



Systemy menových kurzov v krajinách strednej Európy (Teoretické aspekty verzus praktické skúsenosti)

2. časť

doc. Ing. Rajmund Mirdala, PhD.

Ekonomická fakulta Technickej univerzity v Košiciach

V prvej časti príspevku sme zhrnuli základné teoretické aspekty formovania systému menového kurzu v kontexte výberu nominálnej kotvy centrálnou bankou ako súčasťou procesu implementácie vhodného menového systému. Podstatnou črtou tejto voľby sa pritom javila jasnosť a transparentnosť vhodnej nominálnej kotvy. Krajiny strednej Európy, na ktoré sme upriamili našu pozornosť, pritom na začiatku 90. rokov ukotvili svoje stabilizačné úsilie a základné rámce menových politík o systémy málo flexibilných (prípadne úplne neflexibilných) menových kurzov. Z dlhodobého hľadiska možno v týchto krajinách sledovať trend prechodu od rigidnejších smerom k flexibilnejším formám usporiadania systémov menových kurzov. Formovanie jednotlivých etáp vo vývoji systémov menových kurzov v kontexte celkového makroekonomického vývoja a systematických zmien je predmetom druhej časti príspevku.

11 Systém pevných menových kurzov s kľovými zmenami parít uplatňovaný v Maďarsku a Poľsku počas 90.-tych rokov obmedzoval nadmerné negatívne proinflačné pôsobenie exogénnych faktorov na začiatku tohto obdobia. V neskoršom období (v podmienkach nízkej inflácie) však bol tento kurzový systém prekážkou ďalšieho dezinflačného procesu. Na druhej strane však tento systém menového kurzu obmedzoval priestor na neprimerané reálne nadhodnocovanie maďarského forintu a poľského zlotého (prostredníctvom periodických devalvácií), čo sa stalo naopak problémom českej koruny a slovenskej koruny v druhej polovici 90. rokov.

STABILIZAČNÁ FÁZA (1990 – 1994)

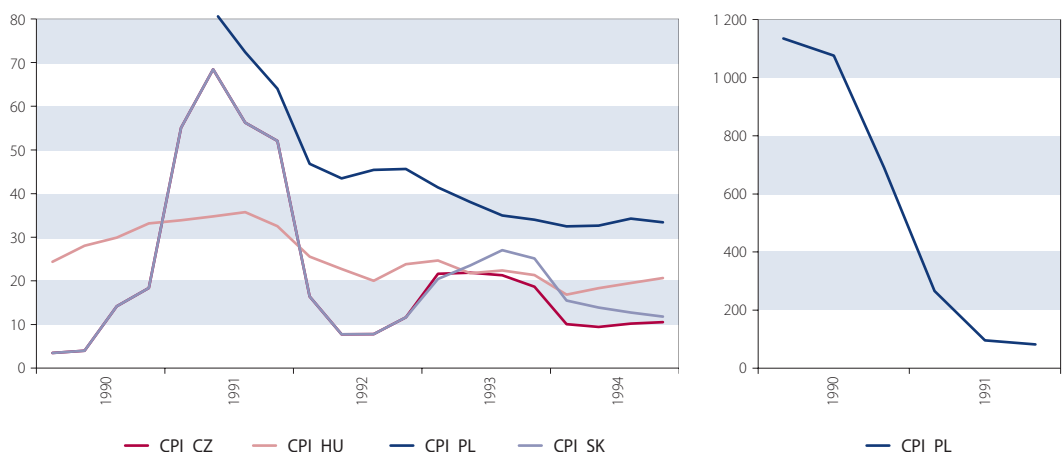
Začiatok procesu transformácie bol v bývalých centrálne plánovaných ekonomikách spojený s rozsiahlou liberalizáciou cien, ktorá spoločne s ďalšími faktormi (jednorazová rozsiahla alebo postupná mierna devalvácia národnej meny, liberalizácia obchodu (domáceho aj zahraničného), dopytový šok, narastajúca fiškálna nerovnováha a pod.) prispeli k výraznému rastu cien. Začiatok procesu transformácie bol súčasne charakteristický výrazným poklesom reálnej výkonnosti vo všetkých krajinách strednej Európy (SE). V grafe 1 uvádzame prehľad vývoja inflácie v krajinách SE v rámci prvého stabilizačného obdobia.

Na základe grafu 2 je zrejmé, že pôsobenie silných proinflačných faktorov zo začiatku transfor-

mačného obdobia v krajinách SE sa výraznejšie neprejavilo dlhodobou vysokým rastom cien (s výnimkou Poľska v roku 1990). Krajiny SE súčasne potrebovali spoľahlivú a dôveryhodnú nominálnu kotvu, ktorá by menovej politike pomohla stabilizovať makroekonomické prostredie týchto krajín. V tomto neformálnom zoskupení krajín (v neskoršom období označovanom aj ako tzv. Višegrádska štvorka) bol takouto vonkajšou kotvou systém pevného menového kurzu, ktorý bol považovaný za efektívny nástroj v boji s infláciou a pri znižovaní nákladov dezinflácie¹¹.

V rámci systému pevných menových kurzov sa Česká republika, Slovenská republika (do roku 1993 Česko-Slovensko, resp. ČSFR) a Maďarsko rozhodli pre systém pevného menového kur-

Graf 1 Miera inflácie v krajinách strednej Európy, obdobie 1990 – 1994

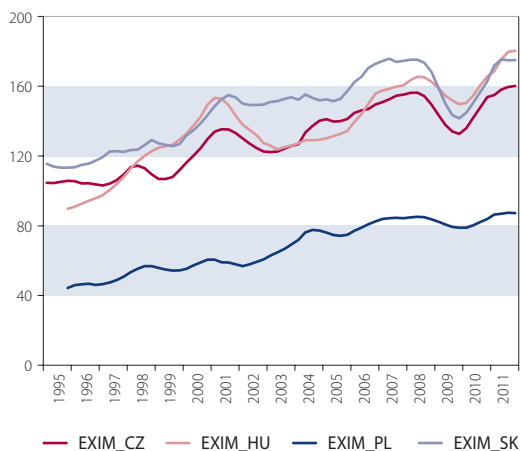


Zdroj: Zostavené autorom na základe International Financial Statistics MMF (október 2012).

Poznámka: Miera inflácie meraná indexom spotrebiteľských cien (CPI) je vyjadrená v percentách. V rokoch 1990 až 1992 uvažujeme pre ČR a SR údaje za Česko-Slovensko (resp. ČSFR).

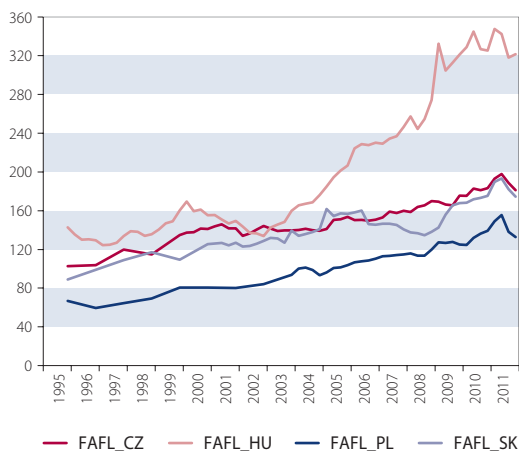


Graf 2 Obchodná otvorenosť krajín strednej Európy, obdobie 1995 – 2011



Zdroj: Zostavené autorom na základe International Financial Statistics IMF (október 2012).
Poznámka: Podiel exportu a importu (celkového zahranično-obchodného obratu) na HDP (EXIM) je vyjadrený v percentách.

Graf 3 Finančná otvorenosť krajín strednej Európy, obdobie 1995 – 2011



Zdroj: Zostavené autorom na základe International Financial Statistics IMF (október 2012).
Poznámka: Podiel celkových zahraničných finančných aktív a celkových zahraničných finančných pasív na HDP (FAFL) je vyjadrený v percentách.

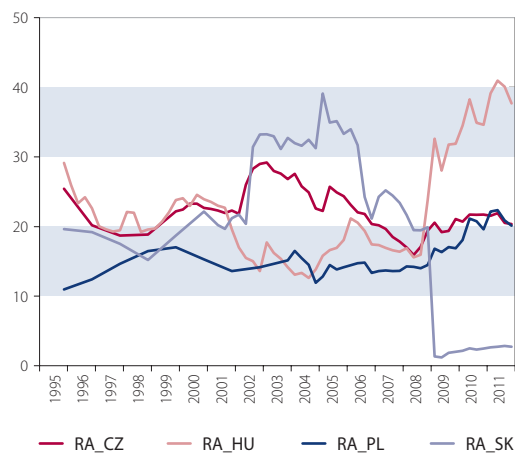
zu naviazaného na menový kôš. V roku 1993 sa Česká republika a Slovenská republika rozhodli zaviesť oscilačné pásmo (Česká republika v rozmedzí $\pm 0,5\%$ a Slovenská republika v rozmedzí $\pm 1,5\%$). Poľsko (koncom roku 1991) sa rozhodlo pre systém pevného menového kurzu s kľzavými zmenami parít (crawling peg) naviazaného na menový kôš. V rámci sledovaného obdobia bol maďarský forint pravidelne devalvovaný a Maďarská národná banka postupne rozširovala oscilačné pásmo z $\pm 0,3\%$ (júl 1992) na $\pm 2,25\%$ (december 1994). Poľský zlotý bol obdobne v rámci sledovaného obdobia periodicky devalvovaný a Poľská národná banka udržiavala poľský zlotý v rámci oscilačného pásma $\pm 0,6\%$ (október 1991).

Voľbu systému pevného menového kurzu taktiež ovplyvňovala skutočnosť, že krajiny SE považujeme za malé otvorené ekonomiky, v ktorých menový kurz zohráva významnú úlohu pri dezinflačnom procese. Pevný menový kurz tak pôsobí ako určitý katalyzátor vplyvu exogénnych faktorov, ktorých dopad je silnejší v malých otvorených ekonomikách. V grafoch 2 a 3 uvádzame prehľad formovania vonkajšej ekonomickej otvorenosti krajín SE.

Na základe grafov 2 a 3 je zrejmé, že krajiny SE sú vysoko otvorené ekonomiky. Za najmenej otvorenu ekonomiku možno považovať Poľsko. Koniec prvej, stabilizačnej fázy bol súčasne obdobím nástupu trendu dlhodobého, takmer nepretržitého zvyšovania zahraničnoobchodnej otvorenosti krajín SE (určitou výnimkou je Maďarsko, v ktorom došlo začiatkom nasledujúceho desaťročia, teda po roku 2000, k zjavnému poklesu vonkajšej obchodnej otvorenosti v podobe zníženia podielu zahraničnoobchodného obratu na HDP vplyvom celkovo negatívneho ekonomického vývoja).

Ekonomická otvorenosť krajín SE je pritom výraznejšia, ak sa zameriame na medzinárodné kapitálové pohyby, čo súvisí predovšetkým s po-

Graf 4 Rezervné aktíva v krajinách strednej Európy, obdobie 1995 – 2011



Zdroj: Zostavené autorom na základe International Financial Statistics IMF (október 2012).
Poznámka: Podiel rezervných aktív na HDP (RA) je vyjadrený v percentách.

čiatocnou podkapitalizáciou krajín SE a následným významným prílevom zahraničného kapitálu. Hlavným predpokladom nárastu celkovej finančnej otvorenosti krajín SE (graf 3) bol proces postupnej liberalizácie transakcií na kapitálovom účte platobnej bilancie, ktorý v sledovanej skupine krajín dynamicky prebiehal najmä v druhej polovici 90. rokov.

Dôležitým predpokladom pri rozhodovaní o zavedení a udržaní systému pevného menového kurzu je výška rezervných aktív (osobitne devízových rezerv), ktoré má k dispozícii centrálna banka na potlačenie prípadných devalvačných tlakov. V grafe 4 uvádzame prehľad vývoja rezervných aktív v krajinách SE.



12 S výnimkou rokov 1997 až 1999 (v prípade Českej republiky), 1999 až 2000 (v prípade Slovenska) a 2001 až 2002 (v prípade Poľska).

Koncom úvodnej, stabilizačnej fázy sa rezervné aktíva pohybovali nad úrovňou desiatich percent HDP. Aj napriek tomu bolo možné vnímať udržateľné dosahovanie úrovne celkových devízových rezerv na menovo bezpečnej hranici (krytie trojmesačného dovozu) za jednu z najzásadnejších výziev pre centrálné banky krajín SE. Nízka úroveň rezervných aktív (okolo troch percent HDP) bola napríklad v Rumunsku a Slovinsku významným faktorom, dôsledkom ktorého tieto krajiny pristúpili na začiatku obdobia transformácie k zavedeniu systému riadeného floatingu.

Fixovanie menových kurzov prispelo ku krátkodobej stabilizácii očakávaní o budúcom vývoji menových kurzov v krajinách SE, ako aj zahranično-ekonomických a domácich podmienok pre obnovenie podmienok reálneho ekonomického rastu už krátko po transformačnom šoku. Cenu za kurzovú stabilitu však možno vyjadriť v podobe zvýšených nárokov na zodpovedné hospodársko-politické rozhodnutia, ktoré by zmierňovali riziká spojené s prehlbovaním vnútornej a vonkajšej nerovnováhy, ku ktorým malé tranzitívne ekonomiky v 90. rokoch pomerne často inklinovali.

PRECHODNÁ FÁZA (1995 – 1999)

Obdobie od polovice 90. rokov bolo v krajinách SE charakteristické udržaním podmienok pre dosahovanie reálneho ekonomického rastu. Reálnu ekonomickú úroveň spreď roka 1989 sa však krajinám SE nepodarilo dosiahnuť (s výnimkou Poľska). Väčšina krajín SE zaznamenala v priebehu rokov 1995 až 1999 významný pokrok v dezinflačnom procese. Vývoj inflácie v krajinách SE po roku 1995 uvádzame v grafe 5.

Z grafu 5 je zrejмый dlhodobý pokles miery inflácie v krajinách SE. Mierne výkyvy v rámci celej periódy boli spôsobené jednak vplyvom administratívnych opatrení (deregulácia cien, zmena nepriamych daní), ako aj dôsledkom pôsobenia

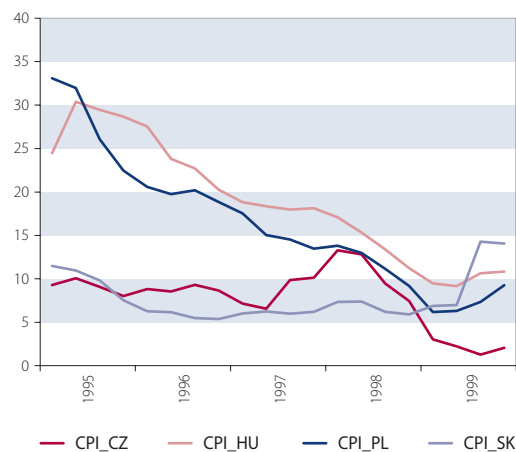
exogénnych faktorov (vývoj svetových cien energií, nežiaduce fluktuácie menového kurzu po upustení od fixovania menového kurzu).

V rámci sledovaného obdobia pristúpila Česká republika najprv k rozšíreniu pásma oscilácie na $\pm 7,5\%$ (február 1996). V máji 1997 prešla Česká republika na systém riadeného floatingu s referenčnou menou v podobe nemeckej marky, ktorá bola neskôr nahradená eurom. Slovenská republika pristúpila k postupnému rozširovaniu pásma oscilácie z $\pm 3\%$ (január 1996) na $\pm 7\%$ (január 1997). V októbri 1998 prešla Slovenská republika na systém riadeného floatingu a od januára 1999 začala Národná banka Slovenska využívať inštitút referenčnej meny v podobe eura (od októbra do decembra 1998 úlohu referenčnej meny plnila nemecká marka). V marci 1995 zaviedla Maďarská národná banka systém pevného menového kurzu s kľzavými zmenami parít (crawling peg) naviazaného na menový kôš. V rámci tohto obdobia bol maďarský forint periodicky devalvovaný a Maďarská národná banka udržiavala maďarský forint v rámci oscilačného pásma $\pm 2,25\%$. Poľský zlotý bol obdobne v rámci sledovaného obdobia periodicky devalvovaný a Poľská národná banka postupne rozširovala oscilačné pásmo z $\pm 2\%$ (marec 1995) na $\pm 15\%$ (marec 1999).

Zvýšenie pružnosti usporiadania menových kurzov v Českej republike, Poľsku a Slovenskej republike bolo podmienené kvalitatívnymi zmenami základných ekonomických proporcií týchto ekonomík. Dôsledkom toho mohli tieto krajiny postupne upustiť od previazania pozitívneho makroekonomického vývoja svojich ekonomík s nominálnou kotvou v podobe fixovania menového kurzu domácej meny.

V dôsledku výrazného pokroku v procese transformácie smerom k trhovým ekonomikám, vrátane silného reálneho ekonomického rastu¹², úspešného procesu dezinflácie a liberalizácie me-

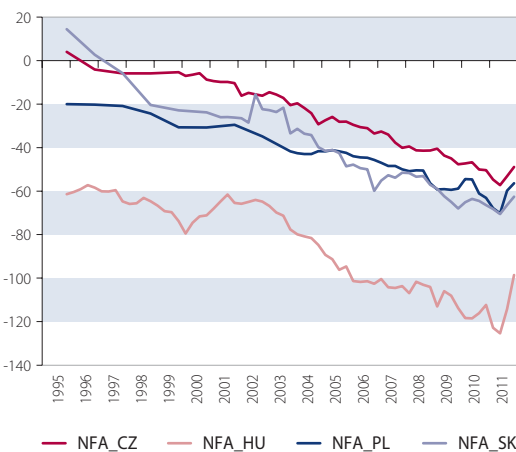
Graf 5 Miera inflácie v krajinách strednej Európy, obdobie 1995 – 1999



Zdroj: Zostavené autorom na základe International Financial Statistics MMF (október 2012).

Poznámka: Miera inflácie meraná indexom spotrebiteľských cien (CPI) je vyjadrená v percentách.

Graf 6 Čistá zahraničná investičná pozícia krajín strednej Európy, obdobie 1995 – 2011



Zdroj: Zostavené autorom na základe International Financial Statistics MMF (október 2012).

Poznámka: Podiel čistých zahraničných finančných aktív na HDP (NFA) je vyjadrený v percentách.



medzinárodných kapitálových pohybov, zaznamenali krajiny SE aj naďalej pretrvávajúci prílev zahraničného kapitálu, čo viedlo k narastajúcemu rozsahu medzinárodnej finančnej integrácie týchto krajín (graf 3). Pozitívnym faktorom tohto obdobia bolo, že popri dlhových investíciách postupne narastal v rámci prichádzajúceho kapitálu aj podiel portfóliových investícií a priamych zahraničných investícií. Zvýšený podiel majetkových investícií umožnil krajinám SE absorbovať narastajúci prílev zahraničného kapitálu bez súčasného automatického narastania zahraničnej zadlženosti. Zvýšený medzinárodný rating krajín SE prispel k absolútnemu zníženiu nákladov spojených s obsluhou zahraničného dlhu.

Popri pozitívnom vplyve prílevu kapitálu na vývoj celkovej zásoby kapitálu krajín SE sa táto skutočnosť odrazila v podobe negatívneho vývoja čistej zahraničnej investičnej pozície (graf 6), čo len zvyrazňuje kapitálovú náročnosť celého procesu transformácie týchto tranzitívnych ekonomík.

Kľúčovým predpokladom prehlbovania negatívneho trendu vo vývoji medzinárodnej investičnej pozície od konca úvodnej fázy analyzovaného obdobia bol popri nízkej úrovni domácej zásoby kapitálu aj už spomínaný proces postupnej liberalizácie medzinárodných kapitálových pohybov. Výraznú tendenciu vo zvyšovaní záporného salda čistých zahraničných finančných aktív možno od druhej polovice skúmaného obdobia sledovať najmä v Maďarsku.

PRÍPRAVNÁ FÁZA (2000 – ERM 2)

Transformačný proces v krajinách SE stále nemožno považovať za ukončený. Približovanie (konvergencia) krajín SE k starým členským krajinám EÚ bude prebiehať ešte relatívne dlhé obdobie. Aj v tejto súvislosti preto možno za hlavný faktor úpravy usporiadania menových kurzov v rámci tretieho sledovaného obdobia v krajinách SE považovať ich prípravu na plné členstvo v zoskupení krajín tvoriacich HMÚ.

Jednotlivým ekonomikám z regiónu SE sa počas tejto fázy podarilo stabilizovať vývoj domácej miery inflácie na jednocifernú úroveň. Významným predpokladom pokračovania a udržania dezinflačného trendu v týchto krajinách bola schopnosť domácich hospodársko-politických autorít zachovať podmienky na eliminovanie prejavov vnútorných nerovnovážnych tendencií a podporovať efektívnosť domácich cenotvorných mechanizmov (graf 7).

Hospodárska kríza ovplyvnila cenový vývoj v krajinách SE. Výrazný pokles inflácie bol v priebehu roku 2009 badateľný najmä v Českej republike a Slovenskej republike. Zreteľné, avšak nie tak výrazné, bolo zníženie inflácie v Poľsku. Naproti tomu Maďarsko zažilo v priebehu roku 2009 nárast inflácie, čo možno pripísať predovšetkým pôsobeniu vládnych opatrení prijatých v súvislosti s negatívnym fiškálnym vývojom.

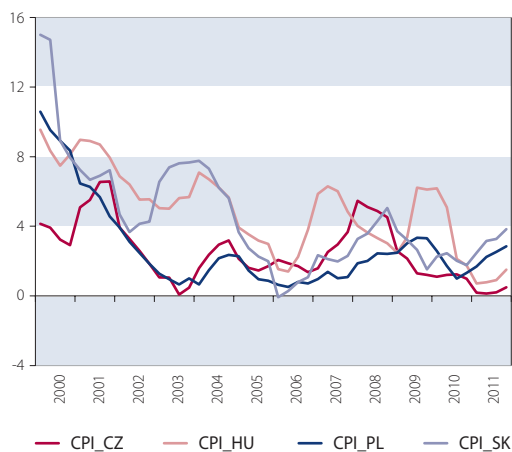
Kľúčovou podmienkou vstupu kandidátskej krajiny do HMÚ je účasť národnej meny aspirujúcej ekonomiky v ERM 2 a zotrvanie v tomto systéme

počas obdobia minimálne dvoch rokov, pričom národná centrálna banka nemôže počas tohto obdobia pristúpiť k devalvácii domácej meny (revalvácia domácej meny nie je vnímaná ako rozpor s touto požiadavkou). Dôležitým predpokladom vstupu do ERM 2 je priblíženie národných menových politik a politik menových kurzov požiadavkám tohto mechanizmu menových kurzov.

V rámci sledovaného obdobia udržiavala Česká republika a Slovenská republika systém voľného floatingu.^{13,14} Poľsko prešlo v tomto období od využívania pevného menového kurzu s kľúčovými zmenami parít na voľný floating (apríl 2000). Maďarsko pristúpilo na začiatku tohto obdobia k rozšíreniu oscilačného pásma na $\pm 15\%$ (máj 2001) pri fixovaní maďarského forintu na euro (január 2000).¹⁵ V máji 2008 došlo na základe rozhodnutia Maďarskej národnej banky k uvoľneniu naviazania maďarského forintu na euro s následným prechodom na systém menového kurzu s riadenou pohyblivosťou pri zachovaní eura v pozícii referenčnej meny.

Slovenská koruna vstúpila do mechanizmu výmenných kurzov ERM 2 v novembri 2005 (centrálna parita bola stanovená na úrovni 38,4550 SKK/EUR). V marci 2007 bola na žiadosť Slovenskej republiky revalvovaná centrálna parita slovenskej koruny v rámci ERM 2 (nová úroveň centrálnej parity bola stanovená na 35,4424 SKK/EUR). Poslednou formálnou úpravou menového kurzu slovenskej koruny v rámci ERM 2 bola jej revalvácia v máji roku 2008 na úroveň 30,1260 SKK/EUR. Na druhej strane rozhodnutie o vstupe mien Českej republiky, Maďarska a Poľska do ERM 2 možno považovať skôr za otázku celkovej pripravenosti na vstup do HMÚ a schopnosti udržateľne plniť konvergenčné kritériá pred samotným prijatím eura než samotnej kompatibility politiky menových kurzov s predpokladmi kladenými na účasť meny kandidátskej krajiny v ERM 2.

Graf 7 Miera inflácie v krajinách strednej Európy, obdobie 2000 – 2011



Zdroj: Zostavené autorom na základe International Financial Statistics IMF (október 2012).

Poznámka: Miera inflácie meraná indexom spotrebiteľských cien (CPI) je vyjadrená v percentách.

- 13 Na základe rozhodnutia ministrov financií krajín Európskej únie došlo 9. júla 2008 k stanoveniu konverzného kurzu slovenskej koruny voči euru na úrovni 30,1260. Aj keď teda formálne zostal menový kurz slovenskej koruny voľne pohyblivý do konca roku 2008, jeho flexibilita sa od júla roku 2008 formálne výrazne obmedzila.
- 14 Predpoklad na prechod smerom od riadeného floatingu k voľnému floatingu sa v Českej republike vytvoril krátko po zavedení inflačného cieľenia, t. j. efektívne od júna roku 2001.
- 15 Napriek fixovaniu menového kurzu možno tento kurzový režim HUF pri širokých pásmach oscilácie, vytvárajúcich dostatočný priestor pre pohyblivosť HUF, považovať za výrazne flexibilný.



16 Vzhľadom na dosiahnutý stupeň pokroku v budovaní podmienok trhového hospodárstva počas obdobia vyše dvadsiatich rokov možno krajiny SE v súčasnosti označiť skôr ako konvergujúce ekonomiky.

Hospodárska kríza, ktorá sa v krajinách SE začala prejavovať už v druhej polovici roku 2008, viedla k formálnemu oddialeniu úvah o vstupe Českej republiky, Maďarska a Poľska do eurozóny. Kurzová nestabilita a oslabenie mien týchto krajín voči euru boli zrejme najmä v priebehu prvej polovice roku 2009. Aj napriek ich potenciálnej schopnosti plniť kritérium kurzovej stability v nasledujúcom období sa dôsledkom výrazného zhoršenia fiškálnych ukazovateľov v Českej republike, Maďarsku a Poľsku, ako aj dôsledkom problémov, do ktorých sa dostala eurozóna vplyvom dlhovej krízy, členstvo mien týchto troch krajín v ERM 2 v blízkej budúcnosti nepredpokladá.

2.2 VÝVOJ REÁLNEHO EFEKTÍVNEHO MENOVÉHO KURZU

Fixovanie menového kurzu pri silných inflačných tlakoch prispieva k stabilizácii prostredia domáceho cenového okruhu prostredníctvom eliminácie proinflačných podnetov spojených s nežiaducimi výkyvmi menového kurzu. Zrejmy je aj pozitívny vplyv na iné makroekonomické kategórie.

Dlhodobé využívanie systému pevného menového kurzu však v menej výkonných ekonomikách obvykle vedie k reálnemu nadhodnocovaniu menového kurzu. Prehľad vývoja reálneho efektívneho menového kurzu (REER) v krajinách SE uvádzame v grafe 8.

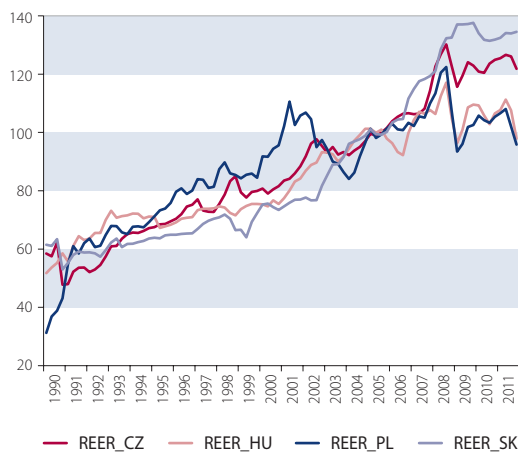
Na základe vývoja REER v krajinách SE možno konštatovať prítomnosť dlhodobej tendencie reálneho zhodnocovania menových kurzov týchto krajín. Najmä na začiatku 90. rokov bola tendencia reálneho zhodnocovania menových kurzov krajín SE spojená s ich významným podhodnotením spôsobeným počiatočnými devalváciami. Centrálné banky Maďarska a Poľska sa snažili vyhnúť neprímeranému reálnemu zhodnocovaniu svojich mien periodickými devalváciami. Naproti

tomu centrálné banky Českej republiky a Slovenskej republiky (do roku 1993 Česko-Slovenska, resp. ČSFR) po počiatočných výrazných devalváciách koruny československej už ďalej centrálné parity svojich menových kurzov neupravovali (s výnimkou 10 % devalvácie slovenskej koruny v júli 1993).

Neprimerané reálne zhodnocovanie menového kurzu spoločne s nerovnováhou na bežnom účte platobnej bilancie a vysokými deficitmi verejných financií bolo príčinou dlhodobejšej neudržateľnosti systému pevného menového kurzu v rámci krajín SE a následného vynúteného prechodu na pohyblivý menový kurz. Vývoj na bežnom účte platobnej bilancie je pritom vzhľadom na ich vysokú otvorenosť významným indikátorom zahraničnej konkurencieschopnosti tranzitívnych ekonomik.¹⁶ Pokles alebo strata zahraničnej konkurencieschopnosti sa následne prejavuje negatívnym vývojom na bežnom účte. Vývoj na bežnom účte bol v krajinách SE významne poznačený investičnou náročnosťou transformačného procesu. Udržateľnosť vonkajšej rovnováhy je preto ovplyvnená nielen veľkosťou, ale aj štruktúrou prichádzajúcich kapitálových tokov.

Na základe grafu 8 je zrejmé, že významný prílev kapitálu v krajinách SE (pozri aj graf 6) prispieval k reálnemu zhodnocovaniu ich menových kurzov. Vzhľadom na uplatňovaný systém menového kurzu pritom k reálnemu zhodnocovaniu menového kurzu môže dochádzať prostredníctvom nominálneho zhodnocovania menového kurzu (vplyv tohto faktora sa prejavil najmä v tretej fáze, t. j. po roku 2000), existencie vyššieho inflačného diferenciálu v domácej ekonomike (pôsobenie tohto faktora sme mohli zaznamenať najmä počas druhej fázy, t. j. počas rokov 1995 až 1999), prípadne kombináciou oboch spôsobov. V prípade, že reálne zhodnocovanie domáceho menového

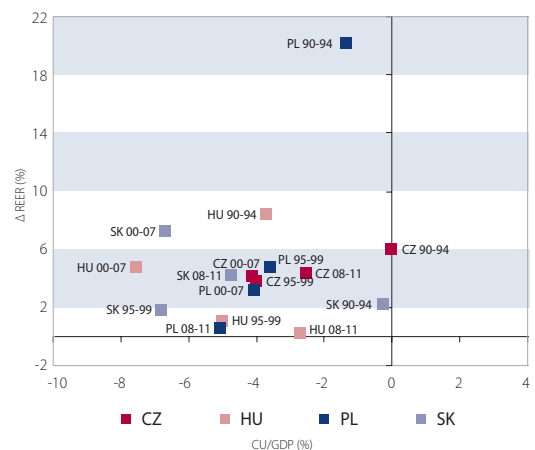
Graf 8 REER v krajinách strednej Európy, obdobie 1990 – 2011



Zdroj: Zostavené autorom na základe International Financial Statistics MMF (október 2012).

Poznámka: Reálny efektívny menový kurz (REER) je vyjadrený ako index (2005 = 100).

Graf 9 REER a bežný účet v krajinách strednej Európy, obdobie 1990 – 2011

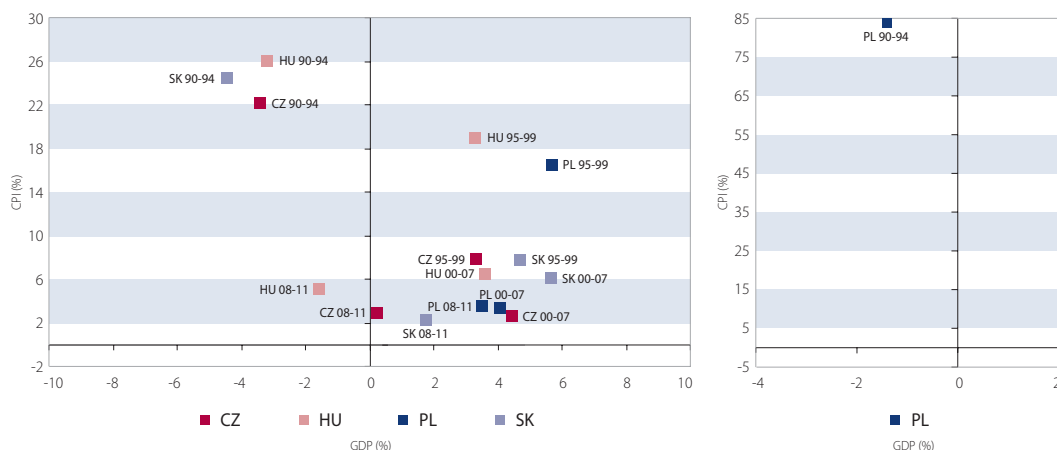


Zdroj: Zostavené autorom na základe International Financial Statistics MMF (október 2012).

Poznámka: Priemerné ročné tempo zmeny reálneho efektívneho menového kurzu (REER), priemer podielov salda bežného účtu platobnej bilancie na HDP (CU/GDP). Priemery boli vypočítané na báze štvrtročných údajov.



Graf 10 Reálny HDP a inflácia v krajinách strednej Európy, obdobie 1990 – 2011



Zdroj: Zostavené autorom na základe International Financial Statistics IMF (október 2012).

Poznámka: Priemerné ročné tempo rastu cenovej hladiny (CPI), priemerné ročné tempo rastu reálneho outputu (GDP). Priemery boli vypočítané na báze štvrtročných údajov.

kurzu nie je plne vykrývané rastom produktivity (alebo kvality produktu), dôsledkom je zhoršenie zahraničnej konkurencieschopnosti krajiny.¹⁷

Vývoj vzájomného vzťahu medzi vývojom reálneho efektívneho menového kurzu a saldom bežného účtu platobnej bilancie v krajinách SE v rámci vybraných časových úsekov obdobia rokov 1990 – 2011 nám približuje graf 9.

Z grafu 9 je zrejme, že voľba systému menového kurzu nemala v krajinách SE podstatnejší vplyv na formovanie zahraničnej konkurencieschopnosti. Kľzavá zmena parít v prípade Maďarska a Poľska neprispela v rámci rokov 1995 až 1999 k obmedzeniu deficitnosti ich bežných účtov. Kým následný prechod na voľný floating umožnil Poľsku znížiť reálne zhodnocovanie zlotého (bez zásadnejšieho dopadu na vývoj bežného účtu), v Maďarsku viedlo zafixovanie forintu na euro k výraznému reálnemu zhodnocovaniu menového kurzu forintu a následnému prehĺbeniu deficitu na bežnom účte. V Českej republike a Slovenskej republike je reálne posilňovanie menových kurzov po roku 2000 spojené s vysokou dynamikou reálneho ekonomického rastu, čo umožnilo týmto krajinám udržať si konkurencieschopné postavenie na medzinárodných trhoch.

Vplyvom hospodárskej krízy sa miera reálneho zhodnocovania REER Maďarska a Poľska výrazne spomalila. Maďarsko, ktorého celková výkonnosť bola v porovnaní s Poľskom ovplyvnená počas hospodárskej krízy vo väčšom rozsahu, dosiahlo počas rokov 2008 až 2011 výraznejšie zmiernenie negatívneho vývoja na bežnom účte platobnej bilancie. Zlepšenie salda bežného účtu zaznamenala počas krízového obdobia aj Česká republika a to napriek tomu, že okrem počítačného výraznejšieho znehodnotenia reálneho menového kurzu sa jeho úroveň následne prevažne zhodnocovala. K reálnemu, avšak pomalšiemu zhodnocovaniu REER Slovenskej republiky aj v období hospodárskej krízy prispelo prijatie eura v roku 2009 spoločne s oslabením mien okolitých kra-

jin. Na druhej strane však táto skutočnosť bránila výraznejšiemu zlepšeniu vývoja na bežnom účte platobnej bilancie.

Vplyvom hospodárskej krízy došlo k významnému spomaleniu dynamiky ekonomického rastu vo všetkých štyroch krajinách. Zhoršenie celkovej ekonomickej situácie sa v podobe negatívneho dopytového šoku premietlo do poklesu výkonnosti, rastu nezamestnanosti a poklesu inflácie. Otvorenosť ekonomík, ktorá bola v predkrízovom období vnímaná ako jeden z hlavných kanálov stimulovania procesu konvergencie krajín SE k starým členským krajinám EÚ, urýchlila prenos utlmujúcich faktorov hospodárskej krízy v rámci tohto zoskupenia krajín.

2.3 VÝVOJ REÁLNEHO OUTPUTU A INFLÁCIE

Z pohľadu reálnej výkonnosti krajiny možno konštatovať, že systémy pevných menových kurzov sa obvykle spájajú s dosahovaním nižšej miery inflácie, ale súčasne nižším, prípadne volatilnejším ekonomickým rastom. Flexibilnejšie systémy menového kurzu sa na druhej strane obvykle spájajú s vyššími mierami inflácie, ale súčasne silnejším reálnym ekonomickým rastom. Vzťah medzi vývojom reálneho outputu a miery inflácie v krajinách SE nám ponúka graf 10.

Na základe grafov 1 a 10 možno konštatovať, že krajinám SE sa v prvej polovici 90. rokov podarilo významným spôsobom obmedziť silné inflačné tlaky. Súčasne je zrejme, že ČR a SR¹⁸ dosiahli v tomto období nižšie tempá rastu cenovej hladiny ako Maďarsko a Poľsko¹⁹. Stabilizácia makroekonomických podmienok umožnila krajinám SE vytvoriť vhodné podmienky na obnovenie reálneho ekonomického rastu pri nižšom tempe inflácie.²⁰ Dezinflačný proces po roku 2000 bol v krajinách SE spojený s nominálnym posilňovaním menových kurzov, čo malo pozitívny vplyv na ďalší pokles inflácie. Štruktúrne zmeny postupne umožnili týmto ekonomikám vytvoriť podmienky

17 V praxi k tomu môže dôjsť napríklad v situácii, keď reálny prírastok miezd prevyšuje rast produktivity v obchodovateľnom sektore.

18 Systém pevných menových kurzov s úzkymi pásmami oscilácie.

19 Systém pevných menových kurzov s kľzavými zmenami parít s úzkymi pásmami oscilácie.

20 Vývoj v rokoch 1995 až 1999 bol v Českej republike a na Slovensku spojený s nerovnovážnym ekonomickým rastom, ktorý nezohľadňoval vnútorné možnosti týchto ekonomík. Následná korekcia v podobe spomalenia tempa ekonomického rastu bola spojená s upustením od fixovania menového kurzu a s prechodom na riadený floating.



na dosahovanie vysokého ekonomického rastu bez prehľbovania vonkajších nerovnováh (s výnimkou Maďarska, ktoré stále vykazuje vysoké schodky na bežnom účte). Aj napriek tomu je otázka budúceho vyrovnania vývoja na bežnom účte či jeho prebytkovosti v krajinách SE jednou z najväčších výziev spojených s ich medzinárodným konkurenčným postavením.

ZÁVER

Obdobie posledných dvoch desaťročí bolo v krajinách strednej Európy spojené s výraznými zmenami podmienok na formovanie dlhodobých predpokladov udržateľného zvyšovania ekonomickej prosperity. Systematické zmeny trhového prostredia poznačené procesom transformácie, neskôr konvergencie k vyspelým ekonomikám západnej Európy a v každom prípade aj procesom celkovej adaptácie na dynamicky sa meniace podmienky na domácich a zahraničných trhoch mali zásadný vplyv na mnohé črty hospodársko-politického rozhodovania domácich autorít. Politika menových kurzov tak musela v týchto krajinách nevyhnutne odrážať širšie súvislosti celkového makroekonomického vývoja s ohľadom na udržiavanie podmienok vnútornej a vonkajšej rovnováhy.

Politika menových kurzov mala v krajinách SE osobitný význam pri vytváraní podmienok na dosiahnutie makroekonomickej stability na začiatku procesu transformácie. Ukotvenie ekonomického a menového vývoja o systém pevného menového kurzu umožnilo týmto krajinám úspešne riadiť dezinflačný proces. Narastajúca disproporcija medzi vývojom nominálneho a reálneho menového kurzu viedla tieto krajiny k postupnému uvoľňovaniu usporiadania menových kurzov (formou

rozširovania oscilačného pásma menového kurzu). Kým vývoj nominálneho menového kurzu v krajinách SE významne ovplyvňoval proces dezinflácie, reálny menový kurz ovplyvňoval formovanie ich medzinárodnej konkurencieschopnosti. Popri rýchlom ekonomickom raste možno za hlavný faktor pozitívneho vývoja na bežnom účte považovať pôsobenie priamych zahraničných investícií, ktorých podiel na prichádzajúcom kapitáli do krajín SE najmä počas tretej fázy významne stúpol.

Požiadavka obnovenia a udržiavania podmienok makroekonomickej stability významným spôsobom poznačila rozhodovanie domácich menových autorít o voľbe režimu menového kurzu. Z tohto dôvodu možno vnímať ako opodstatnené počiatočné rozhodnutie o využívaní málo flexibilných systémov menových kurzov. Krátkodobé pozitívne efekty rigidných režimov menových kurzov však v krajinách s pretrvávajúcimi čiastkovými nerovnovahami vytvárajú nežiaduce pnutia, dlhodobejšie pôsobenie ktorých môže prerásť do výrazných nekontrolovaných korekcií zo strany samotných trhov. Aj v tejto súvislosti sme preto v podmienkach krajín strednej Európy mohli sledovať postupné „spružňovanie“ uplatňovaných režimov menových kurzov v podobe zavádzania a rozširovania pásiem oscilácie pri pevných menových kurzoch a (ne)pravidelné úpravy centrálnej parity, resp. ich kombináciu. V Českej republike, Poľsku a v Slovenskej republike bola takáto tendencia završená koncom 90. rokov zavedením systému pohyblivého menového kurzu. Maďarsko, ktoré síce až do mája roku 2008 zostalo pri pevnom menovom kurze naviazanom na euro, však zavedením širokého oscilačného pásma tiež sledovalo túto tendenciu.

Literatúra:

1. BORGHIJS, A. – KUIJS, A. (2004) *Exchange Rates in Central Europe*, [International Monetary Fund, Working Paper, No. 2/2004] Washington D.C., International Monetary Fund, 29 p.
2. BUBULA, A. – OTKER-ROBE, I. (2002) *The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence From De Facto Policies*, [International Monetary Fund, Working Paper, No. 155/2002] Washington D.C., International Monetary Fund, 45 p.
3. CALVO, G. – REINHART, C. (2002) *Fear of Floating*, Quarterly Journal of Economics 117(2): 379–408
4. FIDRMUC, J. – HORVÁTH, R. (2007) *Volatility of Exchange Rates in Selected New EU Members: Evidence from Daily Data*, [CESifo, Working Paper No. 2107] Munich, CESifo, 31 p.
5. FISCHER, S. (1996) *Why Are Central Banks Pursuing Long-Run Price Stability?* 1996, paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium, "Achieving Price Stability"
6. FRAIT, J. – KOMÁREK, L. (2001) *Real Exchange Rate Trends in Transitional Countries*, [University of Warwick, Economic Research Paper No. 596] Warwick, University of Warwick, 35 p.
7. FUJIWARA, I. (2003) *Has an Effect of a Monetary Policy Changed During 1990s?* [Osaka University, Discussion Paper No. 8] Osaka, Osaka University, 48 p.
8. GHOSH, A.R. – GULDE, A.M. – OSTRY, J.D. – WOLF, H.C. (1996) *Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth*, [International Monetary Fund, Economic Issues No. 2/1996] Washington D.C., International Monetary Fund, 19 p.
9. JOSIFIDIS, K. – ALLEGRET, J.P. – PUCAR, E.B. (2009) *Monetary and Exchange Rate Regime Changes: The Case of Poland, Czech Republic, Slovakia and Republic of Serbia*, *Panoeconomicus*, 56(2): 199-226
10. LEVY-YEYATI, E. – STURZENEGGER, F. (2001) *Exchange Rate Regimes and Economic Performance*, [International Monetary Fund, Staff Paper No. 47/2001, Special Issue] Washington D.C., International Monetary Fund, 37 p.
11. MIRDALA, R. (2011) *Menové kurzy v krajinách strednej Európy*, Univerzitná knižnica, Technická univerzita v Košiciach, prvé vydanie, 165 s.
12. MISHKIN, F.S. (1999) *International Experiences with Different Monetary Policy Regimes*, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 43, No. 3, pp. 576-606.
13. REINHART, C.M. – ROGOFF, K.S. (2002) *The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation*, [National Bureau of Economic Research Working Paper No. 8963] New York, National Bureau of Economic Research, 104 p.
14. SAREL, M. (1996) *Nonlinear Effects of Inflation on Economic Growth*, IMF Staff Papers (Washington: International Monetary Fund); Vol. 43, March, pp.199-215.
15. STONE, M.R. – BHUNDIA, A.J. (2004) *A New Taxonomy of Monetary Regimes*, [International Monetary Fund, Working Paper, No. 191/2004] Washington D.C., International Monetary Fund, 44 p.