií na hraniciach dohodnutého (štandardného alebo úzkeho) rozpätia sú k dispozícii automaticky a v neobmedzenom množstve. Dlhnícka centrálna banka však skôr než pristúpi k ich použitiu, musí vhodne použiť vlastné devízové rezervy.

Na žiadosť dlžníckej centrálnej banky je možné pôvodnú splatnosť automaticky predĺžiť o ďalšie tri mesiace. Celková zadlženosť vyplývajúca z automatického predĺženia splatnosti

⁷ V rámci ERM II je tak pre všetky zúčastnené meny kurzová stabilita podriadená primárnemu cieľu cenovej stability.

⁸ Podobne sa postupuje aj pri iných transakciách než intervenciách, ktoré zahŕňajú aspoň jednu menu krajiny mimo eurozóny participujúcej v ERM II alebo euro, a ktorých objem by mohol ovplyvniť výmenný kurz medzi dvoma dotknutými menami. V takomto prípade by sa dve dotknuté centrálné banky mali dohodnúť na spôsobe minimalizácie potenciálnych problémov, vrátane zváženia možnosti uskutočnenia transakcií priamo medzi sebou navzájom.

nesmie nikdy prekročiť strop určený pre prístup centrálnych bánk k veľmi krátkodobým úverovým zdrojom na financovanie intervencií podľa Prílohy II Dohody centrálnych bánk.⁹ Do tohto limitu je možné prostredníctvom veľmi krátkych úverových liniek financovať aj intervencie vo vnútri fluktuálneho pásma.

Vzájomné pohľadávky a záväzky vyplývajúce z uvedených operácií medzi ECB a participujúcou NCB je možné po vzájomnej dohode vyčistiť.

⁹ Z indikatívnej kalkulácie nových stropov pre veľmi krátke úverové facility, ktorá vychádza z fixnej zložky rovnakej pre všetky národné centrálny banky mimo eurozóny a variabilnej zložky vyrátanej na základe podielu národnej centrálny banky na kľúčovom kapitáli ECB, vyplýva pre NBS limit 450 mil. EUR.

Požiadavky na jednotlivé typy politík, ktoré by mali podporovať celkovú ekonomickú a finančnú stabilitu v období pred vstupom do únie, najmä v ERM II, a v období po vstupe

Úvod

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

1. umožní nominálnu konvergenciu v zmysle maastrichtských kritérií udržateľným spôsobom,
2. podporí stabilitu konvergenčného procesu, fungovania v ERM II a prevzatia eura, a to aj pôsobením automatických stabilizátorov,
3. podporí stabilizáciu ekonomiky po prípadnom šoku koordinovaným uplatnením politík, najmä fiškálnej a menovej,
4. podporí stabilizáciu ekonomiky po prípadnom šoku flexibilnou reakciou inštitúcií, trhov a sektorov ekonomiky.

Slovensko už dnes plní konvergenčné kritériá pre zadĺženie verejných financií a úroveň dlhodobých úrokových sadzieb. Dosiahnutie nominálnej konvergencie si vyžaduje predovšetkým konsolidáciu rozpočtu tak, aby sme boli schopní udržať deficit pod hranicou 3% HDP a zníženie priemernej medziročnej inflácie pod kritériálnu hodnotu v čase nášho hodnotenia¹.

1. Fiškálna politika

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

- predovšetkým zabezpečiť konvergenciu – konsolidáciu verejných financií a udržateľné splnenie kritéria pre deficit a zadĺženie,
- podporiť menovú politiku pri splnení inflačného kritéria,
- podporiť menovú politiku pri stabilizácii vývoja nominálneho kurzu voči euru, a to fundamentálnou podporou stabilizácie vývoja rovnovážneho kurzu,
- podporiť stabilizáciu reálnej ekonomiky v prípade vzniku vnútorných alebo vonkajších šokov.

Je zrejmé, že nároky na fiškálnu politiku vzrastú už pred prijatím eura. Po vstupe do eurozóny bude bremeno pre fiškálnu politiku ešte väčšie, nakoľko menová politika ECB bude zameraná na udržiavanie cenovej stability v celej eurozóne. Bez aktívneho prispôsobenia fiškálnej politiky by jej účinky na ekonomiku SR nemuseli byť optimálne. Bude to práve fiškálna politika, ktorá bude, v spolupráci s ďalšími politikami, zabezpečovať celkovú stabilitu ekonomiky. Preto je potrebné, aby si na plnenie týchto úloh vytvorila fiškálna politika priestor tak, aby neboli pri pôsobení automatických stabilizátorov alebo v prípade prijatia diskretných

¹ Odhaduje sa, že v r. 2006 - 7 by kritériálna hodnota mala byť približne 2.7 - 2.8% (HICP)

stabilizačných opatrení porušené podmienky Paktu stability a rastu. Tento priestor má vytvoriť konsolidácia verejných financií, najmä smerovanie do oblasti vyrovnaného rozpočtu.

1.1 Problém konsolidácie rozpočtu

Konsolidácia rozpočtovej situácie prebieha už niekoľko rokov pomerne rýchlym tempom. Zrýchlila sa v ostatných dvoch rokoch² ako súčasť cieľavedomej stratégie, ktorej základom sú štrukturálne reformy a ktorej cieľom je splnenie podmienok pre vstup do eurozóny. Súčasná úroveň deficitu verejných rozpočtov (3,5% HDP, r. 2003, ESA 95) je vyššia ako je kritériálna hodnota pre splnenie maastrichtských podmienok. Výhľad hospodárenia verejných rozpočtov³ navyše predpokladá vo vývoji celkového aj štrukturálneho deficitu v nasledujúcich rokoch mierne prechodné zhoršenie⁴. V prípade, že sa náklady na transformáciu dôchodkového systému nebudú započítavať do deficitu, dosiahne sa 3%-ná hranica celkového deficitu v roku 2006 a do roku 2010 sa verejné rozpočty dostanú do prebytku 0,6% HDP. V prípade započítania nákladov transformácie by sa mal deficit verejných financií dostať na úroveň 3% HDP až v roku 2007⁵. Následne v r. 2010 by mali mať verejné financie deficit len 0,7% HDP. Znamená to, že konsolidácia verejných financií bude pokračovať aj po dosiahnutí 3%-hranice deficitu a to tempom približne 0,8% HDP ročne.

Tempo rastu ekonomiky a tempo konsolidácie

Konsolidácia rozpočtu sa opiera predovšetkým o rýchly hospodársky rast. Ten umožňuje, aby sa znížil podiel deficitu na HDP bez zníženia reálnych výdavkov¹. KP predpokladá, že podiel príjmov verejných rozpočtov na HDP sa ustáli približne na úrovni 37,5%. Priemerné tempo rastu ekonomiky SR do roku 2010 by malo byť okolo 4,5%⁶. Pri úplnom zastavení reálneho objemu výdavkov sa podiel výdavkov a podiel deficitu rozpočtu na HDP bude znižovať o viac ako 1,5% HDP ročne⁷. Takáto reštrikcia výdavkov a také rýchle znižovanie deficitu však nie sú ani reálne ani potrebné. Potrebné zníženie deficitu tempom 0.7-0.8% HDP ročne je možné, po uskutočnení zamýšľaných štrukturálnych reforiem, dosiahnuť aj keď budú niektoré výdavky verejných rozpočtov reálne rásť.

Štrukturálne reformy a tempo konsolidácie

S reálnym rastom treba pri určitých typoch výdavkov počítať. Rast priemerných reálnych miezd vo verejnom sektore by mal v dlhodobom horizonte približne kopírovať rast reálnych miezd v súkromnom sektore. Tie budú rásť tempom 2-3% ročne⁸. Úsporu reálnych mzdových zdrojov je možné dosiahnuť, len ak sa ďalej bude zefektívňovať verejná správa a poskytovanie služieb z verejných prostriedkov na základe zvyšovania produktivity práce. To

² Deficit verejných financií v r. 2001 predstavoval 6,0%, v r. 2003 to bolo už len 3,5% HDP.

³ Opierame sa o Konvergenčný program (KP) a Strednodobý rozpočtový výhľad (SRV), MF SR, 2004.

⁴ Ako dôsledok rozpočtových vzťahov SR s EÚ (aj keď SR ako celok bude zo vstupu značne profitovať) a nákladov dôchodkovej reformy.

⁵ Napriek rozhodnutiu EUROSTATu o započítaní nákladov transformácie, nie je dnes ešte hodnotenie takto určeného deficitu úplne jasné. V prípade lepšieho ako predpokladaného vývoja verejných financií je možné dosiahnuť zníženie deficitu na 3% HDP už v roku 2006 aj pri započítaní nákladov transformácie.

⁶ Aktualizovaný menový program NBS predpokladá že v období rokov 2006 – 2007 môže rast HDP byť aj vyšší (5 až 6 %).

⁷ Takéto tempo znižovania deficitu je možné teoreticky, pretože predpokladá, ako sme uviedli, **úplné zastavenie rastu reálnej hodnoty výdavkov** verejných rozpočtov ako celku a, navyše, predpokladá, že **rast príjmov bude lineárne závisieť od rastu HDP** a rast deflátoru výdavkov je zhodný s rastom deflátoru HDP.

⁸ Konvergenčný program (MF SR), Strednodobý menový výhľad (NBS)

si vyžaduje dokončenie **reforiem najmä vo verejnej správe, v školstve a v zdravotníctve**, ktoré povedú k úsporám pracovníkov. Napríklad, KP predpokladá rast priemerného reálneho objemu miezd vo verejnom sektore tempom 2%. Rýchlejší rast reálnych miezd bude možný realizáciou úspor pracovníkov.

Výdavky na tovary a služby je možné znížiť v tom prípade, ak boli doteraz tieto tovary a služby nakupované zbytočne alebo zabezpečované neefektívne. V opačnom prípade je potrebné zachovať prinajmenšom reálny objem týchto tovarov a služieb. Vývoj bude pravdepodobne smerovať k zabezpečovaniu verejných služieb ich nákupom od súkromného sektora. To by mohlo prispieť k úspore pracovníkov vo verejnom sektore.

Transfery podnikom, najmä poľnohospodárskym, závisia vo veľkej miere od reforiem v EÚ. Tieto transfery sú, okrem iného, aj dôležitým faktorom konkurencieschopnosti slovenského poľnohospodárstva voči poľnohospodárstvu ostatných krajín EÚ.

Objem transferov obyvateľstvu z verejných rozpočtov je daný dvoma skutočnosťami. Po prvé, je potrebné zachovať určitý pomer medzi priemernou úrovňou niektorých transferov (najmä ak sú jediným zdrojom príjmu) a priemerným dôchodkom. Pokiaľ ich úroveň nie je neprímeraná, je potrebné zachovať aj ich priemernú reálnu úroveň. Po druhé, ich objem, najmä u transferov sociálnej povahy, sa mení v priebehu ekonomického cyklu. Skutočným riešením úspor v tejto oblasti je zníženie počtu poberateľov. Tú by malo umožniť najmä dôsledné presadenie skutočnej odkázanosti na príslušné (sociálne) dávky a znižovanie nezamestnanosti.

Výdavky Sociálnej poisťovne závisia od počtu poistencov a valorizácie ich nárokov. Úspory sa očakávajú aj od eliminácie zneužívania systému⁹. Predpokladané spomalenie rastu počtu poistencov predĺžením veku pre odchod do penzie na 62 rokov prinesie očakávané dlhodobé úspory, len ak trh práce dokáže absorbovať aspoň časť takéhoto prírastku pracovných síl a keď nedôjde vo veľkom rozsahu k predčasným odchodom do dôchodku. U novopriznávaných dôchodkov sa valorizácia nárokov v súčasnosti odvíja od priemerných miezd a priznané dôchodky sa následne valorizujú podľa tzv. švajčiarskej metódy (50% rast nominálnych miezd, 50% rast spotrebiteľských cien). Predpokladá sa, že v budúcnosti sa vek odchodu do dôchodku ďalej zvýši na 65 rokov (a počet a objem dôchodkov sa tak zníži) a valorizácia priznaných dôchodkov sa bude uskutočňovať len podľa inflácie.

Výdavky zdravotných poisťovní závisia od realizácie príslušných reforiem. Tie by mali zabezpečiť, že sa stabilizujú podiely na HDP:

- platby z poisťovní 5,2% HDP,
- priame platby poistencov 1,3% HDP.

Úhrn platieb 6,5% HDP by mal pokryť náklady zdravotnej starostlivosti. Dôležitým prvkom navrhovanej reformy je zavedenie tlaku na hospodárenie subjektov v rámci zdravotníctva. V dlhodobom horizonte KP ráta s tým, že podiel výdavkov na zdravotníctvo na HDP vzrastie, avšak celé bremeno rastu nebudú nutne znášať verejné financie.

Viac-menej konštantný by mal byť podiel príjmov verejných rozpočtov na HDP na úrovni 37,5%. Takýto vývoj predpokladá, že sa zachová tak podiel nedaňových príjmov na HDP ako aj podiel zdrojov z EÚ cca 2,3% HDP aj po roku 2007 alebo že sa upravia parametre daňovej

⁹ Napr. nemocenské poistenie, invalidné poistenie.

a odvodovej sústavy tak, aby celkové príjmy na HDP zostali nezmenené. V prípade, že sa tak nestane, bude prerozdelenie cez verejné rozpočty menšie a tlak na zníženie výdavkov väčší. Tento tlak sa môže zmierniť, ak ekonomika bude rásť rýchlejšie. Preto bude potrebné komplexné posúdenie všetkých ďalších návrhov na znižovanie daňového zaťaženia.

Konsolidácia rozpočtu a znižovanie rozpočtových výdavkov

Znižovanie výdavkov rozpočtu (ich podielu na HDP) je najefektívnejší spôsob ako znížiť deficit rozpočtu. Zníženie výdavkov, ktoré sa neopiera o štrukturálne reformy, predstavuje krátkodobé riešenie, ktoré môže mať len ohraničený rozsah. Zníženie deficitu pri takomto diskretnom rozpočtovom opatrení sa opiera o súvislosť medzi príjmami rozpočtu a výdavkami rozpočtu. Znížený dopyt v ekonomike, spôsobený znížením výdavkov, následne spôsobí, že sa znížia aj príjmy rozpočtu. Tento pokles na strane príjmov rozpočtu je však menší ako pokles výdavkov rozpočtu. Zníženie deficitu po znížení výdavkov o 1% HDP môže byť teoreticky až 0.6% HDP. Skutočný efekt závisí vo veľkej miere od toho, kedy v priebehu roka dôjde k reštrikcii výdavkov a s akým oneskorením sa úspory reálne presadia. Ak sa reštrikcia sústreďí do prvých mesiacov roka, premietne sa v plnej miere, ak sa uskutoční až ku koncu roka, bude zníženie deficitu v bežnom roku menšie a rozpočtová reštrikcia ovplyvní aj hospodárenie v nasledujúcom roku.

1.2 Udržateľnosť zadĺženia a udržateľnosť konsolidácie

Miera hrubého zadĺženia verejných financií na Slovensku predstavuje 42,83% (31. 12. 2003). Na druhej strane aktíva (vklady a hotovosť) verejného sektora predstavujú približne 13.63% HDP (31.12.2003) a netto zadĺženie je teda nižšie ako 30% HDP (29,2% k 31. 12. 2003). Hoci existujúce podmienené a skryté záväzky sa pohybujú rádovo na úrovni 5-10% HDP, sú viac než pokryté mobilizovateľnými hmotnými a nehmotnými aktívami. Znamená to, že na posúdenie miery zadĺženia môžeme vychádzať z úrovne okolo 43% HDP (hrubé) alebo 30% HDP (čisté).

Udržateľnosť zadĺženia

Podmienkou udržateľnosti zadĺženia verejných financií je, aby sa financovaním deficitov nezvyšovala miera zadĺženiaⁱⁱ. Na to, aby sa nezmenila miera zadĺženia verejného rozpočtu, musí podiel primárneho salda rozpočtu na HDP kompenzovať podiel úrokových nákladov dlhu na HDP. Úrokové náklady dlhu závisia od rozdielu medzi výškou úrokových sadzieb a tempom rastu ekonomiky. Čím je vyšší rast ekonomiky oproti úrokovým sadzbám, tým hlbší môže byť primárny deficit (záporné saldo) a naopak, vysoké úrokové sadzby pri pomalom raste ekonomiky si vyžadujú kladné primárne saldo, ak nechceme zvyšovať mieru zadĺženia. Napríklad, konkrétne čísla za ekonomiku SR hovoria, že primárne saldo v roku 2004 by mohlo byť aj záporné. Malo by však byť lepšie ako -1,2% HDP, aby sa nezvyšovala súčasná miera (hrubého) zadĺženia.

Riziko zo zadlžovania

Vo všeobecnosti platí, že rastúce zadĺženie zvyšuje rizikovú prémie, a teda úrokovú sadzbu pri financovaní dlhu. Riziková prémie je vyššia v krajinách, ktoré majú menšiu ekonomickú a politickú stabilitu. Transformujúce sa krajiny majú rizikovú prémie vyššiu a hoci prechodne môžu byť schopné financovať svoj dlh aj za lepších podmienok, dlhodobo musia počítať s horšími podmienkami financovania dlhu. Okrem toho v týchto krajinách je väčšia volatilita

HDP a príjmov rozpočtu. Udržanie miery zadĺženia v týchto krajinách je možné, len ak samotná miera zadĺženia nie je príliš vysoká. Odhady (MMF¹⁰) hovoria, že krajina v transformácii by nemala mať mieru zadĺženia verejných rozpočtov vyššiu ako 25% HDP. Vstupom do Európskej únie a uskutočnením štrukturálnych reforiem sa Slovensko postupne zbavuje označenia „transformujúca sa ekonomika“. Perspektíva členstva v menovej únii zvyšuje dôveru v domáce politiky, zlepšuje výhľad nákladov financovania dlhu a zvyšuje udržateľnú mieru zadĺženia približne na 50% až 60% HDP. Súčasná úroveň zadĺženia Slovenska, 43% HDP, sa tak javí ako akceptovateľná. Jej ďalšie zníženie je však žiaduce. Je potrebné najmä preto, aby sa posilnili pozitívne očakávania vo vzťahu k dlhodobému vývoju ekonomiky a nestratila sa dôvera investorov.

Náklady dôchodkovej reformy

Pri posudzovaní výšky čistého zadĺženia, ktoré predstavuje menej ako 30% HDP¹¹, treba upozorniť na náklady transformácie dôchodkového systému. Náklady na transformáciu sa odhadujú v dlhodobom horizonte do 2% HDP ročne. Úrokové náklady takéhoto dlhu by boli viac ako 1,5% HDP¹². Je možné argumentovať, že deficit vyplývajúci z úhrady transformačných nákladov nepredstavuje bezprostredné uvoľnenie fiškálnej politiky a že tieto náklady by sa nemali zohľadňovať pri posudzovaní fiškálnej pozície – deficitu. Treba však mať na zreteli fakt, že tieto náklady, pokiaľ nie sú uhradené z rozpočtových úspor, prispievajú k zadĺženiu verejných financií. Ak by bola konsolidácia rozpočtu zameraná na dosiahnutie vyrovnanej rozpočtovej pozície, ale nezohľadňovala by náklady na transformáciu dôchodkového systému, negarantovala by bezpečné plnenie kritéria pre deficit (3% HDP) v dlhom období. Je teda zrejmé, že udržiavanie vyrovnaného rozpočtu by malo zohľadňovať aj tieto náklady. V dlhom období sa navyše očakáva spomalenie rastu ekonomiky v dôsledku poklesu zdrojov pracovných síl¹³. Pomalší rast by následne mohol spôsobiť, že sa zastaví alebo otočí vývoj miery zadĺženia verejných financií.

Ako sme uviedli, ak ekonomika bude rásť rýchlo, napríklad tempami viac ako 4% ročne, a reálne úrokové sadzby budú nízke, napríklad 1-2%, bude možné stabilizovať mieru zadĺženia verejných financií¹⁴ aj vtedy, keď budú verejné rozpočty hospodáriť s primárnym deficitom¹⁵. Takáto situácia sa vytvorí konvergenciou (dlhodobých) úrokových sadzieb k úrovni sadzieb v eurozóne a bude pretrvávajúť istý čas po vstupe do eurozóny vďaka reálnej konvergencii¹⁶. Je to jedinečná situácia. Umožňuje to, aby úhrada nákladov dôchodkovej reformy v nadchádzajúcom období vytvárala primárny deficit a napriek tomu by nespôsobovala rast miery zadĺženia. V budúcnosti, pri pomalšom raste ekonomiky, by už transformačné náklady dôchodkovej reformy vytvárali tlak na rast miery zadĺženia a potrebu ďalšej konsolidácie rozpočtu.

¹⁰ Schadler, S., Drummond, P., Kuijs, L., Murgasova, Z., van Elkan, R.: Euro Adoption in the Accession Countries Vulnerabilities and Strategies. Paper for Conference on Euro Adoption in the Accession Countries, Czech National Bank, Prague February 2004.

¹¹ Komplexná analýza zadĺženosti verejnej správy, MF SR, 2004.

¹² Odhad nákladov a celkový objem nákladov závisí od toho, aký bude záujem poistencov o sporenie na dôchodokv II. pilieri. Nie je vyklúčnené, ani to, že ročné náklady na transformáciu budú vyššie, napr. 1.5%, a celkový objem transformačných nákladov dosiahne až 50% HDP.

¹³ Ide o jeden z prejavov očakávaného starnutia populácie Slovenska.

¹⁴ Podiel verejného dlhu na nominálnom HDP.

¹⁵ Ak by náklady na transformáciu dôchodkového systému boli vyššie, napríklad 1.5% HDP, bolo by vďaka rýchlemu rastu možné stabilizovať zadĺženie na úrovni približne 50-60%.

¹⁶ Vďaka rýchlejšiemu rastu ekonomiky SR a postupnému približovaniu cenových hladín v SR k úrovni v EÚ.

1.3 Cyklický vývoj rozpočtu a riziká prekročenia 3% deficitu

Smerovanie k vyrovnanému rozpočtu sa môže javiť ako ambiciózny cieľ pre verejné financie. Formálne vyplýva tento cieľ zo záväzkov v rámci Paktu rastu a stability. Skutočný dôvod na to, aby znižovanie deficitu malo tento dlhodobý cieľ, je dosiahnutie dlhodobej udržateľnosti verejných financií. Samozrejme, ekonomické fluktuácie môžu vychýliť výšku deficitu oproti jej štrukturálnej úrovni jedným aj druhým smerom. Ak chceme garantovať, že deficit rozpočtu, aj napriek týmto výkyvom, neprekročí hornú hranicu (3% HDP), je nevyhnutné, aby sa štrukturálny deficit dlhodobo v priemere pohyboval dostatočne pod touto hornou hranicou alebo aby smeroval k vyrovnanej pozícii. Okrem toho, treba mať na zreteli, že samotné meranie týchto výkyvov a ich predvídanie predstavuje problém a zdroj neistoty vo vzťahu k výsledkom rozpočtuⁱⁱⁱ.

Cyklická variabilita rozpočtu.

Určenie vývoja rozpočtu v priebehu ekonomického cyklu sa opiera o poznatky o tom, ako reaguje rozpočet na (cyklický) vývoj v ekonomike. Obvykle sa vychádza zo zjednodušeného predpokladu, že príjmy rozpočtu sa menia lineárne so zmenami hrubého domáceho produktu¹⁷ a že ich reakcia je okamžitá, bez časových posunov. Cyklický pohyb na strane výdavkov súvisí so zmenami niektorých zložiek výdavkov. Napríklad, sociálne dávky alebo vyplatené dôchodky reagujú na vývoj na trhu práce – najmä na nezamestnanosť. Ostatné zložky na strane výdavkov sa obvykle určujú autonómne a nemajú priamy vzťah k vývoju ekonomiky – nemajú cyklický charakter^{iv}.

Variabilita produktu počas ekonomického cyklu na Slovensku sa pohybuje medzi 1 až 2%. Elasticita celkových príjmov rozpočtu na produkt je nižšia ako 1 – odhadujeme ju na 0,8 - 0,9. Znamená to, že cyklické výkyvy na strane príjmov rozpočtu by sa mali pohybovať v pásme 0,3 - 0,7% HDP¹⁸.

Reakcia zamestnanosti na rast ekonomiky Slovenska je pomerne slabá¹⁹. Rast ekonomiky sa opiera prevažne o rast celkovej produktivity výrobných faktorov, a preto vysoký rast ekonomiky len v malej miere zvyšuje zamestnanosť a naopak, spomalenie rastu má menšie dosahy na zamestnanosť ako vo vyspelých krajinách EÚ. Okrem toho vysoká nezamestnanosť na Slovensku má predovšetkým štrukturálny charakter a veľká časť sociálnych dávok je permanentne vyplácaná (vo väzbe na vysoký podiel dlhodobej nezamestnanosti). Určitý vplyv má ekonomický cyklus na výdavky Sociálnej poisťovne. Zmeny na výdavkovej strane rozpočtu v priebehu cyklu sú celkovo u nás relatívne malé. Príslušné dosahy na výdavky rozpočtu odhadujeme na 0,1 až 0,2% HDP.

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

Spomalenie rastu a vplyv dopytových a ponukových šokov

Z hľadiska stability rozpočtu a rizika prekročenia 3% hranice deficitu je dôležité brať do úvahy nielen cyklickú variabilitu produktu a rozpočtu ale celkovú variabilitu. Ako sme uviedli, rýchle tempo konsolidácie závisí od rýchleho rastu ekonomiky. Môžeme

¹⁷ Príslušná elasticita príjmov rozpočtu na (nominálny) HDP je jednotková alebo blízka k jednej.

¹⁸ $0,4 \cdot (0,8 \text{ až } 1,8)\% = 0,3 \text{ až } 0,7\% \text{ HDP}$.

¹⁹ Kolísanie zamestnanosti v súvislosti s kolísaním produktu popisuje tzv. Okunov zákon.

predpokladať, že rast ekonomiky by sa nemal **dlhodobo** spomaliť pod hranicu 2%. Vyplýva to z poznatkov o procese dobiehania. Ten je rýchlejší práve u krajín s nižšou úrovňou produkcie, akou je aj Slovensko. Hoci pri takomto spomalení rastu ekonomiky sa priestor pre konsolidáciu zníži²⁰, potrebné tempo konsolidácie nie je ohrozené. S určitým negatívnym dosahom na deficit (menej ako 0,5% HDP) však treba pri takomto spomalení ekonomiky počítať. Nedajú sa vylúčiť ani veľké **krátkodobé** výkyvy v dôsledku rôznych šokov a porúch. Hlboký, hoci len dočasný pokles tempa rastu ekonomiky môže mať dôsledky na plnenie rozpočtových zámerov. S rýchlym tempom rastu ekonomiky je obvykle spojené aj riziko veľkých výkyvov v tempe rastu vrátane takých, ktoré môžu ohroziť splnenie cieľovej hodnoty pre deficit. S tým treba počítať aj v budúcom vývoji ekonomiky Slovenska.

Celkové hodnotenie udržateľnosti vo vývoji rozpočtu

Z uvedených čiastkových odhadov vyplýva, že variabilita produktu v dôsledku pôsobenia krátkodobých šokov a cyklického vývoja ekonomiky by nemala prekročiť 2 - 4% HDP, a teda z nej vyplývajúce výkyvy v deficite rozpočtu by nemali prekročiť 2% HDP. Výkyvy v ekonomickej aktivite budú skôr menšie ako 2% HDP a dosahy na rozpočet by nemali prekročiť 1% HDP. Znamená to teda, že ak sa podarí znížiť deficit verejných financií pod 2%, bude prekročenie 3% hranice v priebehu cyklu alebo v dôsledku bežných fluktuácií ekonomiky málo pravdepodobné. Ak dosiahneme pozíciu, blízku k vyrovnanému rozpočtu, bude prekročenie 3% hranice deficitu veľmi nepravdepodobné.

Kolísanie ekonomickej aktivity voči trendu môže mať charakter štandardného ekonomického cyklu, alebo môže ísť o viacročné spomalenie ekonomiky, alebo môže predstavovať krátkodobú reakciu na nejaký dopytový alebo ponukový šok. Saldo rozpočtu sa týmito výkyvmi oproti dlhodobému trendu môže zlepšovať alebo zhoršovať. Prípadné zhoršenie salda by však nemalo ohroziť smerovanie k vyrovnanému rozpočtu. Po dosiahnutí vyrovnanej štrukturálnej rozpočtovej pozície by výkyvy v rozpočte nemali predstavovať nebezpečenstvo z hľadiska udržiavania deficitu rozpočtu pod limitnou hranicou 3% HDP, ani z hľadiska udržateľnosti zadĺženia.

1.4 Rozpočet ako automatický stabilizátor šokov

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

Nevýhoda slabej automatickej stabilizácie prostredníctvom rozpočtu spočíva v tom, že jeden nástroj na stabilizáciu ekonomiky nebude dostatočne účinný. Hospodárska politika musí s takouto skutočnosťou počítať. V súvislosti so vstupom do eurozóny budú potrebné nielen zásadné reformy, ktoré umožnia konsolidáciu rozpočtu a opatrenia na nastolenie rovnováhy ale tiež priestor na diskrétné zásahy fiškálnej politiky v prípade vzniku nepriaznivých šokov.

²⁰ Na menej ako 1% HDP ročne.

V tejto súvislosti bude potrebné zvážiť, či automatickú stabilizáciu vhodnými opatreniami neposilniť.

2. Menová politika

Zníženie autonómie menovej politiky

Podstata problému, pred ktorým stojí menová politika v nasledujúcom období, spočíva v určitej strate autonómie menovej politiky NBS v podmienkach, keď sa má dosiahnuť kurzová stabilita a súčasne je liberalizovaný pohyb kapitálu^v. V minulosti nebola liberalizácia úplná (kurzové riziko a riziková prémie vytvárali určitý priestor pre autonómny pohyb úrokových sadzieb). Pohyb kurzu bol možný, hoci v režime riadeného floatingu boli krátkodobé výkyvy vyplývajúce z trhových fluktuácií, eliminované. Devízové intervencie čiastočne eliminovali účinky voľného pohybu kapitálu

Problém centrálnej banky malej krajiny, akou je Slovensko, je, že jej možnosti intervenovať sú ohrozené – objemy zdrojov na intervenciu sú obvykle menšie, ako objemy, ktoré sú schopní použiť zahraniční investori pri menovom útoku alebo masívnej špekulácii. Centrálna banka by bola v prípade väčšieho pohybu kapitálu na devízových trhoch prinútená buď sa vzdať autonómnej úrokovej politiky, čím by stratila základný nástroj na ovplyvňovanie vývoja (inflácie), alebo by musela akceptovať pohyby kurzu spôsobené pohybmi kapitálu. To by malo za následok veľkú volatilitu kurzu, vážne poruchy a neefektívne rozhodovanie domácností a podnikov vo vzťahu k zahraničiu a vážne dôsledky pre celkovú ekonomickú stabilitu. Malá otvorená ekonomika, akou je Slovensko, si nemôže dovoliť úplne uvoľnený kurz. Mechanizmus ERM II je navyše režim, v ktorom sa kurzová stabilita priamo vyžaduje.

Problém konvergencie úrokových sadzieb

Okrem zníženia autonómie sa menová politika pred vstupom do eurozóny ocitá pred ďalšou úlohou. Na jednej strane dlhodobé úrokové sadzby a inflácia by mali konvergovať k úrovni v eurozóne. Aj krátkodobé sadzby by mali byť také, aby bezprostredne po vstupe do eurozóny nenastal menový šok z náhleho uvoľnenia menovej politiky. Na druhej strane, ako dôsledok dobiehania eurozóny má reálny (a aj nominálny) kurz tendenciu posilňovať. Vzniká tak vo výsledku špecifická situácia – reálne úrokové miery, ktoré znemožňujú úrokovú arbitráž,²¹ by mali byť na Slovensku nízke alebo záporné. To by mohlo mať dosah na celkovú makroekonomickú stabilitu tým, že sa zvyšuje riziko úverového boomu, rastu domáceho dopytu a prehriatia ekonomiky. (Tejto otázke je venovaná samostatná časť materiálu, str. 13)

Menová politika NBS pred vstupom do ERM II

V súčasnosti je v SR menová politika vykonávaná v prostredí relatívne výrazného rozsahu administratívnych zásahov do cenovej hladiny a záporných reálnych úrokových sadzieb. Kladný úrokový diferenciál voči zahraničiu vytvára spolu s priaznivým vývojom vo fiškálnej oblasti a rastom produktivity, ako aj v súvislosti so všeobecne priaznivými očakávaniami, tlaky na posilňovanie výmenného kurzu.

Prílev kapitálu ktorý je sprievodným javom uvedených skutočností, má dvojaký charakter. Môže mať podobu priamych zahraničných investícií, čo z hľadiska potreby odstránenia

²¹ Opiera sa reálnu podmienku úrokovej parity.

nedostatku fyzického kapitálu, možno z vecného hľadiska jednoznačne privítať. Tento prílev kapitálu súvisí s privatizačnými aktivitami vlády a s investíciami do súkromného sektora²². Na druhej strane môže ísť o prílev krátkodobého špekulatívneho kapitálu s potenciálnym destabilizačným účinkom. Pri posudzovaní prílevu zahraničného kapitálu je dôležité prílev PZI od prílevu špekulatívneho kapitálu odlišovať.

Problémom sú náhle pohyby veľkých objemov špekulatívneho kapitálu. Konkrétne príčiny prílevu spočívajú vo zvýšenom dopyte po slovenských aktívach, ktorý je spôsobený rastom ich atraktívnosti, v dôsledku čoho investori pristupujú k tzv. konvergenčnej hre. V pozadí stoja stále značné rozdiely v úrokových sadzbách v porovnaní s eurozónou a tiež očakávané budúce zhodnocovanie slovenskej koruny. Existuje aj súvislosť s odstránením politickej neistoty (vstup do NATO, EÚ) a ďalšou liberalizáciou pohybu kapitálu po vstupe do EÚ.

V súvislosti s prílevom špekulatívneho kapitálu má NBS v zásade možnosť uplatniť tri postupy (alebo ich kombinácie):

- Uskutočňovať sterilizovanú intervenciu v snahe predísť príliš silnému a príliš rýchlemu zhodnocovaniu koruny. Sústavná sterilizovaná intervencia by však bola kontraproduktívna, pretože zachováva slovenské aktíva podhodnotené a podporuje prílev kapitálu.
- Umožniť zhodnocovanie koruny, ktoré by zmenšilo výhody prípadnej konvergenčnej hry a tým aj podnety na krátkodobý prílev kapitálu. To je možné len, ak zhodnocovanie kurzu nepriaznivo neovplyvní konkurencieschopnosť.
- Znižovať úrokové sadzby. To by do určitej miery zmenšilo stimuly ku konvergenčným hrám, ale na druhej strane hrozí uvoľneniu dopytových tlakov. To môže znamenať riziko opätovného zvyšovania schodku bežného účtu platobnej bilancie a zvýšenia inflácie.

NBS sa snaží vo svojich postupoch uvedené možnosti optimálne kombinovať. V prípade vzniku výraznejších tlakov na zhodnocovanie koruny, ktoré nie je v súlade s fundamentmi ekonomiky, intervenuje na devízovom trhu, prípadne reaguje na prílev špekulatívneho kapitálu zmenou základných úrokových sadzieb. Znižovanie úrokových sadzieb s cieľom zamedziť neodôvodnenú dynamiku apreciacie slovenskej koruny však naráža na hranicu, ktorá je daná cenovým cieľom.

Je zrejmé, že žiadne izolované opatrenie menovej politiky, ale ani ich kombinácia, nestačí na to, aby sa problémy spojené s prílevom špekulatívneho kapitálu eliminovali. Ten je založený na očakávaniach investorov, že hodnota slovenských aktív bude ďalej stúpať. Kroky, ktoré sa môžu podniknúť na stabilizáciu tohto procesu, spočívajú v koordinácii všetkých relevantných politík vrátane ich načasovania. K obmedzeniu negatívnych vplyvov môže dôjsť najmä:

²² Z dôvodu zamedzenia výraznej volatility výmenného kurzu NBS nakupuje od vlády devízové privatizačné príjmy, pričom dochádza k zvyšovaniu devízových rezerv. Korunový ekvivalent privatizačných príjmov je v závislosti od ich použitia plne priamo alebo nepriamo sterilizovaný. Privatizačné príjmy tak síce zvyšujú sterilizačnú pozíciu centrálnej banky, nemajú však vplyv na pohyb výmenného kurzu.

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

- nastavením policy-mixu smerom k sprísneniu fiškálnej politiky a uvoľneniu menovej politiky, a to práve v uvedenom poradí, aby sa neohrozil dezinflačný proces alebo bežný účet platobnej bilancie, pričom celkový účinok týchto politík by mal byť mierne reštriktívny,
- uplatnením dôchodkovej politiky, ktorá sa opiera o neinflačný vývoj miezd,
- realizáciou fiškálnych a štrukturálnych reforiem. Tie majú kľúčový význam aj z hľadiska podpory rastu produktivity a konkurencieschopnosti.

Menová politika NBS po vstupe do ERM II

Vstup do ERM II znamená pre menovú politiku ďalšie limity: Výmenný kurz sa musí pohybovať vo vymedzenom fluktuáčnom pásme a inflácia musí skonvergovať do oblasti, ktorá znamená splnenie príslušného maastrichtského kritéria. Využívanie krátkodobých úrokových mier má tiež svoje obmedzenia. Okrem iného, krátkodobé sadzby sa nemôžu na záver prítomnosti krajiny v ERM II nachádzať príliš ďaleko od rovnakých sadziieb ECB. V opačnom prípade hrozí krajine v momente zavedenia eura, v ktorom už budú platiť úrokové podmienky stanovené ECB, nestabilita spôsobená náhlou zmenou úrokových sadziieb.

Na rozdiel od súčasnosti sa v horizonte nášho vstupu a pobytu v ERM II rozsah a dosah administratívnych zásahov na infláciu zníži a do popredia vystúpia iné faktory, ako určujúce pre ďalšiu dezinfláciu. Okrem klasických, ako sú náklady (mzdové, energetické, dovezené), to budú najmä: charakter makroekonomickej politiky (najmä menovej a fiškálnej), vzájomné nastavenie a radenie politík, rigidity na trhoch (napríklad na trhu práce), úroveň konkurencie v niektorých sektoroch ekonomiky, externé šoky. Faktory spojené s dobiehaním, ktoré spôsobujú tzv. BS-efekt, však budú pôsobiť ďalej.²³ Dá sa dokonca očakávať, že ich účinok vzrastie. Významnú úlohu v dezinflácii zohrajú (dez)inflačné očakávania, pričom ich význam spočíva najmä v znížení ekonomických nákladov dezinflácie.²⁴ Napríklad v Grécku, Španielsku, Taliansku a Portugalsku smerovanie do eurozóny a s tým spojená dôvera v dezinfláciu a dezinflačné ciele mali vplyv na mzdovú disciplínu, na mzdové vyjednávania a náklady práce. Aktuálnym príkladom je podpísanie dohôd slovinskej vlády so zástupcami odborov verejnej správy a súkromného sektora o raste miezd v rokoch 2004 - 2006, teda v období členstva Slovinska v ERM II. Znižovanie inflácie závisí aj od schopnosti menovej politiky výrazne ovplyvňovať (prípadne aj meniť) predchádzajúce návyky a správanie v ekonomike. Zo skúsenosti mnohých krajín eurozóny tiež vyplýva, že samotné členstvo v ERM/ERM II podnietilo urýchlenie dezinflácie.²⁵

Súčasná podoba menovej politiky NBS založená na implicitnom inflačnom cieľovaní nie je v zásade prekážkou uskutočňovania konvergenčnej stratégie. Z hľadiska jej charakteru (vyhranenosti) ju možno porovnať napr. s politikami centrálnych bánk Talianska, Španielska a Grécka v predvstupovom období. Podstatný bude súlad menových cieľov s ostatnými súčasťami hospodárskej politiky a dôvera k inflačnému cieľu.

²³ Doterajšie skúsenosti prístupujúcich krajín však ukazujú, že BS-efekt zohrával iba obmedzenú úlohu. V podmienkach SR sa odhady rozsahu pôsobenia BS efektu pohybujú v intervale od menej ako jednoprocenného do maximálne 2% vplyvu na infláciu.

²⁴ Náklady dezinflácie sa obvykle merajú poklesom produktu, alebo spomalením jeho rastu.

²⁵ Toto bolo najjasnejšie demonštrované v krajinách, ktoré mali v minulosti vysokú infláciu, ako je Grécko, Španielsko a Portugalsko.

Po vstupe do ERM II sa okrem inflácie stane cieľom menovej politiky aj výmenný kurz. Mal by však byť podriadený plneniu hlavného cieľa, ktorým je cenová stabilita. Vzhľadom na to, že v dlhšom časovom horizonte môže dochádzať ku vzniku konfliktu medzi cieľom cenovej stability a cieľom výmenného kurzu, členstvo Slovenska v ERM II by nemalo presiahnuť čas nevyhnutný pre splnenie maastrichtského kritéria výmenného kurzu.²⁶ Aj keď podmienky ERM II preferujú pohyb kurzu v blízkosti centrálnej parity, môže z konvergencie ekonomiky a rastu jej konkurencieschopnosti vyplývať nielen apreciacia rovnovážneho reálneho kurzu, ale aj tlak na posilňovanie nominálneho kurzu koruny voči euru. Stimulom pre ďalšie zhodnocovanie rovnovážneho reálneho kurzu bude predovšetkým prílev priamych zahraničných investícií, rast produktivity a konkurencieschopnosti ekonomiky, ktorý tieto investície prinášajú. Predpokladaná apreciacia výmenného kurzu, spojená s prílevom PZI by teda nemala nepriaznivo pôsobiť na obchodnú bilanciu Slovenska. Menová politika by tiež mala korigovať výraznejšie krátkodobé výkyvy výmenného kurzu od jeho rovnovážnej trajektórie, spôsobené špekulatívnymi pohybmi kapitálu. V tejto súvislosti sa predpokladá využívanie intervencií na devízovom trhu, a to aj s podporou ECB. Naďalej sa predpokladá sterilizácia prípadných privatizačných príjmov ich uložením na účte v NBS.²⁷

Po zmene kurzového režimu v roku 1998 sa nominálny kurz koruny voči euru postupne stabilizoval. Výraznejšie výkyvy boli spôsobené zväčša neekonomickými faktormi. V ostatných dvoch rokoch sa nominálny kurz dokonca postupne zhodnocuje. Je predpoklad, že stabilný vývoj kurzu sa zachová aj po vstupe do mechanizmu výmenných kurzov ERM II.

3. Finančný trh

Liberalizovaný finančný trh predstavuje, na rozdiel od situácie, ktorá charakterizovala ekonomiky pred 40 rokmi, v čase vzniku teórie optimálnej menovej oblasti podstatnú zmenu podmienok pre fungovanie v menovej únii. Pohyb kapitálu za nevyužitou a lacnou pracovnou silou a jej využitie umožňujú, aby reálne a nominálne šoky v národnej ekonomike v rámci menovej únie nemali fatálne dôsledky na ekonomickú aktivitu, a to napriek neliberalizovaným podmienkam pohybu pracovných síl zo Slovenska do zvyšku EÚ. Predpokladom takéhoto pôsobenia finančného trhu je jeho plná a efektívna integrácia. Smerovanie a vstup do eurozóny ďalej zmení podmienky fungovania finančného trhu vrátane bankového sektora na Slovensku tým, že sa odstráni kurzové riziko pri pohybe tovaru a služieb a kapitálu medzi eurozónou a Slovenskou ekonomikou. Dá sa preto očakávať, že ďalej vzrastie konkurencia na domácom finančnom trhu, najmä cezhraničná, ale aj trhový priestor a alokačná efektívnosť a konkurencieschopnosť domáceho finančného sektora. Integrácia domáceho finančného sektora do finančného sektora EÚ (eurozóny) prinesie zásadné zlepšenie predpokladov pre stabilitu. Netreba však opomenúť zvýšené riziko dôsledkov globálnych nerovnováh alebo kríz.

Slovensko a jednotný finančný trh eurozóny.

V súčasnosti sa jednotný finančný trh eurozóny ešte stále formuje. Až schválenie potrebných legislatívnych noriem na celoeurópskej úrovni a ich koherentná implementácia a vynucovanie na národnej úrovni umožnia dosiahnuť maximálny prospech plynúci z jednotného finančného trhu a spoločnej meny euro. Silnejšia integrácia trhu finančných služieb v eurozóne umožní

²⁶ Tento postoj v princípe neznamená chápanie ERM II ako „waiting room“, vychádza sa z toho, že toto obdobie je postačujúce na dosiahnutie žiaduceho pokroku v oblasti nominálnej, ale aj reálnej konvergencie.

²⁷ Predpokladá sa, že deficit obchodnej bilancie by sa v rokoch 2004 - 2007 mal pohybovať na úrovni 3 - 5% na HDP (deficit bežného účtu v pásme 2 - 4%). (Konvergenčný program Slovenska pre roky 2004 – 2010).

rast konkurencie medzi burzami a ďalšími finančnými sprostredkovateľmi, rast likvidity peňažných a kapitálových trhov a lepšiu diverzifikáciu portfólií. Výsledkom by mal byť pokles nákladov na získavanie akciového kapitálu, pokles nákladov pre podniky na získavanie zdrojov cez emisiu dlhopisov, lacnejšie financovanie bankovými úvermi, nárast podielu financovania prostredníctvom emisie dlhopisov na celkovom dlhovom financovaní a vyššia kvalita poskytovaných služieb. Následne by malo dôjsť k zhmotneniu makroekonomických efektov v podobe vyššieho ekonomického rastu a rastu zamestnanosti v eurozóne.²⁸

Transpozícia všetkých nových kľúčových direktív do národných legislatív sa očakáva najneskôr do roku 2007. V období predpokladaného prijatia eura v SR (2008 - 2009) by sa už niektoré spomínané pozitívne efekty mohli v eurozóne začať prejavovať. Zároveň je v tomto období z rovnakých dôvodov možné očakávať zintenzívnenie aktivít na poli konsolidácie európskeho finančného sektora, ktoré sa môžu odzrkadliť aj vo finančnom sektore na Slovensku²⁹. Konsolidácia prostredníctvom akvizícií a spájania finančných inštitúcií vedie k vyššej koncentrácii trhu. Koncentrácia v bankovom sektore prinesie rast efektívnosti.

Rastový potenciál regiónu SVE

Slovenský finančný sektor, ako aj finančné sektory ostatných prístupujúcich krajín strednej a východnej Európy sú v porovnaní so západoeurópskymi krajinami stále na relatívne nízkej úrovni rozvoja. Je pre ne typický dominantný podiel bankového sektora a relatívne nízka úroveň finančného sprostredkovania. Rastový potenciál finančných sektorov prístupujúcich krajín zo SVE je veľký. Jeho napĺňanie súvisí s ekonomickým dobiehaním západoeurópskych krajín (reálnou konvergenciou), s poprivatizačnou reštrukturalizáciou, modernizáciou a konsolidáciou sektora a štandardizáciou legislatívno-inštitucionálneho prostredia. Príchodom zahraničného kapitálu a s ním spojeného technologického a manažérskeho know-how do slovenského bankového sektora sa zintenzívil proces budovania moderného sektora finančných služieb. Zlepšuje sa jeho efektívnosť a posilňuje sa jeho stabilita. Zároveň došlo k prehĺbeniu finančnej integrácie ekonomiky Slovenska s EÚ.

Vstupom do EÚ, najmä zmenou regulačného prostredia a vplyvom nárastu konkurencie z toho titulu sa očakáva ďalšie prehľbovanie finančných sektorov prístupujúcich krajín vrátane Slovenska a aktívnejšia úloha finančného sektora v efektívnej alokácii zdrojov. Vyspelejší finančný sektor tak bude zároveň vytvárať väčší tlak na reštrukturalizáciu podnikovej sféry v smere zvýšenia jej výkonnosti a produktivity a zlepšenia správy a riadenia podnikov³⁰. Prehľbovanie finančného sektora (v jeho štruktúre a veľkosti) a plná integrácia domáceho finančného sektora do finančného sektora eurozóny sú dôležité tiež ako predpoklady pre účinnú transmisiu menovej politiky

²⁸ Štúdiá vypracovaná pre Európsku komisiu (London School of Economics 2002) uvádza odhad, že kombinovaný vplyv poklesu nákladov na získavanie akciového kapitálu, poklesu nákladov dlhopisového a úverového financovania a rastu podielu dlhopisového financovania na celkovom dlhovom financovaní povedie v únii v dlhodobom horizonte (10 rokov) k dodatočnému nárastu reálneho HDP o 0,3% až 2,0%. Vo väčšine členských štátov pritom spomínaná štúdiá odhaduje dodatočný nárast v rozmedzí 0,9 až 1,2%. Celková zamestnanosť v únii vzrastie o 0,5 %.

²⁹ V tejto súvislosti má kľúčový význam asi najproblematickejšia (z hľadiska schopnosti dosiahnuť celoeurópsky kompromis o jej znení) Smernica o prevzatí ("Takeover Directive"). Existujú však názory, že ani priaznivé inštitucionálne prostredie celoeurópsku konsolidáciu vo finančnom sektore neurýchli. Prekážkou sú jazykové a kultúrne bariéry, no najmä vysoké regulačné náklady pre finančné inštitúcie v dôsledku neharmonizovaného finančného dohľadu na národných úrovniach a nekonzistentnej národnej implementácii európskych regulačných noriem pre oblasť finančných služieb.

³⁰ K takémuto "čisteniu" podnikového sektora došlo napríklad v období stabilizácie ekonomiky a reštrukturalizácie a privatizácie bankového sektora v r. 1999 - 2001.

Vstup do EÚ a prijatie eura bude mať pre Slovensko prevažne pozitívny vplyv na vnútornú finančnú stabilitu. Do veľkej miery sa to prejavuje už v súčasnosti ako dôsledok:

1. štandardizácie legislatívneho a inštitucionálneho prostredia pre podnikanie finančných inštitúcií, ich reguláciu a dohľad, pokroku v riešení insolventnosti a konkurzov,
2. tlaku európskych inštitúcií na politiky (najmä fiškálnu politiku) v kontexte koordinačných mechanizmov pre hospodárske politiky členských štátov.

Riziko úverového boomu

Nedávne úvahy a štúdie (BIS 2004, Tůma 2004, Flynn a Golden 2003) upozorňujú, že pre prístupujúce krajiny vstup do EÚ a prijatie eura nevyrieši všetky výzvy pre finančnú stabilitu, ale môže priniesť nové riziká. K pomerne často spomínaným rizikám, ktoré môžu nastať už po vstupe do EÚ a následne do EMU, patrí riziko prehriatia ekonomiky, spojené s rizikami pre finančný sektor, vyplývajúcimi z finančného (úverového) boomu³¹. Hoci súčasné makroekonomické a finančné indikátory na Slovensku nesignalizujú existenciu týchto rizík, nie je vylúčené, že im v blízkej budúcnosti budeme musieť vo väčšej či menšej miere čeliť. Obozretnosť je dôležitá z nasledovných dôvodov:

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

Ad 1: Rastúca dôveryhodnosť ekonomiky SR, súčasné reformné opatrenia, otvorenosť ekonomiky a vyššia efektívnosť investícií podporujú prílev kapitálu a očakávaná, že prílev priamych zahraničných investícií bude pokračovať aj v budúcnosti³². Výhodou PZI je ich stabilita a pozitívny efekt na rast potenciálu ekonomiky vďaka transferu technológií, know-how a následne vyššej produktivite práce. To však negarantuje, že prílev PZI sa nemôže náhle zastaviť. Je oveľa zložitejšie predpovedať, ako sa budú správať krátkodobé, a teda volatilnejšie formy kapitálu. Ich pohyb bude determinovaný vnímaním budúceho vývoja na Slovensku zo strany investorov a očakávaným vývojom v domácich politikách. Konvergencia úrokových sadzieb k sadzbám ECB môže prílev tejto formy kapitálu čiastočne znížiť. Reálne dobiehanie však bude naďalej dávať investorom špekulujúcim na posilnenie kurzu slovenskej koruny príležitosť pre zisky. Navyše, keďže je Slovensko relatívne malým trhom, na

³¹ Prehriatie ekonomiky je dôsledok neprimeranej, nadmernej úrovne ekonomickej aktivity, prekročenie potenciálu. Makroekonomické príčiny prehriatia sú rôzne, napríklad nadmerná spotreba a investície alebo zahraničný dopytový šok. Špecifické riziko predstavuje úverový boom. Úverový boom predstavuje vysoký, neudržateľný rast úverov vzhľadom na dlhodobý trend rastu úverov.

³² Ďalším významným faktorom, ktorý vplýva na prílev PZI sú investičné stimuly pre zahraničných investorov poskytované z verejných zdrojov.

správanie tohto kapitálu bude vplývať vývoj na trhoch v rámci regiónu strednej a východnej Európy.

Ad 2: Snaha o čo najskorší možný vstup do EMU je podmienená nominálnou konvergenciou ekonomiky prístupujúcej krajiny k ekonomike eurozóny. V rámci nominálnej konvergenzie prebieha aj približovanie kľúčových sadzieb národných centrálnych bánk prístupujúcich krajín ku kľúčovej sadzbe ECB. Pokles kľúčových sadzieb zlacní úvery pre podniky a obyvateľstvo. Prípadný neprímeraný a nadmerný rast úverov môže viesť k rýchlemu rastu cien aktív, hlavne nehnuteľností, čo môže byť neudržateľné. Rastúca hodnota aktív využívaných ako kolaterály podporuje ďalšie zadlžovanie a rast spotreby. Úverový boom tak môže spôsobiť, že ekonomika sa dostane nad svoj potenciál, vzrastie inflácia, ceny a objem aktív. Nadmerný a neprímeraný rast bankových úverov tak môže spôsobiť prehriatie ekonomiky. Následná korekcia sprevádzaná ochladením ekonomiky, úverovou reštrikciou a poklesom cien aktív predstavuje problém nielen tým, že destabilizuje reálnu ekonomiku, ale najmä tým, že zvyšuje riziko finančnej krízy.

Ad 3. Rastúca konkurencia a snaha získať, resp. udržať si podiel na bankovom trhu s veľkým potenciálom rastu bude vytvárať tlak na vyššiu angažovanosť bánk v podnikovom sektore³³. Predpokladáme, že to bude sprevádzané zlepšujúcim sa inštitucionálnym prostredím, klesajúcou rizikovosťou a poklesom cien úverových zdrojov pre podniky, zjednodušením administratívnej náročnosti vybavovania úverov a pôžičiek. Priaznivo bude na rast úverov pôsobiť rast počtu produktívnych a konkurencieschopných projektov hlavne v oblasti malého a stredného podnikania a zlepšujúca sa príjmová situácia domácností. Príchod zahraničných firiem s dobrou a dlhou úverovou históriou na domáci trh môže byť ďalším faktorom pre rast úverovej aktivity bánk vo vzťahu k nefinančným korporáciám.

Bankový sektor na Slovensku ako celok je možné považovať za stabilizovaný a konkurencieschopný. Vykazuje nadštandardné parametre kapitálovej aj finančnej stability. Po reštrukturalizácii sa dostal do bilančnej rovnováhy. Má predpoklady a priestor pre rýchly rast a udržuje si nízku mieru úverového rizika. Výrazne zvýšil svoju kapitálovú vybavenosť. Vykazuje štandardné hodnoty parametrov rentability a stabilizovanú reprodukciu cash-flow. Súčasne je však potrebné zdôrazniť, že aktíva bankového sektora vo vzťahu k rozsahu tokov dôchodkov v ekonomike sú malé, čo zrejme súvisí aj s konkurenciou zahraničných poskytovateľov finančných služieb. V súčasnosti je, aj v dôsledku znižovania úrokových sadzieb vystavený narastajúcej konkurencii ostatných segmentov finančného sektora, rastúcej cezhraničnej konkurencii. Na banky bude pôsobiť tlak, ktorý vytvára znižovanie príjmov z devízových operácií a pokles úrokových sadzieb. V strednodobom horizonte budú menové podmienky a ekonomické prostredie posilňovať podnety pre rast úverovej angažovanosti finančného sektora voči nefinančným korporáciám a domácnostiam. Aj zvýšený konkurenčný tlak vo finančnom sektore a priestor pre rast aktív bánk, na jednej strane, v kombinácii so súčasným nízkym zadlžením a nízkym úverovým rizikom domácností a nevyužitým

³³ Doterajší nízky objem úverov nefinančným korporáciám je okrem menovopolitických podmienok determinovaný hlavne relatívne vysokou rizikovosťou podnikovej sféry a s tým súvisiacou vysokou nákladovosťou úverového procesu. Rizikovosť podnikovej sféry je výsledkom neistoty ohľadom vplyvu vstupu SR do EÚ na konkurencieschopnosť mnohých slovenských podnikov, stále neefektívne fungujúceho systému vymožitelnosti práva, nejasného výkazníctva súvisiaceho so snahou o daňovú optimalizáciu a celkovo nízkej úrovne správy a riadenia podnikov, ktorá často nezodpovedá medzinárodne uznávaným štandardom. Na druhej strane mnohé podniky radšej riešia svoje financovanie z vlastného nerozdeleného zisku. Rastom počtu väčších firiem so zahraničnou účasťou možno očakávať zlepšovanie podnikovej kultúry.

priestorom pre rast aktív podnikového sektora³⁴, na strane druhej, vytvárajú podmienky pre rýchly rast úverov.

Zabezpečenie stability finančného sektora a celkovej ekonomickej stability sa bude opierať o:

1. silné a zdravé finančné inštitúcie s dobrým riadením a správou („corporate governance). Tie vytvárajú tlak aj na štandardizáciu podnikovej sféry. Samozrejmosťou musia byť kvalitné systémy vnútornej kontroly a riadenia rizík v bankách, ale aj iných finančných sprostredkovateľov,
2. flexibilný dopredu pozerajúci a na riziko orientovaný finančný dohľad. Nevyhnutný je kvalitný legislatívny rámec pre finančnú reguláciu a realizácia dohľadu v súlade so svetovými „best practice“,
3. dobrý legislatívny rámec upravujúci práva veriteľov v prípade bankrotov a insolventnosti. S tým úzko súvisí efektívnosť práce súdov pri vynucovaní relevantných práv,
4. adekvátny mix makroekonomických politík, najmä fiškálnej a menovej politiky, ktorý by mal byť vo svojom úhrne mierne reštriktívny,
5. obozretná mzdová politika a flexibilná politika zamestnanosti a trhu práce,
6. hospodárska stratégia zameraná na budovanie potenciálu pre udržateľný ekonomický rast, najmä podpora stabilných PZI.

4. Trh práce

Po vstupe do ERM II bude trh práce vystavený šokom, ktoré v súčasnosti čiastočne absorbuje kurz a ktoré eliminuje menová politika. Preto je podstatné vedieť, do akej miery je trh práce na Slovensku na túto situáciu pripravený.

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

1. flexibilita miezd (minimalizácia indexácie miezd a nominálna a reálna pružnosť),
2. mobilita pracovnej sily (pracovná sila pružne reagujúca na situáciu na trhu – migrácia pracovnej sily za prácou),
3. efektívne fungovanie inštitútov trhu práce – (pružná úprava legislatívneho prostredia upravujúceho dopyt a ponuku po práci, charakter a kooperácia odborových zväzov),
4. absorpcia šokov – (schopnosť miezd absorbovať krátkodobé šoky na úkor nezamestnanosti).

4.1 Stav trhu práce v SR

Niektoré štrukturálne problémy zamestnanosti

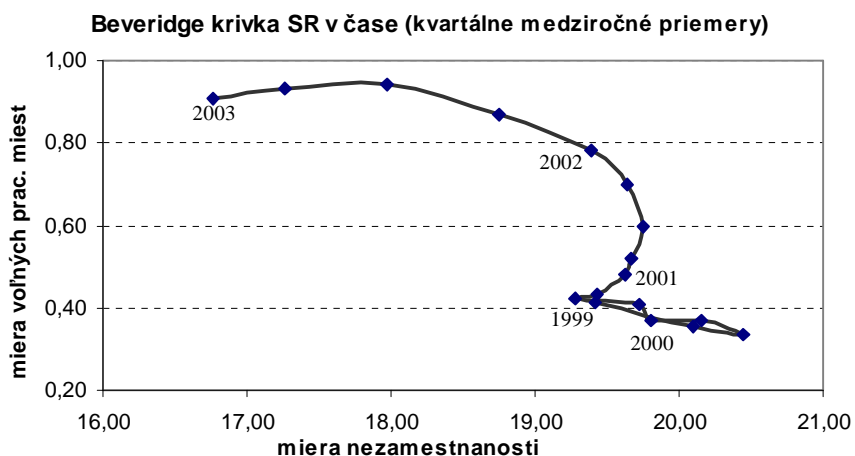
Pre nezamestnanosť na Slovensku je charakteristický vysoký podiel dlhodobej nezamestnanosti. Znižovanie nezamestnanosti v SR sa deje najmä na úkor krátkodobej nezamestnanosti. Výkyvy dlhodobej nezamestnanosti boli prevažne dôsledkom aktívnej politiky trhu práce vo forme sezónnych prác a dočasného zamestnávania. Dlhodobá nezamestnanosť sa po ukončení dočasných zamestnaní a krátkych kontraktov premietla najprv v raste krátkodobej nezamestnanosti a celkovo pretrváva na vysokej úrovni.

V menej rozvinutých regiónoch čerpá mierne zvyšovanie zamestnanosti priamo alebo nepriamo zo zdrojov krátkodobej nezamestnanosti. Veľká skupina dlhodobo (respektíve trvale) nezamestnaných ostáva kompaktná a stáva sa z veľkej časti nezamestnateľnou. Na

³⁴ Podniky nevyužívajú priestor pre rast aktív, ktorý vyplýva z ich dosiahnutej rentability

druhej strane v ekonomicky vyspelejších regiónoch je voľná kapacita pohotovo využiteľnej pracovnej sily z veľkej časti vyčerpaná, alebo len nízka. V bratislavskom regióne sa dokonca miera nezamestnanosti nachádza v blízkosti prirodzenej miery nezamestnanosti. Rast zamestnanosti teda už začal čerpať priamo alebo nepriamo hlavne z dlhodobej nezamestnanosti a z migrujúceho obyvateľstva. Úroveň dlhodobej nezamestnanosti tu klesá rýchlejšie ako úroveň krátkodobej nezamestnanosti. Rýchlejšie sa rozvíjajúce regióny v SR by mali čerpať pracovné sily zo zaostalejších regiónov. Tento proces by sa mal zabezpečovať cez zvýšenie vnútornej a medziregionálnej migrácie pracovných síl s podporou opatrení, ktoré vyplývajú zo stratégie zamestnanosti .

Pri pohľade na tzv. Beveridge krivku³⁵ na obrázku dole je zrejmé, že pri počiatkoch trendu rastu zamestnanosti v roku 2001 rýchlo rástla ponuka práce (vo forme miery voľných pracovných miest), pričom miera nezamestnanosti ešte nereagovala. V roku 2002 sa dopyt po práci oživil a začal absorbovať ponuku práce, čoho dôsledkom bol zrýchlený pohyb po krivke doľava. Napriek stálemu rastu ponuky práce, dopyt po práci v roku 2003 už úplne vyčerpal registrovanú ponuku a krivka smerovala k nižším úrovňam miery nezamestnanosti pri stabilizovanej úrovni voľných pracovných miest. Priebeh Beveridge kriviek je regionálne diferencovaný.



4.2 Flexibilita miezd

O tom, aký dosah bude mať dopytový alebo ponukový šok na trh práce rozhodujú reakcie miezd a zamestnanosti na prípadnú nerovnováhu. Problém predstavuje najmä to, ak sú mzdy indexované podľa inflácie – minulej (ex post), súčasnej alebo očakávanej (ex ante). *Ex ante* indexácia nominálnej mzdy je na Slovensku veľmi zriedkavá. Nie je obvyklá ani úplná kompenzácia inflácie z minulých rokov³⁶. Na druhej strane aj naviazanie rastu nominálnych miezd na rast produktivity práce obsahuje mzdové dohody iba výnimočne. Táto ekonomicky najpriateľnejšia forma mzdového kontraktu³⁷ by mala mať väčšiu váhu (s prílevom zahraničných investícií do výrobnjej sféry na Slovensku sa dá očakávať jej častejšie

³⁵ Beveridge krivka vyjadruje vzťah miery nezamestnanosti k miere voľných pracovných miest³⁵ na trhu práce. Čím je Beveridge krivka bližšie k nulovému bodu, tým je štruktúra a fungovanie trhu práce pri párovaní nezamestnaných a voľných pracovných miest efektívnejšie a tým nižšia je miera štruktúrálnej nezamestnanosti. Hodnoty v garafe predstavujú ročné priemery.

³⁶ Kompenzácia inflácie z minulých rokov do rastu nominálnych miezd sa týkala hlavne výraznejšej deregulácie cien a úpravy nepriamych daní v rokoch 1999 a 2003.

³⁷ Priemyselný sektor na relatívne pružných trhoch práce EÚ zakotvuje rast nominálnych miezd na úrovni približne 50 až 60% rastu produktivity práce.

využívanie). Kolektívne zmluvy sa na Slovensku zväčša obnovujú každý kalendárny rok, čo je relatívne krátke obdobie. To zvyšuje pružnosť trhu práce³⁸. Následná indexácia je v SR prítomná tiež iba málo významne. Nízka indexácia mzdového vývoja v SR je predpokladom pružných miezd. Pružné mzdy, ich väzba na produktivitu práce však nie sú bežnou súčasťou kolektívnych zmlúv.

Reálna pružnosť vyjadruje schopnosť reálnych miezd pôsobiť stabilizujúco po dopytových šokoch. Prijaté stabilizačné opatrenia fiškálnej politiky v minulosti (napr. v rokoch 1999 a 2003) sprevádzal pokles reálnych miezd. To poukazuje na určitú reálnu pružnosť miezd³⁹. Nominálna pružnosť vyjadruje vlastnosť nominálnych miezd reagovať na vývoj konjunktúry. Špecificky ide o to, či mzdové kontrakty a ich realizácia umožňujú pokles nominálnych miezd. Nominálna flexibilita miezd je dôležitá najmä pri nízkej inflácii, kedy je dôležitým predpokladom stabilizácie zamestnanosti. Keďže inflácia bola v celej ekonomickej histórii SR prevažne vysoká, nie je možné nominálnu flexibilitu miezd presvedčivo potvrdiť ani vyvrátiť. Určitým znakom rigidity nominálnych miezd v SR je, že v ostatných rokoch rástli ustálenými tempami napriek kolísaniu inflácie. Miera pružnosti nominálnych miezd je v SR významne regionálne a sektorovo diferencovaná. Distribúcia rastu, resp. poklesu nominálnych miezd v sektorovo-regionálnom rozdelení poukazuje na čiastočnú pružnosť nominálnych miezd aj smerom nadol. S rastom miery nezamestnanosti je rast nominálnych miezd obmedzený. Podobne rast nominálnych miezd je menší v sektoroch vykazujúcich vyššiu mieru zamestnanosti na skrátený pracovný čas, kde je legislatívna ochrana zamestnanca menšia (stavebníctvo, maloobchod). Pružné formy zamestnávania zvyšujú nominálnu pružnosť v niektorých odvetviach na regionálnej úrovni. Nominálnu pružnosť, zdá sa, zvyšuje aj neregistrovaná zamestnanosť⁴⁰.

4.3 Inštitucionálne aspekty trhu práce

Zmeny v ZP (zákonom 210/2003 Zb.) boli prínosom pre spružnenie trhu práce hlavne v oblasti úpravy podmienok dojednania a skončenia pracovného pomeru na kratší pracovný čas ako 20 hodín týždenne, ktorý umožňuje významne znížiť ochranu takýchto zamestnancov a zavedením nového inštitútu dočasného prerušenia výkonu práce. Zamestnávateľia začali využívať tento inštitút hlavne začiatkom roku 2004 ako náhradu za zrušené dohody o pracovnej činnosti. Tento inštitút by mal napomôcť k pružnejšiemu a jednoduchšiemu zamestnávaniu; následné zvýšenie podielu zamestnaných na tento druh pracovného pomeru by malo pomôcť zníženiu nezamestnanosti a zvýšeniu efektívnosti fungovania podnikového sektora. Taktiež sa oproti pôvodnému stavu rozšírila možnosť okamžitého skončenia pracovného pomeru v prípadoch závažného porušenia pracovnej disciplíny, ktoré boli pred tým iba dôvodom pre výpoveď. Vo všeobecnosti tieto opatrenia zvýšili pružnosť zamestnávania. ZP tak v zásade poskytuje dostatočne pružný rámec zamestnávania so zachovaním štandardných sociálnych opatrení ochrany zamestnanca.

Vplyv odborov na tvorbu miezd a nákladov práce vychádza z miery ich reprezentácie, koordinácie a charakteru ich aktivity v procese kolektívneho vyjednávania. Miera odborovej

³⁸ Kolektívne zmluvy u nás prevažne nezakladajú priebežnú mzdovú indexáciu. Výnimku tvoria zákonom stanovené mzdy a niektoré mzdové tarifné stupnice, ktoré sú indexované podľa úrovne minimálnej mzdy.

³⁹ Samozrejme, išlo o vzájomný vzťah, pokles dopytu vyplýval aj z poklesu reálnych miezd.

⁴⁰ Pololegálne zamestnávanie predstavuje vyplácanie určitej časti mzdy zamestnávateľom v hotovosti nad dohodnutou zníženou hrubou mzdou.

organizovanosti na zamestnanosti za posledných 8 rokov výrazne poklesla. Agendu odborov tvorili najmä mzdové dohody.

Reformy a pružnosť trhu práce

Základnou myšlienkou sociálnych reforiem v roku 2003 bolo práve spružnenie trhu práce cez posilnenie motivácie pracovať, konkrétne cez zvýraznenie diferenciacie medzi mzdami a dávkami z pasívnej politiky trhu práce, sprísnenie evidencie na úradoch práce alebo podporné programy aktívnej politiky trhu práce. Posilnenie motivácie pracovať a vytvorenie agentúr dočasného zamestnávania by sa malo odraziť okolo konca roka 2004 v spružnení zamestnávania a v zlepšenom párovacom procese (tzv. „matching process“) hlavne nízko kvalifikovanej pracovnej sily na trhu práce.

Kombinovaný efekt daňovej reformy a reformy v sociálnej oblasti by mal roztvorením nožníc medzi sprísnením pridelovania dávok v nezamestnanosti a znížením sociálnej podpory a zvýšením disponibilného príjmu v najnižšej časti mzdového rozdelenia zvýšiť motiváciu pracovať a odstrániť tak jednu z najväznejších rigidít existujúcich na trhu práce SR v minulosti.

4.4 Mobilita pracovnej sily

Úroveň mobility pracovnej sily je predpokladom efektívneho fungovania trhu práce. Táto závisí od stimulov pre mobilitu a prínosu zo zamestnania v relácii k ekonomickým a sociálnym nákladom dochádzky za prácou, sťahovania a bývania (cena dopravy, ceny na trhu nehnuteľností a pod.). Miera medziregionálnej mobility práce je východiskovým bodom aj pre medzinárodnú mobilitu práce po vstupe do EÚ. Ukazuje, že sklon obyvateľstva k sťahovaniu za prácou je nízky, že jestvuje nesúlad v štruktúre kvalifikácie pracovnej sily a že náklady, ktoré obyvateľstvo musí vynaložiť na migráciu za pracovnými príležitosťami, sú vysoké. Migrácia pracovných síl sťahovaním je v súčasnosti v SR aj napriek signifikantnej regionálnej diferenciacii pomerne nízka. Saldo sťahovania ako jeden z čiastkových ukazovateľov pohybu obyvateľstva, dosiahlo v roku 2002 iba 1,67%, z toho iba 0,38% bolo medzi jednotlivými regiónmi a 0,51% medzi okresmi. Existuje však predpoklad signifikantne vyššej, neevidovanej miery dlhodobého dochádzania za prácou (vnútorného ako aj do zahraničia) bez vplyvu na oficiálnu štatistiku salda sťahovania za prácou⁴¹.

Lokálne (každodenné) dochádzanie za prácou je rozšírené najmä v bratislavskom a trnavskom regióne. Tento stav je spôsobený hlavne motiváciou vyššej priemernej mzdy a rozvinutejšou infraštruktúrou. V ostatných regiónoch zväčša prevažuje efekt bariéry cien a času dopravy⁴², nerozvinutý trh nehnuteľností a nízky sklonu k zmene (konzervatívne myslenie). Legislatívna podpora migrácie vo forme jednorazového príspevku k sťahovaniu za prácou nepôsobí dostatočne motivujúco, aby vykompenzovala prevažujúce bariéry migrácie. Nedostatočná motivácia k sťahovaniu za prácou (aj napriek zníženiu náhrad v nezamestnanosti) a vysoké náklady na sťahovanie (bariéry mobility) prispievajú k tomu, že miera medziregionálnej diferenciacie miezd a nezamestnanosti je na Slovensku vysoká. Predpokladá sa, že v nasledujúcom období by mali byť z domácich ako aj zo zdrojov Európskych fondov prijaté masívnejšie opatrenia podporujúce migráciu za prácou vo forme refundácie dopravných nákladov, podpory mobility pracovnej sily zo strany zamestnávateľov ako aj iniciatívy pri

⁴¹ Pripravovaná novela zákona upravujúca štatút trvalého pobytu by mohla sprehľadniť skutočné migračné toky v SR.

⁴² Viac ako 40% nezamestnaných uvádza ako hlavný dôvod nezáujmu migrovať za prácou cenu dopravy.

podpore bývania. V strednodobom horizonte je preto možné očakávať mierne zvýšenie vnútornej migrácie za prácou, ktoré by mohli do istej miery plniť funkciu stabilizátora v prípade lokálnych asymetrických šokov. Sektorové asymetrické šoky sa však ani v strednodobom horizonte nebudú môcť plne spoľahnúť na stabilizačnú funkciu medzinárodnej mobility pracovných síl, a to hlavne kvôli jazykovej a kultúrnej bariére. Výnimkou medzinárodnej migrácie⁴³ budú s najväčšou pravdepodobnosťou predstavovať prihraničné oblasti na juhu, západe a severozápade SR. Nízku úroveň mobility pracovných síl by mohla kompenzovať mobilita kapitálu. Prípadné investičné stimuly by mali byť zosúladené s investíciami do dopravnej a telekomunikačnej infraštruktúry týchto regiónov.

Čiastočné uzavretie trhu práce po vstupe do EÚ zo strany väčšiny členských štátov by nemalo výrazne ovplyvniť situáciu na trhu práce SR. Pre kvalifikovaných zamestnancov ostáva obmedzenie iba v administratívnej podobe, ako tomu bolo doposiaľ. Obmedzenie sa týka hlavne menej kvalifikovanej pracovnej sily. Tá však má aj bez tohto obmedzenia okrem nízkeho sklonu k migrácii na európskom trhu aj zníženú šancu zamestnať sa.

4.5 Identifikácia niektorých rizík na trhu práce

Vysoká miera nezamestnanosti v súčasnosti potláča mzdovú infláciu. Rýchly rast ekonomiky môže však v budúcnosti postupne vyčerpať existujúci potenciál pohotovo zamestnateľnej pracovnej sily. Ak by sa zrealizoval predpovedaný rast zamestnanosti a pokles nezamestnanosti podľa KP⁴⁴, mohol by vývoj vyústiť do inflačného mzdového tlaku na významných regionálnych trhoch a v niektorých profesijných segmentoch trhu práce⁴⁵. V súčasnosti tento tlak iba prispieva k rastu regionálnej diferenciacie miezd, no v strednodobom až dlhodobom horizonte môže byť vplyv mzdovej inflácie už podstatný. Je preto potrebné včas položiť explicitný dôraz na aktivizáciu a odbornú prípravu nezamestnaných a podporu rozvoja sofistikovanejšej produkcie a produktívnejších činností, ktoré vytvoria priestor na ďalší rast produktivity práce, rast miezd a rast ekonomiky. Dôležité sú najmä investície do vzdelávania, vedy a výskumu. Priestor je aj vo zvýšení podielu produktívnych sektorov ekonomiky a v znížení podielu verejného sektora na celkovej zamestnanosti⁴⁶.

Tlak na trhu práce bude spôsobovať aj predĺženie veku odchodu do dôchodku. Podľa KP eliminácia vysokej miery nezamestnanosti by mala prebiehať cez rast zamestnanosti. Aby mohlo pokračovať znižovanie nezamestnanosti, musí zamestnanosť v nasledujúcich rokoch rásť rýchlo, tak aby do konca roku 2009 trh práce absorboval časť z približne 109000 osôb, ktoré potenciálne pribudnú v dôsledku predĺženia veku pre odchod do dôchodku⁴⁷. Neregistrovaná práca, napriek opatreniam v sociálnej oblasti stále pôsobí ako rigidita na trhu

⁴³ Podľa odhadov Infostatu pracovalo v zahraničí v roku 2001 približne 110.000 občanov SR, z toho vyše 60.000 v Českej republike.

⁴⁴ Konvergenčný program MF SR, 2004.

⁴⁵ Na vybraných regionálnych trhoch a vo vybraných profesiách sa už v súčasnosti začína prejavovať nedostatok pracovných síl v niektorých profesiách, resp. nadbytok pracovných síl v iných profesiách.

⁴⁶ Vládny sektor na Slovensku tvoril v roku 2002 21% na celkovej zamestnanosti, čo je jeden z najvyšších podielov medzi kandidátskymi krajinami. Ako jediná krajina však SR zaznamenala rast tohto podielu. (OECD Ekonomické prehľady 2004).

⁴⁷ V tomto výpočte nebola zahrnutá možnosť predčasného odchodu do dôchodku. Neočakáva sa, že táto možnosť, daná zo zákona bude z dôvodu svojho príjmového diskriminačného charakteru masívne využívaná. Navyše využívanie tejto klauzuly by malo iba krátkodobý efekt (do 1 - 2 rokov) na celkový pokles očakávaného akumulovaného rastu produktívneho obyvateľstva. V strednodobom a dlhodobom horizonte je tento efekt zanedbateľný.

práce. Pre tento druh zamestnávania existuje významný dopyt v regiónoch s vysokou nezamestnanosťou. Hoci existuje priestor pre efektívnejšiu kontrolu a odhaľovanie nelegálnej práce aj pri existujúcej legislatíve, účinné opatrenia sa ešte len hľadajú. Potrebná je tiež podpora pružnejších foriem zamestnávania a samostatnej zárobkovej činnosti. Oba tieto inštitúty sú faktormi pružného mzdového vývoja a zamestnávania. V porovnaní s EÚ ako aj v porovnaní s inými kandidátskymi krajinami dosahuje SR v tejto forme zamestnávania nízku úroveň. Kým v krajinách Európskej únie je priemerná miera zamestnanosti na čiastočný pracovný úväzok na úrovni 18%, v SR bol tento kanál flexibility trhu práce využívaný len vo veľmi malej miere, a to na úrovni necelých 2% z ekonomicky aktívneho obyvateľstva. Pre porovnanie s okolitými krajinami v je ČR zamestnávanie na čiastočný pracovný úväzok využívané tiež len na úrovni necelých 4%. Po novele zákona, ktorá upravuje prácu na skrátený pracovný čas a daňovej reforme, by sa malo zvýšené využívanie tohto inštitútu prejavíť aj vo zvýšení tohto ukazovateľa pre SR.

5. Požiadavky na jednotlivé politiky

Z predloženej analýzy vyplýva, že úlohy, ktoré budú plniť jednotlivé politiky v období pred prijatím eura a po vstupe do eurozóny, sa budú postupne meniť. Tieto úlohy však nie sú schopné jednotlivé politiky plniť izolovane. Potrebná je ich koordinácia a to v čase aj v priestore. Kľúčový problém predstavuje zníženie autonómie menovej politiky NBS.

Nominálna konvergencia

Ekonomika Slovenska je v procese dobiehania. Jedným z dôsledkov tohto procesu je existencia tzv. Balassa-Samuelsonovho efektu. Ten o. i. spôsobuje, že rovnovážny kurz koruny voči euru sa zhodnocuje. Toto zhodnocovanie je vlastne „príspevkom“ hospodárstva a hospodárskej politiky ku konvergencii. Tempo rovnovážnej apreciacie reálneho kurzu závisí vo veľkej miere od rastu konkurencieschopnosti zahraničného obchodu, najmä od bázy prílevu PZI. Viaceré analýzy NBS ukazujú, že v súčasnosti sa **rovnovážna** apreciacia reálneho kurzu zrýchlila. Najmä realizácia investícií, ktoré smerujú v súčasnosti najmä do automobilového priemyslu, môže rovnovážne tempo apreciacie podstatne urýchliť. Jedna z možností, ako podporiť proces konvergencie, spočíva vo využití faktu, že rovnovážny reálny výmenný kurz koruny voči euru posilňuje. Toto posilňovanie reálneho kurzu vytvára priestor aj pre posilňovanie nominálneho kurzu a bezpečné splnenie kurzového kritéria počas fungovania v ERM II. Súčasne s posilňovaním nominálneho kurzu sa zmenší inflačný diferencál medzi SR a eurozónou. Na to, aby sa tak stalo, je potrebné, aby ostatné politiky nepôsobili proti rovnovážnemu posilňovaniu reálneho kurzu. Opäť kľúčovú úlohu musí zohrať fiškálna politika – nastavenie výdavkovej strany rozpočtu a vládna mzdová politika.

Základnou úlohou menovej politiky v najbližšom období je zníženie inflácie na úroveň, ktorá bude znamenať splnenie kritéria pre infláciu. Inflácia je v súčasnosti vysoká v dôsledku končiacich sa administratívnych úprav (deregulácií) cien. Jej zníženie si vyžaduje, aby celkové nastavenie politik – policy mix – podporoval dezinfláciu. Riziko predstavujú najmä sekundárne efekty súčasnej vysokej inflácie – najmä jej ďalšie šírenie cez indexáciu nákladov a miezd. Hoci rast cien v energetickom sektore sa bezprostredne nepremietol do cien spracovateľského priemyslu (aj v dôsledku konkurenčného tlaku), neznamená to, že tento cenový impulz je definitívne potlačený. Môže sa do cien spracovateľského priemyslu dostať postupne v dlhom období, najmä vo väzbe na rozbiehajúcu sa konjunktúru. Rýchly rast produktivity v priemysle vytvára základný predpoklad, aby sa tak nestalo. Úlohu pri potlačení tohto inflačného impulzu ale bude musieť zohrať aj mzdová politika. Podobne, nie je úplne

eliminované riziko dodatočnej indexácie miezd. To by spôsobilo, že súčasná vysoká inflácia by pôsobila zotrvačne. Na zvládnutie tejto situácie je potrebná koordinácia fiškálnej a menovej politiky, pričom základom je fiškálne opatrenie. Prípadná menová reštrikcia by totiž spomalila proces konvergenencie a podnietila by prílev špekulatívneho kapitálu.

Konvergenca v zmysle maastrichtských kritérií si vyžaduje, aby konsolidácia verejných rozpočtov prebiehala čo najrýchlejšie a aby sa naplnili fiškálne zámery príslušných reforiem – daňovej, sociálnej, dôchodkovej, zdravotníckej. Je potrebné zabezpečiť čo najvyššie čerpanie zdrojov z EÚ, aby nevznikali tlaky na čerpanie prostriedkov zo štátneho rozpočtu. Po ukončení cenových deregulácií je potrebné zabrániť vzniku sekundárnych inflačných efektov (najmä potlačením indexácie miezd) a dôsledne regulovať ceny v sieťových odvetviach. Menová politika musí presunúť dôraz na stredno a dlhodobé inflačné ciele.

Stabilita

Stabilita kurzu, najmä zníženie rizika deprecie, by sa mala opierať o rast konkurencieschopnosti na báze PZI, o dôveryhodné ovplyvňovanie inflačných očakávaní a znižovanie inflácie. PZI by mali byť aj motorom udržateľného rýchleho rastu ekonomiky. Rýchly rast ekonomiky je, ako sme uviedli, kľúčovým predpokladom konsolidácie verejných financií. Zabezpečiť rýchly rast ekonomiky je základná úloha pre hospodársku politiku.

Fiškálna politika postupne preberie ďalšie úlohy pri zabezpečovaní menovej stability. Jej schopnosť prijať včasné opatrenia na stabilizáciu ekonomiky po prípadných šokoch, dosiahnutie pozície blízkej vyrovnanému hospodáreniu a disciplína, aby sama nebola zdrojom neistoty a porúch, sú predpokladmi stability v ERM II. Bude to najmä fiškálna politika, ktorá bude zodpovedať za udržiavanie fundamentálnej rovnováhy. Optimálne bude, ak sa čo najskôr dosiahne taký stupeň konsolidácie verejných financií, aby mohli v plnej miere pôsobiť aj automatické stabilizátory. Významnú úlohu budú hrať aj ďalšie politiky. Dôležitý bude preventívny a proticyklický pôsobiaci dohľad nad finančným trhom, najmä bankový dohľad. Finančný trh, vďaka jeho reštrukturalizácii a integrácii, vďaka privatizácii bánk je pripravený flexibilne reagovať na prípadné nerovnováhy. Dôveryhodná realizácia stratégie prijatia eura, konzistentné makroekonomické politiky a nástroje, ktoré poskytuje mechanizmus ERM II, by mali stačiť na to, aby finančný sektor nebol zdrojom nestability vývoja v nasledujúcich rokoch. Predpokladom toho, že trh práce bude pôsobiť stabilizujúco, je zdržanlivá vládna mzdová politika, flexibilné fungovanie trhu práce, opierajúce sa o prijaté opatrenia v sociálnej oblasti a na trhu práce, sprístupnenie ďalších regiónov pre investície a regionálna orientácia investičných stimulov. Pozornosť treba venovať aj včasnému riešeniu nestabilit na trhu s nehnuteľnosťami a na ďalších parciálnych trhoch.

Základný scenár plnenia maastrichtských kritérií by mohol byť nasledovný:

Hospodárska politika a smerovanie štrukturálnych politík by mali vytvárať predpoklady pre rýchly rast ekonomiky, konsolidáciu rozpočtu a zhodnocovanie reálneho kurzu pri požadovanej stabilite nominálneho kurzu. Fiškálna politika a vládna mzdová politika by mali zabezpečiť, že aj pri pokračujúcej konvergencii (krátkodobých) úrokových sadziieb bude reálny kurz rovnovážne apreciovať, nebudú vznikať inflačné tlaky a bude prebiehať dezinflácia prípadne urýchlňovaná apreciaciou nominálneho kurzu. To by malo garantovať nominálnu konvergenziu – dezinfláciu, pokles (krátkodobých) úrokových sadziieb a bezpečné splnenie maastrichtského kritéria pre dlhodobé úrokové sadzby, prevzatie eura bez destabilizácie po prijatí krátkodobých úrokových sadziieb ECB a kurzovú stabilitu (s prípadnou apreciaciou nominálneho kurzu počas fungovania v ERM II).

V krátkom období bude menová politika využívať (široké) fluktučné pásmo, pohyby krátkodobých úrokových sadziieb (na zneistenie špekulatívneho kapitálu), intervencie vrátane využitia možností, ktoré poskytuje mechanizmus ERM II – najmä na udržanie stabilného vývoja kurzu. Reálne (dopytové) šoky a výkyvy bude stabilizovať predovšetkým fiškálna politika. Automatická stabilizácia pomocou rozpočtu má v súčasnosti ohraničený účinok. Bude preto potrebné zvážiť jej posilnenie vhodnou politikou alebo krátkodobými diskretnými proticyklickými opatreniami.

Reformy na trhu práce a flexibilná mzdová politika by mali umožniť eliminovať časť (asymetrických) šokov tak, aby sa znížili ich dosahy na infláciu a zamestnanosť. Mali by tiež umožniť, aby sa naďalej obmedzovala mzdová indexácia a mzdová inflácia. Dohľad nad finančným trhom by mal pôsobiť preventívne a proticyklicky voči rizikám cenových bublín a v koordinácii s fiškálnou politikou tiež voči riziku prehriatia ekonomiky z úverového boomu. Riziko prehriatia by mala znížiť aj hospodárska politika zameraná na regionálne diverzifikovaný rast potenciálu ekonomiky.

Mimoriadny význam v tomto období budú mať dlhodobé očakávania zamerané na dezinfláciu (nízku infláciu) a kurzovú stabilitu. Okrem tých, ktoré vytvára dôveryhodné smerovanie do eurozóny, budú dôležité aj ďalšie zdroje posilňovania týchto očakávaní. Pôjde predovšetkým o zvýšenie dôrazu na strednodobé ciele pri komunikácii menovej politiky a dôsledné presadenie dôveryhodného strednodobého rozpočtovania. Konvergenčný program, udržateľná konsolidácia rozpočtu a periodické strednodobé rozpočtovanie by mali dať smerovaniu do eurozóny formálny rámec.

Záver

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

Plnenie kritéria pre dlh je udržateľné, ak pri bežných fluktuáciách ekonomickej aktivity miera zadlženia neprekročí kritériálnu hranicu pre zadlženie (60% HDP). Prísnejšia podmienka udržateľnosti pre dlh požaduje, aby pri voľnom fungovaní automatických stabilizátorov a bežných fluktuáciách ekonomiky miera zadlženia dlhodobo nerástla. *V našich podmienkach by na udržateľné plnenie kritéria pre dlh malo stačiť, aby sme udržateľne plnili kritérium pre deficit. Rýchle tempo rastu potenciálu ekonomiky (4 a viac % v s. c.) umožňuje v nasledujúcich rokoch nezvyšovať mieru zadlženia nad súčasnú úroveň približne 45% HDP pokiaľ budeme udržateľne plniť kritérium pre deficit. V dlhodobej perspektíve však treba počítať s účinkami demografických zmien, ktoré sa prejavujú v starnutí populácie. Výsledkom môže byť, že náklady na transformáciu dôchodkového systému budeme uhrádzať v podmienkach, keď ekonomika bude rásť pomalšie.*

Plnenie kritéria pre infláciu vyžaduje, aby inflácia na Slovensku v roku, keď bude Slovensko hodnotené, bola pod úrovňou kritériálnej hodnoty. Tú určia tri krajiny EÚ s najnižšou infláciou¹. Riziko pre splnenie kritéria predstavuje najmä:

- Ak sa nezvládne prechod do prostredia nízkej inflácie od r. 2005, po ukončení významných deregulácií. *Bude nevyhnutné presvedčiť verejnosť o očakávanej nízkej inflácii (formovať nízke inflačné očakávania) a zabezpečiť, aby sa očakávaná nízka inflácia stala základom pre projekciu rozpočtových výdavkov, miezd vo verejnom a súkromnom sektore a dôchodkov, obchodných kontraktov vo všeobecnosti,*
- Ak sa nepodarí vytvoriť a udržať nízke inflačné očakávania a ak sa nepodarí potlačiť pôsobenie Balassa-Samuelsonovho efektu na infláciu. *Mimoriadne dôležité je najmä udržanie nízkej inflácie a presadenie nízkych inflačných očakávaní v tých sektoroch ekonomiky, v ktorých produktivita a nákladová efektívnosť rastú pomaly,*
- Ak dôjde k obratu v kurzovom vývoji smerom k veľkej deprecii. *Je potrebné udržať záujem priamych zahraničných investorov o investovanie na Slovensku. Posilňovanie kurzu by malo byť primerané možnostiam ekonomiky a nemalo by sa opierať o nestabilný zahraničný kapitál.*
- Ak sa nepodarí pri znižovaní úrokových mier zabrániť vzniku úverového boomu s vyústením do následného prehriatia ekonomiky v období hodnotenia Slovenska, najmä ak sa nepodarí udržať celkovo reštriktívny mix fiškálnej, mzdovej (dôchodkovej) a menovej politiky. *Je najmä potrebné programovať výdavkovú stranu rozpočtu, mzdový vývoj a vývoj ďalších dôchodkov v ekonomike tak, aby v úhrne zodpovedali cieľenej nízkej inflácii.*
- Ak asymetrický šok spôsobí významnú odchýlku vo vývoji inflácie na Slovensku a v ostatných krajinách EÚ a ak sa kritérium pre infláciu významne sprísni. *Hoci významné negatívne vplyvy (napríklad ropný cenový šok, kurz dolára a pod.) pôsobia na ekonomiku SR a ekonomiky krajín EÚ čiastočne symetricky, inflačný cieľ pre ekonomiku SR by mal byť stanovený s určitou rezervou pre prípad takéhoto (asymetrického) vývoja. Z váhy týchto vplyvov (v SR a v krajinách EÚ) a z ich pravdepodobnej veľkosti v krátkom období vyplýva, že postačujúca rezerva pri plnení inflačného kritéria predstavuje 0.2%. Vzhľadom na predpokladané rýchle tempo konsolidácie verejných financií a celkový reštriktívny mix rozpočtovej, mzdovej, dôchodkovej a menovej politiky by nemal vzniknúť ani asymetrický dopytový šok z domáceho podnetu.*

Plnenie kritéria pre kurz si vyžaduje, aby počas dvoch rokov kurz zotrval v blízkosti dohodnutej centrálnej parity bez napätia a bez potreby devalvácie centrálnej parity. Za prejav napätia sa považuje zlý vývoj na bežnom účte a platobnej bilancii, prekročenie depreciačného pásma, nutnosť použiť vysoké krátkodobé úrokové miery na stabilizáciu kurzu, strata cenovej konkurencieschopnosti a pod. Riziko pre splnenie kritéria kurzovej stability predstavuje:

- Nesprávne zvolená (nadhodnotená) centrálna parita. *Hoci presné určenie rovnovážneho kurzu a centrálnej parity nie je bez problémov, má Slovensko určitú výhodu v dlhodobej rovnovážnej apreciacii reálneho kurzu. Tá umožňuje, že aj v prípade mierneho nadhodnotenia centrálnej parity oproti rovnovážnemu kurzu pri vstupe do ERM II, rovnovážny kurz "dobehe" centrálnu paritu a nevznikne potreba devalvácie centrálnej parity. Pri dobre zvolenej centrálnej parite by Slovensko nemalo mať problém s plnením kritéria kurzovej stability. Prevenciou pred nesprávnym nastavením centrálnej parity je aj pôsobenie menovej politiky proti neadekvátnemu posilňovaniu kurzu, najmä takému, ktoré je spôsobené prílevom nestabilného finančného kapitálu,*
- Neprimerané uvoľnenie mixu rozpočtovej a menovej politiky. *V tejto súvislosti považujeme za dôležité najmä vzájomne zosúladené znižovanie úrokových mier, miery*

apreciácie kurzu a znižovania rizikovej prémie. Dôležitý je aj celkový reštriktívny mix rozpočtovej, mzdovej a menovej politiky,

- Náhly obrat v pohybe kapitálu – jeho odliv. Okrem správneho nastavenia menovej politiky a celkového mixu politík je potrebné, aby sa nestratila dôvera k smerovaniu ekonomiky.

Plnenie kritéria pre (dlhodobé) úrokové miery znamená, že dlhodobé úrokové miery na Slovensku nebudú vyššie od kritériálnej úrovne. Tá je o 2% vyššia ako priemer dlhodobých úrokových mier krajinách EÚ s najnižšou infláciou¹. Riziko nesplnenia tohto kritéria spočíva najmä v tom, že celkový vývoj ekonomiky ohrozí plnenie ďalších kritérií konvergencie a oddiali vstup do eurozóny, prípadne aj na neurčito. *Rozhodujúce pre úroveň dlhodobých mier na Slovensku sú dlhodobé očakávania, najmä perspektíva členstva v eurozóne. Pohyby krátkodobých mier a výkyvy inflácie, pokiaľ neohrozujú celkové smerovanie do eurozóny by, najmä s blížiacim sa dátumom vstupu do eurozóny, nemali plnenie tohto kritéria ohroziť.*

Základným predpokladom pre splnenie maastrichtských kritérií je ďalší pokrok v reálnej konvergencii. Dôležité ja najmä udržať súčasný rýchly ekonomický rast, ktorý sa opiera o rast produktivity a konkurencieschopnosti. Ak vláda a NBS naplnia záväzky pri realizácii reforiem a smerovaní menového vývoja v súlade s cieľmi Konvergenčného programu a Strednodobého menového výhľadu, potom by Slovensko malo udržateľne plniť kritérium pre deficit a infláciu od roku 2007 (prípadne od r. 2006, ak sa pri hodnotení deficitu nebude prihliadať na náklady dôchodkovej reformy). Konsolidácia rozpočtu do r. 2010 podľa KP umožní, aby Slovensko plnilo kritérium pre dlh a deficit aj v dlhodobom horizonte, kedy budú na ekonomiku a verejné financie negatívne pôsobiť demografické zmeny.

ⁱ Ak príjmy verejných rozpočtov Slovenska budú rásť približne rovnakým tempom ako nominálny HDP, bude pomer príjmov verejného sektora k HDP stályⁱ. Ak ekonomika rastie tempom g , podiel výdavkov na (nominálnom) HDP je Q_y , potom zastavenie reálneho rastu výdavkov znamená konsolidáciu rozpočtu (zníženie deficitu) o:

$$Q_y(t+1) - Q_y(t) = Q_y(t) * g / (1+g) =^i Q_y(t) * g \quad (1)$$

V prípade Slovenska, kde podiel výdavkov je približne 40% a ekonomika rastie tempom približne 4%, zastavenie reálneho rastu výdavkov zníži deficit rozpočtu približne o 1,5% HDP.

ⁱⁱ Platí známy vzťah:

$$d(t+1) = d(t) + d(t) * (r-g) - \text{delta},$$

kde $d(t)$ je miera zadlženia (verejného rozpočtu) v čase t , r je (nominálna) úroková miera verejného dlhu, g je tempo rastu (nominálneho) HDP a delta je primárne saldo (verejného rozpočtu) v pomere k HDP. Z neho vyplýva podmienka udržateľnosti zadlženia:

$$\text{delta} > d(t) * (r-g) \quad (2)$$

ⁱⁱⁱ V prípade porovnania a použitia výsledkov takejto analýzy, ktoré boli získané rôznymi metódami (pozri napr. Roger, W., Ongena, H.: The Commission Services Cyclical Adjustment Method. Banca d'Italia. Indicators of Structural Budget Balances, Rím 1998), treba mať na zreteli, že interpretácia výsledku – zistenej cyklickej zložky vývoja – pri použití rôznych metód nemusí byť rovnaká. Cyklická zložka, určená rozkladom časového radu pomocou H-P filtra, predstavuje odchýlku od dlhodobého trendu, zatiaľ čo cyklické zložky zistené pomocou modelu, napríklad produkčnej funkcie vyjadrujú odchýlky od potenciálu a sú, ako ukazujú analýzy, spravidla jednostranne vychýlené. Prevládajú záporné odchýlky, čo sa dá interpretovať tak, že **ekonomika (podľa týchto modelových metód) funguje prevažne pod úrovňou potenciálu**. Ukazuje sa tiež, že cyklické odchýlky, získané pomocou rôznych metód sú rôzne veľké, pričom rozdiely sú často až násobné. Produkčná funkcia umožňuje, aby potenciálny produkt zohľadnil aj štruktúrne zlomy vo vývoji faktorov, napríklad produktivný šok.

^{iv} Zložitejšie odhady cyklického vývoja rozpočtu sa opierajú o určenie špecifického základu pre jednotlivé zložky výnosu daní a špecifické elasticity tohto výnosu na (cyklické) zmeny základu. Poznatky o elasticite príjmov rozpočtu v krajinách EÚ ukazujú^{iv} na určité rozdiely v elasticitách jednotlivých druhov príjmov rozpočtu (daní a príspevkov do poisťovních fondov):

Druh dane	elasticita
DPPO	1.7-2.5
DPFO	0.8-1.9
Poistenie	0.5-1.0
DPH+SD	0.8-1.0
Ostatné	1.0
Priemer (vážený)	0.84-1.25
Časový posun ^{iv}	0.6-1.0

Spresnenie pri určení cyklickej zložky je nutné vtedy, keď niektorá významná daň je veľmi citlivá na ekonomický cyklus. Platí to najmä pre DPPO, keďže ziskovosť podnikov výrazne kolíše podľa fázy ekonomického cyklu. Podobne v niektorých krajinách je veľmi veľká progresivita DPFO, alebo veľké výkyvy osobných príjmov (miezd, sociálnych transferov) v priebehu cyklu. Elasticita poisťovného na cyklické výkyvy je obvykle menšia ako 1, (napríklad preto, lebo vymeriavacie základy sa plne neprispôsobujú). Plnú, jednotkovú, elasticitu majú obvykle výnosy nepriamych daní. Výsledný obraz – vážená elasticita – je však pomerne pestrý. Zohľadnenie povoleného časového posunu pri zaplatení daní je dôležité najmä pri podstatných zmenách daní a z krátkodobého hľadiska. Rozpočet reaguje na ekonomický cyklus aj na výdavkovej strane. V období konjunktúry rastie zamestnanosť a pri dobre nastavenom systéme sociálneho zabezpečenia klesá počet poberateľov a aj objem vyplácaných sociálnych dávok a naopak, v období recesie počet poberateľov sociálnych dávok a ich objem rastie. Úlohu hrá aj to, ako silno reaguje zamestnanosť a nezamestnanosť na ekonomický cyklus. Táto reakcia je iná v štandardných ekonomikách (v EÚ) a iná v transformujúcich sa ekonomikách.

^v Sú tri „krajné“ možnosti:

1. Základný nástroj menovej politiky NBS, úrokové sadzby môže byť v podmienkach úplne liberalizovaných kapitálových pohybov autonómne využívaný, len ak je kurz dostatočne flexibilný. Vtedy môže centrálna banka autonómne rozhodovať o úrokových sadzbách, aby ovplyvnila vývoj domácej ekonomiky,
2. Ak má byť kurz fixný alebo stabilný, ako to vyžaduje fungovanie v ERM II a neskôr v eurozóne, potom v podmienkach liberalizovaného pohybu kapitálu nemôže centrálna banka úplne autonómne určovať úrokové sadzby – tie musia „sledovať“ pohyb úrokových sadzieb ekonomiky, s ktorou je ekonomika SR integrovaná obchodnými a kapitálovými tokmi – teda ekonomiky eurozóny,
3. Ak by chcela centrálna banka autonómne určovať úrokové sadzby a súčasne udržiavať fixný alebo stabilný kurz, museli by byť kapitálové pohyby regulované. Takáto možnosť však – vzhľadom na dosiahnutú integráciu s eurozónou – neprichádza do úvahy.

Formálne vysvetlenie situácie, v ktorej sa ocitá menová politika v podmienkach liberalizovaného pohybu kapitálu, poskytuje teória nekrytej úrokovej parity. Tá hovorí, že v podmienkach úplne liberalizovaných kapitálových pohybov je súčasná hodnota kurzu $e(t)$ rovná jeho očakávanej hodnote $E(e(t+1))$, upravenej o úrokový diferenciel $(r(t) - r_f(t))$ a rizikovú prémie $\text{risk}(t)$: $e(t) = E(e(t+1)) + (r(t) - r_f(t)) - \text{risk}(t)$

Krátkodobé pohyby kurzu sú, podľa tohto vzťahu ovplyvnené očakávaniami, úrokovým diferenciálom a rizikovou prémie. Ak má byť kurz stabilný, potom aktuálny kurz $e(t)$ sa približne rovná očakávanému kurzu $E(e(t+1))$. Riziková prémie však poskytuje priestor pre nenulový úrokový diferenciál. Pri fixnom kurze je riziková prémie rovná 0 a úroková sadzba domáca a zahraničná sa musia zhodovať. Očakávaný kurz a riziková prémie, pokiaľ ich vieme ovplyvniť, môžu poskytnúť menovej politike určitú autonómiu – priestor pre autonómny pohyb úrokových sadzieb. To je dôležité pre koordinovanú fiškálnu a menovú politiku v období smerovania do eurozóny. Ak fiškálna politika zmení očakávania vo vzťahu k reálnemu kurzu, zmení tiež priestor pre pohyb úrokových sadzieb. Tento priestor „autonómie“ môže využiť menová politika na riešenie úloh vo vnútornej ekonomike.

Pramene:

1. Aide memoire, IMF Staff Visit to the Slovak Republic, November 6-19, 2002.
2. Borghijs, A. - Kuijs L. (2004). Exchange Rates in Central Europe: A Blessing or a Curse? IMF Working Paper, WP/04/2.
3. ECB. (2002). The Convergence process of a country joining the euro area – a case study.
4. ECB. (2003). ERM II Review Notes. Prepared for the IRC meeting of 28 November 2003.
5. ECB. (2003a). The acceding countries' strategies towards ERM II and the adoption of the euro: An Analytical review. Directorate General, International and European Relations.
6. IMF. (2003). Slovak Republic: 2003 Article IV Consultation – Staff Report; Public Information Notice on the Executive Board Discussion and the Statement by the Executive Director for the Slovak Republic.
7. IMF. (2004). Adopting the Euro in Central Europe – Challenges of the next step in European Integration. IMF January 8, 2004.
8. IMF. (2004a). Transcript of a Press Conference on Central Europe's Adoption of the Euro with Susan Schadler, Deputy Director of the European Department, IMF Washington D.C., April 24, 2004.
9. Khan, Moshin S. (2003). Current Issues in the Design and Conduct of Monetary Policy, IMF Working Paper 03/56.
10. Konvergenčný program Slovenska pre roky 2004 – 2010.
11. Lipschitz, L.- Lane, T. – Mourmouras, A. (2002). Capital Flows to Transition Economies: Master or servant?, IMF Working Paper 02/11.
12. Lipschitz, L.- Lane, T. – Mourmouras, A. (2002a). The Tošovský Dilemma. Capital Surges in Transition Countries, Finance and Development, A quarterly magazine of the IMF September 2002, Volume 39, Number 3.
13. Obstfeld, M.- Shambaugh, J. C. – Taylor, A. M.: The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility. University of California, Berkeley, NBER, and CEPR, revised March 2004, <http://emlab.berkeley.edu/users/obstfeld/>.
14. Caviglia, G., Krause, G., Thimann, Ch.: Key features of the financial sectors in EU accession countries. ECB 2002.
15. BIS: Life under ERM II. Note for meeting of Governors. február 2004
16. European Commission: Financial Services. The FSAP enters the Home Straight. Ninth Report. Brusel, november 2003.
17. European Commission: Commission Recommendation on the 2004 update of the Broad Guidelines of the Economic Policies of the Member States and the Community (for the 2003-2005 period). Brusel, 7.4. 2004.
18. Flynn, J., Golden, B.: Risks of Overheating and Financial Booms in Acceding Countries. Central Bank and Financial Services Authority of Ireland, 2003.
19. London Economics: Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets, Executive Summary of the Report to The European Commission – Directorate General for the Internal Market. november 2002.

-
20. Malina, Ľ.: Otvorené otázky a úskalia implementácie Novej bazilejskej dohody o kapitáli. Biatec, február 2004.
 21. Ministerstvo Financíí Slovenskej republiky: Konvergenčný program Slovenska pre roky 2004-2010. máj 2004.
 22. Národná banka Slovenska: Správa o rozvoji bankového sektora k 31. 12. 2003.
 23. Pozniak, G.: Európsky regulačný program pre finančné trhy – Pohľad z Bruselu. časopis Burza, apríl 2003.
 24. Tůma, Z.: Euro Adoption, Acceding Countries and Financial Stability. Príspevok na konferencii. Praha, 2. február 2004.
 25. Wellink, A.: Issues Related to Financial Standards, Accounting Regulation and Corporate Governance. Príspevok na seminári o prístupovom procese. Paríž, 4.marca 2004.