

## Stratégia prijatia eura v SR

Vstupom do EÚ sa Slovensko stane členom Hospodárskej a menovej únie, pričom z plnenia niektorých záväzkov člena menovej únie bude mať dočasnú výnimku. Predpokladá sa, že po splnení príslušných (maastrichtských) kritérií bude táto výnimka zrušená a Slovensko sa stane členom zóny s jednotnou menou. Záväzok prijatý podpisom prístupovej zmluvy neumožňuje trvalé pôsobenie v EÚ mimo menovej únie.

Vláda SR vo svojom programovom vyhlásení vyjadrila odhodlanie vytvoriť do r. 2006 predpoklady na splnenie maastrichtsých kritérií. Národná banka Slovenska viackrát deklarovala, že podporuje vstup do menovej únie v najskoršom možnom čase. Vychádza sa z toho, že plné čerpanie výhod vyplývajúcich z integračného procesu bude možné až v jeho konečnej fáze – v menovej únii. Tento názor je založený na zhodnotení súčasného stavu a perspektív vývoja reálnej a nominálnej konvergencie slovenskej ekonomiky s ekonomikou EÚ, na posúdení rôznych aspektov členstva SR v menovej únii a z toho vyplývajúcom zhodnotení pozitívnych a negatívnych dopadov prijatia spoločnej meny.<sup>1</sup>

### 1. Záväzky SR a kritériá pre vstup do eurozóny

#### 1.1. Záväzok budúceho členstva SR v eurozóne

Terajšia platná legislatíva EÚ neobsahuje ustanovenia, ktoré by umožňovali členským štátom EÚ vo vzťahu k menovej únii výnimočný štatút (opt-out), aký majú Dánsko a Spojené kráľovstvo. Tieto štáty podpísali Maastrichtskú zmluvu, čím sa zaviazali uplatňovať hospodárske politiky podporujúce vytvorenie menovej únie, sami však v danom čase nemali záujem o vstup do menovej únie<sup>2</sup>. Akákoľvek ďalšia krajina prístupujúca do EÚ v období od podpísania Maastrichtskej zmluvy (1992) tak automaticky preberá záväzky plynúce z tejto zmluvy, teda aj budúce členstvo v menovej únii a prevzatie jednotnej meny.

Platí to aj pre SR. V článku 4 Zmluvy o prístupí k EÚ<sup>3</sup> sa uvádza: “Každý členský štát sa odo dňa prístupenia stane účastníkom hospodárskej a menovej únie ako členský štát, pre ktorý platí výnimka v zmysle článku 122 zmluvy o ES”.<sup>4</sup> **Rozhodovanie SR ohľadom vstupu do menovej únie sa preto netýka zásadnej otázky vstupu (tzn. či vstúpiť, alebo nie), ale časového horizontu, v ktorom by sa mal vstup realizovať.** To tiež znamená, že SR sa zaväzuje

<sup>1</sup> V NBS sa už od roku 1999 pravidelne spracovávajú štúdie venované problematike reálnej a nominálnej konvergencie slovenskej ekonomiky ku krajinám EÚ, ako aj otázkam vstupu do menovej únie. Poznatky týchto, ale aj ďalších štúdií, vypracovaných v SR, ale aj v zahraničí rozličnými inštitúciami, predstavujú zdroje využité pri spracovaní tohto materiálu.

<sup>2</sup> Toto riešenie je obsahom príslušných protokolov, ktoré sú priložené k Maastrichtskej zmluve: Protokol o niektorých ustanoveniach týkajúcich sa Spojeného kráľovstva Veľkej Británie a Severného Írska; Protokol o niektorých ustanoveniach týkajúcich sa Dánska).

<sup>3</sup> “Akt o podmienkach prístupenia ...SR...a o úpravách zmlúv, na ktorých je založená Európska únia” (k otázkam zmyslu a cieľa založenia EÚ pozri Prílohu 7).

<sup>4</sup> Podrobnejšie viď Prílohu 9.

uskutočňovať hospodársku politiku, ktorá je konzistentná so zásadami hospodárskej politiky v hospodárskej a menovej únii.

## 1.2. Kritériá pre vstup do eurozóny

Podmienkou členstva v eurozóne je, aby krajina bola pripravená prijať jednotnú menu euro a bola schopná plniť záväzky, vyplývajúce z Paktu stability a rastu. *Formálnou* podmienkou pripravenosti krajiny na prijatie jednotnej meny je splnenie nominálnych konvergenčných kritérií, tzv. maastrichtských kritérií (tabuľka 1).<sup>5</sup>

Tabuľka 1 Maastrichtské kritériá

Kritérium	Definícia	Referenčné obdobie
Cenová stabilita	Inflácia nesmie byť vyššia ako priemerná miera inflácie (meranej harmonizovaným indexom spotrebiteľských cien) 3 krajín EÚ s najnižšou infláciou + 1,5 % bodu	V priemere za posledných 12 mesiacov pred hodnotením
Fiškálny deficit	Pomer plánovaného alebo skutočného rozpočtového deficitu k HDP nesmie byť vyšší ako 3 %, resp. musí presvedčivo tendovať k tejto hodnote	V poslednom kalendárnom roku pred hodnotením
Hrubý dlh vlády	Pomer vládneho dlhu k HDP nesmie prevýšiť 60 %, resp. nesmie sa zvyšovať	V poslednom kalendárnom roku pred hodnotením
Dlhodobé úrokové sadzby	Úroková miera nesmie byť vyššia než priemerná úroková miera 3 krajín EÚ s najnižšou mierou inflácie + 2 % body	V priemere za posledných 12 mesiacov pred hodnotením
Stabilita menového kurzu	Členstvo v ERM2, pohyb výmenného kurzu v rámci fluktuatívneho pásma +/-15 %, avšak blízko centrálnej parity voči EUR, bez devalvácie voči mene ktoréhokoľvek členského štátu	Minimálne 2 roky pred hodnotením

## 2. Stav reálnej a nominálnej konvergencie SR do EÚ

Reálna a nominálna konvergencia ekonomík jednotlivých členov integračného zoskupenia je žiaduca jednak z hľadiska stabilného fungovania celého zoskupenia, jednak z hľadiska bezproblémového fungovania jednotlivých krajín v rámci zoskupenia. Od začiatku prístupového procesu dosiahla SR značný pokrok v reálnej a nominálnej konvergencii do ekonomického a menového priestoru EÚ.<sup>6</sup>

### 2.1. Niektoré výsledky v reálnej konvergencii

Medzi kritériá reálnej konvergenzie patrí predovšetkým HDP na obyvateľa, ale tiež cenová úroveň a štrukturálne, právne a inštitucionálne charakteristiky.<sup>7</sup>

<sup>5</sup> Vid' tiež Prílohu 10.

<sup>6</sup> Dosiahnuté výsledky v reálnej a nominálnej konvergencii sú podrobnejšie zdokumentované v prílohe 4.

<sup>7</sup> K otázkam právnej a inštitucionálnej konvergenzie pozri Prílohu 8.

## Konvergencia výkonnosti ekonomiky a zblížovanie cenových hladín

Priebeh „dobiehania“ vo výkonnosti ekonomiky a v úrovni cenovej hladiny ilustruje tabuľka 2.

Tabuľka 2 Porovnanie výkonu ekonomiky a cenovej hladiny SR a EÚ

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Pomer HDP/1 obyvateľa SR/EÚ ( %, v EUR)	15,63	16,48	17,84	17,92	16,51	17,49	18,28	19,53
Pomer HDP/1 obyvateľa SR/EÚ ( %, v PPS)	45,97	47,94	49,46	50,05	49,50	46,21	47,26	47,80
Pomer cenových hladín SR/EÚ (%)	34,00	34,37	36,07	35,80	33,35	37,86	38,67	40,87
ERDI	2,94	2,91	2,77	2,79	3,00	2,64	2,59	2,45

Zdroj: ŠÚ SR, Eurostat, NBS

PPS (Purchasing Parity Standard) – parita kúpnej sily

ERDI (Exchange Rate Deviation Index) – index odchýlky výmenného kurzu

Tabuľka 2 dokumentuje tendenciu konvergenzie, teda zblížovania úrovne HDP na jedného obyvateľa v parite kúpnej sily v SR v porovnaní s priemerom v EÚ, ako aj zblížovanie cenovej úrovne.<sup>8</sup> Proces konvergenzie však nemal plynulý priebeh, keď v rokoch 1996-1998 sa zblížovanie dosahovalo neudržateľným spôsobom – nadmerným zadlžovaním v zahraničí. To malo za následok, po prijatí nevyhnutných stabilizačných opatrení v ekonomike, krátkodobú divergenciu ukazovateľov HDP na obyvateľa v PPS ako aj pomeru cenových hladín od hodnôt týchto ukazovateľov v EÚ. Od roku 2000, najmä však v posledných dvoch rokoch dochádza znovu ku konvergencii obidvoch ukazovateľov, pričom sa predpokladá pokračovanie tohto vývoja v nasledujúcich rokoch. V roku 2002 dosiahol HDP na obyvateľa v parite kúpnej sily približne 48 % tohto ukazovateľa v EÚ. Porovnateľná cenová úroveň v SR tvorila v tomto roku cca 41 % úrovne v EÚ, čo je ekvivalent hodnoty 2,45 koeficienta ERDI. To znamená, že kúpna sila koruny na trhu EÚ je asi 41 % z jej kúpnej sily na domácom trhu (t.j. tovar<sup>9</sup>, ktorý si obyvateľ SR kúpi na domácom trhu za 1 Sk, ho bude stáť na trhu eurozóny 2,45 Sk). Opačne platí, že kúpna sila eura na slovenskom trhu je 2,45 krát vyššia ako na trhu EÚ (za tovar, ktorý si obyvateľ EÚ kúpi doma za 1 euro, zaplatí na slovenskom trhu len 41 centov). Z tohto pohľadu je približovanie cenových hladín jedným z ukazovateľov reálnej konvergenzie a znamená rast kúpnej sily koruny na trhu EÚ.

Ekonomika SR je vďaka svojmu rastúcemu výkonu schopná lepšie zabezpečiť spotrebu a investície, je pripravená relatívne lepšie plniť záväzky, vyplývajúce z členstva v EÚ<sup>10</sup>. Proces dobiehania ekonomickej úrovne SR s EÚ prebieha dvoma spôsobmi: rýchlejším reálnym rastom ekonomiky (graf 1), najmä v dôsledku rastu produktivity práce a/alebo zhodnocovaním reálneho kurzu koruny voči euru.

V doterajšom vývoji sa rýchlejší reálny rast opieral o predstih v raste ekonomiky a predstih v raste produktivity práce oproti krajinám EÚ približne o 2 % ročne (vo vnútorných stálych

<sup>8</sup> Ukazovateľ ERDI vyjadruje odchýlku nominálneho výmenného kurzu koruny k euru od výmenného kurzu koruny k euru v parite kúpnej sily. Jeho obrátená hodnota je vyjadrením porovnateľnej cenovej úrovne v SR (v %) k EÚ.

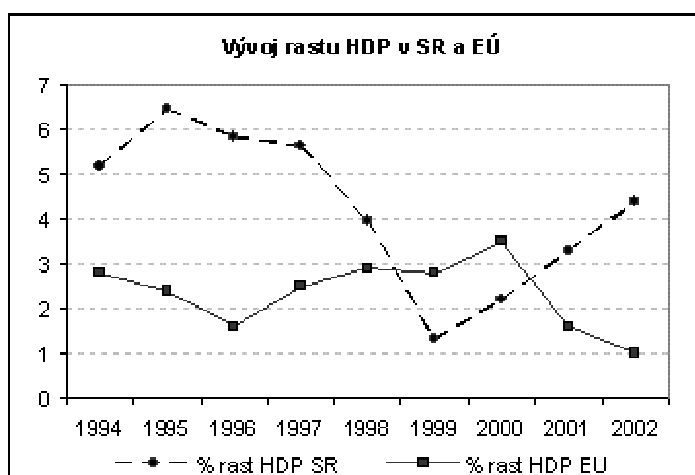
<sup>9</sup> Má sa na mysli reprezentatívny – „priemerný“ tovar.

<sup>10</sup> Určitý problém Slovenska predstavujú veľké rozdiely v ekonomickej úrovni regiónov Slovenska. Kým Bratislava dosahuje úroveň priemeru EÚ, ostatné regióny v tomto smere zaostávajú.

cenách). Dobiehanie v produktivite práce (ktorá je pokiaľ ide o absolútnu hodnotu stále ešte na relatívne nízkej - zhruba polovičnej - úrovni v porovnaní s priemerom EÚ) bolo na Slovensku podporené rozsiahlymi investíciami, vrátane PZI, ktoré umožnili technologickú obnovu a vyššiu účinnosť výrobných faktorov. Nemenej významné pre rast produktivity práce boli opatrenia na zníženie nákladov práce znižovaním prezamestnanosti.

Druhá cesta, ktorou prebieha dobiehanie výkonnosti ekonomiky, je samotné približovanie kurzu koruny k euru v parite kúpnej sily a bežného kurzu, ktoré znamená posilňovanie reálneho kurzu a vyrovnávanie cenových hladín. Zbližovanie cenových hladín ilustrované v tabuľke 2 prebiehalo doteraz najmä na základe rýchlejšieho rastu cien na Slovensku v porovnaní s EÚ. Oslabenie kurzu koruny voči euru, najmä oslabenie kurzu devalváciou v r. 1993 a po uvoľnení kurzu v r. 1998 toto zbližovanie cenových hladín podstatne spomalilo.

Graf 1



Zdroj: NBS, Eurostat

Mechanizmus vyrovnávania cenovej úrovne má svoje zákonitosti<sup>11</sup> a jeho najdôležitejšou súčasťou je vývoj miezd. Udržateľné vyrovnávanie úrovne miezd a cien sa opiera o taký rast miezd, ktorý nevytvára mzdové (nákladové) inflačné tlaky a ktorého hranice sú dané rastom produktivity práce. Z tohto dôvodu rast miezd nemôže byť rýchlejší ako rast produktivity práce.

Ako bolo spomenuté, dobiehanie ekonomickej úrovne môže byť podporené približovaním reálnej výmennej hodnoty našej produkcie voči produkcii EÚ, teda zbližovaním cenových hladín na báze apreciacie reálneho kurzu koruny voči euru. V tejto súvislosti môže byť významné najmä pôsobenie tzv. Balassa-Samuelsonovho efektu. Jeho ekonomická podstata spočíva v rýchlejšom raste produktivity práce v obchodovateľnom sektore dobiehajúcich krajín oproti krajinám EÚ. Dobiehanie v produktivite práce prebieha aj v neobchodovateľnom sektore (sektore trhových služieb), avšak pomalšie. Keďže mzdy v obchodovateľnom aj neobchodovateľnom sektore majú tendenciu rásť približne rovnako rýchlo, v neobchodovateľnom sektore sa tak deje za cenu vyššej inflácie. Výsledkom je vyššia celková inflácia a zhodnocovanie reálneho výmenného kurzu. Analýzy za SR ukazujú, že apreciacia reálneho kurzu na tomto princípe prebiehala aj u nás tempom asi 1-2% ročne. Podstatným znakom apreciacie reálneho kurzu na základe Balassa-

<sup>11</sup> Podrobnejšie je mechanizmus vyrovnávania cenových hladín popísaný v prílohe 5.

Samuelsonovho efektu je, že ide o rovnovážnu apreciaciu, ktorá neohrozuje konkurencieschopnosť a vonkajšiu rovnováhu.

### **Integrácia slovenskej ekonomiky s EÚ**

Ekonomika SR je stále viac orientovaná svojím zahraničným obchodom na teritórium dnešnej EÚ. Podiel exportu tovarov do dnešnej EÚ v súčasnosti predstavuje vyše 60%. Po vstupe kandidátskych krajín do EÚ v r. 2004, bude až 90 % exportu SR smerovať do krajín EÚ. Viaceré analýzy tiež nasvedčujú, že ekonomika SR sa stále viac zapája do vútrodvetvového obchodu s krajinami EÚ, ktorý dnes zahrnuje podstatnú časť z celkového exportu do EÚ.

Štruktúra ekonomiky SR sa stále viac približuje štruktúre ekonomiky EÚ.<sup>12</sup> V transformačnom období sa významne znížil podiel poľnohospodárstva, ale tiež priemyslu, zatiaľ čo podiel služieb výrazne vzrástol. V obchode s EÚ rastie tiež podiel tých výrob, ktoré sa vyznačujú vyšším stupňom sofistikovanosti a sú menej citlivé na cenu. Tieto výroby preto potrebujú menšiu kurzovú podporu pre udržanie svojej konkurencieschopnosti. Možno očakávať, že reálna konvergencia bude pokračovať po vstupe do EÚ, pričom prijatie za člena EÚ dá tomuto procesu ďalšie impulzy.

Prílev priamych zahraničných investícií na Slovensku je zatiaľ v porovnaní s našimi susedmi nižší. Hoci z hľadiska rastu ekonomiky sa vyzdvihujú najmä “nové” investície, pre rozvoj potenciálu ekonomiky a pre jej rast majú veľký význam aj tzv. “privatizačné” investície, ktoré okrem perspektívy rozvojových investícií prinášajú tiež zvýšenie celkovej produktivity výrobných faktorov (teda tzv. nespredmetnený technický pokrok). Okrem toho významnou mierou prispievajú ku kultivácii ekonomického prostredia.

## **2.2. Nominálna konvergencia (plnenie maastrichtských kritérií)**

Nominálna konvergencia je charakterizovaná maastrichtskými kritériami, ktoré sa týkajú inflácie, fiškálneho deficitu a dlhu, dlhodobých úrokových mier a výmenného kurzu.

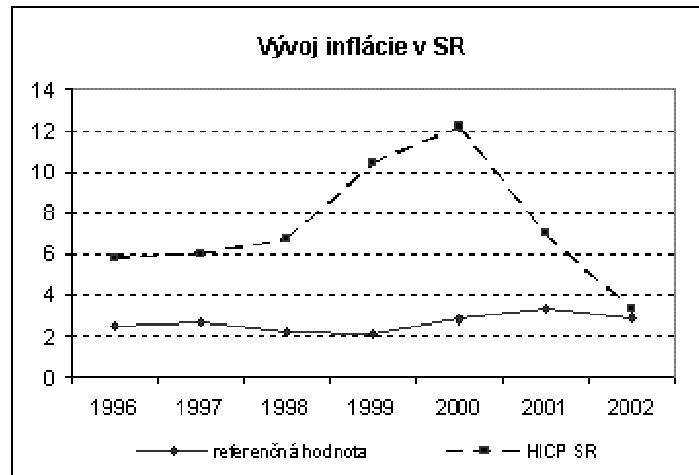
### **Inflácia**

Znižovanie inflácie v SR závisí od rozsahu administratívnej nápravy cenových relácií a veľkosti zmien nepriamych daní. Vo vývoji cien hrali tieto opatrenia rozhodujúcu úlohu. Na prírastku cien od začiatku transformácie sa podieľali približne štyrmi pätinami. Podľa prepočtov NBS len jednu pätinu prírastku cien od roku 1990 do súčasnosti, spôsobila systémovo zabudovaná, tzv. jadrová inflácia. Cenový rast, spôsobený administratívnymi opatreniami, sa pritom len v malej miere prenášal do jadrovej inflácie. Tá sa dnes pohybuje na úrovni tzv. referenčnej hodnoty - maastrichtského kritéria pre infláciu<sup>13</sup>. Vývoj harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien (HICP) v SR a vývoj referenčnej hodnoty inflácie v EÚ (graf 2) ukazuje, že v roku 2002 došlo k podstatnému priblíženiu ich hodnôt.

<sup>12</sup> Bližšie vid' Prílohu 4.

<sup>13</sup> 1,9% (apríl 2003). Harmonizovaný index spotrebiteľských cien je ukazovateľom cenovej inflácie používaný v rámci EÚ, ktorý umožňuje objektívne zhodnotenie inflácie jednotlivých krajín na rovnakom základe. Porovnateľnosť dosiahnutej inflácie je zabezpečená použitím spoločnej komoditnej, teritoriálnej a populačnej základne.

Graf 2

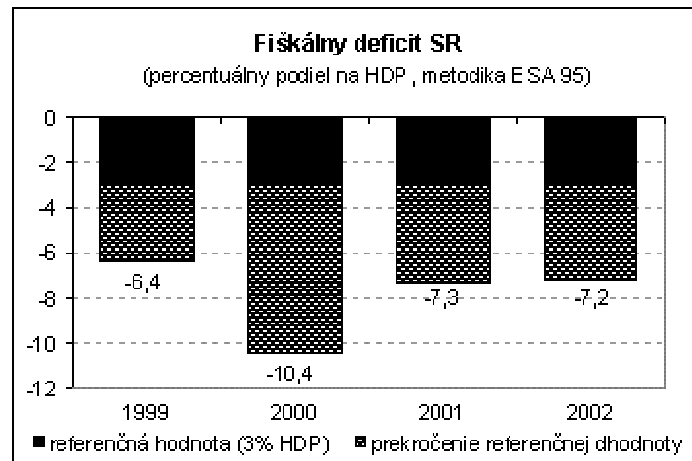


Zdroj: Eurostat

### Fiškálny deficit a dlh

Vývoj fiškálneho deficitu a zadĺženia (v metodike ESA 95 – graf 3) bol v minulosti menej priaznivý. Predbežne odsúhlasené (notifikované) odhady týchto ukazovateľov však nasvedčujú, že trend fiškálneho deficitu a verejného dlhu (podiel na HDP) je klesajúci. Podiel verejného dlhu na HDP klesol vďaka použitiu príjmov z privatizácie a v súčasnosti dosahuje 44,3 %<sup>14</sup>. Fiškálny deficit sa od r. 2000 znižuje, v roku 2002 dosahoval však ešte stále 7,2 % HDP. Vzhľadom na dôležitú pozíciu fiškálnej politiky v prístupovom procese do menovej únie, ako aj v samotnej eurozóne, je to veľmi vysoká hodnota, ktorá poukazuje na potrebu zásadných a rýchlych reforiem.

Graf 3



Zdroj: MF SR

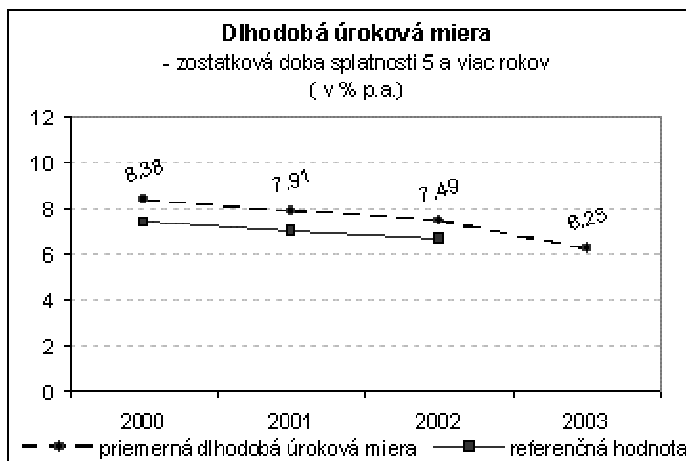
### Dlhodobé úrokové miery

Dlhodobé úrokové miery z vládnych dlhopisov (graf 4) postupne klesajú, a to vďaka poklesu rizikovej prémie (zlepšujúcemu sa ratingu dlhových záväzkov SR), inflácie a tiež poklesu

<sup>14</sup> Hodnoty fiškálneho deficitu a zadĺženia verejných rozpočtov podliehajú tzv. notifikácii. Tento proces podlieha postupným korektúram, tak ako sa spresňuje metodika pre určenie deficitu a dlhu.

úrokových sadziab na domácich a zahraničných trhoch. Pri klesajúcich nákladoch financovania dlhu na zahraničných trhoch hrá úlohu tiež stabilný alebo apreciačný výhľad kurzu SKK. Mimoriadne dôležitú úlohu má vplyv dlhodobých očakávaní – ktoré sú spájané s predpokladanou konvergenciou (poklesom) inflácie a úrokových sadziab v súvislosti s členstvom v EÚ a v menovej únii.

Graf 4



Zdroj: vlastný výpočet

### Výmenný kurz

Kurz slovenskej koruny v období režimu fixného kurzu (s postupne sa rozširujúcim fluktuácnym pásmom) kolísal len nepatrne – s výnimkou obdobia tesne pred zmenou kurzového režimu. Do tlakov na kurz sa koncentrovali jednak vplyvy, ktoré mali základ v problémoch vo vývoji ekonomických fundamentov (najmä v akumulácii vonkajšej nerovnováhy), ale tiež vplyvy prameniace v mimoekonomických činiteľoch. Po opustení režimu fixného kurzu v októbri 1998 boli kurzové výkyvy síce väčšie, avšak s výnimkou krátkodobého výkyvu tesne pred prijatím stabilizačných opatrení v máji 1999 a v lete v r. 2002, sa kurz koruny voči EUR pohyboval prevažne v pásme, ktorého šírka nepresahovala  $\pm 3\%$  (graf 5). Treba však zdôrazniť, že toto relatívne malé kolísanie bolo podporené nielen intervenciami NBS (čo je nástroj používaný aj v ERM II), ale aj rozhodnutiami menovej politiky (zmenami úrokových sadziab).

Graf 5



Zdroj: NBS

Od konca roku 2002 pôsobia na slovenskú korunu apreciačné tlaky. Sú dôsledkom očakávaní, ale aj reálnych procesov. Významnú úlohu hrajú programové ciele vlády, prijatý štátny rozpočet a smerovanie do EÚ a do menovej únie.

### 3. Výhody a nevýhody vstupu SR do eurozóny

Jasná prístupová stratégia smerovania krajiny do menovej únie bude predstavovať v slovenskej ekonomike novú kvalitu prostredia, ktorá bude znamenať pozitívnu zmenu pre všetky subjekty. Členstvo v eurozóne bude výhodné ako pre podnikateľskú sféru, tak i pre občanov. Podniky na Slovensku nebudú vystavené kurzovému riziku voči euru, čo umožní spoľahlivejšie dlhodobé programovanie ich rozvoja. Odstránia sa tiež náklady spojené so zaistovaním rizika (hedging), ktoré v súčasnosti tvoria významnú súčasť nákladov podnikov. To by sa malo prejaviť na zrýchlení hospodárskeho rastu, z čoho budú profitovať prostredníctvom rastu zamestnanosti a príjmov tiež občania. Prijatie eura bude pre všetky subjekty znamenať zníženie nákladov na konverziu meny. Dôveryhodná prístupová stratégia bude významným signálom pre investorov, čo sa - spolu so stabilným prostredím a tiež odstránením kurzového rizika voči euru - prejaví na zvýšení prílevu PZI s vplyvom na zrýchlenie reštrukturalizácie ekonomiky.

K pozitívnym efektom vstupu do menovej únie tiež možno zaradiť:

- § tlak na štandardizáciu domácich hospodársko-politických krokov a reforiem,
- § tlak na realizáciu rozpočtovej politiky v súlade s Paktom stability a rastu a z nej vyplývajúce dopady na finančné trhy,
- § zvýšenie cenovej transparentnosti,
- § zvýšenie obchodnej výmeny,
- § výhody z neodvolateľného zafixovania kurzu pre stabilitu finančných trhov a menovú stabilitu,
- § stabilita podmienok pre podnikanie a z toho vyplývajúce urýchlenie reálnej konvergenencie,
- § účasť na formulácii spoločnej menovej a kurzovej politiky (s prihliadnutím na prijatý model hlasovacích práv).

Vstup do menovej únie je vo všeobecnosti spájaný so zásadnou zmenou režimu fungovania ekonomiky spojenou hlavne so stratou nezávislej menovej politiky. To sa zároveň považuje za najväčšiu nevýhodu členstva v eurozóne. Argumentuje sa tým, že prijatie spoločnej meny znemožní, aby sa v prípade narušenia rovnováhy na jej nastolenie použila menová politika a kurz. Analýzy zo zahraničia, ale tiež domáce praktické skúsenosti však ukazujú, že **v podmienkach liberalizovaných kapitálových tokov a liberalizovaného devízového režimu sú možnosti realizovať nezávislú menovú politiku veľmi obmedzené**<sup>15</sup>. NBS síce môže podniknúť opatrenia proti krátkodobému prílevu špekulatívneho kapitálu, výsledok tohto úsilia je však - vzhľadom na jeho potenciálnu obrovskú kapacitu - problematický. Expozícia voči globálnym kapitálovým trhom vedie k nestabilite, ktorú síce možno koordinovaným postupom politik redukovat', ale nie odstrániť. Pre malú vysoko otvorenú krajinu sa ukazuje riešenie v podobe vstupu do menovej únie.

---

<sup>15</sup> Podrobnejšie argumenty sú v prílohe 5 a 6.



Do inej polohy sa dostáva aj otázka vonkajšej nerovnováhy. Napriek tomu, že tento problém nemožno zľahčovať ani po vstupe do menovej únie, jeho charakter je iný ako za existencie samostatnej meny. V prípade existencie vlastnej meny je nerovnováha manifestovaná na makroekonomickej úrovni v tlaku na výmenný kurz. Pohyb kurzu môže nadobúdať – aj za prispenia špekulačných vplyvov – výraznú volatilitu a riešenie situácie si môže vyžadovať vynaloženie značných národohospodárskych nákladov (napr. intervencie CB na devízovom trhu, sterilizácia). Pri fungovaní krajiny v menovej únii sa problém transformuje do nerovnováhy na úrovni jednotlivých podnikateľských subjektov. Jeho riešenie môže byť v čase plynulejšie rozložené a celkové národohospodárske náklady sú nižšie.

Členstvo v eurozóne znamená pre jednotlivé ekonomiky fungovanie v spoločnej menovej oblasti s jednotnou menovou politikou. Prirodzená je obava, že jednotná menová politika nebude schopná reagovať na špecifické potreby jednotlivých ekonomík.<sup>16</sup> To by mohol byť problém v prípade krajín, ktorých reakcie na prípadné šoky by boli výrazne asymetrické<sup>17</sup> v porovnaní s prevládajúcou reakciou ekonomík v menovej zóne.

Viacere analýzy však ukázali, že ekonomika SR reaguje voči súčasnej EÚ na dopytový šok neutrálne až mierne symetricky a ani reakcia na ponukový šok (napr. zvýšenie cien ropy) nie je asymetrická. Navyše, symetria reakcií na ponukové a dopytové šoky, rovnako ako synchronizácia ekonomických cyklov rastie práve vďaka prebiehajúcim procesom intenzívnejšej obchodnej výmeny, najmä ak sa tak deje na úrovni vnútroodvetvového obchodu. Analýzy pre krajiny, ktoré sa stali členmi menovej únie tiež ukázali, že členstvo v menovej únii tento proces (synchronizácie a symetrie reakcií) urýchľuje<sup>18</sup>. Pre rast slovenskej ekonomiky potom bude výhodné, ak bude pôsobiť v spoločnom menovom priestore. Vyplýva to zo skutočnosti, že ekonomika SR je malá, veľmi otvorená ekonomika, ktorej výroba v budúcnosti nebude nahrádzať výrobu v EÚ, ale ju skôr bude dopĺňať. Vysokú otvorenosť slovenskej ekonomiky ešte zvyrazňuje skutočnosť, že hospodárske kontakty sa orientujú prevažne na oblasť EÚ (celkový obrat zahraničného obchodu SR s EÚ – vrátane prístupujúcich krajín - tvorí okolo 150 % HDP; samotný vývoz tovarov do EÚ – vrátane prístupujúcich krajín - tvorí vyše 90 % z celkového vývozu).

Napriek tomu je potrebné počítať aj s existenciou asymetrických reakcií na vonkajšie šoky a s dočasnou asynchrónnosťou ekonomických cyklov. Je preto nevyhnutné, aby úlohu stabilizátora v prípade asymetrického šoku zohrali iné politiky a trhy – fiškálna politika, trh práce a mzdová politika, kapitálový trh<sup>19</sup> – ktoré svojou flexibilnou reakciou pomôžu obnoviť rovnováhu.

V tomto smere sa aj v SR vytvárajú príslušné predpoklady. Prakticky ukončená je liberalizácia pohybu kapitálu, flexibilnejším sa stáva pracovný trh, aj keď existujú určité (dočasné) obmedzenia pohybu pracovných síl do zahraničia zo strany EÚ<sup>20</sup>. Ďalšie možnosti

---

<sup>16</sup> Treba upozorniť na relatívnu úvah týkajúcu sa otázky optimálnej menovej oblasti: vo vnútri každej krajiny (vrátane Slovenska) sú regióny, ktorým celoštátna jednotná menová politika tiež nemusí vyhovovať.

<sup>17</sup> Pojem symetrie a asymetrie vychádza zo zjednodušeného názoru – šok je symetrický, ak naň ekonomiky reagujú rovnakým smerom – zrýchlením, alebo spomalením – z hľadiska ekonomickej aktivity.

<sup>18</sup> Bližšie pozri Prílohu 2.

<sup>19</sup> Tu ide najmä – vzhľadom na obmedzené kapacity domáceho kapitálového trhu - o možnosti využívania zahraničného kapitálového trhu.

<sup>20</sup> Problémom je tiež obmedzená pružnosť pohybu pracovných síl vyplývajúca z tradícií a zvyklostí, ktoré majú za následok neochotu sťahovať sa za prácou.

prispôsobovania ekonomiky sú dané flexibilitou cien a miezd. Potrebné je však najmä, aby sa konsolidáciou verejných financií vytvoril priestor na ich aktívnu úlohu pri stabilizácii ekonomiky. V súvislosti s cenami a mzdami treba zdôrazniť potrebu obojstrannej pružnosti a v oblasti miezd nutnosť primeranosti ich nárastu (vo vzťahu k rastu produktivity práce). Existujú príklady z minulosti (Grécko), keď v rámci prístupového procesu do menovej únie neformálne dohody o zdržanlivosti pri mzdových vyjednávaniach významne prispeli k udržateľnému hospodárskemu vývoju.

Vyskytujú sa tiež obavy, že stabilizačné úsilie, ktoré vedie k znižovaniu inflácie, môže ohroziť hospodársky rast. Skúsenosti z viacerých krajín z konvergenčného procesu do menovej únie však svedčia o tom, že v tomto procese **nominálna stabilizácia ekonomiky nebola brzdou ekonomického rastu, ale naopak, pôsobila v smere jeho podpory**. Ako vyplýva z tabuľky 3, platilo to aj pre krajiny s tradíciou relatívne vysokej inflácie (Grécko, Portugalsko, Španielsko, Taliansko), u ktorých došlo v priebehu 90. rokov v procese ich smerovania do menovej únie **k výraznej redukcii inflácie pri súčasnom zrýchľovaní miery hospodárskeho rastu**.

**Tabuľka 3 Vývoj inflácie a hospodárskeho rastu vo vybraných krajinách**

		1992-94	1995-97	1998-2000
Grécko	a	0,3	2,7	3,7
	b	11,7	6,5	2,8
Portugalsko	a	1,2	3,5	3,9
	b	5	2	1,8
Španielsko	a	0,8	3,1	4,3
	b	3,2	2,3	1,7
Taliansko	a	0,7	2,0	2,1
	b	2,8	2,7	1,3

a – priemerný ročný rast HDP

b - inflačný diferencál (rozdiel medzi infláciou v príslušnej krajine a priemerom inflácie v troch krajinách EÚ s najnižšou infláciou)

Skúsenosti z prístupového procesu v minulosti teda ukazujú, že hospodársky rast a pokles inflácie sa navzájom nevylučujú. Naopak, bolo ukázané, že v prístupovom procese do menovej únie došlo aj v potenciálne rizikových krajinách ku kumulácii pozitívnych stabilizačných efektov (pokles inflácie) a efektov zrýchľujúceho sa hospodárskeho rastu. Možno teda konštatovať, že v procesy reálnej a nominálnej konvergenzie sa navzájom dopĺňajú.<sup>21</sup>

Tiež sa argumentuje, že proces zblížovania cenových hladín môže viesť k nárastu cien a k znižovaniu životnej úrovne. Vzhľadom na to, že je predpoklad, že mzdy a ďalšie dôchodky budú rásť rýchlejšie ako ceny - životná úroveň sa bude zvyšovať aj pri približovaní cenových hladín. Nevyhnutnosťou však bude rešpektovanie spomínaného predstihu rastu produktivity práce pred rastom reálnych miezd.

V rámci verejnej diskusie k materiálu sa často prezentoval názor, že vstupom do eurozóny môže dôjsť k znehodnoteniu úspor, a to jednak v dôsledku predčasného zafixovania výmenného kurzu,

<sup>21</sup> Bližšie vid' Prílohu 3.

jednak v dôsledku vyššej inflácie a nízkych úrokových sadzieb. V pozadí týchto názorov je v prvom rade predstava, že nominálny výmenný kurz koruny bude v prípade nevstupovania do eurozóny apreciovať. To však nemožno považovať za nezvratnú skutočnosť - ako ukazujú príklady zo susedných krajín v súčasnosti - najmä pri neexistencii dôveryhodnej, do budúcnosti programovo orientovanej hospodárskej politiky. Môže teda naopak dôjsť k tomu, že menový kurz by sa v prípade nedôveryhodnej politiky, ktorá by nemala pozitívne ukotvenie v budúcnosti, mohol pohybovať smerom k deprecii. V tejto súvislosti treba tiež pripomenúť, že konvertovať do eura budú nielen úspory, ale aj ceny tých komodít, na nákup ktorých sú úspory určené a vzhľadom na to, že prijatím eura sa relácia úspory/ceny významne nezmení, nie je dôvod domnievať sa, že konverzia úspor do eura by znamenala ich reálne znehodnotenie.

Druhou časťou argumentácie o nepriaznivom vplyve prijatia eura na úspory je úvaha, že v prípade vstupu do eurozóny budú v SR nižšie reálne úrokové sadzby ako v prípade scenára bez vstupu. Predpokladá sa, že to bude dané vyššou domácou infláciou a nižšími úrokovými sadzbami v prípade vstupu v porovnaní s nevstupovým scenárom. Nie je však dôvod domnievať sa, že scenár bez eura by znamenal priaznivejší vývoj reálnej hodnoty úspor ako v scenári s eurom. Je pravdepodobné, že táto veličina sa nebude v oboch scenároch významne líšiť. Je to dané skutočnosťou, že samotné prijatie eura nemôže podstatne narušiť systém vzťahov domácich a zahraničných úrokových sadzieb a výmenných kurzov.<sup>22</sup> Navyše nie je ani vylúčené, že nevstupový scenár by mohol znamenať nepriaznivejší vývoj – to napr. v prípade, ak by hospodárska politika bez dostatočného ukotvenia na dôveryhodný cieľ, viedla k vyššej inflácii. Naopak, za predpokladu vyššieho hospodárskeho rastu v scenári so vstupom do eurozóny by sa cez vyšší rast príjmov mohli úspory vyvíjať priaznivejšie ako v scenári bez vstupu.

V čase pred vznikom menovej únie boli urobené viaceré analýzy, ktorých účelom bolo kvantifikovať prínosy členstva napr. v % zvýšenia úrovne alebo tempa rastu HDP. Kvantifikácia dopadov vstupu do menovej únie je všeobecne obtiažna a existujúce odhady sa navzájom dosť líšia. V zmysle existujúcich odhadov **za rozhodujúci prínos možno považovať zrýchlenie rastu ekonomiky okolo 1 % ročne** ako kumulatívny efekt zníženia transakčných nákladov, odstránenia kurzového rizika voči euru, zníženia rizikovej prémie a úrokových sadzieb.

Celkovo možno konštatovať, že prevládajú pozitívne aspekty vstupu pred negatívnymi. Ukazuje sa, že najčastejšie uvádzané nevýhody vstupu do menovej únie možno buď spochybniť (neexistencia samostatnej menovej politiky, rozpor medzi reálnym rastom a nominálnou stabilizáciou), alebo zabrániť ich negatívnemu pôsobeniu uskutočnením vhodných ekonomických reforiem (napr. v prípade obáv z dôsledkov pôsobenia asymetrických šokov).

#### 4. Perspektíva ďalšieho vývoja reálnej a nominálnej konvergenencie

##### 4.1. Reálna konvergencia

###### **Konvergencia výkonnosti ekonomiky a zblížovanie cenových hladín**

Po vstupe do EÚ bude rast ekonomiky SR – napriek rastúcej závislosti od konjunktúry v EÚ – rýchlejší. Vyplýva to z procesu dobiehania - pôsobenia spredmetneného a nespredmetneného technického pokroku, ktoré sa opierajú jednak o preberanie nových technológií s vysokou

<sup>22</sup> V prílohe 5 je tento vzťah vysvetlený rovnicou nekrytej úrokovej parity.

účinnosťou a preberanie organizačných a obchodných skúseností (know-how). Dobiehanie podporuje aj prenos niektorých výrobných zariadení zo zahraničia, najmä z EÚ, na Slovensko. To nielenže rozširuje výrobný potenciál ekonomiky Slovenska, ale akceleruje produktivitu práce a rozširuje exportné trhy.

Pri predpoklade, že ekonomický rast na Slovensku bude v priemere o 1-2% rýchlejší ako v EÚ a reálny rovnovážny kurz<sup>23</sup> bude apreciovať tempom 1-2% ročne, potom – v porovnateľnej parite – bude ekonomika SR rásť rýchlejšie o 2-4% ročne. Z dnešnej približne polovičnej úrovne voči priemeru EÚ sa tak SR môže na úroveň 75% priemeru EÚ dostať v priebehu 10-15 rokov.

Vyrovňavanie cenových hladín bude prebiehať nerovnomerne podľa sektorov ekonomiky a segmentov trhu, avšak celkové tempo by nemalo prekročiť hranicu, ktorá by narušila rovnováhu. Vyrovňavanie úrovne miezd, cien pôdy a nehnuteľností (vrátane nájomného) bude postupne indukovať zmeny cenových relácií v celej ekonomike.

Podstatná skutočnosť, ktorá vyplýva z uvedeného procesu tzv. trhovej nápravy cenových relácií je, že hoci cenová hladina bude rásť, budú v rámci daného scenára tiež celkovo rásť reálne mzdy a dôchodky. Životná úroveň, ako dôsledok rastu ekonomiky, reálnych miezd a dôchodkov bude teda rásť, pričom tento rast by mal byť pomerne rýchly. To všetko pri ponechaní v platnosti skôr spomenutej podmienky rýchlejšieho rastu produktivity práce ako reálnych miezd. **Kľúčovú úlohu tu zohráva zdržanlivá mzdová politika vo verejnom sektore.**

### **Integrácia slovenskej ekonomiky s EÚ**

Naša zahraničnoobchodná orientácia na EÚ môže v budúcnosti akcelerovať, a to dvoma spôsobmi. Montážne výroby a reprocessing budú ďalej akcelerovať zahraničnoobchodný obrat. Súčasne s tým sa dá očakávať aj postupný rozvoj subdodávateľských činností, čo vo svojom úhrne spôsobí, že otvorenosť ekonomiky smerom k EÚ vzrastie a súčasne sa prehĺbi vnútroodvetvový obchod. Predpokladáme, že podobné procesy budú prebiehať v stále väčšom rozsahu aj v iných sektoroch ekonomiky, napríklad aj vo finančnom sektore. Dôležité v tomto smere bude tiež prehĺbovanie integrácie najmä formou vnútroodvetvovej medzinárodnej del'by práce a rozvíjanie výrobných s vyššou pridanou hodnotou.

Ukotvenie budúcnosti ekonomiky SR v eurozóne môže, nadväzne na pozitívny vplyv členstva v EÚ, tieto tendencie ešte viac posilniť vďaka ďalšiemu zníženiu investičného rizika a transakčných nákladov obchodu. Tu bude dôležité vyslanie jasných signálov v podobe programu vstupu do menovej únie s jasne určeným horizontom plnenia vstupných kritérií.

---

<sup>23</sup> Pod pojmom reálny rovnovážny výmenný kurz sa rozumie taká úroveň kurzu, pri ktorej je ekonomika schopná dlhodobjšie sa pohybovať okolo svojej vnútornej a vonkajšej rovnováhy.

## 4.2. Nominálna konvergencia

Splnenie maastrichtských kritérií bude závisieť od viacerých rozhodnutí a ich načasovania.

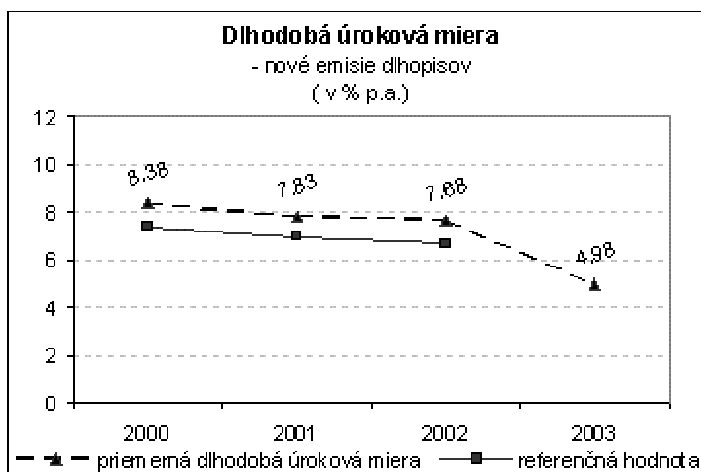
### Inflácia

Inflácia, po prechodnom spomalení v roku 2002, vzrástla v roku 2003 na úroveň okolo 8%. Súčasnú odhadu pre rok 2004, ktoré vychádzajú z dokončenia deregulácií (až na malé výnimky) a z predpokladaného zvýšenia nepriamych daní, hovoria o možnej inflácii na úrovni blízkej úrovni roku 2003. Následne by sa mala inflácia znížiť, pričom jej ďalší vývoj by mal byť ovplyvnený len v malej miere dokončením deregulácií (vodné a stočné) a postupnou trhovou nápravou cenových relácií. Proces dezinflácie by prípadne mohla urýchliť nominálna apreciacia kurzu, ak sa ukáže ako potrebná a ak sa na ňu vytvorí priestor. **Potrebné je, aby obdobie deregulácií a iných inflačných tlakov trvalo čo najkratšie a aby tieto impulzy boli čo najnižšie. Mali by byť doprevádzané neinflačnou mzdovou a prísnu fiškálnou politikou - len tak sa vytvorí priestor pre výrazný pokles inflácie po roku 2004.**

### Dlhodobé úrokové sadzby

Nadväzne na vývoj inflácie a s ohľadom na vývoj rovnovážneho kurzu a obchodnej bilancie sa postupne vytvorí priestor na pokles úrokových sadzieb. Dlhodobé úrokové sadzby by sa mohli stabilizovať na úrovni blízkej sadzbám v krajinách eurozóny. Rozhodujúcim faktorom by tu mali byť klesajúce inflačné očakávania a najmä dôveryhodné ukotvenie budúceho menového vývoja a dlhodobých očakávaní v menovej únii. Túto tendenciu je možné pozorovať už v súčasnosti (graf 6)<sup>24</sup>.

Graf 6



Zdroj: vlastný výpočet

Kľúčom pre takýto výhľad je priaznivý vývoj verejných financií. Dôvera v deklarovaný zámer vlády, konsolidovať verejné financie do r. 2006 (prípadne skôr) môže byť rozhodujúca pre realizáciu uvedeného vývoja. V tomto zámere sa predpokladá, že deficit verejných sa v roku

<sup>24</sup> Priemerný výnos emisií realizovaných v r. 2003 (do konca marca) bol 4,98 % p.a. a najnižší dosiahol 4,90 % p.a. – pri sústavnom poklese rizikovej prirážky.

2003 zníži pod 5 %, v roku 2004 (podľa východísk ŠR) sa ďalej zníži pod 4 % a do roku 2006 sa dostane pod hranicu maastrichtského kritéria 3 %. Ak vyjdeme z dnešného stavu zadĺženosti verejných financií, a z očakávaného poklesu úrokových sadzieb, uvedený vývoj by znamenal aj konsolidáciu verejného zadĺženia<sup>25</sup>.

### Výmenný kurz

V období pred vstupom do ERM II by mal kurz SKK/EUR smerovať k úrovni, ktorá je pre ekonomiku výhodná z hľadiska stredno až dlhodobej rovnováhy. Podstatou členstva v ERM II je udržanie nominálneho kurzu na úrovni dohodnutej parity, resp. v určenom fluktuáčnom pásme. Keďže v období členstva v ERM II už menová politika funguje s týmto kurzovým obmedzením, o to väčší význam nadobúda fiškálna politika. Je preto nevyhnutné, aby v období fungovania v ERM II bola situácia v rozpočte už konsolidovaná do takej miery, že v prípade potreby budú rozpočte potrebné rezervy pre koordinovaný postup menovej a fiškálnej politiky na udržanie stability kurzu.

### Fiškálny deficit a dlh

Súčasná situácia naznačuje, že **proces konsolidácie verejných financií predstavuje kľúčový moment v prístupovom procese do menovej únie**. Je zrejme, že na naplnenie zámeru znížiť do r. 2006 fiškálny deficit pod 3% HDP sú nevyhnutné reformy zamerané predovšetkým na novú kvalitu výdavkovej strany rozpočtu. Výsledkom reforiem musí byť udržateľná pozícia verejných financií z hľadiska požiadaviek Paktu stability a rastu. Reformy je treba realizovať tak, aby sa znižovalo zahraničné zadĺžovanie. To by malo prispieť k zníženiu nákladov menovej politiky na sterilizáciu nadbytočnej likvidity. V opačnom prípade môže dôjsť k monetizácii znížených nákladov dlhovej služby a súčasne k prehĺbovaniu (nerealizovanej) straty centrálnej banky. Z analýzy vyplýva<sup>26</sup>, že **proces konsolidácie rozpočtu by mal byť sústredený na čo najkratšie obdobie** (do obdobia troch, najviac štyroch rokov) a mal by sa opierať o zásadné reformy, ktoré zmenia charakter výdavkovej strany rozpočtu, a to aj presunom niektorých výdavkov do súkromnej sféry.

## 5. Celkové závery a časový a vecný rámec stratégie

Slovenská ekonomika sa svojimi reálnymi i nominálnymi charakteristikami približuje ekonomikám svojich budúcich európskych partnerov a vstupom do EÚ sa celý proces urýchli a prehĺbi. Prijatie spoločnej meny bude zavŕšením integračného procesu.

Na druhej strane nevyhnutným predpokladom pre udržateľné zavedenie spoločnej meny a menovej politiky sú také systémové zmeny v ekonomike SR, ktoré zvýšia jej flexibilitu – schopnosť pružne reagovať na prípadné asymetrické šoky. Významnú úlohu hrajú najmä reformy trhu práce a konsolidácia verejných financií.

Tieto skutočnosti vedú k nasledujúcim záverom:

---

<sup>25</sup> Odhady MF SR hovoria, že zadĺženie verejných financií (v metodike ESA 95) by malo byť v pásme pod 50% HDP.

<sup>26</sup> Podrobnejšie viď Prílohu 5.

- ku vstupu do eurozóny sa SR zaviazala podpísaním prístupovej zmluvy do EÚ. Súčasne vláda SR a NBS považujú prijatie spoločnej meny za vyvrcholenie integračného procesu, ktoré má ten význam, že až v tejto fáze dôjde k čerpaniu všetkých efektov integrácie,
- SR by sa mala stať členom menovej únie čo najskôr, to znamená hneď po tom, keď slovenská ekonomika bude schopná udržateľným spôsobom spĺňať maastrichtské kritériá. Vyplýva to najmä z možného prínosu, ktoré bude mať členstvo v eurozóne pre ekonomický rast a pre vytvorenie stabilného ekonomického prostredia,
- reformy, ktoré je potrebné uskutočniť v záujme splnenia kritérií pre vstup do eurozóny, sú nevyhnutné bez ohľadu na vstup. Efektívne verejné financie, školský a zdravotnícky systém, ako aj pružný pracovný trh sú predpokladom bezporuchového fungovania ekonomiky v akomkoľvek režime,
- dôležitým argumentom pre čo najrýchlejšie členstvo je tiež potreba zafixovania pozitívnych dlhodobých inflačných a úrokových očakávaní. Jasná a dôveryhodná stratégia je dôležitým prvkom ich zafixovania a udržania s pozitívnym efektom pre celé spektrum oblastí ekonomiky,
- konsolidovaná rozpočtová situácia zohráva kľúčovú úlohu pri stabilizácii ekonomiky v priebehu realizácie stratégie vstupu do eurozóny. Je preto potrebné, aby sa situácia v rozpočte udržateľne konsolidovala už pri vstupe do ERM II,
- pri formovaní konkrétnych krokov stratégie vstupu do menovej únie je treba realisticky posúdiť otázku času, ktorý je potrebný na realizáciu nevyhnutných reforiem, ako aj nákladov (sociálnych, fiskálnych a iných), ktoré je potrebné v tejto súvislosti vynaložiť.

Uvedené poznatky vedú k niektorým odporúčaniam, ktoré by mala vláda a centrálna banka prijať na podporu predloženej stratégie:

- § všetky opatrenia, ktoré by mohli zvýšiť infláciu, realizovať čo najskôr a v potrebnom rozsahu,
- § v kolektívnom vyjednávaní naďalej presadzovať úpravy miezd s ohľadom na budúcu (klesajúcu) infláciu (vývoj miezd v rozpočtovej sfére by pritom nemal vytvárať priestor pre tlaky na rast miezd v podnikateľskom sektore). Nepripustiť rýchlejší rast reálnej mzdy ako bude rast produktivity práce. Podobne pôsobiť, aby aj ďalšie náklady čo najviac anticipovali budúce zníženie inflácie,
- § ďalšiu konsolidáciu rozpočtu a znižovanie deficitu realizovať najmä znižovaním výdavkov a zlepšením výberu daní,
- § vstup do menovej únie načasovať tak, aby rozhodujúce reformy (deregulácie, daňové a ďalšie opatrenia, reformy s dopadom na výdavkovú stranu rozpočtu) boli už realizované,
- § pre NBS vyplýva v celom období kľúčová úloha pri formovaní (dez)inflačných očakávaní.

Dôveryhodná vládna politika, najmä reformy, smerujúce k udržateľnej konsolidácii verejných financií, mzdové dohody anticipujúce dezinfláciu a dôveryhodné ukotvenie dlhodobých očakávaní k dátumu vstupu do eurozóny, budú rozhodujúce pre dezinflačnú politiku a stabilitu kurzu.

Reformy spojené so vstupom do menovej únie sú predpokladom nastolenia stabilného ekonomického prostredia, zníženia finančných a menových rizík a zvýšenia prílevu zahraničného kapitálu. V tomto smere majú kľúčový význam reforma verejných financií a reforma dôchodkového systému, ako aj reformy zdravotníctva a školstva. Ich cieľavedomé a včasné uskutočnenie je nevyhnutné bez ohľadu na naše členstvo v eurozóne a ich odkladanie by znamenalo zvýšenie nákladov s tým spojených. Realizácia reforiem v programe plnenia maastrichtských kritérií je navyše výhodná z toho dôvodu, že si vynucuje zabezpečenie konzistentného rámca relevantných politík.

Z hľadiska celkového procesu smerovania do menovej únie je kľúčové rozhodnutie o vstupe do mechanizmu výmenných kurzov ERM II. V ňom počas najmenej dvoch rokov má ekonomika SR preukázať schopnosť udržiavať stabilitu kurzu koruny voči euru pri dohodnutej parite. Je potrebné, aby už pred vstupom do ERM II boli ukončené rozhodujúce reformy a nepôsobili tie opatrenia, ktoré by výrazne zvyšovali infláciu (deregulácie) a aby bola ukončená konsolidácia rozpočtu. Ostatné reformy by mali byť dôveryhodne naštartované, s jasným obsahom a časovým horizontom realizácie. Hoci stabilita kurzu v tomto období bude podporená aj intervenčnou politikou ECB<sup>27</sup>, je nevyhnutné, aby aj fiškálna a menová politika postupovali v tomto období koordinovane na podporu stability kurzu. Obdobie fungovania v ERM II by malo byť čo najkratšie. Každý odklon politík od vopred určeného smeru by znamenal v tomto období vážne ohrozenie plnenia stabilizačných kritérií (najmä kurzového kritéria).

Hoci v tejto fáze prípravy stratégie nášho vstupu do menovej únie je predčasné hovoriť o presných časových rámcoch a horizonte vstupu<sup>28</sup>, orientačne ho možno umiestniť do obdobia rokov 2008 – 2010. Ak sa naplní programové vyhlásenie vlády, ako aj predpoklady NBS ohľadom plnenia nominálnych kritérií vstupu a do vysokého štádia realizácie sa dostanú potrebné reformy, ako najskorší reálny termín vstupu prichádza do úvahy rok 2008. Vzhľadom na to, že celý proces vstupu do menovej únie trvá približne 4 roky, negociácie o centrálnej parite Sk pred vstupom do ERM II by sa museli začať pri vstupe SR do EÚ a vstup do ERM II sa mohol uskutočniť v r. 2005.

Dôležitým aspektom úvah o o rýchlosti nášho smerovania do menovej únie je postup ďalších krajín, najmä našich bezprostredných susedov (ČR, MR a PR). Je zrejme, že naše prípadné zaostávanie v tomto smere by bolo negatívnym signálom pre finančné trhy a investorov. K tomu by mohlo dôjsť aj z toho dôvodu, ak by stratégia vstupu bola nedôveryhodná, resp. by dochádzalo zo subjektívnych príčin k problémom v jej naplňaní. V tomto smere by bolo splnenie predpokladov o plnení maastrichtských kritérií v r. 2006 významným pozitívnym signálom pre podnikateľskú sféru i pre zahraničných investorov o dôveryhodnosti programu vstupu do eurozóny, ako aj jasným ukazovateľom napredovania prístupového procesu. Na druhej strane predĺženie prístupového procesu, ktoré by malo za následok neskorší vstup v porovnaní so susednými štátmi by znamenal významnú nevýhodu z hľadiska zvýšených nákladov, resp. nečerpania pozitívnych efektov zo vstupu ako aj z hľadiska celkového imidžu krajiny (s dôsledkami napr. na nižší prílev PZI v porovnaní so vstupujúcimi krajinami).

---

<sup>27</sup> Nemožno však rátať s tým, že ECB bude intervenciami korigovať výkyvy spôsobené nesprávnym domácim policy-mixom.

<sup>28</sup> Ilustratívny časový rozvrh priebehu prístupového procesu do menovej únie je znázornený v prílohe 1.