

DIPLOMOVÁ PRÁCA: MONETARY POLICY RULES

DIPLOMOVÁ VEDÚCA: ING. MARTA ROŠTEKOVÁ, MA

DIPLOMANT : ANETA ZBYŇOVSKÁ

MÁJ, 2002

OBSAH

ÚVOD	3
MENOVÁ POLITIKA	5
1.1. CIELE A ÚLOHY MENOVEJ POLITIKY	5
1.2. MENOVÁ POLITIKA AKO SÚČASŤ HOSPODÁRSKEJ POLITIKY	6
1.3. NÁSTROJE MENOVEJ POLITIKY	7
1.3.1. Administratívne nástroje.....	8
1.3.1.1. Pravidlá likvidity	9
1.3.1.2. Úverové limity	10
1.3.1.3. Limity úrokových sadzieb	10
1.3.1.4. Povinné vklady	11
1.3.1.5. Odporúčania, výzvy a dohody	11
1.3.2. Trhové nástroje.....	12
1.3.2.1. Diskontné nástroje menovej politiky	12
1.3.2.2. Povinné minimálne rezervy	15
1.3.2.3. Operácie na voľnom trhu.....	16
1.3.2.4. Konverzie a swapy.....	17
1.3.2.5. Intervencia devízového kurzu.....	18
FUNGOVANIE MENOVEJ POLITIKY.....	20
2.1. ČASOVÉ ONESKORENIA V MENOVEJ POLITIKE.....	21
2.2. MENOVÉ KRITÉRIÁ	22
2.3. INDIKÁTORY MENOVEJ POLITIKY	24
2.4. MENOVÉ AGREGÁTY	24
2.4.1. Menová báza	25
2.5. TRANSMISNÝ MECHANIZMUS MENOVEJ POLITIKY	27
2.5.2. Keynesiánsky úrokový transmisný mechanizmus.....	28
2.5.1. Monetaristický peňažný transmisný mechanizmus	28
2.6. MENOVÉ CIELENIE.....	30
2.7. CIEĽOVANIE INFLÁCIE	31
2.8. INFLAČNÉ CIELENIE AKO PRAVIDLO MONETÁRNEJ POLITIKY	33
EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA.....	35
3.1. MENOVÁ STRATÉGIA ECB	36

3.2. CHARAKTERISTIKA MENOVÝCH STRATÉGIÍ	37
3.3. ALTERNATÍVNE STRATÉGIE ECB	39
3.4. STRATÉGIA JEDNOTNEJ MENOVEJ POLITIKY.....	41
3.5. DEFINITÍVNE URČENIE MENOVEJ STRATÉGIE	43
3.6. NÁSTROJE ECB.....	45
<i>CENTRÁLNA BANKA AKO NOSITEĽ MENOVEJ POLITIKY</i>	<i>48</i>
4.1. SAMOSTATNOSŤ CENTRÁLNEJ BANKY	50
4.2. STUPEŇ NEZÁVISLOSTI CENTRÁLNYCH BÁNK V RÔZNYCH KRAJINÁCH	50
4.3. NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA	52
4.4. ODHAD MENOVEHO VÝVOJA V ROKU 2002.....	53
4.5. PROGNOZY MENOVEHO VÝVOJA DO ROKU 2003 AŽ 2005	57
<i>PROBLEMATIKA ZAČLEŇOVANIA SA DO EURÓPSKEJ ÚNIE</i>	<i>60</i>
5.1. POLITIKA DEZINFLÁCIE V PIATICH STREDOEURÓPSKYCH KRAJINÁCH	60
5.2. KONVERGENČNÉ KRITÉRIÁ PRE ZAVEDENIE EURA	64
5.3. VÝHODY POUŽÍVANIA EURA	66
<i>ZÁVER.....</i>	<i>67</i>
<i>ZOZNAM POUŽITEJ LITERATÚRY</i>	<i>70</i>
<i>PRÍLOHY</i>	

Úvod

Pojem **pravidlo menovej politiky** resp. **peňažné ochranné ustanovenie (monetary policy rule)** vyjadruje citlivosť makroekonomických veličín na výber nástrojov a ich presné načasovanie v ekonomike, aby menové opatrenia, zamerané na odstránenie poruchy v ekonomike, mali želateľný efekt v čase potreby.

Prvá kapitola mojej diplomovej práce vystihuje podstatu menovej politiky, jej nástroje, ciele a ich vzájomné vzťahy.

Nástroje menovej politiky využíva centrálna banka na regulovanie menovej bázy, menových agregátov, úrokových sadzieb a menového kurzu s cieľom zabezpečiť optimálne fungovanie menovej politiky a dosiahnuť svoje zákonom stanovené **ciele**.

Z metodického i funkčného hľadiska možno menovú stabilitu, ako hlavný cieľ menovej politiky, rozčleniť podľa toho, ako menové nástroje emisnej banky pôsobia na zmeny inflácie, ekonomického rozvoja, zamestnanosti a salda platobnej bilancie – štyroch dôležitých makroekonomických veličín, cieľov a kolízií záujmu menovej politiky s národohospodárskou politikou štátu. Hovorí sa o **magickom štvoruholníku**, a keď sa vypustí cieľ platobnej bilancie, ostáva magický trojuholník, ku ktorému sa pridáva sledovanie rozpočtovej rovnováhy a vývoj štátneho dlhu, ktoré tvoria výsledný magický päťuholník makroekonomických cieľov.

Druhá kapitola zahŕňa výsledky rozhodnutia centrálnej banky o zameraní menovej politiky s cieľom nájsť najvhodnejší spôsob vedúci k stabilizácii nepriaznivej situácie.

Funkciu prepojenia medzi nástrojmi menovej politiky a jej cieľmi spĺňajú **menové kritériá**. O reakciách trhu na zvolené nástroje a teda aj o vhodnosti nástrojov vypovedajú **indikátory menovej politiky**. Centrálna banka okrem iného sleduje vývoj jednotlivých zložiek peňazí, ktoré sú podľa stupňa likvidity zatriedené do **menových agregátov**.

Peňažné agregáty v menovej politike poskytujú dôležité informácie o dynamike vývoja peňažnej zásoby. Peňažné zostatky obyvateľstva a podnikov, sústredené v peňažných ústavoch vo forme vkladov, predstavujú ponuku peňazí do ekonomiky, ktorá slúži obchodným bankám ako primárny zdroj na rozvoj ich úverových aktivít.

V tejto kapitole je podaná aj podrobná analýza **transmisných mechanizmov menovej politiky**. Tie sú základom jednotlivých stratégií **cielení**, ktoré sú rozoberané a hodnotené na základe úvah o ich výhodách a nevýhodách.

Náplňou *tretej kapitoly* sú pravidlá fungovania **eurosystemu**, ktorý je zložený z Európskej centrálnej banky a národných bánk členských štátov združených v eurozóne.

O menovej politike eurozóny rozhoduje **Európska centrálna banka**, ktorej prioritným cieľom je zabezpečiť stabilitu meny. Okrem toho definuje **zásady jednotnej menovej politiky** Európskej únie a uvádza ju do praxe, riadi výmenné finančné operácie, dozerá na oficiálne zahraničné rezervy členských štátov eurozóny, spravuje ich a v neposlednom rade zabezpečuje chod vyrovnaného platobného systému.

Kapitola zahŕňa nástroje, postupy a operácie jednotnej menovej politiky, ktoré sú zamerané na riadenie vývoja úrokových sadzieb a ovplyvňovanie likvidity na trhu. Najpoužívanejším nástrojom jednotnej menovej politiky sú **operácie na voľnom trhu**.

V *štvrtnej kapitole* sa rozoberajú základné **funkcie centrálnej banky**, nositeľky menovej politiky, ktoré vykonáva s cieľom zabezpečiť menovú stabilitu.

Dôležité je zhodnotenie stupňa **samostatnosti centrálnych bánk** jednotlivých štátov, pretože sa empiricky dokázalo, že menová stabilita a vývoj inflácie súvisia s mierou nezávislosti centrálnej banky. Aby mala *menová politika* zodpovedajúcu *dôveryhodnosť*, a aby bola zachovaná jej dlhodobá stabilná orientácia, je nevyhnutná jej nezávislosť od politických vplyvov.

Národná banka Slovenska podporuje hospodársku politiku vlády a svoje úlohy plní nezávisle od pokynov vlády. Je však povinná predkladať vláde správu o menovom vývoji, ktorý tiež rozoberám v súvislosti s menovým programom na rok 2002 a s prognózami menového vývoja na roky 2003 až 2005.

V *piatej kapitole* sa zaoberám **problematikou členstva v EÚ** a porovnávam stupeň vyspelosti jednotlivých ekonomík, ktoré sa pripravujú na vstup do Európskej únie. Jednotlivé grafy umožňujú porovnať stupeň konvergencie menovej bázy a vývoj inflácie, a zároveň podávajú výpoveď o účinnosti jednotlivých menových politík realizujúcich sa v danej krajine.

Snažím sa zdôrazniť najmä výhody **zavedenia spoločnej meny**.

1. kapitola

Menová politika

Menovú politiku možno širšie definovať ako súhrn opatrení a zásad v oblasti meny a úveru, ktoré sa majú prostredníctvom menových nástrojov snažiť plniť stanovené makroekonomické ciele a presadiť zámery emitenta peňazí resp. poskytovateľa úveru.

K základným makroekonomickým cieľom menovej politiky patrí:

- stabilita domácej cenovej hladiny,
- hospodársky rast,
- „plná“ zamestnanosť,
- rovnováha platobnej bilancie,
- stabilita menového kurzu,
- stabilita úrokových sadzieb,
- stabilita kapitálových trhov,

Najväčším problémom menovej politiky je vzájomná kompatibilita zvolených cieľov. Uvádzané menové ciele sú rozporné a často sa vzájomne vylučujú. Snaha o dosiahnutie optimálnych hodnôt jednej makroeconomickej veličiny obvykle aspoň krátkodobo ohrozuje možnosť dosiahnuť úspešné závery a kvalitné výsledky iných cieľov menovej politiky.

Príkladom je snaha o **udržanie cenovej stability**, ktorá je v rozpore s cieľom **vysokej zamestnanosti** v krátkom období, alebo aj snaha o **udržanie stability úrokových sadzieb** v období konjunktúry, kedy sú tlačené smerom hore väčším dopytom po úveroch.

Preto sa odporúča zamerať sa na jeden prípadne dva ciele s tým, že budú akceptované nepatrné neželateľné výkyvy v ostatných makroekonomických veličinách.

1.1. Ciele a úlohy menovej politiky

Ciele menovej politiky sú obvykle centrálnej banke ustanovené zákonom.

Hlavným cieľom menovej politiky je zabezpečenie stability meny a stability domácej cenovej hladiny. V prípade schopnosti centrálnej banky zabezpečiť **stabilitu domácej cenovej hladiny** možno vyčleniť dva navzájom sa vylučujúce pohľady:

Monetaristický prístup:

Rast a stabilita cenovej hladiny v dlhodobom horizonte má iba monetárne príčiny, ktoré by mali byť pod kontrolou centrálnej banky. Dôkazom sú historické príklady hyperinflácií spôsobené dlhodobou nadmernou emisiou peňazí.

Keynesiánsky prístup:

Stabilita domácej cenovej hladiny z krátkodobého aj dlhodobého hľadiska poukazuje na **exogénne (nemonetárne) faktory**, ktoré sú mimo kontroly centrálnej banky. Exogénne faktory sa rozdeľujú na **šokové** (surovinové krízy, depreciačné zmeny kurzov pri únikoch zahraničného kapitálu) a **permanentne pôsobiace** (sústavný tlak odborov na rast miezd).

Hlavným cieľom menovej politiky je **menová rovnováha**, ktorá sa dosahuje stabilitou kúpnej sily meny. Prejavuje sa ako stabilita *externá*, sledovaná prostredníctvom **menového kurzu** a stabilita *interná*, ktorá je sledovaná ukazovateľom pohybu **cenovej hladiny**. Stabilita domácej cenovej hladiny ako aj stabilita menového kurzu je veľmi dôležitá z dôvodu transparentnosti ekonomického prostredia pre subjekty, ktoré v rámci neho uskutočňujú svoje ekonomické rozhodnutia.

Oba druhy stability spolu navzájom súvisia. Ak je nestabilita meny alebo tiež nestabilita domácej cenovej hladiny sprevádzaná neočakávanými pohybmi cien, podnikatelia strácajú nástroj na rozhodovanie o optimálnej alokácii zdrojov. Takýmto spôsobom môže neprehľadnosť ekonomického prostredia viesť k poklesu investícií, spomaleniu ekonomického rastu a k zvýšeniu nezamestnanosti.

1.2. Menová politika ako súčasť hospodárskej politiky

Zabezpečenie stability meny vytvára základný predpoklad na dosiahnutie ďalších cieľov hospodárskej politiky, akými sú ekonomický rast, nízka nedobrovoľná nezamestnanosť, rovnováha platobnej bilancie, stabilný kurz, čo však len potvrdzuje fakt, že menová politika je súčasťou hospodárskej politiky štátu a ich ciele sú navzájom kompatibilné.

Hospodárska politika sa zaoberá činnosťami, ktoré súvisia s tvorbou a spotrebou hospodárskych statkov k uspokojovaniu služieb. Sleduje ekonomické správanie subjektov trhovej ekonomiky a predpovede ekonomického vývoja. Zameriava sa na oblasť makroekonomickej rovnováhy, zabezpečenie základných ekonomických cieľov, efektívne využitie zdrojov spoločnosti a na zabezpečenie relatívnej stability ekonomického vývoja a ekonomického rastu.

Cieľom hospodárskej politiky je:

- zmierňovať cyklickosť ekonomického rastu,
- podporovať tvorbu aktívneho salda obchodnej a platobnej bilancie,
- dodržiavať úroveň miernej inflácie a stability cien,
- zabezpečiť nízku mieru nezamestnanosti¹.

Hlavnými nástrojmi hospodárskej politiky sú:

- rozpočtová politika,
- príjmová a dôchodková politika,
- zahranično-obchodná politika,
- menová politika².

Rozumný výber správnych nástrojov a ich presné načasovanie má výrazný vplyv na vývoj celého hospodárstva a vývoj životnej úrovne obyvateľstva.

Nutnou ale nie postačujúcou podmienkou ekonomického rastu je **peňažná rovnováha**. Je to situácia, keď je možné peniaze bez akýchkoľvek obmedzení použiť na nákup spotrebných a investičných tovarov a služieb bez zmeny ich kúpnej sily ovplyvnenej inflačným vývojom. Prejavom peňažnej nerovnováhy v ekonomike je vzostup cenovej hladiny, ktorý je spôsobený previsom ponuky peňazí nad dopytom po peniazoch, teda previsom skutočného množstva peňazí v ekonomike nad ekonomicky potrebným množstvom.

Prax ukázala, že je nemožné dosiahnuť všetky ciele hospodárskej politiky súčasne, preto sa niektoré ciele preferujú, alebo pritom menovo prepájajú. Príkladom je cieľ vysokej zamestnanosti a hospodársky rast.

1.3. Nástroje menovej politiky

Aby centrálna banka zabezpečila optimálne fungovanie menovej politiky a dosiahnutie svojich zákonom stanovených cieľov, má k dispozícii celý rad menových nástrojov, ktoré využíva na regulovanie menovej bázy, menových agregátov, úrokových sadzieb i menového kurzu.

Z hľadiska toho, ako pôsobia na ponuku peňazí a prostredníctvom nej sprostredkovane na menové ciele, môžeme menové nástroje rozdeliť podľa nasledujúcich kritérií:

¹ Vincúr P.: Hospodárska politika, KON-PRESS Bratislava, 1997, str. 94

² Hlavatá I.: Menová teória a politika, Ekonóm Bratislava, 1995, str. 123

Z časového hľadiska	- krátkodobé - dlhodobé
Podľa charakteru nástroja	- priame (administratívneho charakteru) - nepriame (trhového charakteru)
Podľa intenzity používania nástrojov	- bežné (operatívne, permanentné) - výnimočné
Podľa rýchlosti zavedenia nástrojov	- okamžite použiteľné - použiteľné s poskytnutím nejakej doby pre adaptáciu banky
Podľa dopadu na menový vývoj (menový kurz)	- nástroje s priamym vplyvom - nástroje s nepriamym vplyvom
Podľa miesta	- bankové - nebankové

Výber analyzovaných nástrojov ovplyvňuje skôr prax ako teória. Záleží od toho, ktorý nástroj sa v danej krajine preferuje. Pri výbere sa analyzuje účinnosť tých, ktoré lepšie vypovedajú o dosahovaní menových cieľov. V ojedinelých prípadoch môže dôjsť k prelínaniu jednotlivých nástrojov, napríklad nákup zmeniek môžeme zaradiť medzi reeskontné úvery, ale zároveň aj k operáciám na voľnom trhu.

Za najdôležitejšie kritérium rozdelenia menových nástrojov z hľadiska významu pre menovú analýzu sa považuje adresnosť, t. j. či ide o nástroje priame alebo nepriame.

1.3.1. Administratívne nástroje

Priame nástroje majú charakter selektívnych administratívnych zásahov centrálnej banky do ponuky peňazí, čím sa sústreďujú na regulovanie úrokových sadzieb, úverových kapacít a likvidity komerčných bánk, pretože ich dopad na menovú bázu je v niektorých prípadoch ťažko dokázateľný. Centrálna banka ich teda používa len zriedkavo a len na určitú dobu, napríklad ak sa v niektorých obchodných bankách zvyšujú rizikové úvery a ohrozená je banková likvidita, vkladatelia aj samotná banka.

Medzi výhody nepopulárnych priamych nástrojov patrí to, že ich zo strany komerčných (obchodných, regulovaných) bánk nie je možné obísť, banky sa im musia podriať a možno ich využiť selektívne voči konkrétnym bankám.

Výhody sú prepojené s nevýhodami, ktorými sú hlavne obmedzenia samostatnosti pri rozhodovaniach regulovaných bánk, ktoré sa im teda bránia a kritizujú ich. Nie je nutná osobitná metodológia menovej analýzy na posúdenie ich pôsobenia a postačuje tu len administratívna kontrola ich cieleného uplatnenia.

Medzi priame nástroje patria:

- pravidlá likvidity regulovaných bánk
- úverové limity (stropy, kontingenty)
- limity úrokových sadzieb
- povinné vklady
- doporučenia, výzvy, dohody.

Jednotlivé centrálné banky nevyužívajú tieto nástroje všetky naraz, ale si na základe zvolených cieľov, priorít a podľa miery vyspelosti ekonomiky vytvárajú svoje vlastné inštrumentárium.

1.3.1.1. Pravidlá likvidity

Pravidlá likvidity stanovujú záväznú štruktúru aktív a pasív a väzieb medzi aktívami a pasívami v bilanciách obchodných bánk. Týkajú sa hlavne štruktúry najlikvidnejších aktív a pasív a tiež aktív a pasív v zahraničných menách.

Ich hlavnou úlohou nie je regulácia menovej bázy, hoci na ňu vplyv mať môžu, ale zabezpečenie žiadúcej úrovne likvidity komerčných bánk, ktorá má dve základné podoby.

Úverová angažovanosť spočíva v povinnosti bánk dodržiavať limity poskytovaných úverov, pričom bankám sú stanovené limity úveru ako určité percento kapitálu banky voči jednému klientovi, skupine klientov navzájom prepojených, aj iným bankám na Slovensku alebo krajinám OECD.

Devízová likvidita upravuje pomer medzi aktívami a pasívami v zahraničných menách v pomere ku kapitálu danej banky.

Pravidlá likvidity patria medzi základné podmienky udelenia oprávnenia na bankovú činnosť a ich plnenie patrí k základom optimálneho fungovania obchodných bánk. Zároveň môžu vplývať aj na platobnú bilanciu, ak sa týkajú podielu vkladov v zahraničných menách. Na povinné zvýšenie podielu vkladov v zahraničných menách musia komerčné banky reagovať zvýšením úrokov na zahraničné depozitá, čo znamená prílev kapitálu, alebo obmedzením úverov v zahraničných menách.

1.3.1.2. Úverové limity

Úverové limity, ktoré vždy priamo zasahujú do samostatnosti rozhodovania bánk, boli jediným priamym nástrojom v menovom inštrumentáriu NBS, ktorá ich využívala od roku vzniku samostatnej Slovenskej republiky, ich podmienky sa však počas troch rokov postupne uvoľňovali a od 1. 1. 1996 boli zrušené. Podľa spôsobu ich stanovenia sa členia na absolútne úverové stropy a relatívne úverové kontingenty.

Keďže úver je hlavným nástrojom emisie peňazí do obehu, sú **absolútne úverové stropy** najúčinnjším nástrojom regulácie množstva peňazí v obehu.

Bankám je stanovený maximálny rozsah úverov, ktoré môžu poskytnúť svojim klientom, pričom tento rozsah je možné vymedziť:

- v absolútnej výške novo poskytnutých úverov v danom období
- prírastkom stavu oproti predošlému obdobiu
- pomerom stavu úverov k výške kapitálu danej banky.

Vo všetkých troch prípadoch je možné stropy stanoviť selektívne každej banke, v druhom a treťom prípade aj všetkým bankám jednotne.

Odpor bánk proti ich používaniu im však dáva „post“ výnimočných a len dočasne použiteľných nástrojov. Napriek tejto skutočnosti sa aj vo vyspelých trhovách ekonomikách udržiavajú len vo forme povinnosti bánk konzultovať s centrálnou bankou úvery poskytnuté jednému subjektu nad stanovenú hranicu, napríklad 25 % kapitálu banky. Okrem toho je možné ich použiť aj ako nástroj regulácie bánk, čím sa teda rozumie stanovenie limitu úverov poskytnutých jednému klientovi, skupinám navzájom prepojených klientov a akcionárom, zamestnancom, pobočkám a sesterským spoločnostiam danej banky.

Čo sa týka **relatívnych úverových stropov**, bankám je limitovaná maximálna výška úveru, ktorú je centrálna banka ochotná poskytnúť obchodnej banke. Limitujú sa diskontné, reeskontné a lombardné úvery, ktoré možno považovať aj za súčasť diskontných nástrojov.

1.3.1.3. Limity úrokových sadzieb

Tento nástroj priamo zasahuje do depozitnej a úverovej činnosti bánk, na menovú bázu priamy vplyv nemá. Spočíva v stanovení maximálnych úrokových sadzieb z úverov a maximálnych alebo minimálnych úrokových sadzieb z vkladov.

Zníženie **maximálnej výšky limitov úrokových sadzieb z úverov** by malo viesť k vzrastu dopytu po úveroch, zvýšenie limitov zase dopyt po úveroch obmedzí, ale len za predpokladu, že banky tento pohyb zohľadnia vo svojich úrokových sadzbách.

Maximálne limity depozitných úrokových sadzieb sa použijú za účelom stabilizovať úrokové sadzby v ekonomike, minimálne limity pri snahe podporiť tvorbu vkladov.

Limity úrokových sadzieb môžu teda viesť k stabilizácii úrokovej miery v ekonomike a zároveň môžu mať dopad aj na tvorbu úspor a dopyt po bankových úveroch. Všetky možnosti limitov úrokových sadzieb predstavujú priamu cenovú kontrolu vkladov, úverov a prípadne aj kontrolu úrokovej marže.

1.3.1.4. Povinné vklady

V trhových ekonomikách môže byť niektorým subjektom, najmä centrálnym orgánom a štátnym orgánom miestnej moci a správy, stanovená povinnosť ukladať vklady, otvárať bežné účty a uskutočňovať ďalšie operácie, napríklad zúčtovanie, výhradne cez centrálnu banku. Hlavným zmyslom týchto povinností je odčerpať likvidné prostriedky týchto subjektov z obehu a dostať tieto prostriedky pod kontrolu centrálnej banky, ktorá ich potom môže použiť na riadenie likvidity bánk. Len potom dochádza k vedomému ovplyvňovaniu menovej bázy centrálnou bankou.

V prípade zrušenia týchto povinných vkladov by došlo k nárastu vkladov týchto orgánov v komerčných bankách. Týmto by sa aspoň do určitej miery znížila závislosť komerčných bánk na úveroch centrálnej banky, no závisí to však od podielu prostriedkov týchto orgánov na celkových finančných aktívach.

1.3.1.5. Odporúčania, výzvy a dohody

Možno ich definovať ako predstavy centrálnej banky o tom, akým smerom by sa mala uberať činnosť komerčných bánk.

Centrálna banka sa snaží bez administratívneho nariad'ovania priviesť obchodné banky k tomu, aby sa vo svojej úverovej politike riadili intenciami centrálnej banky. Predpokladom účinnosti tohoto nástroja je dobrá vzájomná spolupráca a lojalita vo vzťahu medzi obchodnými bankami a centrálnou bankou.

Odporúčania (moral suasion) majú charakter všeobecne formulovaných želaní a vyjadrení centrálnej banky, ktoré sa týkajú správania bánk v najbližšom období.

Výzvy (*persuasion*) majú konkrétnejší a dôraznejší charakter ako odporúčania. Odporúčania ani výzvy nemusia mať písanú formu na rozdiel od dohôd, ktoré sú k dispozícii najčastejšie v písanej forme.

Dohody resp. *gentlemanské dohody* (*gentlemen's agreement*) sa po podpísaní stávajú právne záväznými a často sú uzatvárané len medzi bankami navzájom aj bez účasti centrálnej banky.

Táto skupina nástrojov sa vďaka ich vysokej účinnosti pomerne často využíva, aj keď vo väčšine prípadov len krátkodobo. Aj keď nemusia mať jednoznačne právne záväzný charakter, ich účinnosť býva v niektorých krajinách vysoká. Uplatňovaním týchto menových nástrojov sa dosiahli pozitívne výsledky vo Veľkej Británii a vo Švajčiarsku.

1.3.2. Trhové nástroje

Nepriame nástroje pôsobia celoplošne na celý bankový systém. To znamená, že predstavujú len stanovenie rovnakých podmienok pre všetky obchodné banky v ekonomike a nie sú využívané k jednosmernej podpore na reštrikciu vybranej banky.

Do tejto skupiny nástrojov patrí:

- diskontná politika, reeskont zmeniek, lombard cenných papierov
- politika povinných minimálnych rezerv
- operácie na voľnom trhu
- konverzie a swapy
- kurzové intervencie na devízovom trhu

1.3.2.1. Diskontné nástroje menovej politiky

K diskontnej politike možno priradiť funkcie centrálnej banky spojené s reguláciou úrokových sadzieb (diskontná sadzba), s poskytovaním úverov a s určovaním limitov týchto úverov.

Diskontnú sadzbu chápeme ako úrokovú sadzbu stanovenú centrálnou bankou, ktorú platia obchodné banky pri čerpaní úverov od centrálnej banky.

Zvýšenie diskontnej sadzby by za podmienok „*ceteris paribus*“ malo viesť ku zníženiu dopytu komerčných bánk po diskontných úveroch emisnej banky a to znamená ku zníženiu **menovej bázy**.

No zmeny diskontu môžu mať vplyv na **pohyb kapitálu**. V prípade zvýšenia diskontu možno očakávať zvýšenie ďalších úrokových sadzieb v ekonomike, čo podporuje príliv kapitálu, ktorý potom môže vytvárať tlak na rast menovej bázy cez konverziu zahraničnej meny do domácej meny. Teda to vedie k opačnému výsledku, aký chcela centrálna banka dosiahnuť zvýšením diskontnej sadzby.

Pri analýze účinnosti diskontnej sadzby sú dôležité podmienky, v ktorých tento nástroj menovej politiky pôsobí. Jedná sa teda hlavne o posúdenie závislosti obchodných bánk od úverov centrálnej banky, možnosť obchodných bánk získať úvery od iných subjektov a to najmä zo zahraničia a schopnosť obchodných bánk preniesť zvýšenie diskontnej sadzby na dlžníkov, t. j. posúdiť možnosť zvýšiť úrokové sadzby z úverov.

Zvýšenie diskontu by malo spravidla viesť k obmedzeniu ponuky peňazí ako pozitívum v znižovaní miery inflácie a prílivu zahraničného kapitálu, čo by viedlo k aktívnemu saldu resp. znižovaniu pasívneho salda platobnej bilancie, ale skôr či neskôr by sa prejavil negatívny dosah na ekonomický rast a zamestnanosť. Pri obchodných bankách nedochádza ani pri zvýšení diskontu k obmedzeniu ponuky peňazí, dôjde len k zvýšeniu úrokových sadzieb a ak ešte popritom existuje príliv kapitálu do obchodných bánk, ktorý zvyšuje ich úverový potenciál, ľahko sa môže minúť cieľový zámer zvýšenia diskontu. Ak sa zistí takýto opačný resp. nedostatočný účinok diskontu, možno odporučiť celkom pomalé zníženie diskontu, alebo naznačiť obchodným bankám zámery emisnej banky znížiť ponuku peňazí, čo sa v praxi ukázalo výhodné takýmto spôsobom znížiť resp. zvýšiť úverovú kapacitu obchodných bánk.

Centrálna banka poskytuje tri hlavné druhy úverov: *diskontné, reeskontné a lombardné*. Reeskontné a lombardné úvery sa u nás označujú pojmom *refinančné úvery*.

Centrálna banka poskytuje **diskontný úver** jednotlivým komerčným bankám za daných podmienok:

- 1.) ak daná banka nemá problémy so splácaním predchádzajúcich poskytnutých úverov,
- 2.) úver neprekročí maximálny limit stanovený buď absolútnou čiastkou alebo pomerom ku kapitálu každej banky,
- 3.) banka môže poskytnúť centrálnej banke kvalitné cenné papiere na krytie tohoto úveru, ak sa takéto krytie vyžaduje, čo je však dosť zriedkavý jav.

Čo sa týka likvidity bánk, diskontné úvery slúžia k prekonaniu buď *krátkodobých výkyvov*, alebo *sezónnych výkyvov* a niekedy aj ako výpomoc bankám s dlhodobými problémami s likviditou vo forme *núdzového úveru*.

Diskontné úvery, bežné a sezónne, sú úročené diskontnou sadzbou, ktorá je stanovená centrálnou bankou a býva zo všetkých úrokových sadzieb najnižšia. Na základe diskontnej sadzby centrálna banka priamo ovplyvňuje dopyt obchodných bánk po týchto úveroch centrálnej banky, čím by sa nepriamo reguloval ich úverový potenciál a tým aj nepriamo ovplyvňovali aktivity ekonomického rozvoja či ďalšie menové ciele.

Reeskontný úver predstavuje úver poskytnutý centrálnou bankou formou odkúpenia zmeniek od bánk, ktoré ich centrálnej banke ponúkajú, pričom ide o odkúpenie čiže *eskont* zmeniek centrálnou bankou už bankami eskontovaných zmeniek od jej klientov. Banky si za eskont zrážajú určitú čiastku označovanú ako *diskont*. Centrálna banka reeskontuje iba prvotriedne zmenky, ktorých zostávajúca lehota splatnosti je do troch mesiacov. Doba splatnosti reeskontného úveru je kratšia o stanovený počet dní, zvyčajne o sedem dní ako zostávajúca doba splatnosti.

Výška reeskontného úveru sa rovná nominálnej hodnote odkúpených zmeniek zníženej o diskontnú sadzbu, ktorou je úročený tento reeskontný úver.

Reeskontné úvery rozdeľujeme na *bežné, sezónne a núdzové*.

Odkupovaním čiže reeskontom exportných zmeniek môže centrálna banka súčasne reguláciou menovej bázy nepriamym spôsobom podporovať export.

Lombardný úver je poskytovaný bankám s výraznejšími problémami s likviditou, dôsledkom čoho je aj vysoká úroková sadzba, ktorá niekedy dosahuje až trojnásobok diskontnej sadzby. Tento úver je poskytovaný bankám proti zástave zmeniek niektorých cenných papierov a jeho výška je nižšia ako trhová hodnota cenných papierov.

Reeskont zmeniek a lombard cenných papierov sú nástrojmi *častočne priamymi*, lebo emisná banka môže priamo vymedziť, ktoré zmenky bude reeskontovať a podobne je to aj s lombardom cenných papierov. Oba tieto nástroje nemožno použiť na zníženie ponuky peňazí, sú totiž vo vzťahu k znižovaniu ponuky peňazí neutrálne. Síce sa lombardný úver veľmi nelíši od reeskontu zmeniek, rozdiely sú však pri preplácaní, pri reeskonte zmeniek emisná banka žiada preplatenie v deň splatnosti, pri lombardnom úvere sa cenné papiere, ktorými sú najčastejšie opäť zmenky, preplácajú v deň splatnosti obchodným bankám.

Pôsobenie reeskontu na zvýšenie ponuky peňazí je časovo limitované lehotou splatnosti zmeniek. Pri lombardnom úvere sa však lehota jeho splatenia nemusí kryť s lehotou splatnosti cenných papierov, ktoré sú vo vzťahu k tomuto úveru v zástave.

Národná banka Slovenska poskytuje aj **ďalšie typy refinančných úverov**.

Čo sa týka *aukčného refinančného úveru*, centrálna banka stanovuje percento minimálneho krytia úveru cennými papiermi, druhy týchto cenných papierov, spôsob aukcie, celkový ponúkaný objem peňažných prostriedkov. Lehota splatnosti je 1 – 6 dní a 7 – 14 dní.

Pri *úveroch na reeskont zmeniek* sa úrok rovná diskontu, pričom sa reeskontujú cudzie obchodné zmenky s lehotou splatnosti 1 – 3 mesiace.

Refinančné úvery na zástavu cenných papierov sú poskytované za lombardnú sadzbu a limitované 75 % hodnoty zastavených cenných papierov, pričom lehota splatnosti je maximálne jeden mesiac.

V súvislosti s rozdelením Štátnej banky Československej na centrálnu banku a dve obchodné banky vznikol v roku 1990 samostatný druh úveru, ktorý nemal s menovou politikou nič spoločné. Označuje sa termínom *redistribučný úver*, bol úročený diskontnou sadzbou, dlhodobý, s cieľom splatenia do roku 1999. Takzvané *zvýhodnené redistribučné úvery* majú úrok diskont - 2 %.

1.3.2.2. Povinné minimálne rezervy

Sú to povinne utvárané pohľadávky obchodných bánk v emisnej banke, ktoré nemožno použiť v komerčných bankách. Pre obchodné banky predstavujú v bilancii položku aktív, pre centrálnu banku položku pasív. Nemajú priamy dopad na menovú bázu. Čo sa týka analýzy ich vplyvu na zahraničie, za predpokladu, že by sa týkali aj depozít v zahraničných menách, mohli by mať vplyv na platobnú bilanciu. Vtedy by zvýšenie povinných minimálnych rezerv viedlo k prílivu zahraničného kapitálu do krajiny.

Ich vplyv sa prejavuje v **peňažných multiplikátoroch**. Za podmienok „ceteris paribus” zvýšenie povinných minimálnych rezerv vedie k zníženiu peňažných multiplikátorov.

Multiplikačný účinok povinných minimálnych rezerv na depozitá obchodných bánk a prostredníctvom nich na celkový rozsah poskytovaných úverov zistíme rovnicou

$$ME = \frac{D}{SPMR} - D$$

Pričom jednotlivé skratky znamenajú nasledovné:

ME – multiplikačný efekt

D – výška pôvodného depozitu

SPMR – sadzba povinnej minimálnej rezervy vyjadrená zlomkom.

Multiplikačný efekt ukazuje, do akej miery si môžu obchodné banky samy tvoriť úverové zdroje, ktoré by emisná banka nemohla kontrolovať, pričom by cez úverový multiplikátor mohlo dochádzať k nekontrolovateľnému rozširovaniu úverového potenciálu bánk a teda aj k ťažšie regulovateľnému vývoju ponuky peňazí. Aj keď multiplikačný efekt znižuje pôsobenie nástroja povinných minimálnych rezerv na ponuku peňazí, je tento nástroj účinný, pretože sa bezprostredne týka ovplyvňovania úverového potenciálu obchodných bánk. Rastom povinných minimálnych rezerv sa likvidita komerčných bánk znižuje a opačne.

Výška povinných minimálnych rezerv je stanovená percentuálnou sadzbou z termínovaných aj netermínovaných vkladov nebankových subjektov uložených v bankách. V niektorých krajinách sú povinné minimálne rezervy kvázi vklady úročené, pričom úročenie je individuálne, v iných krajinách úročenie nie je vôbec.

Banky si popri povinných minimálnych rezervách tvoria tzv. *dobrovoľné rezervy* na účtoch v centrálnej banke.

1.3.2.3. Operácie na voľnom trhu

Za predpokladu existencie pomerne veľkej zadĺženosti štátneho rozpočtu, ktorá má spravidla formu rôznych štátnych dlhopisov, spočívajú operácie na voľnom trhu v nákupoch a predajoch štátnych prípadne aj ďalších vysoko kvalitných krátkodobých cenných papierov najmä obligácií a pokladničných poukážok emisnou bankou komerčným bankám.

Keď emisná banka nakupuje na burze štátne cenné papiere, resp. dlhopisy, znamená to, že na účet predchádzajúceho majiteľa týchto dlhopisov, prichádzajú nové peniaze, ktoré rozširujú existujúcu peňažnú masu, zvyšuje sa teda aj ponuka peňazí a zároveň sa zvyšuje úverový potenciál a likvidita komerčných bánk. Používajú sa teda k citlivej regulácii menovej bázy, likvidity bánk, k ovplyvňovaniu krátkodobých úrokových sadzieb na medzibankovom trhu.

Hlavnými obmedzeniami pre využitie operácií na voľnom trhu sú zmeny úrokových sadzieb, objem vhodných cenných papierov a monetizácia dlhu.

Do kategórie operácií na voľnom trhu možno zahrnúť nasledujúce transakcie, z ktorých každá má svoj účel použitia v ekonomike.

Repo obchody predstavujú predaj cenných papierov centrálnou bankou s ich neskorším odkúpením. Dočasne znižujú menovú bázu.

Reverzné repo obchody predstavujú nákup cenných papierov centrálnou bankou s ich neskorším predajom, čo znamená dočasný rast menovej bázy.

Operácie na voľnom trhu sú najčastejšie uskutočňované formou **tendra**.

Pri *objemovom tendri* centrálna banka fixuje úrokovú sadzbu obchodov a jednotlivé banky ponúkajú objemy obchodov.

Pri *úrokovom tendri* ponúkajú banky objem obchodov aj úrokovú sadzbu obchodov.

Ponuky sa zoradia postupne a vyradia sa tie, ktoré sa buď nedostanú do celkového množstva alebo tie, ktoré sú menej výhodné a svojou ponukou zaostávajú za ostatnými.

V prípade *Holandského tendra* sú úvery poskytnuté všetkým záujemcom za najnižšiu sadzbu, ktorá ešte bola v limite.

V prípade *Amerického tendra* je úver v rámci limitu poskytnutý každému subjektu za jednotlivé ponúknuté sadzby.

Switching spočíva vo výmene cenných papierov za také isté cenné papiere ale s inou lehotou splatnosti, ktorej účelom je zmena časovej štruktúry cenných papierov v aktívach centrálnej banky. Na menovú bázu priamy vplyv nemá. Uskutočňuje sa buď na základe *give-up* úrokového rozdielu, v prípade predaja cenných papierov s vyšším úrokom s dlhšou dobou splatnosti za cenné papiere s nižším úrokom a kratšou dobou splatnosti, alebo na základe *pick-up* úrokového rozdielu v prípade opačného postupu.

Operácie na voľnom trhu sú najpoužívanejším nástrojom centrálnych bánk v trhových ekonomikách.

1.3.2.4. Konverzie a swapy

Pri analýze účinnosti konverzií a swapov na vývoj ponuky peňazí sú dôležité operácie so zahraničnými menami. Ich cieľom je aj ovplyvňovanie výšky devízových kurzov, čo sa deje najmä prostredníctvom operácií so zahraničnou menou medzi bankami. Existencia vymeniteľnosti meny umožňuje emisnej banke regulovať ponuku peňazí prostredníctvom týchto operácií.

Ak si domáce subjekty môžu bez obmedzenia nakupovať zahraničnú menu a voľne ňou disponovať, jedná sa o *vnútornú (internú) menovú vymeniteľnosť*. Pri *vonkajšej (externej)* vymeniteľnosti si však môžu aj zahraničné subjekty rovnako bez väčšieho obmedzovania nakupovať domácu menu a voľne s ňou disponovať. Práve prostredníctvom externej vymeniteľnosti mien je možné prepájanie peňažných obehov krajín navzájom.

Vo vzťahu medzi emisnou a obchodnou bankou môže prebiehať nákup alebo predaj zahraničnej meny za domácu menu dvoma spôsobmi, konverziami a swapmi, ktoré sa líšia v pôsobení na ponuku peňazí.

Konverzia predstavuje nákup alebo predaj zahraničných mien za domácu menu bez spätnej väzby na predaj alebo nákup v budúcnosti. Pôsobí na ponuku peňazí trvalo.

Swapové operácie kombinujú promptné a termínové operácie, keď emisná banka nakupuje alebo predáva zahraničné meny za domácu menu s tým, že sa v budúcnosti v dohodnutom termíne prípadne aj za ďalších dohodnutých podmienok uskutoční spätná operácia nákupu alebo predaja. Swapové operácie pôsobia na peňažnú zásobu dočasne, závisí to práve od dĺžky obdobia medzi prvotnou a spätnou swapovou operáciou. Táto analýza neprihliada na zmeny devízového kurzu.

Konverzie i swapy môžu pôsobiť pozitívne až na tri ciele magického štvoruholníka a to na *ekonomický rast, zamestnanosť a platobnú bilanciu*.

Čo sa týka spôsobu, akým by na základe konverzií a swapov prúdil do krajiny **zahraničný kapitál**, museli by banky zvýšiť úrokové sadzby, aby boli pre zahraničný kapitál príťažlivé, pretože zahraničný klient ukladá svoje depozitá do banky preto, aby najlepšie zhodnotil svoj kapitál. Ak by však obchodná banka zvýšila úrok z depozít, musela by zvýšiť aj úrok z úverov, alebo kryť zvýšené úroky z depozít na úkor svojho zisku, a to je v rozpore s jej vlastným záujmom. Zvýšenie úrokov z úverov by pôsobilo rozporne na ponuku peňazí a teda by sa celkový pozitívny vplyv swapov v prílive kapitálu mohol negovať vplyvom drahých úverov.

Príliv kapitálu s jeho pozitívnym vplyvom na ekonomiku možno dosiahnuť aj čerpaním úverov v zahraničí. Pozitívny vplyv prílivu kapitálu na platobnú bilanciu je potrebné posudzovať v súvislosti so splácaním úverov, ktoré znamená odliv kapitálu z krajiny.

Analýza účinkov konverzie a swapov sa spája s ich vplyvom na devízový kurz. Zmeny devízového kurzu sú považované za rozhodujúci faktor pohybu zahraničného kapitálu a preto sa vplyv konverzie a swapov na devízový kurz pokladá za dôležitejší ako ich priame pôsobenie na ponuku peňazí.

1.3.2.5. Intervencia devízového kurzu

Vývoj devízového kurzu nepriamo ovplyvňuje príliv kapitálu a vonkajšiu kúpnu silu meny, ako aj ponuku peňazí vo vnútornej ekonomike.

Emisná banka alebo ňou poverená inštitúcia prostredníctvom intervencií vedome ovplyvňuje devízový kurz s cieľom regulácie menového kurzu domácej meny k menám zahraničným. Súčasne môžu viesť k zmenám menovej bázy.

Samotná zmena ponuky peňazí z dôvodov intervencie devízového kurzu závisí od spôsobu intervencie. Uskutočňujú sa dvoma základnými spôsobmi.

1. **Priamo** – keď centrálna banka predáva alebo nakupuje domácu menu za zahraničné meny, pričom priamo dochádza ku zmene dopytu alebo ponuky zahraničnej meny za domácu menu s dopadom na menový kurz. Priame intervencie sa robia prostredníctvom konverzií a swapov, prípadne termínovo.
2. **Nepriamo** – keď centrálna banka uskutočňuje zmeny diskontnej sadzby, pričom rast diskontu by mal viesť k prílivu zahraničného kapitálu a pokles diskontu k odlivu zahraničného kapitálu. Nastáva zmena menového kurzu a tiež zmena vzťahu medzi ponukou a dopytom zahraničnej meny za domácu menu. Nepriame intervencie sú spojené s nákupom alebo predajom zlata, ale aj úpravami diskontných sadzieb.

Predaj zlata centrálnou bankou za domácu menu znižuje ponuku peňazí, nákup zlata ju zvyšuje. Predajom zlata dochádza zároveň k revalorizačnému tlaku na devízový kurz resp. k tlmeniu devalvačných tlakov, čo tlačí mieru inflácie dole, a tým sa stáva lacnejší dovoz, ktorý môže ďalej pôsobiť pozitívne povzbudzovaním ekonomického rastu, ktoré môže byť tlmené znížením ponuky peňazí.

Revalorizácia pôsobí na platobnú bilanciu v smere odlivu zahraničného kapitálu súvisiaceho so zdražením vývozu a zlacnením dovozu tovarov a služieb, devalvácia vedie k prílivu zahraničného kapitálu.

Pri analýze je nutné posúdiť aj účinky ďalších faktorov, napríklad zdraženie dovozu nemusí viesť k zníženiu produkcie, ak domáci výrobcovia využijú pri výrobe domáce komponenty.

Význam tohto nástroja prechodom na **pohyblivý kurz** narastá.

2. kapitola

Fungovanie menovej politiky

V priebehu rozhodovania sa centrálnej banky o zameraní menovej politiky je potrebné zhodnotiť celkovú ekonomickú, politickú situáciu doma i v zahraničí, vývoj cien surovín, predpokladané investičné zámery podnikov, zahraničnoobchodné vzťahy, vývoj finančných trhov a ďalšie ukazovatele. Na základe toho centrálna banka zvolí najvhodnejší spôsob, ktorý by mal viesť k stabilizácii nepriaznivej situácie. Centrálna banka môže uskutočňovať **expanzívnu** alebo **reštriktívnu** menovú politiku.

V prípade **reštriktívnej** menovej politiky je cieľom centrálnej banky tlmiť infláciu. V prvom kroku centrálna banka buď zvýši podiel povinných rezerv alebo predá štátne dlhopisy na voľnom trhu. Obidve operácie vedú k zníženiu zdrojov, ktoré majú obchodné banky k dispozícii na poskytovanie úverov. Zníženie zdrojov bankovej sústavy má za následok redukcii vkladov v obchodných bankách, ktorú ešte znásobuje peňažný multiplikátor. V dôsledku toho sa prejaví zníženie ponuky peňazí. Reakciou na redukcii vkladov v komerčných bankách je zvýšenie úrokových sadzieb, ktoré vyvoláva pokles investícií. V otvorenej ekonomike môžu vyššie úrokové sadzby vyvolať vyšší kurz vlastnej meny voči zahraničnej mene a tým znížiť export.

V prípade **expanzívnej** menovej politiky ide o rozšírenie ponuky peňazí a tým rýchlejší rast národného hospodárstva zároveň však rastie aj cenová hladina.

Každá menová politika obsahuje teda dve riziká:

- 1.) Menová politika môže byť príliš expanzívna, pričom nadmerný rast peňažnej masy vyvoláva rast inflácie.
- 2.) Príliš reštriktívna menová politika môže brzdiť ekonomickú aktivitu.

Centrálna banka sa teda musí opatrne pohybovať medzi príliš expanzívnou a príliš reštriktívnou menovou politikou.

Menová politika ovplyvňuje hospodársku činnosť postupným pôsobením od zmien v mase peňazí cez zmeny úrokových sadzieb k zmenám investičných výdavkov.

Krátkodobé účinky expanzívnej menovej politiky:

1. zníženie úrokovej miery,
2. rast úrovne reálneho outputu,
3. rast cenovej hladiny.

Krátkodobé účinky reštriktívnej menovej politiky:

1. zvýšenie úrokovej miery,
2. pokles úrovne reálneho outputu,
3. pokles cenovej hladiny.

Dlhodobé následky jednorázového vzrastu masy peňazí:

1. rovnovážna úroveň finálnych statkov a cien vstupu vzrastie úmerne k rastu peňažnej masy,
2. rovnovážna úroveň reálneho outputu sa nemení,
3. rovnovážna úroková miera sa nemení.

Dlhodobým výsledkom zrýchlenia rastu peňažnej masy je zrýchlenie rastu cenovej hladiny inputu a finálnych statkov. Jednorázové zmeny peňažnej masy ovplyvňujú teda dlhodobo iba cenovú hladinu, neovplyvňujú však dlhodobé rovnovážne hodnoty reálneho outputu, reálnych investícií alebo nezamestnanosti. Tieto javy možno zovšeobecniť pojmom **neutralita peňazí**. Zmeny tempa rastu peňažnej masy nezmenia ani reálny output ani reálnu úrokovú mieru, čo možno vyjadriť pojmom **superneutralita peňazí**.

2.1. Časové oneskorenia v menovej politike

Menová politika sa vykonáva v reálnom čase a od doby, keď sa v ekonomike vyskytne nejaká makroekonomická porucha, po dobu, kým sa prijme potrebné opatrenie menovej politiky a začne pôsobiť, uplynie určitý čas, ktorý môže mať za následok, že konečný účinok tohto opatrenia bude úplne iný než pôvodný zámer. Takéto opatrenia sa v čase, kedy skutočne začínajú pôsobiť, ukážu ako nesprávne resp. procyklické a to v prípade, keď sa medzitým výrazne zmenila menová situácia. Čím je tento čas dlhší, tým je menová politika menej pružná a o to viac sa musí spoliehať na jednoduché dlhodobé platné pravidlá. Rozlišujeme štyri typy oneskorení (**time lags**):

Rozpoznávacie oneskorenie resp. oneskorenie zistenia (recognition lag) predstavuje obdobie, ktoré uplynie medzi výskytom poruchy v ekonomike a časom, kedy si zodpovedné inštitúcie uvedomia nutnosť zásahu menovej politiky. Príkladom je čas, ktorý uplynie medzi vznikom inflácie a zistením tejto skutočnosti z cenových indexov. Poznávacie omeškanie zahŕňa vlastne straty spôsobené dostupnosťou potrebných údajov a časom potrebným na ich spracovanie. Toto obdobie možno skrátiť rýchlymi a častými štatistickými zisťovaniami a vhodným výberom rozhodujúcich indikátorov.

Rozhodovacie a realizačné oneskorenie resp. oneskorenie rozhodnutia (decision lag) je obdobie, ktoré uplynie od zistenia určitej skutočnosti až po prijatie a realizáciu konkrétnych opatrení menovej politiky. Toto obdobie je možné skrátiť dobrou organizáciou a tiež dobrými znalosťami o vzťahu medzi cieľom a prostriedkami použitými na jeho realizáciu.

Rozhodovacie omeškanie je ovplyvnené mierou nezávislosti centrálnej banky. Čím je banka vo svojich rozhodnutiach autonómnejšia, tým je oneskorenie kratšie, a naopak, v prípade, že rozhodnutie centrálnej banky podlieha ešte schváleniu ďalšieho orgánu, omeškanie sa predlžuje.

Prispôsobovacie oneskorenie resp. oneskorenie dosiahnutia medzicieľa (intermediate lag), ktoré vzniká v monetárnej oblasti medzi prijatím určitého opatrenia centrálnej banky a konečnou želanou reakciou resp. želanou zmenou cieľovej peňažnej veličiny, na ktorú je zamerané. Napríklad podľa Milтона Friedmana je oneskorenie medzi zmenou peňažnej zásoby a zmenou reálneho hrubého domáceho produktu medzi 6 až 9 mesiacmi.

Prispôsobovacie omeškanie je dané povahou ekonomických procesov a ako jediné je neovplyvniteľné subjektívnou činnosťou centrálnej banky. Jeho dĺžka závisí v značnej miere od koncepcie menovej politiky a dá sa teda skrátiť vhodnou voľbou jej nástrojov.

Oneskorenie dosiahnutia účinku (effect lag) je obdobie, ktoré uplynie od zmeny bezprostredného cieľa po zmenu konečného cieľa. Príkladom je čas, ktorý uplynie od spomalenia rastu masy peňazí po pokles inflácie.

Oneskorenie dosiahnutia účinku možno skrátiť mimobankovými opatreniami, napríklad pôsobením na hospodárske subjekty, aby sa správali požadovaným spôsobom.

Existencia časových oneskorení v menovej politike je jedným z argumentov monetaristov na odmietanie využívania menovej politiky na ovplyvňovanie ekonomickej konjunktúry.

2.2. Menové kritériá

Medzi nástrojmi menovej politiky a jej konečnými cieľmi neexistuje priame spojenie. Prostredníctvom nástrojov je možné tieto ciele iba nepriamo ovplyvňovať.

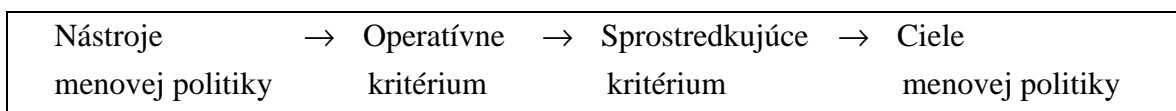
Prepojenie s konečnými cieľmi býva sprostredkované ďalšími ekonomickými veličinami tzv. **menovými kritériami**.

Medzi základné požiadavky, ktoré musia menové kritériá spĺňať patrí:

- **merateľnosť a rýchla dostupnosť štatistických údajov** o vývoji operatívneho a sprostredkujúceho kritéria. K dispozícii sú skôr údaje o vývoji operatívneho kritéria a až neskôr údaje o vývoji sprostredkujúceho kritéria.
- **plná kontrolovateľnosť operatívneho kritéria zo strany centrálnej banky**
V praxi táto požiadavka nie je vždy celkom splnená. S jej oslabovaním sa znižuje aj kvalita transmisného mechanizmu a preto je potrebné ju napĺňať v maximálnej možnej miere.
- **stabilita vzťahu v kauzálnom reťazci medzi operatívnym kritériom, sprostredkujúcim kritériom a cieľom menovej politiky**
Táto požiadavka je rozhodujúca pri voľbe konkrétneho menového inštrumentária. Zmena týchto vzťahov môže viesť k potrebe zmeny systému uskutočňovanej menovej politiky.
- **rýchlejšia reakcia sprostredkujúceho kritéria na zmenu operatívneho kritéria ako reakcia konečného cieľa**
Táto požiadavka umožňuje centrálnej banke korigovať prípadné chyby v menovej politike.

Menové kritériá sa využívajú pri riadení menovej politiky hlavne preto, že je ľahšie dosiahnuť daný menový cieľ sledovaním kritéria ako priamym sledovaním cieľa. Centrálna banka si nemôže voliť ciele, ktoré si protirečia a navzájom sa vylučujú. Stanovenie kritérií závisí aj od nezávislosti centrálnej banky od štátnej moci. Čím viac je banka nezávislá, tým ľahšie môže dosiahnuť konečný cieľ.

Medzi kritériami a konečnými cieľmi musí existovať prepojenosť resp. kauzalita. Podľa vzdialenosti kritérií od nástrojov rozlišujeme menové kritériá *operatívne*, ktoré sú v kauzálnom reťazci bližšie k nástrojom, a *spostredkujúce*, ležiace bližšie k cieľom menovej politiky.



Prostredníctvom použitia operatívnych a sprostredkujúcich kritérií možno konkrétne a dostatočne rýchlo posúdiť, či dané opatrenie pôsobí správne a nemusí sa čakať až na zhodnotenie dosiahnutia konečného cieľa po uplynutí celého obdobia. Požadovaný vývoj kritérií v jednotlivých mesiacoch resp. štvrtrokoch môže centrálna banka stanoviť povoleným rozpätím pre pohyb kritéria alebo pevne zadanou veličinou. V menovom programe centrálnej banky sú tieto povolené pásma pre pohyb kritérií stanovené a nazývajú sa „**targets**“.

2.3. Indikátory menovej politiky

Aj keď operatívne a sprostredkujúce kritériá vyplňajú medzeru medzi nástrojmi a konečnými cieľmi, nie je isté, či ich programové napĺňanie povedie k splneniu konečného cieľa. Preto je pre centrálnu banku vhodné nájsť menové i nemenové veličiny, ktoré ju budú včas informovať o vhodnosti zvolenej menovej politiky. Túto úlohu plnia **indikátory menovej politiky**, ktoré vypovedajú o tom, ako rýchlo reaguje trh na nástroje centrálnej banky.

Indikátory musia predbiehať zmenu cieľovej veličiny a je nutné, aby boli rýchlo štatisticky dostupné. Na rozdiel od menových kritérií nie sú pre pohyb indikátorov stanovené žiadne povolené pásma. Väzba medzi indikátormi a konečnými cieľmi nie je natoľko štatisticky významná, aby tieto hodnoty mohla centrálna banka svojimi nástrojmi kontrolovať. Centrálna banka používa skôr sady indikátorov ako jeden konkrétny indikátor, pretože signál vyslaný jedným indikátorom môže byť potvrdený iným indikátorom.

Prehľad indikátorov menovej politiky v súvislosti so sledovanými cieľmi je znázornený v *prílohe č.1*.

2.4. Menové agregáty

Aby centrálna banka dosiahla stanovený cieľ, stanovuje si menové medziciele, vyjadrené určitými ukazovateľmi menového vývoja. Jednou z týchto menových premenných je **ponuka peňazí** a jej vývoj vo vzťahu k hlavným cieľom hospodárskej politiky. Hospodárska politika sa zameriava na vývoj hrubého národného produktu, cenový pohyb, nezamestnanosť a vývoj platobnej bilancie.

Kvantitatívnym vymedzením ponuky peňazí je **peňažná zásoba**, ktorú je bankový systém schopný vytvoriť podľa určitých pravidiel. Okrem názvu peňažná zásoba sa používa aj pojem **peňažná masa (Geldmenge)**, ktorú tvoria všetky druhy peňazí. Patria sem teda mince, papierové peniaze a bankové peniaze (depozity na požiadanie a iné šekovateľné depozity, ktoré je možné využívať na platenie alebo ihneď premeniť na hotovosť). Vplyv peňazí na iné makroekonomické veličiny (agregátnu cenovú hladinu, agregátny výstup, zamestnanosť) sa posudzuje prostredníctvom sledovania vývoja jednotlivých zložiek peňazí a za týmto účelom sa konštruujú jednotlivé **menové agregáty**, ktoré predstavujú súhrn peňažných prostriedkov s určitým stupňom likvidity. Definícia menových agregátov sa v jednotlivých ekonomikách líši. Menové agregáty možno zovšeobecniť nasledujúcimi definíciami.

M0 = Menová báza = Hotovostné obeživo v bankách + Celkové rezervy bánk
M1 = Hotovostné obeživo + Vklady na bežných účtoch v bankách + Cestovné šeky
M2 = M1 + Úsporné vklady v bankách + Termínované vklady v bankách
M3 = M2 + Vklady v cudzej mene v domácich bankách
M4 = M3 + Vklady v nebankových inštitúciách + Krátkodobé cenné papiere
M5 = M4 + Ostatné cenné papiere v domácej mene

Menové agregáty (ktoré sú sprostredkujúcim kritériom) a teda aj ponuku peňazí ovplyvňuje centrálna banka prostredníctvom **menovej bázy**, ktorá je operatívnym kritériom menovej politiky. Nachádza sa na strane pasív v bilancii centrálnej banky a obsahuje peňažné prostriedky s najvyšším stupňom likvidity, ktorých vývoj môže centrálna banka bezprostredne ovplyvňovať. Celkové rezervy bánk sú tvorené *povinnými minimálnymi rezervami* bánk na účtoch v centrálnej banke, *dobrovoľnými rezervami* bánk na účtoch v centrálnej banke a *hotovostnými rezervami* v pokladniciach bánk.

Menový agregát **M1** sa označuje pojmom **peňažná zásoba** alebo **úzke peniaze (narrow money)** a tvorí strednodobé kritérium menovej politiky. Zahŕňa hotovostné peniaze v rukách nebankových subjektov a bankové peniaze, povinné minimálne rezervy sem nepatria. Do menového agregátu **M2** sa vo väčšine krajín zahŕňajú iba vklady v domácej mene. Agregát **M3** zahŕňa vklady v cudzích menách, ktoré majú obmedzenú likviditu v tom zmysle, že ich treba pred použitím najskôr konvertovať do domácej meny. Menový agregát **M4** zahŕňa ešte aj vklady v nebankových inštitúciách v domácej mene a tiež krátkodobé cenné papiere v domácej mene. Vo Veľkej Británii označujú agregát M4 ako **široké peniaze (broad money)**. V agregáte **M5** sú navyše zahrnuté ostatné cenné papiere v domácej mene a tento agregát býva označovaný ako písmenom **L** ako **likvidné aktíva**.

V závislosti od konkrétneho bankového systému sa **ponuka peňazí** zvykne stotožňovať s menovým agregátom M1 resp. M2 alebo aj M3.

2.4.1. Menová báza

Menovú bázu možno rozčleniť na **vypožičanú bázu (borrowed base)**, ktorá ako celok nie je pod priamou kontrolou centrálnej banky, pretože časť tvorenú z *diskontných pôžičiek* nemôže centrálna banka plne kontrolovať a na **nevypožičanú bázu (nonborrowed base)**, to je časť menovej bázy po odčítaní diskontných pôžičiek, ktorú môže centrálna banka plne kontrolovať a ovplyvňovať *operáciami na voľnom trhu*.

Nákup a predaj na voľnom trhu sa môže uskutočniť vo vzťahu k bankám i k nebankovej verejnosti. Nákupom krátkodobých cenných papierov (štátne pokladničné poukážky, Treasury Bills) uvoľní centrálna banka svoje rezervy komerčným bankám, čím vzrastú rezervy komerčných bánk a tiež menová báza. Ak si jednotlivec nechá cenné papiere preplatiť v hotovosti, neprejaví sa to v zmene rezerv komerčných bánk ani centrálnej banky, ale spôsobí to nárast hotovosti, ktorý zvýši menovú bázu bez ovplyvnenia rezerv. Ak sa podrží výt'azok v hotovosti, nemá to vplyv na rezervy, ale ak je uložený ako vklad, vzrastú aj rezervy v bankovom systéme o túto čiastku. Vplyv nákupu na voľnom trhu je na menovú bázu z pozície centrálnej banky **rovnaký**, bez ohľadu na to, či si výt'azok z predaja cenných papierov podrží majiteľ v hotovosti, alebo ho vloží do komerčnej banky.

Predajom cenných papierov na voľnom trhu poklesne menová báza o túto čiastku, ale vplyv na rezervy to bude mať len v prípade, že majiteľ za cenné papiere nezaplatí v hotovosti.

Operácie na voľnom trhu majú rôzny vplyv na vývoj rezerv v závislosti od rozhodnutia veriteľ'ov.

Ak centrálna banka poskytne bankovému systému **diskontné pôžičky**, zvýšia sa rezervy centrálnej banky a tým aj menová báza. Pri splatení diskontných pôžičiek sa rezervy centrálnej banky znižujú a o túto sumu sa zníži teda aj menová báza. Zmenou diskontných pôžičiek bánk od centrálnej banky sa v rovnakom rozsahu zmení aj menová báza.

Z predchádzajúcej analýzy vyplýva, že centrálna banka vie lepšie kontrolovať menovú bázu ako rezervy, lepšie kontrolovať rozsah operácií na voľnom trhu ako menovú bázu, účinnnejšie ovplyvňovať vývoj diskontných pôžičiek určením diskontnej sadzby, no horšie ovplyvňovať veľkosť diskontných pôžičiek, ktoré centrálna banka stanovením diskontnej sadzby môže regulovať ale nie plne kontrolovať, lebo závisia od rozhodnutia bánk³.

Závislosť zmeny peňažnej zásoby od zmeny menovej bázy je vyjadrená premennou nazývanou **peňažný multiplikátor**, ktorý je ovplyvňovaný:

- rozhodnutiami centrálnej banky o veľkosti povinných minimálnych rezerv,
- rozhodnutiami nebankových subjektov, či si ponechať hotovosť alebo ju vložiť do banky,
- rozhodnutiami komerčných bánk o držbe dobrovoľných rezerv.

³ Hlavatá I.: Menová analýza a prognóza, Ekonóm Bratislava, 1999, str. 71

$$\Delta M1 = \frac{1 + k_H}{r_{BV} + r_{TV} \times k_{TV} + k_H + r_E} \times \Delta MB$$

$$\Delta M2 = \frac{1 + k_H + k_{TV}}{r_{BV} + r_{TV} \times k_{TV} + k_H + r_E} \times \Delta MB$$

k_H = obeživo(currency)/netermínované vklady(deposits)

k_{TV} = termínované vklady(term deposits)/netermínované vklady(deposits)

r_{BV} = miera povinných minimálnych rezerv z netermínovaných vkladov(bežných)

r_{TV} = miera povinných(required) minimálnych rezerv z termínovaných vkladov

r_E = dobrovoľné rezervy(excess reserves)/netermínované vklady(deposits)

Keďže sadzby povinných minimálnych rezerv sú plne pod kontrolou centrálnej banky, príčiny nestability treba hľadať v zmenách pomerov k_{TV} , k_H a r_E .

Správanie sa ekonomických subjektov je determinované celkovým hospodárskym vývojom a svoje správanie prispôbujú jeho zmenám. V čase recesie a neistoty sa môžu podnikateľské subjekty rozhodnúť držať väčšiu časť svojich finančných aktív vo forme hotovosti a banky môžu zasa držať väčšie dobrovoľné rezervy. Skúmané veličiny sa teda môžu meniť v závislosti od vývoja hospodárskej konjunktúry a tým sa sťažuje predvídateľnosť vývoja peňažného multiplikátora.

2.5. Transmisný mechanizmus menovej politiky

Pri konkrétnej realizácii menovej politiky narážame na problém, že konečný cieľ menovej politiky menovú stabilitu možno ovplyvniť len nepriamo a po uplynutí určitého času. Obdobie od uskutočnenia zmien až po ich konečný dopad na ekonomiku možno označiť ako mechanizmus prenosu resp. **transmisný mechanizmus**, definovaný ako reťazec kauzálnych vzťahov, ktoré centrálna banka využíva na dosiahnutie cieľov menovej politiky⁴.

Prepojenie nástrojov centrálnej banky, cieľov menovej politiky a ich dopadov na ekonomiku býva sprostredkované dvoma menovými kritériami, ktorých konkrétna povaha závisí od charakteru transmisného mechanizmu zvoleného centrálnou bankou. Tieto kritériá umožňujú nájsť lepšie riešenie a zároveň odhaliť disproporcie v transmisnom mechanizme. V teórii rozlišujeme 2 základné typy transmisných mechanizmov: *monetaristický* (využíva sa pri menovom ciele) a *keynesiánsky*.

⁴ Revenda Z.: Peněžní ekonomie a bankovníctví, Management Press Praha, 1996, str. 441

2.5.2. Keynesiánsky úrokový transmisný mechanizmus

Vychádza zo vzťahu medzi vývojom úrokových sadzieb, agregátnym dopytom a hrubým domácim produktom. Jeho základom je prostredníctvom štátnych zásahov ovplyvňovať krátkodobé a dlhodobé úrokové sadzby, podporovať agregátny dopyt a tým dosiahnuť hlavný cieľ, ktorým je pre keynesiánov **hospodársky rast a nízka nezamestnanosť**.

Názory keynesiánov na hospodársku a menovú politiku vychádzajú z toho, že trhový systém považujú sám o sebe nestabilný, pričom príčinu problémov vidia v nepredvídateľných výkyvoch očakávaní spotrebiteľov, investorov a v nestabilnom dopyte po peniazoch a úvere. Na zabezpečenie rovnováhy sa má preto vládna politika vždy orientovať proti prevládajúcim tendenciám súkromného sektora, teda v období recesie má pôsobiť expanzívne a počas konjunktúry reštriktívne. Dôležitú úlohu prikladajú fiškálnej politike, ktorá má prostredníctvom vládnych výdajov podporovať domáci dopyt a tým hospodársky rast a znižovanie nezamestnanosti, pričom úlohou menovej politiky je zabezpečiť nízku cenu peňazí a tým lacné prefinancovanie schodkov štátneho rozpočtu.

Na zabezpečenie bezkrízového vývoja národného hospodárstva je nutná rovnováha medzi úsporami a investíciami, ktorá predurčuje maximálny objem úverov, ktoré možno poskytnúť, pričom úverová expanzia je podľa keynesovcov zdravá a žiadúca dovtedy, kým nové investície neprevyšujú bežné úspory a teda úlohou centrálnej banky je zabezpečiť túto rovnováhu.

Menová politika keynesovcov sa nazýva aj **diskrétna politika (discretion policy)**, politika častých zásahov a jemného dolad'ovania ekonomiky.

Keynesiánska koncepcia menovej politiky založená na úrokovom transmisnom mechanizme zaznamenala najväčší rozmach v období po skončení 2. svetovej vojny a svoj silný vplyv si udržala až do polovice 70. rokov, ktoré sú spojené s nástupom monetarizmu v USA a niektorých ďalších krajinách.

2.5.1. Monetaristický peňažný transmisný mechanizmus

Opiera sa o kauzality medzi prírastkom menovej bázy, prírastkom peňažnej zásoby a zmenou cenovej hladiny za účelom dosiahnutia hlavného cieľa, ktorým je pre monetaristov **nízka inflácia**. V úlohe operatívnych kritérií môžu okrem menovej bázy vystupovať aj niektoré jej zložky, ako napríklad povinné a dobrovoľné rezervy bánk, a v úlohe strednodobých kritérií vystupujú menové agregáty.

Monetaristi na rozdiel od keynesiánov považujú trhovú systém v podstate za stabilný a príčiny nerovnováh vidia v nesprávnych zásahoch vlády, ktoré iba zhoršujú celú situáciu. Upozorňujú na časový nesúlad medzi použitím nástrojov hospodárskej politiky a časom ich pôsobenia. Nástroje začnú pôsobiť už v úplne inej situácii než v tej, v ktorej boli prijaté a ich účinok bude môže byť opačný.

Dôležitým faktorom, ktorý ovplyvňuje kolísanie národného dôchodku a inflácie, je podľa monetaristov kolísanie ponuky peňazí. Dopyt po peniazoch považujú z dlhodobého hľadiska za stabilný, a preto odporúčajú, aby prírastok peňažnej zásoby bol dlhodobo stabilný a zodpovedal priemernému rastu reálneho produktu.

Menová politika monetaristov je **politikou dlhodobo stabilných pravidiel (policy of rules)**.

Základné stavebné kamene monetaristického transmisného mechanizmu, ktorý patrí v súčasnosti medzi najvyužívanejšie spôsoby realizácie menovej politiky, sformuloval Milton Friedman.

Teoretickým základom tohto modelu je dôchodková verzia rovnice výmeny a určenie peňažnej zásoby prostredníctvom menovej bázy a peňažného multiplikátora.

Rovnica výmeny: $M \times V = P \times Y$

M – množstvo peňazí v obehu

V – dôchodková rýchlosť obehu peňazí

P – úroveň cenovej hladiny

Y – veľkosť reálneho produktu

Ideálne fungovanie monetaristického transmisného mechanizmu je založené na troch predpokladoch, pri splnení ktorých môže centrálna banka plne kontrolovať agregátny dopyt:

1. centrálna banka je schopná plne kontrolovať menovú bázu,
2. peňažný multiplikátor je v čase stabilný, prípadne jeho zmeny sú plne predpovedateľné,
3. dôchodková rýchlosť peňazí je v čase stabilná, prípadne jej zmeny sú plne predpovedateľné.

Ostáva ešte určiť veľkosť ročných prírastkov peňažnej zásoby. M. Friedman odporúča 3 - 5 % prírastky, zodpovedajúce empiricky zisteným dlhodobým prírastkom HDP v USA. V praxi nemusia byť všetky tri predpoklady celkom splnené.

2.6. Menové ciele

Menové programovanie je postavené na predpoklade, že **prostredníctvom regulovania tempa rastu peňažnej zásoby**, definovaného ako medzicieľ menovej politiky, je centrálna banka schopná dosiahnuť stanovenú mieru inflácie v ekonomike ako finálny cieľ prostredníctvom takého prísunu peňazí do ekonomiky, pri ktorom ponuka peňazí zodpovedá potrebe reálneho HDP a nepreleje sa do inflačných tlakov.

Základným predpokladom fungovania monetaristickej schémy je, že **ponuka peňazí v ekonomike je exogénne určovaná centrálnou bankou**. Možnosť centrálnej banky exogénne určovať množstvo peňazí v ekonomike je podmienená plnou autonómiou národnej meny. To znamená, že centrálna banka nemá povinnosť udržiavať výmenný kurz voči iným menám, teda podmienkou je **voľný režim výmenného kurzu**, pri ktorom sa rovnováha na devízovom trhu dosahuje bez intervencií centrálnej banky.

Druhým predpokladom je, že **dopyt verejnosti po peniazoch je stabilnou funkciou dôchodkov resp. výdavkov**, že ho významne neovplyvňujú zmeny v úrokových mierach ani iné faktory. *Uvedené dva predpoklady* monetaristického modelu platia pre dlhšie časové obdobie a v krátkom období je ich platnosť veľmi relatívna. Dopyt po peniazoch navyše veľmi citlivo reaguje na akékoľvek zmeny (šoky) na peňažných a kapitálových trhoch, ako aj v celom ekonomickom prostredí. Keďže sa zmeny v dopyte po peniazoch odzrkadľujú v peňažných zostatkoch verejnosti, čiastočne vo forme obeživa, v rozhodujúcej miere vo vkladoch v bankách, všetky tieto zmeny sa prenášajú do hodnoty peňažného multiplikátora, ktorý v praxi ani zďaleka nie je stabilný. Centrálna banka nemôže v žiadnom období presne určiť ponuku peňazí jednoduchým nastavením menovej bázy na želanú úroveň.

Úspešnosť menovej politiky založenej na menovom programovaní, ktoré vychádza z neutrality peňazí a kvantitatívnej rovnice peňazí, závisí teda od miery stability, konštantnosti a predikovateľnosti peňažného multiplikátora a tiež od stability rýchlosti obehu peňazí.

Menovú politiku na báze menového programovania prijali niektoré centrálny banky transformujúcich sa krajín, ktoré pri formovaní zásad svojej menovej politiky vychádzali zo skúseností nemeckej centrálnej banky. Z hľadiska očakávaných uspokojujúcich výsledkov postupu sa počítalo s tým, že peňažné a finančné trhy sa v rámci transformačného procesu budú konštituovať zodpovedajúco úrovni deregulácie a liberalizácie vo vyspelých krajinách, a že nerozvinuté trhy transformujúcich sa krajín zatiaľ nebudú vyvolávať neprimerané podnety na zmeny v dopyte po peniazoch.

2.7. Cieľovanie inflácie

Krajiny zápasiace s akcelerujúcou mierou inflácie, ktorým sa pomocou stratégie menového cielenia sa nepodarilo stlmiť infláciu na požadovanú úroveň, sa rozhodli vyhlásiť svoj **inflačný cieľ priamo**, sledovať ho prostredníctvom krátkodobých úrokových sadzieb peňažného trhu a nástrojmi menovej politiky pôsobiť na nízku mieru inflácie bez medziciele a peňažnej zásoby. Konečný cieľ v podobe cieľovania miery inflácie je definovaný v dlhodobom časovom horizonte.

Pri stanovení rámca pre inflačný cieľ musia krajiny prijať rozhodnutia o tom, aký cenový index používať, aké výnimky povoľovať, akú strednú hodnotu a šírku cieľového pásma stanoviť. Dôležitý je konsenzus o výške inflačného cieľa medzi vládou a centrálnou bankou.

Vo väčšine krajín sú inflačné ciele definované ako dosiahnutie nízkej miery inflácie, meranej prevažne modifikovaným indexom spotrebiteľských cien. Všetky krajiny očisťujú pre potreby inflačného cielenia štandardné indexy spotrebiteľských a maloobchodných cien a korigujú stanovené pásmo inflácie o dôsledky explicitných ponukových šokov. Užšie pásmo môže zlepšiť kredibilitu menovej politiky, pretože pevnejšie zakotvuje inflačné očakávania. Širšie pásmo umožňuje flexibilnejšiu reakciu na neočakávaný inflačný vývoj a zároveň berie ohľad na cyklický vývoj ekonomiky.

Niektoré obdobia môžu byť pre zavedenie cieľovania inflácie vhodnejšie ako iné. Správne načasovanie zavedenia režimu cieľovania inflácie môže teda hrať dôležitú úlohu pri analýze úspešnosti tohto režimu.

Inflačné cielenie (inflation targeting) je relatívne nová stratégia, ktorej priekopníkom bol v roku 1990 Nový Zéland, neskôr sa pridala aj Kanada, Veľká Británia, Švédsko, Fínsko, Austrália a Španielsko, v roku 1998 Česká republika a o dva roky aj Slovensko. Mnohé krajiny prešli k inflačnému cieleniu po opustení režimu fixného kurzu. Inflačné cielenie im malo nahradiť stratu nominálnej kotvy v podobe plávajúceho kurzu.

Vyhlásenie priameho cieľovania inflácie spája ciele centrálnej banky a štátnej moci, lebo ekonomický rast, zamestnanosť, štruktúra a stabilita ekonomiky úzko súvisia s infláciou. *Štátna moc* sa snaží o dosiahnutie krátkodobých cieľov a to hospodárskeho rastu a zamestnanosti.

Centrálna banka sleduje stabilitu meny a nízku úroveň inflácie, čo sú dlhodobé ciele.

Pokiaľ je rast domácej cenovej hladiny rýchlejší ako rast cien v zahraničí, je klasickou príčinou deficitu platobnej bilancie a nestability menového kurzu. Zmena menového kurzu sa môže cez ceny dovážaného tovaru prejavíť aj vo vývoji domácej cenovej hladiny.

Cieľovanie inflácie nemožno spájať s „cieľovaním cenovej hladiny“, pretože miera inflácie sa meria pomocou indexov k predchádzajúcemu obdobiu a vývoj cenovej hladiny pomocou základných indexov k zvolenému obdobiu. Indexy je možné očisťovať od inflačných šokov a iných vplyvov, ale centrálna banka by nemohla ignorovať minulé chyby.

Ak je skutočná miera inflácie nižšia ako cieľovaná miera, je to rovnako negatívny jav ako v opačnom prípade. Konečným cieľom centrálnej banky teda nie je zníženie miery inflácie za každú cenu a na akúkoľvek úroveň, ale udržať túto mieru na cieľovanej úrovni⁵.

Dôvody prechodu na cieľovanie inflácie sú vysvetľované takto:

- upustenie od fixného kurzu znamenalo stratu nominálnej kotvy, ktorá napomáhala procesu dezinflácie, pretože stabilizovala vývoj dovozných cien, čo pri veľkej otvorenosti ekonomiky malo priaznivý dopad na celkovú cenovú stabilitu,
- druhým dôvodom prechodu je vysoká miera inflácie v ekonomike a pretrvávajúce inflačné očakávania, ktoré nepriaznivo pôsobia na vývoj meny,
- snaha o priblíženie sa k tempu inflácie v krajinách EÚ.

Hlavné prednosti cieľovania inflácie je možnosť ignorovať chyby menovej politiky v minulosti a vysoká transparentnosť (priehľadnosť) menovej politiky.

Hlavným problémom cieľovania inflácie sú **možné nepredvídateľné inflačné šoky**. Preto sa konkrétne ukazovatele miery inflácie o tieto vplyvy očisťujú až na úroveň čistej inflácie.

Celková inflácia (headline inflation) rozkladá na **jadrovú infláciu (core inflation)** (vplyv položiek s trhovými cenami), vplyv položiek s regulovanými cenami a vplyv nepriamych daní (eliminácia daňových úprav).

Príspevok jadrovej inflácie k celkovej inflácii sa ďalej rozkladá na príspevok **čistej inflácie (net inflation)** a príspevok cien potravín.

Dôvodom na vyčlenenie podielu potravín z jadrovej inflácie bol fakt, že ceny potravín v minulosti podliehali značnej sezónnosti ako aj netrhovým opatreniam vlády (napr. zmeny garantovaných cien pre prvovýrobcov, dotácií, dovozných ciel, kvót).

⁵ Revenda Z.: Centrální bankovníctví, Management Press, Praha 1999, str. 269

2.8. Inflačné ciele ako pravidlo monetárnej politiky

Pri skúmaní cieľovania inflácie v kontexte s pravidlami menovej politiky je obzvlášť dôležité rozlíšenie medzi pravidlami menových nástrojov a pravidlami menových cieľov. Inflačné ciele môžu byť interpretované ako cieľové pravidlo pre syntetickú sprostredkovanú premennú nazývanú **podmienená inflačná predpoveď** (**conditional inflation forecast**).

V uzavretej ekonomike sa štandardné transmisné kanály skladajú z kanálu agregátneho dopytu a kanálu očakávaní.

Kanál agregátneho dopytu je rozdelený na kanál úrokovej miery a paralelne na úverový kanál. Prostredníctvom kanálu agregátneho dopytu menová politika s oneskorením ovplyvňuje agregátny dopyt pôsobením na krátkodobú reálnu úrokovú mieru, dlhodobé úrokové miery a na dostupnosť úveru. Agregátny dopyt potom vplyva s iným oneskorením na infláciu a to cez rovnicu agregátnej ponuky.

Kanál očakávaní umožňuje menovej politike regulovať inflačné očakávania, ktoré prostredníctvom stanovovania miezd a cien ovplyvňujú infláciu s oneskorením.

Svensson poukazuje na veľmi jednoduchý model transmisného mechanizmu pre uzavretú ekonomiku, ktorý abstrahuje od mechanizmu očakávaní, alebo ich berie za adaptívne. Menová politika tu vplyva na agregátny dopyt s jednoročným oneskorením a na infláciu až s dvojročným oneskorením.

V otvorenej ekonomike sa v transmisnom mechanizme pridáva aj ďalší kanál – **kanál výmenného kurzu**.

Výmenný kurz je ovplyvňovaný diferenciou medzi domácou a zahraničnou nominálnou úrokovou mierou a očakávanými budúcimi výmennými kurzami, a to cez podmienku úrokovej parity. Pri nepružných cenách vplyva nominálny výmenný kurz na reálny výmenný kurz, ktorý ovplyvňuje relatívne ceny medzi domácim a zahraničným tovarom a teda pôsobí na kanál agregátneho dopytu.

Prostredníctvom priameho kanálu výmenného kurzu vplyva výmenný kurz na domáce ceny importovaných finálnych tovarov, ktoré vstupujú do indexu spotrebiteľských cien a takýmto spôsobom ovplyvňuje CPI infláciu. Oneskorenie pôsobenia prostredníctvom tohto priameho kanálu výmenného kurzu je kratšie ako oneskorenie dopadov cez kanál agregátneho dopytu. Teda menová politika môže vplyvať na CPI infláciu s kratším oneskorením a to stimuláciou pohybov výmenného kurzu.

Výmenný kurz bude ovplyvňovať domáce ceny importovaných medzivstupov a v konečnom dôsledku cez vplyv CPI aj na nominálne mzdy. V oboch prípadoch bude pôsobiť na náklady doma vyprodukovaných tovarov a teda aj na domácu infláciu resp. znehodnotenie cien doma produkovaných tovarov.

V transmisnom mechanizme **malej otvorenej ekonomiky** sú rozhodujúce tieto stavebné bloky:

- rovnica agregátnej ponuky (Phillipsova krivka) pre domácu infláciu,
- rovnica agregátneho dopytu pre doma produkované tovary a služby,
- rovnica reálnej úrokovej parity pre reálny výmenný kurz,
- rovnica definujúca CPI infláciu ako vážená suma domácej inflácie a inflácie v dovážaných tovaroch.

Rovnica agregátnej ponuky a agregátneho dopytu sa opiera o racionálne očakávania.

Domáca inflácia závisí od očakávanej budúcej inflácie, očakávaných budúcich medzier v outpute a očakávaného budúceho reálneho výmenného kurzu.

Agregátny dopyt závisí od očakávanej budúcej dlhodobej reálnej úrokovej miery, ktorá je ovplyvňovaná budúcimi krátkodobými reálnymi úrokovými mierami, a tiež od očakávaného budúceho reálneho výmenného kurzu.

Menová politika vplýva na výmenný kurz a CPI v bežnej perióde, ktorá je stanovená rôzne v závislosti od názorov ekonómov a politikov na daný problém, na agregátny dopyt v jednej perióde a domácu infláciu v dvoch periódach.

V týchto transmisných mechanizmoch hrajú peniaze iba minoritnú úlohu. V mnohých modeloch centrálnych bánk nie je špecifikovaná funkcia dopytu po peniazoch, hoci je taká dopytová funkcia jednoducho vyjadriteľná. Teda centrálna banka ponúka akékoľvek množstvo peňazí, ktoré je žiaduce na preferovanej úrovni krátkodobej úrokovej miery. Peniaze sa stávajú endogénnou premennou a konzistentne s empirickými zisteniami možno konštatovať, že vzniká vysoká dlhodobá korelácia medzi cenovou úrovňou a ponukou peňazí. Okrem toho majú menové agregáty v týchto modeloch v krátkom a strednom období malú resp. žiadnu predpovedateľnú silu v porovnaní s ostatnými determinantmi inflácie. V transmisných mechanizmoch nie je stredobodom rast ponuky peňazí ale krátkodobá nominálna úroková miera, výsledná krátkodobá a dlhodobá reálna úroková miera a výmenný kurz, a dôležité sú tiež vplyvy na očakávania, agregátny dopyt, domácu infláciu a CPI infláciu.

3. kapitola

Európska centrálna banka

Až do sedemdesiatych rokov sa *inflácia a nezamestnanosť* chápali ako vzájomne prepojené cyklické ukazovatele, ktorých vývoj sa mohol kontrolovať nástrojmi fiškálnej aj menovej politiky. Aby sa zabezpečila súdržnosť jednotlivých proticyklicky zameraných politík, boli centrálné banky v mnohých štátoch podriadené príslušnej vláde.

Začiatkom sedemdesiatych rokov sa začali meniť názory na postavenie centrálnych bánk a tiež spôsob realizácie menovej politiky, ktorá sa mala zameriavať na kontrolu vývoja inflácie, no s kontrolou nezamestnanosti už nemala mať nič spoločné.

Ak je realizácia menovej politiky podriadená politickým autoritám (vláde), existuje možnosť, že vláda využije na krátkodobé zníženie miery nezamestnanosti aj nástroje menovej politiky. No takýto postup v konečnom dôsledku spôsobí rast inflácie a následne prehĺbi negatívne procesy v hospodárstve.

Aby mala menová politika zodpovedajúcu dôveryhodnosť, je dôležité, aby centrálné banky ako inštitúcie realizujúce menovú politiku boli nezávislé. Tému potvrdzujú aj dlhoročné skúsenosti z Nemecka a zo Švajčiarska, kde sú centrálné banky nezávislé pri realizovaní menovej politiky a zároveň miery inflácií v týchto štátoch patria k najnižším v Európe. Európska centrálna banka je v Európskej menovej únii tiež samostatnou inštitúciou a jej nezávislosť je zakotvená v Maastrichtskej zmluve.

Európsky systém centrálnych bánk (ESCB) vznikol 1. júna 1998. Skladá sa z Európskej centrálnej banky (ECB) a centrálnych bánk jednotlivých členských štátov EÚ. Najvyšším rozhodovacím orgánom je Riadiaca rada ECB (Governing Council), ktorá pozostáva z guvernérov centrálnych bánk členských štátov EMÚ a členov Výkonnej rady ECB (Executive Board).

Úlohou **Riadiacej rady ECB** je formulovať jednotnú menovú politiku vrátane strednodobých cieľov v menovej oblasti, hodnôt kľúčových úrokových sadzieb a ponuky rezerv v ESCB. Aby sa zabezpečila realizácia prijatých rozhodnutí potrebných na zabezpečenie bezproblémového fungovania ESCB ako celku, Riadiaca rada ECB má vypracúvať aj zodpovedajúce smernice.

Výkonná rada ECB realizuje menovú politiku v súlade s rozhodnutiami a smernicami, ktoré vypracovala a prijala Riadiaca rada ECB. Členovia Výkonnej rady ECB musia pochádzať z niektorého z členských štátov EMÚ a musia to byť uznávaní odborníci s bohatými skúsenosťami z menovej oblasti alebo z bankovníctva. Výkonná rada ECB vydáva zodpovedajúce inštrukcie pre jednotlivé centrálné banky.

Národné centrálné banky, ktoré neprijali jednotnú menu v súvislosti s Maastrichtskou zmluvou, riadia menovú politiku podľa národnej legislatívy a nie sú zahrnuté do riadenia jednotnej menovej politiky.

Počas obdobia transformácie orgánom s rozhodovacími právomocami je aj tzv. **Hlavná rada** (General Council) pozostávajúca z členov Riadiacej rady ECB a guvernérov centrálnych bánk tých členských štátov EÚ, ktoré nevstúpili do menovej únie. Hlavná rada je zodpovedná za časť aktivít, za ktoré predtým zodpovedal Európsky menový inštitút, ktorý zanikol súčasne so vznikom ECB.

3.1. Menová stratégia ECB

Maastrichtská zmluva jednoznačne uvádza, že primárnym cieľom ECB je udržať cenovú stabilitu. Aby ECB splnila svoj cieľ, musela si vypracovať vlastnú menovú stratégiu.

Európsky menový inštitút poskytol nasledujúcich **päť možných menových stratégií**:

1. menová stratégia zameraná na udržanie stanovenej hodnoty inflácie (direct inflation targeting),
2. menová stratégia orientovaná na riadenie množstva peňažnej masy v obehu (monetary targeting),
3. menová stratégia zameraná na udržanie stanovenej hodnoty devízového kurzu (exchange rate targeting),
4. menová stratégia zameraná na dosiahnutie stanovenej hodnoty nominálneho HDP (nominal income targeting),
5. menová stratégia zameraná na udržanie stanovených úrokových mier (interest rate pegging).

Menová politika ESCB má mať tieto znaky:

- **účinnosť (effectiveness)**: menová stratégia musí byť schopná umiestniť ESCB do takej pozície, aby bol schopný splniť svoje základné ciele,
- **zodpovednosť (accountability)**: súčasťou menovej stratégie musia byť presné formulácie a definície jej cieľov, ktoré budú známe aj verejnosti, aby ESCB bol v pozícii inštitúcie zodpovednej za svoje kroky,
- **transparentnosť (transparency)**: spôsob určovania cieľov a prijímania rozhodnutí musí byť jasný pre verejnosť,
- **orientácia na strednodobé ciele (medium-term orientation)**: vybratá menová stratégia musí umožniť ESCB splniť svoje ciele v strednodobom horizonte; menová stratégia tým umožní existenciu reálnych inflačných očakávaní, ale zároveň umožní ESCB slobodne reagovať na krátkodobé výkyvy od cieľovej hodnoty,

- **kontinuitnosť (continuity):** menová stratégia ESCB musí nadväzovať na stratégie jednotlivých centrálnych bánk a brať do úvahy ich skúsenosti,
- **konzistentnosť a nezávislosť ESCB (consistency with the independence of the ESCB):** menová stratégia musí byť konzistentná so štatútom nezávislosti ESCB, ktorý garantuje Maastrichtská zmluva .

Prvá požadovaná vlastnosť menovej stratégie je všeobecnejšia, ostatné vlastnosti tento prvý znak dopĺňajú a konkretizujú.

3.2. Charakteristika menových stratégií

Pri používaní menových stratégií centrálna banka monitoruje niektoré premenné, pre každú premennú určí pásmo, v ktorom sa hodnoty danej premennej môžu pohybovať. Ak sa hodnota sledovanej premennej z pásma vychýli, centrálna banka sprísni alebo zmierni svoju menovú politiku. Menové stratégie sa od seba líšia v závislosti od vybraného kľúčového ukazovateľa.

Pri realizácii menovej politiky zameranej na **udržanie stanovenej hodnoty inflácie** centrálna banka určia dlhodobú cieľovú hodnotu inflácie. Zvyčajne definujú minimálnu a maximálnu prípustnú hodnotu, a pretože centrálna banka nemôže úplne presne riadiť úroveň cien, vzniknutý interval má svoj význam. V prípade, že by aktuálna miera inflácie bola mimo pásma, ktoré je určené centrálnou bankou, v menovej stratégii musia byť definované opatrenia, ktoré v takomto prípade centrálna banka uskutoční.

V tejto stratégii sú dôležité predpovede centrálnej banky týkajúce sa vývoja inflácie. Ak sa v budúcnosti miera inflácie bude líšiť od cieľovej hodnoty, centrálna banka uskutoční mnohé expanzívne, resp. reštriktívne kroky. Centrálna banka však musí brať do úvahy určitý časový posun medzi prijatím krokov a ich účinkom v hospodárstve a podľa toho reagovať na vzniknutú situáciu.

Menové agregáty sú v EÚ pomerne rozšírenou premennou, ktorú jednotlivé centrálna banky používali. Od názoru, že základným faktorom vplyvujúcim na vývoj inflácie z dlhodobého hľadiska je peňažná masa, je odvodená menová stratégia založená na **riadení množstva peňazí v obehu**.

Cenovú stabilitu možno najlepšie kontrolovať prostredníctvom regulovania celkového množstva peňazí v obehu. Centrálna banka môže stanoviť cieľovú hodnotu pre menové agregáty M1, M2 alebo M3.

Európska centrálna banka používa vlastné definície peňažných agregátov.

Do peňažného agregátu **M1** patria peniaze v obehu a depozitá s lehotou splatnosti jeden deň. Ak k týmto dvom typom peňazí pridáme ostatné krátkodobé depozitá, konkrétne depozitá s lehotou splatnosti do dvoch rokov a depozitá splatné do troch mesiacov od požiadania, dostaneme peňažný agregát **M2**. Aby sme pre jednotnú menovú politiku dostali najdôležitejší peňažný agregát **M3**, musíme k M2 pridať ešte repo obchody, cenné papiere peňažného trhu a dlhové certifikáty s lehotou splatnosti do dvoch rokov ⁶.

Vývoj jednotlivých menových agregátov, na ktorých kontrole je menová stratégia založená, sa môže od seba líšiť. Základnou myšlienkou menovej stratégie je to, že kvantitatívny vzťah medzi rastom množstva peňažnej masy v obehu a mierou inflácie je stabilný, alebo v najhoršom prípade sa budúca miera inflácie dá na základe tohto vzťahu predpovedať. Výhodou menovej stratégie je, že centrálna banka môže zároveň s kontrolou miery inflácie riadiť aj vývoj v oblasti menových agregátov.

Pre centrálnu banku, ktorá uskutočňuje menovú stratégiu založenú **na fixovaní devízového kurzu**, je bezprostredným cieľom riadenie devízového kurzu, ktorý môže byť viazaný na jednu konkrétnu menu (napr. USD), na menový kôš, prípadne dva alebo viac štátov môže koordinovať svoje kurzové politiky (exchange-rate policies).

Fluktučné pásmo býva vymedzené minimálnou a maximálnou hodnotou odchýlky od konkrétnej hodnoty. Čím je fluktučné pásmo stanovené centrálnou bankou širšie, tým viac menová stratégia pripomína systém voľne pohyblivých devízových kurzov.

V prípade menovej stratégie, v ktorej sledovanou premennou je **hodnota nominálneho HDP**, sú pre centrálnu banku určujúce zmeny cenových hladín a objemu celkovej produkcie v hospodárstve. Príkladom je Deutsche Bundesbank, ktorá definovala svoje menové ciele prostredníctvom určenia potenciálneho rastu objemu celkovej produkcie a stanovenia cieľovej hodnoty inflácie.

Zaujímavé je porovnanie tejto menovej stratégie so stratégiou zameranou len na priame ovplyvňovanie vývoja inflácie. Ukážkovým je prípad ponukových šokov, akými boli ropné šoky, prvý nastal v rokoch 1973 a 1974, druhý v rokoch 1978 a 1979.

Centrálna banka uskutočňujúca *protiinflačnú menovú stratégiu* by okamžite prijala reštriktívne opatrenia, ktoré by spôsobili rast nezamestnanosti.

Centrálna banka realizujúca *menovú stratégiu zameranú na nominálny HDP* by ich neprijala, alebo by jej opatrenia mali menej reštriktívny charakter.

⁶J. Sipko: Európska menová únia a euro, ELITA Bratislava, 1999, str. 211

V prípade ponukových šokov sa síce zvýši inflácia, no hodnota nominálneho HDP klesne a nedošlo by k rastu nezamestnanosti. Nevýhodou tejto stratégie je to, že aktuálne údaje o nominálnom HDP nie sú vždy k dispozícii, a keď aj sú, tak s pomerne veľkým časovým posunom. To je hlavný dôvod, prečo sa opisovaná menová stratégia v praxi vôbec neuplatňuje. V prípade EMÚ by bolo získavanie údajov o nominálnom HDP zložitejšie, ako je zhromažďovanie údajov len v jednom štáte.

Menová stratégia zameraná na **udržanie stanovených úrokových mier** nie je pre EMÚ vhodná, pretože nie je konzistentná so základným cieľom ECB, s cenovou stabilitou, keďže v praxi je veľmi ťažké určiť rovnovážnu hodnotu úrokových mier kompatibilnú s cieľom cenovej stability.

Po zvážení všetkých výhod a nevýhod jednotlivých stratégií sa pôvodný počet piatich stratégií znížil na dve stratégie, a to stratégiu orientovanú na riadenie množstva peňazí v obehu a stratégiu zameranú na udržanie stanovenej hodnoty inflácie. Rozhodlo sa tak, že konečná stratégia ECB bude mať znaky oboch uvedených stratégií.

3.3. Alternatívne stratégie ECB

Centrálne banky jednotlivých členských štátov EÚ sa snažili dosiahnuť cenovú stabilitu rôznymi spôsobmi.

V *Nemecku* sa stanovila ako určujúca premenná peňažná masa resp. rast objemu peňažnej masy v obehu. Deutsche Bundesbank sa usilovala obmedzovať rast objemu peňažnej masy v obehu, aby sa dosiahol neinflačný vývoj nemeckého hospodárstva, pričom sa kontrolovala aj rýchlosť obehu peňazí. Počas dlhého obdobia Deutsche Bundesbank riadila množstvo peňažnej masy v obehu tak, aby rast cien v strednodobom časovom horizonte meraný prostredníctvom cenového deflátoru HDP bol na úrovni 2 % ročne. Pre roky 1997 a 1998 však nemecká centrálna banka určila o niečo nižšiu cieľovú hodnotu pre rast cien. Plánovaný rast cien bol vymedzený „fluktuárnym pásmom“ s minimálnou hodnotou 1,5 % a maximálnou hodnotou 2 % ročne. Deutsche Bundesbank definovala svoje menové ciele prostredníctvom určenia potenciálneho rastu objemu celkovej produkcie a cieľovej hodnoty inflácie.

Rast objemu peňažnej masy sa používal pri určovaní strednodobých cieľov, no pri definovaní operatívnych krátkodobých cieľov sa používali iné premenné. V *Nemecku* používanie peňažnej masy ako premennej slúžilo skôr na oznámenie verejnosti a finančným trhom, akým smerom sa bude približne uberať menová politika centrálnej banky.

Deutsche Bundesbank mala široký priestor na manévrovanie. Nemecká menová politika sa vôbec nemohla považovať za zástupkyňu ortodoxného monetarizmu.

Monetaristická koncepcia menovej politiky, ktorej autorom je *Milton Friedman*, je definovaná ako politika, pri ktorej realizácii centrálna banka každoročne zvyšuje objem peňažnej masy v obehu o konštantné množstvo bez ohľadu na úroveň a tempo rozvoja hospodárstva.

Iné štáty používajúce peňažnú masu pri realizácii svojej menovej politiky nedosahovali také dobré výsledky ako nemecká centrálna banka. Najväčším problémom tejto menovej stratégie bola skutočnosť, že rýchlosť obehu peňazí nebola stála a ťažko sa dali jej hodnoty presne predpovedať. No ani menové stratégie bez presne definovaných a kvantifikovaných cieľov nie sú najlepšou možnosťou. Používajú sa v štátoch, ktorých snaha o získanie kontroly nad vývojom inflácie nebola najúspešnejšia.

Štáty, v ktorých bola realizácia režimu fixného devízového kurzu problematická, používajú na zabezpečenie kontroly nad cenovým vývojom nezávislú menovú politiku, ktorú charakterizuje voľne pohyblivý devízový kurz a presne definovaná cieľová hodnota pre mieru inflácie. Pre realizáciu takejto menovej stratégie sa rozhodli centrálny banky niektorých členských štátov, a to napríklad Švédska, Veľkej Británie aj Fínska. Napriek krátkemu obdobiu používania tejto stratégie, tieto štáty dosiahli v menovej oblasti veľmi dobré výsledky. Každá krajina má inak definované cieľové hodnoty pre mieru inflácie.

Centrálny banky členských štátov EÚ súhlasili s tým, že menová stratégia ECB sa vyberie z dvoch stratégií, jednak zo **stratégie orientovanej na riadenie množstva peňazí v obehu a zo stratégie zameranej na udržanie stanovenej hodnoty inflácie**.

Dohodlo sa aj na tom, že **menové agregáty** sa budú považovať za najdôležitejšie z monitorovaných premenných. Prevládali názory odborníkov, že čím viac sa menová politika ECB bude podobáť na menovú politiku Deutsche Bundesbank, tým väčšiu dôveryhodnosť bude ECB mať a podmienky na fungovanie tejto menovej stratégie budú lepšie na území menovej únie ako na území len jedného štátu, pretože relatívny podiel kapitálových pohybov bude mať v EMÚ menší význam, a teda nebude do takej miery ovplyvňovať menovú politiku, ako to bolo v jednotlivých štátoch. Rozsah skúseností s realizáciou a účinnosťou stratégie zameranej **na udržanie stanovenej hodnoty inflácie** je pomerne malý, keďže v praxi sa používa príliš krátko, táto stratégia je totiž najmladšia z piatich uvedených stratégií. Menová stratégia zameraná na priamu kontrolu inflácie bola kritizovaná preto, že veľké množstvo monitorovaných ukazovateľov ohrozuje transparentnosť menovej politiky.

Ak centrálna banka oznámi, že pri svojich rozhodnutiach využíva veľké množstvo ukazovateľov, je problematické určiť, ktoré ukazovatele sú rozhodujúce napríklad pre výšku úrokových sadzieb. Túto stratégiu uplatňujú tie centrálné banky, ktoré nedosahujú želateľné výsledky pri udržiavaní cenovej stability a ich dôveryhodnosť nie je najlepšia. Vzhľadom na skutočnosť, že Švédsko a Veľká Británia odmietli vstúpiť do EMÚ od 1. januára 1999, ECB prevzala menovú stratégiu od Deutsche Bundesbank.

Aj menová stratégia založená na monitorovaní menových agregátov má svoje nevýhody, ktoré spočívajú napríklad v **nepredvídateľnosti vzťahu medzi peňažnou masou a infláciou**.

Pre ECB je veľmi ťažké definovať konkrétne hodnoty pre peňažnú masu a odhadnúť vplyv odchýlok od definovaných hodnôt na infláciu. Ak sa ECB bude striktnie pridržiavať definovaných hodnôt pre peňažné agregáty, prípadné neočakávané zmeny v rýchlosti obehu peňazí vyvolajú výrazné výkyvy v úrokových sadzbách centrálnych bánk. Tieto neočakávané zmeny môžu mať výrazne negatívne následky v ekonomikách, kde sa úroveň krátkodobých úrokových sadzieb rýchlo premieta do výšky úrokových sadzieb pre úvery. ECB si však nemôže dovoliť, aby sa jej menové ciele interpretovali flexibilne, pretože by to poznačilo jej dôveryhodnosť.

Vzhľadom na primárny cieľ ECB a relatívne vysoký stupeň nezávislosti jej rozhodovacích orgánov od ostatných národných a spoločných orgánov je dosť nepravdepodobné, že *menová politika* bude mať výrazne *proticyklické účinky* vo vývoji hospodárstiev v členských štátoch EMÚ, ktorý je ovplyvňovaný výskytom rôznych porúch a kríz. Tie sú prirodzeným následkom cyklického vývoja hospodárstiev a aký vplyv budú mať tieto poruchy a krízy na hospodárstvo členských štátov, bude závisieť od reakcií ECB.

3.4. Stratégia jednotnej menovej politiky

Teoretické úvahy o dvoch vyvolených menových stratégiách zdôrazňujú ich odlišnosť. Prax v štátoch, ktoré používajú istú alternatívu jednej z týchto dvoch vyvolených menových stratégií, však poukázala na mnohé spoločné znaky spomínaných menových politik. Dokazuje to aj skutočnosť, že obe stratégie majú spoločný primárny cieľ – udržanie cenovej stability a zároveň používajú niektoré rovnaké monitorovacie premenné. Hlavným faktorom odlišujúcim obe stratégie je úloha menových agregátov v jednotlivých stratégiách. Tieto stratégie však majú oveľa viac spoločných znakov ako tých odlišujúcich.

Jednotná menová politika sa bez ohľadu na výber stratégie musí vyznačovať nasledujúcimi charakteristickými črtami :

1. verejná dostupnosť a poznanie kvantifikovanej definície cieľovej hodnoty cenovej stability, s cieľom zvýšiť transparentnosť a dôveryhodnosť menovej stratégie ECB;
2. verejná dostupnosť a poznanie špecifických cieľov, na základe ktorých bude môcť verejnosť posúdiť opodstatnenosť aktuálnych opatrení prijatých ECB; vďaka týmto vlastnostiam by mala byť ECB zodpovedná len za svoje kroky, a nie za kroky prijaté inými inštitúciami;
3. používanie všetkých dostupných informácií týkajúcich sa konečného cieľa menovej politiky; menová stratégia je založená na veľkom množstve premenných, ktorých monitorovanie pomôže centrálnej banke identifikovať skutočnosti potenciálne ohrozujúce cenovú stabilitu. ECB pokladá za dôležitý monitoring nielen finančných ukazovateľov, ale aj nefinančných premenných. K najdôležitejším *finančným ukazovateľom* patrí krivka zobrazujúca výnosnosť peňažných trhov (výnosová krivka), rôzne peňažné a úverové agregáty, podmienky na úverových trhoch, výnosy z dlhopisov, vývoj na devízových trhoch a ceny ostatných finančných aktív. K najdôležitejším *nefinančným premenným* patria premenné týkajúce sa cien a nákladov v rôznych oblastiach hospodárstva, ukazovatele agregátneho dopytu a ponuky vrátane rozdielu medzi plánovaným a skutočným HDP, platobná bilancia a rôzne štúdie týkajúce sa budúceho vývoja a očakávaní. Úlohou ESCB je o svojich rozhodnutiach týkajúcich sa okolností použitia premenných informovať aj verejnosť;
4. za predpokladu stability dopytu po peniazoch z dlhodobého hľadiska, najdôležitejšiu úlohu medzi premennými, ktoré ESCB monitoruje, majú menové agregáty;
5. schopnosť ESCB vypracúvať vlastné predpovede a prognózy týkajúce sa inflácie a ostatných hospodárskych ukazovateľov.

Znaky, ktorými sa má vyznačovať jednotná menová politika, sú vhodné pre obe menové stratégie.

Na to, aby ECB mohla úspešne uskutočňovať svoju menovú politiku, musí urobiť niekoľko rozhodnutí, a to presne definovať cieľové premenné a ich hodnoty, časový horizont cieľovej premennej, rozsah fluktuálneho pásma pre cieľovú premennú a protiopatrenia v prípade odchýlky cieľovej premennej od požadovanej hodnoty.

Dôležitá pre činnosť ECB je aj komunikácia s verejnosťou. Komunikačná stratégia by mala obsahovať publikácie informujúce o cieľoch jednotnej menovej politiky a zdôvodnenie výberu cieľov, ďalej pravidelné publikácie obsahujúce informácie a analýzy súvisiace s jednotnou menovou politikou, a napokon zdôvodnenie a vysvetlenie odchýlok jednotlivých ukazovateľov od cieľových hodnôt a tiež zdôvodnenie protiopatrení prijatých ECB.

ESCB musí byť vybavený štatistickou a analytickou infraštruktúrou, ktorej činnosť je nevyhnutná pri realizácii jednotnej menovej politiky. Európsky menový inštitút a jednotlivé centrálné banky zodpovedné za vybudovanie tejto infraštruktúry prijímali rôzne opatrenia, aby bola infraštruktúra ECB plne funkčná a teda schopná plniť všetky svoje úlohy.

3.5. Definitívne určenie menovej stratégie

Menové stratégie používané v súčasnosti v priemyselne vyspelých štátoch sa delia podľa spôsobu definovania cieľa na dve skupiny.

Do prvej skupiny patria menové stratégie, ktorých **základný cieľ je priamo definovaný**. Tento typ menovej stratégie je typický pre centrálné banky vo Veľkej Británii a v USA. Centrálna banka *Veľkej Británie* realizuje menovú stratégiu „cieľovej inflácie“ (**inflation targeting**), ktorý kombinuje s režimom plávajúcich devízových kurzov. Na meranie inflačných hodnôt používa index spotrebiteľských cien. Hlavným cieľom menovej stratégie *Federálneho rezervného systému USA* je tiež nízka inflácia, ktorá má v konečnom dôsledku podporiť hospodársky rast.

Cieľová inflácia je pomerne novým typom menovej stratégie, a to aj napriek tomu, že ju v súčasnosti používajú najsilnejšie svetové centrálné banky. Za zakladateľov tejto menovej stratégie sa považujú centrálné banky *Nemecka a Švajčiarska*, ktorých menová stratégia však mala aj niektoré charakteristické znaky iných menových stratégií a tak sa oficiálne nepovažovala za cieľovú infláciu. Prvým štátom, ktorý začal používať čistou formu cieľovej inflácie, sa stal Nový Zéland. Centrálna banka *Nového Zélandu* začala oficiálne používať menovú stratégiu cieľovej inflácie v roku 1990 a neskôr nasledovali aj centrálné banky v Austrálii, USA, Kanade, Veľkej Británii, Švédsku, Chile, Japonsku a v Izraeli, ktoré v súčasnosti úspešne používajú stratégiu cieľovej inflácie. Okrem toho túto stratégiu používali aj centrálné banky vo Fínsku a v Španielsku.

Pre druhú skupinu menových stratégií je typické používanie **nepriamych cieľov**, ktoré úzko súvisia s **hlavným cieľom menovej politiky**. Za klasického predstaviteľa tohto typu menových stratégií sa považuje *Deutsche Bundesbank*. Keďže jej hlavným cieľom je cenová stabilita a nepriamou cieľovou veličinou je množstvo peňazí v obehu, snaží sa kontrolovať mieru inflácie nie pomocou priamych zásahov, ale regulovaním množstva peňazí v obehu. Menová stratégia s takýmto cieľom a funkciou sa označuje pojmom „cieľové množstvo peňazí v obehu“ (**money targeting**).

Hlavné zámery a nepriame ciele vybratých centrálnych bánk.

Centrálna banka	Nepriamy cieľ	Hlavný zámer
Federálny rezervný systém USA	M2 a M3, pričom cieľové hodnoty sa definujú v polročných intervaloch	maximálna možná miera zamestnanosti, stabilné ceny a primerané dlhodobé úrokové miery
Bank of Japan	žiadan	cenová stabilita a stabilita finančného systému
Bank of England	CPI inflácia má mať hodnotu 2,5 %, pričom počas roka sú povolené maximálne odchýlky ± 1 %	cenová stabilita
Európska centrálna banka	Ročný rast HICP má byť pod 2 %. Ročný rast množstva peňazí v obehu M3 do 4,5 %	cenová stabilita

V Maastrichtskej zmluve je uvedený základný cieľ ESCB ako udržanie cenovej stability na celom území Európskej menovej únie. Menová stratégia nadobudla svoju definitívnu podobu v decembri 1998 a skladá sa z troch prvkov. Prvou zložkou je **cenová stabilita a jej kvantitatívna definícia**, druhá a tretia zložka sa chápu ako základné piliere menovej stratégie ECB, ktoré majú pomôcť dosiahnuť cenovú stabilitu v celej EMÚ.

Prvým pilierom je **množstvo peňazí v obehu**. V súvislosti s touto premennou sa musela ECB najprv rozhodnúť, ktorý z peňažných agregátov bude na svoje účely používať, čo nakoniec Riadiaca rada ECB vyriešila v prospech „peňazí v širokom zmysle slova, ktoré sa v ekonomickej terminológii označujú ako agregát M3. Táto veličina úzko súvisí so základným cieľom ECB, s cenovou stabilitou, ktorá sa definuje ako určitá miera inflácie, pričom na rast samej miery inflácie má priamy vplyv rast množstva peňazí v obehu. Medzi množstvom peňazí v obehu a úrovňou cien existuje teda veľmi silný vzťah a rast množstva peňazí sa považuje za hlavného ukazovateľa aktuálneho cenového vývoja. Riadiaca rada ECB kvantitatívne definovala cieľovú hodnotu pre množstvo peňazí v obehu, čo činí 4,5 % ako maximálny ročný rast množstva peňazí v obehu ešte kompatibilný s cenovou stabilitou. *Druhým pilierom* sú spoľahlivé a čo najpresnejšie **predpovede budúceho vývoja cien**, ako aj skúmanie faktorov, ktoré môžu ohroziť cenovú stabilitu.

Na realizáciu jednotnej menovej politiky zameranej na cenovú stabilitu bude potrebné pozorovanie viacerých ekonomických veličín týkajúcich sa mzdovej oblasti, devízových kurzov, cien dlhopisov a ich výnosov, ďalej sledovanie ukazovateľov týkajúcich sa fiškálnej oblasti, ako aj rôznych obchodných a spotrebiteľských výskumov. Je potrebné, aby ECB pri svojich rozhodnutiach brala do úvahy aj inflačné predpovede, ktoré vydávajú medzinárodne uznávané výskumné a komerčné inštitúcie.

Menová stratégia ECB má teda vlastnosti oboch základných typov menových stratégií, pričom okrem základného cieľa **cenovej stability**, má definovaný aj pomocný cieľ **maximálne povoleného rastu množstva peňazí v obehu** a zároveň bude pri svojich opatreniach brať do úvahy aj množstvo iných ekonomických ukazovateľov. Publikovanie kvantitatívnej definície cenovej stability má pomôcť ECB získať vysoký stupeň dôveryhodnosti a zároveň je v súlade s vlastnosťami stratégie jednotnej menovej politiky definovanými Európskym menovým inštitútom a to konkrétne s vlastnosťou zodpovednosti a transparentnosti menovej stratégie. Definícia cenovej stability ECB znie⁷: „Cenová stabilita sa definuje ako ročný rast harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien pod 2 %.“

Harmonizovaný index spotrebiteľských cien (Harmonized Index of Consumer Prices - HICP) sa vypočítava v súlade s článkom 109 Maastrichtskej zmluvy, ktorý požaduje, aby sa úroveň cenovej konvergencie členských štátov EÚ merala na porovnateľnom základe, berúc do úvahy rozdiely v národných definíciách cenových indexov. Aby boli splnené ustanovenia tohto článku, Európska komisia v spolupráci s národnými štatistickými úradmi a EMI vypracovala spôsob harmonizácie štatistických údajov týkajúcich sa indexov spotrebiteľských cien a výsledkom bol HICP. 2 % určujú hornú hranicu pre HICP infláciu, ktorá je ešte konzistentná s cenovou stabilitou. Slovo „rast“ v definícii naznačuje, že deflácia sa nebude považovať za konzistentnú s cenovou stabilitou. Deflácia v tejto súvislosti znamená ročný pokles HICP, t. j. prípadné záporné hodnoty HICP.

3.6. Nástroje ECB

Jednotlivé nástroje a postupy menovej politiky musia byť navzájom konzistentné, aby mohol ESCB efektívne riadiť jednotnú menovú politiku.

⁷ ECB: Monthly Bulletin, Frankfurt am Main, January 1999, s. 46.

ECB musela pri výbere nástrojov brať do úvahy mnohé skutočnosti, ako je napríklad väzba medzi stratégiou jednotnej menovej politiky a jednotlivými nástrojmi, deficit alebo nadbytok štrukturálnej likvidity na bankovom trhu v konkrétnom časovom bode a pravdepodobnosť výkyvov autonómnych ukazovateľov likvidity.

V druhej polovici roka 1998 ECB rozhodla o výbere a následnom použití nástrojov a postupov, ktoré potom ESCB testoval v praxi. ESCB musí byť schopný efektívne kontrolovať svoj operatívny cieľ, ktorým sú za bežných okolností **krátkodobé úrokové miery**.

Operatívna štruktúra ESCB musí byť schopná poskytovať prostriedky na základné refinancovanie, absorbovať nadbytočnú likviditu a ovplyvňovať postavenie bankového sektora vo vzťahu k centrálnym bankám⁸.

Operatívna štruktúra menovej politiky musí zároveň umožniť získať informácie z trhu a prispieť k bezporuchovému fungovaniu platobného systému v Európskej menovej únii. Vzhľadom na skúsenosti jednotlivých centrálnych bánk, časti Maastrichtskej zmluvy týkajúce sa jednotnej menovej politiky a jej inštitúcií, ako aj Štatút ESCB Európsky menový inštitút vypracoval nasledovné všeobecné zásady, ktoré sa mali používať pri výbere nástrojov menovej politiky⁹:

- **zásada operatívnej účinnosti (principle of operational efficiency):** nástroje a postupy menovej politiky musia umožniť ESCB efektívne vykonávať všetky svoje funkcie;
- **množina nástrojov sa musí správať podľa pravidiel trhu (to conform to the market principles)** uvedených v Maastrichtskej zmluve: realizácia menovej politiky musí byť v súlade so zásadami otvoreného trhového hospodárstva s voľnou konkurenciou, ktorá podporuje efektívnu alokáciu zdrojov [článok 105 (1) Maastrichtskej zmluvy];
- **zásada rovnakého zaobchádzania (equal treatment):** ESCB má zaobchádzať rovnako s finančnými inštitúciami, ktoré majú prístup k jeho finančným zdrojom, a žiadnu inštitúciu nesmie uprednostniť pred ostatnými;
- **zásada jednoduchosti, transparentnosti a nákladovej efektívnosti (simple, transparent and cost-efficient):** tieto vlastnosti by mali mať všetky nástroje a postupy jednotnej menovej politiky;

⁸ J. Sipko: Európska menová únia a euro, ELITA Bratislava, 1999, str. 214

⁹ European Monetary Institute: The single monetary policy in stage three, Frankfurt am Main, 1997, s. 15

- **zásada decentralizácie (decentralization):** v súlade s týmto princípom má ECB poverovať jednotlivé centrálné banky členských štátov menovej únie uskutočňovať konkrétne operácie spôsobom, ktorý ECB považuje za vhodný (článok 12 Štatútu ESCB). Takéto zapojenie národných centrálnych bánk do realizácie rozhodnutí prijatých ECB umožní využiť rozsiahle operatívne skúsenosti jednotlivých centrálnych bánk;
- **zásada kontinuity (continuity):** nová operatívna štruktúra sa musí čo najviac spoliehať na existujúcu infraštruktúru a na skúsenosti národných centrálnych bánk za predpokladu, že aplikácia tejto zásady neodporuje ostatným zásadám;
- **zásada harmonizácie (harmonization):** nástroje jednotnej menovej politiky majú byť harmonizované v takom rozsahu, aby sa mohli realizovať rozhodnutia ESCB na celom území EMÚ a tiež aby sa rovnako zaobchádzalo so zmluvnými partnermi ECB a národných centrálnych bánk;
- **zásada súladu s mechanizmom prijímania rozhodnutí v ESCB (conformity with decision-making framework of the ESCB):** systém nástrojov jednotnej politiky musí zabezpečiť takú pozíciu Rady guvernérov ECB, aby mala plne pod svojou kontrolou realizáciu jednotnej menovej politiky v súlade s mechanizmom prijímania rozhodnutí v ESCB.

Nástroje, postupy a operácie jednotnej menovej politiky sú rozdelené do troch skupín:

- *operácie na voľnom trhu (open market operations)* - najmä tie ESCB používa na riadenie vývoja úrokových sadzieb, ovplyvňovanie likvidity na trhu a na realizáciu zámerov jednotnej menovej politiky,
- *stále finančné zdroje (standing facilities),*
- *minimálne rezervy (minimum reserves) ECB* – o ich aplikácii prijala Rada EÚ 23. novembra 1998 nariadenie (EC) č. 2531/98.

4. kapitola

Centrálna banka ako nositeľ menovej politiky

Centrálna banka nesie hlavnú zodpovednosť za vývoj a kvalitu národnej meny a preto musí byť vo svojej činnosti a svojich rozhodnutiach čo najviac nezávislá od štátnej moci, a to v zmysle politickej ale aj finančnej nezávislosti. **Centrálna banka** plní v ekonomike dôležité **úlohy**:

- určuje menovú politiku, nástroje na jej uskutočňovanie, rozhoduje o menových opatreniach,
- vydáva bankovky a mince,
- riadi peňažný obeh, koordinuje medzibankový a platobný styk a zúčtovanie bánk,
- robí dozor nad vykonávaním bankových činností a stará sa o jeho bezpečné fungovanie a rozvoj,
- zabezpečuje emisiu a umiestnenie štátnych cenných papierov,
- riadi devízové hospodárstvo a spravuje devízové rezervy,
- zastupuje krajinu v operáciách na svetovom trhu peňazí a v medzinárodných menových inštitúciách,
- je príjemcom nimi poskytovaných úverov,
- koordinuje rozvoj bankového informačného systému,
- a vykonáva mnohé ďalšie činnosti.

Centrálna banka má ako jediná banka možnosť emitovať hotovostné obeživo, má teda v ekonomike *emisný monopol* (ostatné banky môžu emitovať bezhotovostné peniaze).

CB ako vrcholný orgán menovej politiky reguluje menovú bázu, menové agregáty, úrokové sadzby a devízové kurzy.

Centrálna banka je *bankou bánk* resp. riadiace centrum bankovej sústavy. Najmä pomocou nepriamych ekonomických nástrojov riadi ostatné banky. Všetky obchodné banky majú v centrálnej banke otvorené účty. Vklady v centrálnej banke sú tvorené povinnými minimálnymi rezervami a dobrovoľnými rezervami bánk a tiež prostriedkami na platobný styk resp. zúčtovanie. Úvery sa poskytujú najčastejšie v prípade prechodnej nedostatočnej likvidity bánk. Likvidita predstavuje relatívnu rýchlosť, ako možno zameniť dané aktívum na prostriedok výmeny.

Centrálna banka nazývaná tiež ako *veriteľ poslednej inštancie* (*lender of last resort*) tvorí akési makroekonomické menové centrum s cieľom zabezpečiť stabilitu meny resp. stabilnú kúpnu silu menovej jednotky. Pripravuje smernice a nariadenia, možno spomenúť napríklad opatrenie o kapitálovej primeranosti.

Vykonáva bankový dohľad nad ostatnými komerčnými bankami a spravuje devízové rezervy. Čím má krajina vyššie devízové rezervy, tým vyššie má postavenie. Aby zabránila poklesu devízových rezerv uskutočňuje centrálna banka hedging resp. zaist'ovanie. Prostredníctvom manipulácie devízových rezerv ovplyvňuje centrálna banka kurz domácej meny.

Čo sa týka úlohy banky štátu resp. vlády, spravuje centrálna banka aj štátny rozpočet, čo sa týka finančnej stránky, vedie účty štátu, centrálnym orgánom vedie ich vklady a poskytuje úvery, napríklad odkúpi štátne cenné papiere, čím zvýši množstvo peňazí v obehu.

K aktívam centrálnej banky patria:

- nakúpené prvotriedne cenné papiere (štátne cenné papiere: štátne dlhopisy, štátne pokladničné poukážky; prípadne zahraničné cenné papiere, ktoré sa zahŕňajú do devízových rezerv),
- poskytnuté domáce úvery (centrálna banka poskytuje úvery komerčným bankám, čím zvýši množstvo peňazí v obehu v domácej mene; ale poskytuje úvery aj nebankovým subjektom a štátu, ale len v obmedzenom množstve),
- úvery do zahraničia,
- devízové rezervy,
- zlaté rezervy (v podobe zlata, drahých kovov),
- ostatné aktíva (hmotný majetok, pohľadávky voči zamestnancom, inštitúciám).

K pasívam centrálnej banky sa zaraďuje:

- hotovostné obeživo (nákupom cenných papierov sa zvyšuje množstvo peňazí v obehu a teda sa zvyšuje hotovostné obeživo),
- rezervy bánk (povinné minimálne rezervy, dobrovoľné rezervy),
- vklady štátu (v prípade prebytku štátneho rozpočtu štát ukladá peniaze do centrálnej banky),
- vklady zahraničných subjektov (zahraničných centrálnych bánk, zahraničných finančných inštitúcií v domácej alebo cudzej mene),
- vlastný kapitál (ak nemá charakter akciovej spoločnosti, kapitál je uložený vo forme fondov, príkladom je zákonný rezervný fond),
- ostatné pasíva.

V unitárnych štátoch je centrálna banka konštituovaná ako jedna banka, vo federálnych a spolkových štátoch ako sústava emisných bánk.

4.1. Samostatnosť centrálnej banky

Často diskutovanou otázkou je samostatnosť centrálnej banky a jej nezávislosť vo vzťahu k inflácii. Centrálni bankári sa však sústreďujú na dlhodobé ciele a infláciu, vláda skôr na krátkodobé politické ciele, akými sú vysoká zamestnanosť a rast produkcie, čo vlastne predstavuje tzv. *prístup časovej nekonzistencie*. A práve nezávislá protiinflačná centrálna banka – imúnna voči politickým snahám o expanzívnu menovú politiku – stabilizuje očakávania v oblasti cenového vývoja.

Empirické štúdie dokazujú priamu súvislosť medzi samostatnosťou centrálnej banky a menovou stabilitou. Čím má centrálna banka väčšiu samostatnosť, tým úspešnejšia je v boji proti inflácii¹⁰.

4.2. Stupeň nezávislosti centrálnych bánk v rôznych krajinách

Monetárna resp. peňažno-úverová politika ovplyvňuje prostredníctvom regulovania úrokových sadzieb a stanovovaním podmienok úveru množstvo peňazí v obehu, vývoj úrokových sadzieb, investícií, produkcie, zamestnanosti a cien.

Až do počiatku fungovania kapitalizmu, pre ktorý bol typický obeh plnohodnotných peňazí, bol však **rozdiel medzi emisnou a úverovou politikou** značný.

Kým emisná politika bola úlohou štátu alebo panovníka, ktorý peniaze vydával do obehu, úverová politika bola vecou úžerníkov, neskôr bánk

Zásadný zlom nastal však po vzniku bankoviek ako úverových peňazí, ktoré začali prevládať a postupne vytlačali z obehu plnohodnotné peniaze. Tým sa pojmy emisnej a úverovej politiky zlúčili do pojmu menovej politiky.

Nositeľmi menovej politiky sa stali centrálne emisné banky. Podľa stupňa závislosti centrálnej banky od iných orgánov štátneho riadenia rozlišujeme rôzne typy centrálnych bánk.

Najstaršou ceduľovou bankou na svete je *Švédsko ríšska banka (Sveriges Riksbank)*, založená v roku 1668. Je priamo podriadená parlamentu a je formálne nezávislá, v praxi je však jej činnosť výrazne ovplyvňovaná vládou, najmä Ministerstvom financií a hospodárstva.

¹⁰ Revenda, Z. a kol.: Peněžní ekonomie a bankovníctví, Management Press Praha 1996, str. 337-341

Prvou emisnou bankou bola *Anglická banka (Bank of England)*, ktorá vznikla v roku 1694, no funkcie centrálnej emisnej banky začala plniť až v polovici 19. storočia. Jej hlavnou úlohou je dozor nad bankovým systémom. Menová politika je považovaná za zložku hospodárskej politiky, ktorú uskutočňuje vláda po porade s centrálnou bankou, banka má pritom postavenie porovnateľné s ostatnými ministerstvami.

Francúzska banka (Banque de France) založená v roku 1803 poštátnená v roku 1945, ktorej postavenie je riadené stanovami z roku 1973, má všeobecné poslanie strážiť peniaze a úver. Menová politika je podriadená hospodárskej a finančnej politike vlády.

Austrálska rezervná banka (Reserve bank of Australia) založená v roku 1911 sa až zákonom z roku 1959 stala ceduľovou bankou. Podľa tohto zákona je funkciou banky zabezpečiť, aby menová a banková politika banky smerovala k najväčšiemu prospechu austrálskeho ľudu a prispieť k stabilite austrálskej meny, udržaniu plnej zamestnanosti a ekonomickej prosperite a blahobytu austrálskeho ľudu.

Takmer úplne samostatnú centrálnu banku možno uviesť *Federálny rezervný systém Spojených štátov amerických (Federal Reserve System of USA)*, založený v roku 1913, chápaný ako federálna vládna agentúra skladajúca sa z 12 federálnych rezervných bánk, ktoré sú vo vlastníctve obchodných bánk. Hoci pôsobí ako nominálne vysoko decentralizovaná inštitúcia vo vlastníctve súkromných komerčných bánk, v skutočnosti je vysoko centralizovanou verejnou agentúrou. Podľa zákona z roku 1913 je hlavnou úlohou systému zabezpečiť pružnú menu, dať k dispozícii prostriedky na reeskont obchodných papierov a efektívnejšie dozerať na bankovníctvo v USA. Cieľom menovej politiky rezervného systému je udržiavať dlhodobý rast menových a úverových agregátov v súlade s dlhodobým potenciálom ekonomiky zvyšovať výrobu a tak podporovať ciele maximálnej zamestnanosti, stabilných cien a miernych dlhodobých úrokových mier. Federálny rezervný systém podlieha výlučne Kongresu USA. Prezident USA menuje so súhlasom senátu iba zbor guvernérov, bankárov aj nebankárov, ktorí majú zastupovať rôzne geografické oblasti.

Ešte vyšší stupeň samostatnosti ako Federálny rezervný systém USA dosahuje *Nemecká spolková banka (Deutsche Bundesbank)*, ktorá vznikla v roku 1957 zákonom o Nemeckej spolkovej banke, ktorý formuluje jej cieľ ako udržanie vnútornej a vonkajšej hodnoty meny, t.j. cenovej hladiny a devízového kurzu a jej úlohu podporovať všeobecnú hospodársku politiku vlády. Nemecká spolková banka je však pri vykonávaní svojich právomocí nezávislá od pokynov vlády.

Je to vlastne verejnoprávna inštitúcia, ktorá priamo ani nepriamo nepodlieha spolkovej vláde a ani parlament nie je formálne oprávnený posúdiť správnosť opatrení spolkovej banky na úseku menovej a úverovej politiky. A to je hlavnou črtou, ktorá odlišuje Nemeckú spolkovú banku od ostatných centrálnych bánk štátov sveta.

Nemecká spolková banka bola inšpiráciou pri tvorbe štatútu *Európskej centrálnej banky*, ktorej funkciou je riadenie menovej politiky v rámci Európskej menovej únie a jej vznik sa datuje na 1.7.1998. Nepodlieha ani exekútíve EÚ ani žiadnej vláde členských krajín.

V rade iných štátov je postavenie centrálnej banky menej autonómne, pretože je povinná rešpektovať pokyny vlády pri vykonávaní svojej činnosti. Príkladom je už spomínaná Anglická banka, podliehajúca britskej vláde. Banka má právo verejne protestovať v prípade nesúhlasu s politikou vlády.

Na opačnom póle stoja centrálné banky krajín s centrálnou riadenou ekonomikou, kde sa riadiace centrum snažilo direktívnymi príkazmi riadiť vzťahy medzi podnikmi. Rozdiely medzi makroekonomickým a mikroekonomickým aspektom sa dosť zanedbávali. V tejto sústave administratívno-prikazovacieho modelu bola banka ako orgán vydávajúci peniaze vo forme úveru, ktorú riadiace orgány chápali ako „fabriku na peniaze“¹¹.

Banka teda pri takomto chápaní nepôsobila ako samostatný ekonomický orgán a nebola možnosť pre samostatnú menovú politiku banky, a peniaze ako aj úver boli len odrazom hmotných procesov, ktoré nebolo možné ovplyvniť peňažnými procesmi a teda ani menovou politikou, a tak hmotným procesom patrilo úplné primát v tomto systéme riadenia národného hospodárstva. V tomto období bol vo všetkých východoeurópskych krajinách zvolený typ banky, v ktorej sa zlučovali funkcie centrálnej banky a banky priamo úverujúcej národné hospodárstvo obchodnej banky. Táto situácia nastala aj v Česko-Slovensku. Vznikla jednotná *Štátna banka československá*, ktorá sa zameriavala na kontrolu podnikov a vnútropodnikovú problematiku, no makroekonomické problémy, akým je napríklad stabilita meny a peňažná rovnováha, zanedbávala.

4.3. Národná banka Slovenska

Vrcholným vykonávateľom menovej politiky v Slovenskej republike je *Národná banka Slovenska*, ktorá vznikla 1. 1. 1993 na základe zákona Národnej rady Slovenskej republiky č. 566/Zb. z 18.11. 1992, v ktorom je definovaná ako emisná banka SR.

¹¹ O. Sobek: Menová teória a politika, EKONÓM, 1999, strana 49

Jej zriadenie bolo podmienené štatoprávnym usporiadaním SR. Hlavnou úlohou NBS podľa tohto zákona je zabezpečenie stability meny a NBS je povinná polročne predkladať Národnej rade SR správu o menovom vývoji. NBS má podporovať hospodársku politiku vlády, svoje úlohy však plní nezávisle od pokynov vlády.

Najvyšším riadiacim orgánom NBS je 8-členná **banková rada NBS**, ktorá sa skladá z guvernéra, ktorý zastupuje banku navonok, 2 viceguvernérov, 2 vrchných riaditeľov a 3 ďalších členov. Výkonným orgánom NBS je direktorium NBS, ktoré zodpovedá za výkon rozhodnutí bankovej rady. Skladá sa z viceguvernéra povereného guvernérom a z vrchných riaditeľov NBS. Podľa rozhodnutia guvernéra môže byť pri NBS ustanovený zbor poradcov, ktorého členov vymenúva a odvoláva guvernéror, a je zložený z odborníkov, ktorí nie sú zamestnancami banky.

NBS vykonáva dohľad nad činnosťou bánk a osôb, ktoré majú podobné povolenia. Existuje však aj štátny dozor vykonávaný Ministerstvom financií SR alebo ním povereným orgánom. Organizácia a riadenie NBS je dvojstupňové – ústredie a pobočky. NBS je právnickou osobou so sídlom v Bratislave, nezapisuje sa do obchodného registra a možno ju zaradiť medzi výrazne nezávislé centrálné banky. Mnohé ustanovenia zákonov o NBS a tiež o Českej národnej banke, ktorá je ústrednou bankou Českej republiky, sú zhodné a majú svoj spoločný pôvod v zákone o bývalej Štátnej banke československej.

4.4. Odhad menového vývoja v roku 2002

Menový program na rok 2002 vychádza z návrhu zákona o štátnom rozpočte a z rozhodnutí vlády v oblasti zvyšovania regulovaných cien. Súčasťou menového programu na rok 2002 je aj výhľad ekonomického a menového vývoja v strednodobom horizonte vychádzajúci z deklarovaneho zámeru vlády SR o vstupe do Európskej únie v roku 2004.

Predpokladmi menového programu NBS na rok 2002 sú:

- relatívne stabilný výmenný kurz slovenskej koruny voči EUR,
- rast HDP v stálych cenách 3.5-3.8 %,
- podiel deficitu bežného účtu platobnej bilancie na HDP 7.9 %,
- fiškálny deficit 3.6 % z HDP (37.6 mld. Sk).

Výkon menovej politiky v roku 2002 bude v rozhodujúcej miere determinovaný použitím prostriedkov z **privatizácie**. Úlohou NBS bude dôsledná analýza formovania dopytovej stránky ekonomiky v kontexte s dopadom na vývoj cien a zahraničného obchodu.

Na jednej strane dôjde k **poklesu inflácie**, na druhej strane **bude zahraničný obchod dosahovať vysoký deficit**. Reakcia menovej politiky bude závisieť nielen od skutočného vývoja makroekonomických ukazovateľov, najmä inflácie, bežného účtu platobnej bilancie a verejných financií, no predovšetkým od charakteru zdrojov a vplyvov na ekonomický vývoj. NBS má k dispozícii dva nástroje, ktorými sú *úrokové sadzby* a čiastočne aj *výmenný kurz*, keďže sa tento nástroj v podmienkach floatingu nedá dosť dobre využívať aktívne.

V roku 2002 dôjde k nepriaznivému **mixu uvoľnenej fiškálnej politiky a k snahe o reštriktívnu menovú politiku**, ktorou sa NBS snaží dať do ekonomiky istý signál zameraný skôr na nepodnecovanie spotreby ako na jej obmedzenie a už pri nezmenených úrokových sadzbách dôjde k rastu reálnych úrokových sadzieb.

Výkon menovej politiky sa bude teda v roku 2002 odohrávať v neistom prostredí.

Nižší rozsah úprav regulovaných cien v roku 2002 sa prejaví v nižšej miere inflácie, následne však ovplyvní ich vyšší príspevok k rastu spotrebiteľských cien v rokoch 2003 a 2004.

Teda falošným signálom pre menovú politiku je zníženie inflácie v roku 2002, ktoré je len umelé a prechodné. Jej rast možno očakávať už v roku 2003. Je nevyhnutné, aby v roku 2003 došlo **k zvýšeniu inflácie a to z dôvodu úprav regulovaných cien** s cieľom ich postupnej deregulácie resp. zvýšenia až na úroveň pokrývajúcu oprávnené náklady.

Deregulácia je podmienkou vstupu do EÚ a rovnako je ekonomicky potrebné aj prispôsobovanie sa úrovne cenovej hladiny krajinám EÚ. Preto je vyššia cenová dynamika v predvstupovom období žiaduca. Aj napriek očakávanej volatilitate celkovej miery inflácie predpokladá NBS v oblasti jadrovej inflácie relatívne kontinuálny dezinflačný proces v strednodobom horizonte. Súčasne sa predpokladajú aj nižšie nákladové impulzy v sektore potravín a tiež neinflačný vplyv spotrebiteľského dopytu. Bez ohľadu na vývoj mzdových vyjednaní a vplyvu verejného sektora na spotrebu sa nepredpokladá výraznejší dopad týchto faktorov na vývoj inflácie, ich dopad sa dotkne predovšetkým obchodnej bilancie.

Rizikom pri vývoji inflácie budú skôr **externé nákladové faktory** ako ceny ropy, výmenný kurz voči EUR a USD a klimatické vplyvy najmä na ceny potravín. Z pohľadu vývoja inflácie nebude teda asi potrebné uskutočniť zmenu výkonu menovej politiky.

Vývoj jadrovej inflácie v roku 2002 bude ovplyvnený pôsobením viacerých vonkajších a vnútorných faktorov.

Pretrvávajúca vysoká nezamestnanosť, ale hlavne domáce konkurenčné prostredie a uspokojovanie dopytu zahraničnou ponukou, budú rozhodujúcimi tlmiacimi faktormi vo vývoji jadrovej inflácie v roku 2002. Po zohľadnení vývoja jednotlivých faktorov a ich vplyvu na spotrebiteľské ceny by **jadrová inflácia** mohla ku koncu roka 2002 dosiahnuť hodnotu v intervale 3.2 – 4.7 %.

Za predpokladu spomalenia deregulačného procesu, do úvahy berúc len zvýšenie cien tepelnej energie, očakáva NBS **medziročný rast spotrebiteľských cien** v roku 2002 v intervale 3.5 – 4.9 %, čomu zodpovedá **priemerná inflácia** 4.1 – 4.9 %.

Aj napriek očakávaniam pokračujúceho rastu súkromnej spotreby a reálnych miezd, by spotrebiteľský dopyt nemal vyvolávať nežiaduce tlaky na rast cenovej hladiny.

Vývoj **menových agregátov** bude v roku 2002 ovplyvnený predovšetkým výškou a použitím príjmov z privatizácie štátneho majetku. Z privatizačných príjmov nebude možné uhradiť všetky plánované výdavky, pričom sa nepredpokladá čerpanie úveru Fondom národného majetku. Predpokladané príjmy by však mali umožniť použitie na splátku štátneho dlhu a súčasne by mali byť splatené záväzky FNM, pričom jeho koncoročná pozícia by mala byť nulová.

Prílev privatizačných prostriedkov by sa mal na jednej strane prejavovať v raste čistých zahraničných aktív, na druhej strane sa vzhľadom na ich použitie na splátku štátneho dlhu prejaví v poklese čistého úveru vláde aj napriek predpokladanému fiškálnemu deficitu.

Časť prírastku čistých zahraničných aktív bude mať prorastový vplyv **na dynamiku peňažnej zásoby M2**, ktorá by tak pri očakávanom raste reálneho HDP, miere inflácie a deficite obchodnej bilancie mohla dosiahnuť 10.5 %. To by vytváralo priestor pre rast úverových aktivít voči podnikom a obyvateľstvu, ktorý by mal byť ovplyvnený na jednej strane ukončenou reštrukturalizáciou bankového sektora a na druhej strane relatívne vysokým prebytkom voľných zdrojov obchodných bánk zo splatených dlhopisov, čo by mohlo motivovať obchodné banky k vyššiemu záujmu o poskytovanie úverov.

V roku 2002 možno očakávať len **mierny rast zamestnanosti**, menej ako 1 %. Vývoj zamestnanosti bude na jednej strane prorastovo ovplyvnený zvyšujúcou sa ekonomickou výkonnosťou a výstavbou priemyselných parkov, na druhej strane znižovaním zamestnanosti v súvislosti pokračujúcou reštrukturalizáciou podnikov.

Zvyšovanie výkonnosti slovenskej ekonomiky sa prejaví v **raste produktivity práce**. Jej medziročná dynamika v stálych cenách by sa pri prognózovanom raste HDP mohla zvýšiť z 2 % v roku 2001 na 2.6 - 2.9 %.

Rast nominálnych miezd sa bude pohybovať v intervale 7-8 % a hoci by mal byť v porovnaní s rokom 2001 nižší, mohol by znamenať rizikový faktor ekonomického vývoja. Očakávanému rastu nominálnych miezd a vývoja priemernej miery inflácie by zodpovedal **rast priemernej mesačnej mzdy** v roku 2002 o 2.4-3.3 %. Želateľné je, aby sa primeraný rast nominálnych miezd pohyboval maximálne do 6 %, teda do úrovne, ktorá bude zabezpečovať predstih rastu produktivity práce pred rastom reálnych miezd.

V dôsledku zníženého rozsahu úprav regulovaných cien možno v roku 2002 predpokladať výrazné zníženie domácich nákladových inflačných tlakov, ktoré sa v roku 2001 prejavovali predovšetkým vo **vyššom tempe rastu cien potravín a trhových služieb**. V novembri 2001 prekračovala dynamika rastu cien trhových služieb rast cien obchodovateľných tovarov bez potravín o 6.5 percentuálneho bodu s dopadom na infláciu 1 percentuálneho bodu, čo bolo prepočítané použitím váhy trhových služieb v spotrebnom koši ŠÚSR. Vplyvom nižších nákladových inflačných tlakov by sa v roku 2002 tento rozdiel mohol znížiť na 5-6 percentuálnych bodov, čím by vplyv Balassa-Samuelsonovho efektu mohol predstavovať menej ako 1 percentuálny bod.

Podľa **Balassa Samuelsonovho efektu** má rýchlejší rast produktivita v obchodovateľnom ako neobchodovateľnom sektore. Reálne mzdy v obchodovateľnom sektore sú určované produktivitou práce, pričom za predpokladu vyrovnávania miezd v jednotlivých sektoroch, mzdy v neobchodovateľnom sektore sledujú vývoj miezd v obchodovateľnom sektore. Keďže nárast produktivity v neobchodovateľnom sektore nezodpovedá rastu miezd, inflácia v neobchodovateľnom sektore presahuje infláciu v obchodovateľnom sektore. Existujúca **duálna inflácia** (rozdielna dynamika cien v obchodovateľnom a neobchodovateľnom sektore) je vzhľadom na ponukové príčiny, vyplývajúce z rozdielnych produktívít práce v jednotlivých sektoroch, akceptovateľná.

Čo sa týka **verejného sektora**, rizikom menového programu je používanie privatizačných príjmov na iný účel ako na splácanie dlhu a nedodržanie schválených výdavkov a tiež znižovanie daní, ktoré negatívne ovplyvnia vývoj zahraničného obchodu. Nedodržanie privatizačného programu by malo za následok spomalenie nevyhnutných reforiem a možnú zmenu postoja zahraničných investorov k Slovensku.

V kontexte rozhodnutia Bankovej rady NBS z roku 2000 došlo s účinnosťou od 1.1. 2002 k **zníženiu sadzby povinných minimálnych rezerv** o 1 percentuálny bod na 4 %. K tomu istému dňu boli **zrušené zmenkové obchody a poskytovanie lombardného úveru**. Zároveň sa **zmenil spôsob stanovovania diskontnej sadzby**, ktorej výška je rovná vyhlasovanej úrokovej sadzbe pre štandardný dvojtyždňový REPO tender.

V súvislosti so zrušením diskontnej sadzby ku dňu vstupu do EMÚ je nevyhnutná realizácia zmien v legislatíve, teda v tých zákonoch, ktoré sa odvolávajú na diskontnú sadzbu a je vhodné prestať používať tento termín v obchodných zmluvách a iných dokumentoch. Uvedenými zmenami a implementáciou kvalitatívneho riadenia menovej politiky sa NBS výrazne priblížila k štandardom v Európskej únii.

4.5. Prognózy menového vývoja do roku 2003 až 2005

Strednodobý výhľad NBS na roky 2003 až 2005 vychádza zo zámerov vlády deklarovaných v Predvstupovom ekonomickom programe, ako aj z predpokladaného začlenenia sa slovenskej ekonomiky do hospodárskeho priestoru Európskej únie.

S očakávaným *integračným procesom* a pokračovaním *štrukturálnych reforiem* súvisí predpoklad relatívne dynamického ekonomického rastu založeného na zvyšovaní produktivity a konkurencieschopnosti, ktoré by mali byť stimulované pokračujúcim prílevom priamych zahraničných investícií, smerujúcich čoraz viac do súkromného sektora, pri súčasnom relatívnom oslabovaní významu privatizačného procesu. Znižovanie deficitu verejných financií by malo spolu s rastom konkurencieschopnosti ekonomiky vytvoriť predpoklady pre rovnovážny hospodársky rast, priaznivý vývoj exportu a postupný dezinflačný proces.

Odhady **inflácie** v strednodobom horizonte do roku 2005 sú založené na predpoklade pokračovania úprav regulovaných cien a zblížovania legislatívy najmä v oblasti daní so štandardami EÚ, a zároveň postupného znižovania jadrovej inflácie. Administratívne zásahy budú aj naďalej determinujúcim faktorom vo vývoji spotrebiteľských cien. Výška a trend inflácie v rokoch 2003-2005 bude závislý od rozsahu úprav regulovaných cien.

Dopad nevyhnutných *administratívnych úprav* na spotrebiteľské ceny možno rozdeliť na 2 okruhy – **pokračujúci deregulačný proces** a **priblíženie systému nepriamych daní štandardom EÚ**.

V súvislosti s rozhodnutím vlády o spomalení resp. zastavení deregulácií v roku 2002 sa v prípade vstupu SR do EÚ v roku 2004 zvyšuje riziko výrazného jednorazového zvyšovania regulovaných cien v roku 2003.

Týmto sa teda vytvoria tlaky na prijatie širšieho balíka administratívnych opatrení v roku 2003, pričom ich **príspevok k celkovej inflácii** by mohol predstavovať asi 4.1 %-neho bodu, z toho 3.6 % vplyvom úprav regulovaných cien a 0.5 % vplyvom úprav nepriamych daní, čím by inflácia v roku 2003 mohla opäť prekročiť úroveň 7 %.

Vývoj **jadrovej inflácie** by mal byť v strednodobom horizonte charakterizovaný postupným znižovaním, pričom výnimku by mohol predstavovať rok 2003, kedy by sa mohli prejaviť sekundárne efekty rozsiahlych administratívnych úprav. Hodnota jadrovej inflácie by teda aj na konci strednodobého horizontu mala byť mierne vyššia ako priemerný rast spotrebiteľských cien v EÚ za predpokladu rovnomerného rozsahu administratívnych opatrení v jednotlivých rokoch, postupného vyrovnávania relatívnych cien, stabilného výmenného kurzu a silného pôsobenia konkurenčného prostredia v maloobchode¹².

V rokoch 2003-2005 NBS predpokladá konsolidáciu a mierne zvýšenie hospodárskeho rastu našich najvýznamnejších obchodných partnerov, čo by sa malo prejsť v relatívne stabilizovanom vývoji slovenského exportu, ktorého priemerná ročná dynamika by sa mohla pohybovať na úrovni 15 %, v porovnaní s tempom rastu dovozu asi 13 %, čo sa prejaví v postupnom **poklese deficitu obchodnej bilancie**. Financovanie **deficitu bežného účtu** by malo byť zabezpečované prílevom na kapitálovom a finančnom účte najmä priamymi a portfóliovými investíciami resp. dlhodobými úvermi čerpanými zo zahraničia.

Pomerne vyrovnaný hospodársky rast a relatívne rýchle zvyšovanie produktivity práce v podnikovej sfére, spolu s miernym rastom zamestnanosti a postupným poklesom inflácie, vytvorí podmienky pre **rast reálnych miezd**, ktorý však bude prerušený v roku 2003 vplyvom inflácie. Medziročný rast reálnych miezd sa môže teda zmierniť na 1-2 %, pričom v ďalšom období by sa reálne mzdy mohli opätovne zvyšovať o 2-3 % každý rok.

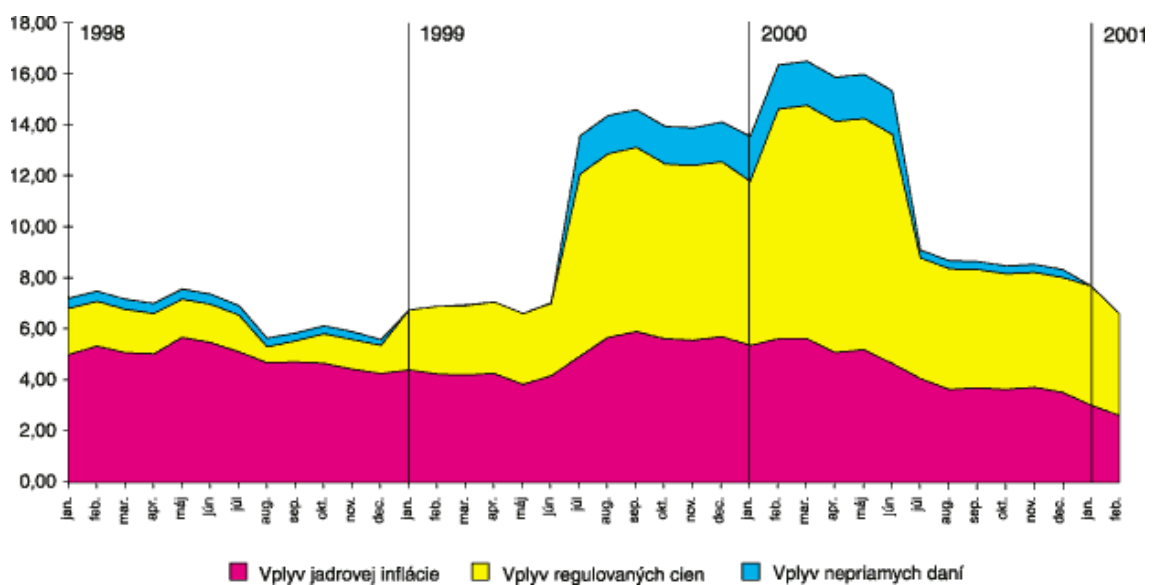
Vyššia konkurencieschopnosť slovenskej ekonomiky by sa mala **prejaviť v raste vývozu tovarov a služieb**, ktorý by mal byť počas celého prognózovaného obdobia najrýchlejšie rastúcou zložkou reálneho HDP, čo predstavuje významný faktor udržateľnosti výkonnosti ekonomiky SR v dlhodobom horizonte. **Dovoz tovarov a služieb** bude ovplyvnený vývojom domáceho dopytu, ktorého relatívne nízke medziročné prírastky v porovnaní s rastom HDP nebudú vyvolávať výrazné tlaky na dovozy.

Makroekonomický vývoj v rokoch 2003-2005 by mal byť charakterizovaný postupnou konsolidáciou verejných financií, schodku bežného účtu platobnej bilancie a miernym zrýchľovaním ekonomického rastu, a mal by v strednodobom horizonte vytvárať predpoklady pre postupné znižovanie kľúčových úrokových sadziieb NBS.

Čo sa týka nástrojov menovej politiky, malo by naďalej dochádzať k postupnému znižovaniu sadzby povinných minimálnych rezerv až na úroveň platnú v eurozóne, pričom bude súčasne harmonizovaná základňa ich výpočtu.

¹² Menový program NBS na rok 2002, str. 33

Štruktúra medziročnej miery headline inflácie na Slovensku: (%)



Zdroj: Menový prehľad NBS / február 2002

5. kapitola

Problematika začleňovania sa do Európskej únie

Úspešný vstup súčasných uchádzačov do Európskej únie bude závisieť od predpokladov a schopnosti nadobudnúť tempo ekonomického vývoja porovnateľné s krajinami EÚ, a napredovať s taktikami a stratégiami Európskej únie.

Čo sa týka **integračného procesu**, nie je dôležitá len inštitucionálna adaptácia normám EÚ a štrukturálne zmeny, ale tiež optimálne plnenie konvergenčných kritérií pre vstup do menovej únie, ktoré je nutnou hoci nepostačujúcou podmienkou na dosiahnutie stability výmenného kurzu medzi Eurozónou a novými členmi EÚ.

Existuje významný spojovací článok medzi menovou bázou nových členov EÚ a menovou bázou **Nemeckej centrálnej banky**, ktorá je považovaná za pilier prospešnej hospodárskej politiky a historický priemer resp. štandardný vzor fungovania ECB a jej budúceho menového stavu. Pozoruhodné je aj prepojenie tejto menovej bázy Deutsche Bundesbanky s menovou bázou jednotlivých kandidátskych krajín s netranzitívnou ekonomikou.

Čo sa týka transformačných krajín, teda krajín s tranzitívnou ekonomikou, ich schopnosť nasledovať politiku Bundesbanky je slabšia, a takáto slabá politická koordinácia poukazuje na potrebu posilnenia finančného sektora týchto krajín v období pokusov nadviazať na politiku ECB.

5.1. Politika dezinflácie v piatich stredoeurópskych krajinách

Čo sa týka pokroku s dezinfláciou **Česká republika** uskutočňovala svoju menovú politiku v súlade s ďalšími tranzitívnymi ekonomikami strednej Európy.

Aj v období osamostatnenia v roku 1993 pretrvával nemenný kurz (najprv k americkému doláru, neskôr ku košu mien) s úzkym flukтуаčným pásmom $\pm 0.5\%$, a čo sa týka inflačných očakávaní, javil sa ako efektívny. Začiatkom roku 1994 klesla totiž inflácia pod 10 %.

Dôsledkom liberalizácie kapitálových transakcií boli rozsiahle krátkodobé toky kapitálu, ktoré začiatkom roka 1996 ohrozovali realizáciu úzkeho flukтуаčného pásma. Sterilizácia sa osvedčila ako neefektívna, pretože udržiavanie vysokých úrokových mier priťahovalo ďalšie toky kapitálu. Česká národná banka reagovala rozšírením flukтуаčného pásma na $\pm 7.5\%$, aby prostredníctvom narastajúceho rizika výmenného kurzu zredukovala prílev

kapitálových tokov, zatiaľ čo sama pokračovala v úlohe nominálneho ukotvenia výmenného kurzu. Začiatkom roka 1997 fiškálny a vonkajší deficit bežného účtu vzrástol a v máji vyvrcholil útokom na českú korunu.

ČNB potom fixný výmenný kurz opustila a dala sa na riadený floating zabezpečovaný prostredníctvom vysokých úrokových mier. Nasledovala počiatočná deprecácia okolo 10 % a koruna rapídne poskočila. Stúpajúci domáci dopyt a efekt počiatočnej deprecácie vytlačili v lete 1997 infláciu na takmer 14 %. Nasledujúca realizácia „utiahutej“ menovej politiky v kontexte s novozavedeným inflačným cieľom vytvárala tlaky a zredukovala tak infláciu na jednociferné číslo, ale na náklady ekonomického rastu. Pevná menová aj fiškálna politika zotrvali až do konca roka 1998.

Nedávne mierne zvýšenie inflácie je vysvetľované narastajúcimi svetovými cenami energie. Pri súčasnej nízkej úrovni inflácie majú regulované zmeny cien významný vplyv na rast spotrebiteľských cien ovplyvňujúci headline infláciu 2,5 percentuálnymi bodmi.

Od začiatku transformačného procesu, keď **Maďarsko** zaviedlo celý rad cenových reforiem, nemalo skúsenosť s cenovou explóziou. Nasledovali ďalekosiahle štrukturálne reformy a rozhodujúce fiškálne podchytenie stabilizácie bolo dosiahnuté v roku 1995 balíčkom opatrení a krátko na to, asi v lete 1995, nasledoval nárast inflácie nad 30 % z 20 %-nej úrovne rok predtým. Tento nárast odrážal priamy účinok prvkov v balíčku, vrátane nárastu efektívnej miery dane z pridanej hodnoty, 9 %-nej devaluácie a dočasnej dovoznej prirážky, a navyše nezanedbateľný oneskorený vplyv zjednodušeného politického stavu makroekonomickej politiky predchádzajúcich rokov.

Súčasťou balíčka bolo aj vopred oznámené *zavedenie plazivého výmenného kurzu* resp. jeho pásma, ktorého rozsah bol úzky ± 2.25 % s jasným náznakom smerovania tohto opatrenia kombinovaného s kontrolami krátkodobého kapitálu. Cieľom počiatočnej miery plazivého kurzu bolo chrániť **konkurencieschopnosť** a na nízku mieru plazivého kurzu sa so značným úspechom spoľahla aj menová politika, za účelom ovplyvniť inflačné očakávania a mzdy a ovládnuť domáce ceny obchodovaného tovaru.

Začiatkom roka 1999 inflácia klesla na jednocifernú úroveň a neustále klesajúci trend sa zastavil a čiastočne zvrátil, čo bolo čiastočným príznakom exogénnych šokov (napríklad ropné šoky alebo vplyv období sucha alebo záplav na ceny potravín).

Kontroly krátkodobého kapitálu len čiastočne ochraňovali menovú politiku od nadmerných kapitálových tokov a úzke pásmo limitovalo možnosti centrálnej banky upevniť menové pomery. Jadrová inflácia prudko stúpla zo 7 % v lete roku 2000 na takmer 11 % vo februári 2001. Preto v máji 2001 zodpovedné inštitúcie rozšírili pásmo výmenného kurzu na ± 15 %.

V súčasnosti sa však Maďarsko zameriava na stratégiu plávajúceho kurzu.

Rozumné použitie plazivého kurzu a po určitom čase aj rozšírenie pásiem výmenného kurzu poskytli úspešný rámec prejavu prudkých zmien kapitálu a vonkajších šokov za inštitucionálnej podpory týkajúcej sa postupného prístupu k dezinflácii v **Poľsku**.

Tento prístup bol hnacou silou na stlačenie hyperinflácie na miernu úroveň a nedávno až na jednociferné číslo. V 90. rokoch bolo ukotvenie výmenného kurzu naďalej podporované politikou explicitných príjmov a všeobecnou fiškálnou politikou. V reakcii na tlaky kapitálových tokov sa v roku 1995 rozšírilo pásmo na $\pm 7\%$ okolo centrálnej parity.

V apríli roku 2000 bol systém plazivého kurzu zrušený a nahradený voľne plávajúcim za režimu inflačného cielenia. Rozhodnutia menovej politiky sú založené na predpoklade udržania inflácie v predurčenom pásme, zatiaľ čo pružnosť výmenného kurzu umožňuje tlmiť vplyv kolísania kapitálových tokov.

Napätie skryté v pružnosti výmenného kurzu bolo evidentné, obzvlášť v roku 1999, keď inflácia začala narastať, ale týkalo sa tiež nárastu deficitu bežného účtu na 7.5% z HDP, ako aj schopnosti a pružnosti fiškálnej politiky podporovať vonkajšie ciele. V roku 2000 sa aktivita prudko spomalila, deficit bežného účtu zúžil a toto napätie síce upadlo, ale nevymizlo úplne. Neurčitost' fiškálneho oživovania ekonomiky prekážala menovej politike v podpore aktivít, pričom tento politický mix prispel k vzostupu reálneho výmenného kurzu.

Pôsobivý pevný prístup k menovej politike vyústil v nádeji dosiahnuť výrazné zlepšenie miery inflácie v roku 2001 a 2002.

Slovensko má relatívne dobrý inflačný vývoj počas celého obdobia transformácie, ktoré je charakterizované silnou menovou politikou a čelením vysokej nezamestnanosti a miernych mzdových tlakov realizovaných prostredníctvom tripartitných rokovaní. Neustále odklady nárastu regulovaných cien miernili tlaky na ceny tovarov a služieb.

V prvom roku samostatnej Slovenskej republiky bola inflácia na úrovni 25% v čase zavedenia DPH a 10% -nej devaluácie, postupne klesla na 7% koncom roka 1995 a ostala priemerne na tejto úrovni až do leta 1999 napriek značným rozruchom na zahraničnom devízovom trhu.

Za stavu slabého bankového systému a trojročného deficitu bežného účtu 10% z HDP, čiastočne odrážajúc voľný fiškálny postoj, viedla variabilita kapitálových účtov ku kroku rozšírenia fluktuálneho pásma.

Napriek príliš napnutému postoju menovej politiky, prešla koruna v roku 1998 na floating. Napriek tomu, že menová politika čelila fiškálnym deficitom, a vzhľadom na vonkajšiu konkurenciu, v čase sterilizácie národná banka príležitostne intervenovala za účelom zabrániť vzostupu výmenného kurzu. V rokoch 1999 a 2000 regulované ceny

narástli v súvislosti s utiahnutým fiškálnym stavom, nastal dočasný prudký vzostup headline inflácie spojený s oslabenou domácou ekonomikou a potlačenou jadrovou infláciou na úrovni 5-6 %, ktorá začiatkom 2001 klesla až na 4 %.

Utiahnutejší fiškálny postoj a užší deficit bežného účtu poskytli menovej politike viac miesta na manévrovanie.

Dosiahnutím nezávislosti sa **Slovinsko** roku 1991 vyhlo riziku hyperinflácie, skrytému v rozpade bývalej Juhoslávie, a podarilo sa mu zredukovať infláciu z 200 % v roku 1992 na jednocifernú úroveň dosiahnutú v roku 1996. Po prestávke v roku 1997 dezinflácia pokračovala a v prvej polovici 1999 dosiahla úroveň nižšiu ako 5 %.

Slovinsko ako jediná krajina z piatich používala menové ciele účelne ako kotvy pre politiku s riadeným floatingom výmenného kurzu a vonkajšia konkurencia a schopnosť podpory ostali kľúčovými motívami a ostali terčom až do obdobia liberalizácie kontrol kapitálu v roku 1999.

Dezinflácia a vonkajšie ciele boli všeobecne podporované fiškálnou politikou, pričom fiškálny deficit vyvrcholil v roku 2000 na 1.3 % HDP. Hoci v prvých rokoch nezávislosti neboli žiadne explicitné príjmy politiky, od roku 1997 sa uskutočňovali tripartitné vyjednávania týkajúce sa mzdy, ktoré výrazne podporovali dezinfláciu.

Zavedenie DPH v roku 1999 a rast cien ropy od začiatku roku 1999 viedli k zvýšeniu inflácie. V súvislosti s vzostupným trendom ekonomiky prišla druhá séria vplyvov vyvolaná rozsiahlou indexáciou ekonomiky a inštitucionálnou funkciou zvýšenia vytrvalosti cenových šokov. Keď začiatkom roku 1999 inflácia klesla pod 5 %, začali sa prediskutovávať miery deindexácie ekonomiky. V roku 2000 uzatvorila vláda deindexáciu miezd vo verejnom sektore a podobná dohoda sa v princípe uzatvorila aj pre súkromný sektor. Medzičasom viedli exogénne nárasty cien k zvýšeniu headline inflácie na 10.5 % koncom roka 2000.

Pri súčasných relatívne otvorených kapitálových účtoch a pri plnej liberalizácii plánovanej v roku 2002 môže napätie medzi cieľom nízkej inflácie a cieľom vonkajšej konkurencie zotrvať.

Grafy z *prílohy č.2* zobrazujú vývoj priemernej a medziročnej inflácie na Slovensku v rokoch 1999 – 2001 a prognózy vývoja inflácie na roky 2002 – 2005 a tiež podiel verejného dlhu na HDP v Slovenskej republike v rokoch 1999 – 2001 s prognózami na obdobie 2002 - 2004.

Príloha č. 3 obsahuje grafy, na ktorých možno pozorovať prílev priamych zahraničných investícií na obyvateľa v rokoch 1989 – 2000 v piatich kandidátskych krajinách a stav PZI na obyvateľa k 30. 9. 2001.

5.2. Konvergenčné kritériá pre zavedenie eura

Cenová stabilita v členských štátoch európskej menovej únie je pre obyvateľov a hospodárske subjekty dôležitá z pohľadu dôvery voči vývoju hospodárstva. Nízka inflácia bude občanom garantovať, že ich peniaze v bankách sa nebudú znehodnocovať. Občania sa budú môcť lepšie orientovať v cenách a firmy budú môcť jednoduchšie pripravovať svoje strednodobé plány. Podniky budú môcť presnejšie ohodnotiť nárast cien v nákladoch.

Čo sa týka Maastrichtských kritérií požadovaná je cenová stabilita v takej miere, že priemerná úroveň inflácie musí byť nižšia než je priemer troch najnižších mier členských krajín EÚ plus 1.5 %-neho bodu. V roku 2001 to bola úroveň 3.3 %, pričom Slovensko dosiahlo v tomto roku priemernú mieru inflácie 7.3 % a predikovanú priemernú mieru inflácie na rok 2002 má v rozmedzí 4.1-4.9 %.

Cenová stabilita v transformujúcich sa štátoch je zložitejším problémom kvôli existencii regulovaných cien a nízkych miezd, ktoré sa musia postupne zvyšovať za účelom dosiahnutia úrovne Európskej únie. Mzdy by mali rásť pomalšie ako produktivita práce, čiže zaplatené dostaneme len o toľko viac, o koľko viac sme dokázali svojou prácou vytvoriť. Po uvoľnení regulovaných cien sa očakáva zmiernenie tlaku na rast cien.

Výsledkom znižovania inflácie by mal byť aj **pokles úrokových sadzieb**, čo znamená pre podnikateľov lacnejšie úvery a pre investorov nižší záujem, aby svoje peniaze ukladali do bánk. Týmto kapitál smeruje viac do podnikovej sféry a pomáha ďalšiemu rozvoju hospodárstva.

Dostupnosť úverov a ich úroková miera je dôležitá pre slovenských podnikateľov a spotrebiteľov, pretože od nich závisí rozvoj domácej ekonomiky. Dlhodobé úrokové sadzby, ktoré sú počítané z 10-ročných štátnych dlhopisov, odzrkadľujú aj očakávania ďalšieho vývoja hospodárstva.

Investori sú v prípade minimálneho rizika, kedy je aj úroková sadzba nižšia, ochotní akceptovať menší ale istý výnos. V rizikových krajinách, ktorých hospodársky vývoj je ťažko predpovedateľný, existuje hrozba vysokej inflácie a nemožno očakávať nízke úrokové sadzby.

Základné úrokové sadzby v eurozóne určuje ECB a preto je dôležité, aby sa pred vstupom do menovej únie dlhodobé úrokové sadzby medzi kandidátom a členskými krajinami príliš neodlišovali.

Slovenská republika dlhodobo hospodári s rozpočtovým deficitom, čo je v značnej miere spôsobené procesom transformácie ekonomiky. Terajšia generácia spotrebúva viac ako do štátnej pokladne prináša, štát sa teda ďalej zadlžuje.

Kritérium pre vstup do menovej únie stanovuje hranicu udržateľnosti **deficitu verejných financií**, kedy by štát nemal mať problémy s jeho prefinancovaním. Znižovanie deficitu štátneho rozpočtu kladie dôraz na redukciiu výdavkov štátu. Pokles štátnych investícií resp. zefektívnenie štátnych výdavkov môže zlepšiť hospodárske prostredie v štáte, čoho dôsledkom by bola tvorba ďalších pracovných miest a posilnenie pozície domáceho podnikového sektora prinesie vyššie príjmy do štátneho rozpočtu.

Zefektívnenie štátnych výdavkov a zníženie deficitu verejných financií možno pokladať za základ zdravého hospodárskeho vývoja, ktorý bude tvoriť nové pracovné miesta a zvyšovať životnú úroveň obyvateľstva.

Vývin verejného dlhu je potrebné pozorne sledovať z toho dôvodu, že časť je denominovaná v cudzích menách. Naviazanie slovenskej meny na euro a jeho následné zavedenie je výhodné pre úvery denominované v spoločnej mene krajín eurozóny, pretože nebude hroziť kurzové riziko, ktoré by zahraničné úvery predražovalo. Naopak dolárové úvery budú ďalej reagovať na vývin kurzu meny. Verejný sektor by sa mal čoraz viac prefinancovávať na európskych finančných trhoch.

Po vstupe nových členských krajín do Európskej únie je dôležitá spolupráca s ECB, v rámci ktorej sa budú koordinovať kroky zamerané na udržanie stabilných výmenných kurzov v rámci *ERM II (exchange rate mechanism: výmenný mechanizmus devízových kurzov v rámci eurozóny)*.

Podľa týchto pravidiel musí byť slovenská koruna minimálne dva roky fixne viazaná na kurz eura, pričom môže oscilovať okolo parity vo fluktuáčnom pásme $\pm 15\%$. Hlavným cieľom zotrvania v mechanizme je pre Slovensko naviazanie koruny na euro, čo znamená, že slovenská koruna bude kopírovať vývoj spoločnej meny na európskych trhoch a naša menová politika bude nasledovať rozhodnutia ECB.

Pre obyvateľov a firmy to znamená zníženie kurzového rizika voči krajinám, kde sa euro používa, a tiež zvýšenie stability voči menám našich susedov, za podmienky zapojenia ostatných kandidátskych krajín do tohto systému.

5.3. Výhody používania eura

Prípadný vstup Slovenska do EÚ by slovenskej verejnosti priniesol niekoľko výhod. Rovnaká mena vo väčšine štátov eurozóny umožní **jednoduchšie porovnávanie cien tovarov a služieb**. Vyrovnanie cien spôsobí aj **väčšiu konkurenciu** na trhu a **zvýši efektívnosť**. Firmy budú môcť ľahšie porovnať rozličných dodávateľov a odberateľov s cieľom vybrať si čo najvhodnejšieho partnera. Konkurencia vytvorí lepšie hospodárske prostredie, v ktorom sa bude dať úspešným podnikom, ktoré budú **zvyšovať zamestnanosť** a následne bude **rásť aj životná úroveň**.

Pre slovenských podnikateľov nebude problém **investovať v iných štátoch menovej únie**. Pri cestách do zahraničia **odpadnú náklady pri konverzii mien**. Čo sa týka obchodu s partnermi zo štátov eurozóny, slovenským podnikateľom sa **odbúra kurzové riziko pri zúčtovaní obchodných transakcií**. Euro je silnejšie ako slovenská koruna, pretože ekonomický komplex štátov eurozóny je neporovnateľne silnejší ako slovenské hospodárstvo. Najväčším prínosom je **cenová stabilita** resp. **nízka miera inflácie** v štátoch eurozóny, kde by ceny mali rásť pomalšie. Euro podporuje **stabilitu hospodárstva** a je základom pre ďalší **hospodársky rast**.

Vláda bude musieť užšie koordinovať hospodársku politiku s ostatnými členmi eurozóny. Celú ekonomiku čaká zmena cien a novej mene, stabilnej voči ostatným svetovým menám, sa musí prispôbiť celý finančný sektor. Všetky banky, poisťovne a ostatné inštitúcie musia upraviť svoje platobné systémy a zmeny nastanú aj v účtovníctve.

Záver

Cieľom mojej diplomovej práce bolo zhodnotiť menový vývoj a predpoklady Slovenska pre vstup do Európskej únie a jeho plnenie Maastrichtských kritérií v porovnaní s ostatnými stredoeurópskymi kandidátmi. Tomuto zhodnoteniu však ešte predchádza hĺbková analýza cieľov, nástrojov, kritérií, indikátorov menovej politiky, a tiež výklad pravidiel fungovania menovej politiky, realizovanej prostredníctvom transmisných mechanizmov, ktorých charakter sa líši v závislosti od cieľovej orientácie menovej politiky. Zamerala som sa na sledovanie vývoja inflácie na Slovensku od prechodu na inflačné cielenie a na prognózy menového vývoja, a zároveň poukazujem na výhody členstva v Európskej menovej únii.

Emisná banka vystupuje ako banka bánk, a preto sa pôsobenie nástrojov menovej politiky týka makroveličín „*magického štvoruholníka*“ teda inflácie, ekonomického rozvoja, zamestnanosti a salda platobnej bilancie len sprostredkovane, nepriamo, ovplyvňovaním ponuky peňazí v ekonomike cez ovplyvňovanie úverového potenciálu obchodných bánk.

Poskytovanie úverov centrálnou bankou má za následok rast rezerv bánk a to vedie k rastu menovej bázy, kým splácanie týchto úverov vedie k poklesu menovej bázy. Menová báza sa multiplikuje a vytvára peňažnú zásobu. V prípade neudržania stability resp. neodhadnuteľnosti vývoja peňažného multiplikátora sa narúša tento predikčný vzťah a ohrozuje sa naplnenie konečného cieľa.

Každý inflačný vývoj totiž vedie v praxi k prerozdeleniu dôchodkov a bohatstva medzi ekonomickými subjektami a súčasne znižuje sociálne istoty obyvateľstva. Inflácia postihuje hlavne sociálne skupiny odkázané na pevné dôchodky (starobné, invalidné,...), a zároveň znevýhodňuje veriteľov pred dlžníkmi, pretože pohyb úrokových sadzieb nestačí plne kompenzovať pokles reálnej hodnoty pohľadávok.

Proces dezinflácie je pre spoločnosť pozitívny a vytvára podmienky pre udržateľný dlhodobý rast. Preto je priame cielenie inflácie uskutočňované nezávislou centrálnou bankou prínosom.

Cieľovanie inflácie predstavuje spôsob riadenia menovej politiky, pri ktorom menová politika reaguje na priebežne zisťované rozdiely medzi prognózou vývoja inflácie a inflačným cieľom. Prognóza vývoja inflácie je založená na predpoklade stabilizovaného vývoja výmenného kurzu a stabilizácie cien energetických a priemyselných surovín.

Kým monetaristický transmisný mechanizmus je v strednom období nasmerovaný k nominálnemu dôchodku, cieľovanie inflácie má jeden jasne definovaný dlhodobý cieľ, čo znamená riziko väčšej nestability u ostatných makroekonomických veličín.

Pre tvorcov menovej politiky je omnoho ťažšie dosiahnuť stanovené hodnoty inflácie s rovnakou presnosťou, s akou možno dosiahnuť stanovené hodnoty menových agregátov. Menová politika ovplyvňuje mieru inflácie so značným oneskorením, ktoré je vo vyspelých krajinách odhadované na dva roky a viac. Trvá teda pomerne dlho, kým je možné zhodnotiť úspešnosť menovej politiky pri inflačnom cílení. Tento problém v režime menového cílenia nenastáva.

Vo väčšine krajín miera inflácie po zavedení inflačných cieľov poklesla, no otázkou ostáva, do akej miery to bolo dané vyhlásením samotných inflačných cieľov a do akej miery inými faktormi. Tento prístup však predstavuje vysoko transparentný spôsob presadzovania menového programu.

Slovenská ekonomika je prirodzene naviazaná na hospodárstvo krajín Európskej únie. Asi polovicu nášho zahraničného obchodu realizujeme so štátmi Európskej únie, export do EÚ činí 60 % a pri možnom vstupe Maďarska, Poľska, Českej republiky a Slovinska by to bolo až 90 %. Naším najväčším obchodným partnerom je Nemecko a vďaka previazanosti na nemecký trh a kvôli silnému postaveniu nemeckej meny bola marka po zavedení riadeného floatingu v roku 1998 zo strany NBS určená ako referenčná mena pre slovenskú korunu. Na zavedenie spoločnej európskej meny reagovala NBS zmenou referenčnej meny pre korunu v prospech eura. Kurz koruny voči ostatným menám je určovaný na základe dopytu a ponuky po slovenskej mene, ale centrálna banka pozorne sleduje vývin kurzu koruny voči euru.

Slabšou stránkou ekonomického vývoja Slovenska teda nie je export ale import. Zvýšený dopyt je uspokojovaný zahraničnou ponukou a nie domácou. Neželateľná je aj tendencia prehlbovania rozdielu medzi výdavkami a príjmami štátneho rozpočtu (zadlžovanie sa). Vláda urobila reštrukturalizáciu na príjmovej strane (dane), ale reštrukturalizácia na strane výdavkov (školsťvo, zdravotníctvo) chýbala. Bežné výdavky nie je vhodné financovať jednorazovo príjmami, ak nemáme istotu ich financovania až do konca. Reštrukturalizácia bánk nastala podľa mnohých analytikov trochu neskoro, aj keď bankový sektor je už uzdravený a nasleduje podnikateľský sektor.

Slovensko musí uskutočniť niekoľko nutných krokov týkajúcich sa **plnenia kritérií vstupu do EÚ**. Príjmy z privatizácie štátnych podnikov musí využiť na splatenie štátneho dlhu a dôchodkovú reformu. Všetky nadpríjmy štátneho rozpočtu a úsporu nákladov dlhovej služby je nutné využiť na zníženie deficitu a nie späťne vrátiť do ekonomiky.

Žiaduce je prehodnotiť problematiku liberalizácie cien a urýchlene naštartovať reformy sociálnej sféry. V neposlednom rade je potrebná prísnejšia kontrola mzdového rastu vo verejnej sfére.

Čo sa týka vstupu Slovenska do EÚ, možné sú dva varianty vstupu: rýchly a pomalý. Každý z nich má svoje výhody i nevýhody, no pozornosť je v súčasnosti zameraná na **rýchly variant vstupu do EÚ**, ktorý preferujú aj Poľsko a Maďarsko.

Výhody sa týkajú najmä zabezpečenia menovej stability, vyššieho prílivu zahraničných investícií a tým aj urýchlenia transformácie ekonomiky. Zanikne kurzového riziko voči EUR a vývoj makroekonomických veličín, predovšetkým oblasť verejného sektora, bude lepšie kontrolovateľný.

Nevýhody urýchleného vstupu sa spájajú s nízkou výkonnosťou ekonomiky približne 49% cez paritu kúpnej sily priemeru EÚ (pričom pre Slovensko je to 80 % úrovne EÚ a Českú republiku 60 %), ďalej s nevyhnutnou rýchlou liberalizáciou cien, s veľkým rozdielom cenovej úrovne, aj cien práce, neobchodovateľných statkov a služieb, a tiež stratou nezávislosti menovej politiky. Prispôsobovanie sa cien bude vplývať na konkurencieschopnosť výroby. Prekážkou budú aj nedokončené reformy v sociálnej sfére a neželateľný tlak na verejné financie.

Pomalý variant vstupu do EÚ dáva možnosť na realizáciu samostatnej menovej politiky a ukončenie reforiem, a zároveň poskytuje čas na zvýšenie výkonnosti HDP na obyvateľa.

Nevýhodou sú náklady na konverziu mien a existujúce kurzové riziká, tlaky na verejné financie, a tiež spomalenie procesu ukončenia reforiem a pôsobenie politických cyklov. Kroky na riešenie problémov v ekonomike sa budú pravdepodobne s väčšou ľahkosťou odkladať.

Otázka realizácie nezávislej menovej politiky sa spája s problematikou plnej liberalizácie ekonomiky vo vzťahu k zahraničiu k dátumu 1. 1. 2004, ako referenčného dátumu vstupu Slovenska do EÚ. Akokoľvek dopadne Slovensko v procese začleňovania do EÚ, jeho makroekonomický výhľad do budúcnosti sa javí viacmenej pozitívne.

Zoznam použitej literatúry

Knihy:

1. J. Sipko: Európska menová únia a euro, ELITA Bratislava, 1999
2. John B. Taylor: Monetary policy rules, National Bureau of Economic research, 1999
3. Revenda Z. a kol.: Peněžní ekonomie a bankovníctví, Management Press Praha 1996,
4. Hlavatá I.: Menová teória a politika, EKONÓM Bratislava, 1995
5. Vincúr P.: Hospodárska politika, KON-PRESS Bratislava, 1997

Monografia:

1. Prof. Ing. I. Hlavatá, PhD.: Menová analýza a prognóza, vydavateľstvo EKONÓM Bratislava, 1998

Skriptá:

1. Prof. Ing. Otto Sobek, CSc: Menová teória a politika, EKONÓM Bratislava, 1999
2. Prof. Ing. Otto Sobek, CSc.: Menová teória a politika II, Edičné stredisko Ekonomická univerzita v Bratislave, 1994

Štúdie:

1. Doc. Ing. Ján Příklad, DrSc: Dôsledky menovej politiky na ekonomiku Slovenska, VÚ NH EU Bratislava, 1995

Odborné články:

1. Lars E. O. Svensson: Inflation targeting as a Monetary policy rule, Journal of Monetary Economics, Elsevier Science B. V., 1999
2. Josef C. Brada, Ali M. Kutan: The convergence of Monetary policy between candidate countries and the European Union, Economic Systems, Elsevier Science B.V.,2001
3. International Monetary Fund: Monetary and Exchange Rate Regimes in the Central European Economies on the Road to EU Accession and Monetary Union, 2001
4. Frederic S. Mishkin: International Experiences with different Monetary policy Regimes, Journal of Monetary Economics, Elsevier Science B. V., 1999

Diplomové práce:

1. T. Biskupičová: Menové a inflačné ciele v menovej politike NBS, školiteľ J. Hájniková, NHF EU, 2000
2. Š. Gažo: Monetárna politika NBS a jej vplyv na netto export SR, školiteľ J. Husár, FHI EU, 1999
3. R. Prega: Menová politika NBS, školiteľ J. Hájniková, NHF EU, 1999

Zákony:

Zákon Národnej rady Slovenskej republiky č. 566/1992 Zb. o Národnej banke Slovenska v znení zákona č.149/2001 Z. z.

Iné zdroje:

1. Menový prehľad NBS, 2001
2. Euro a Slovensko, OBIPO ÚV SR, 2001

Web stránky:

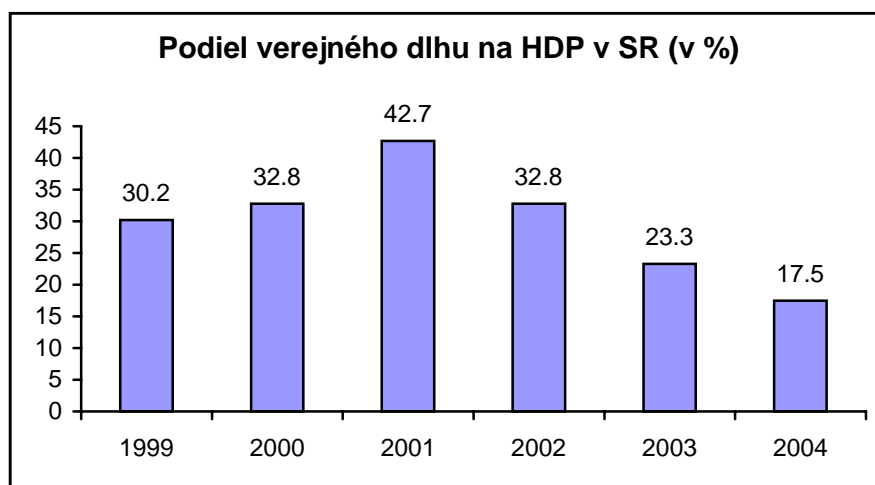
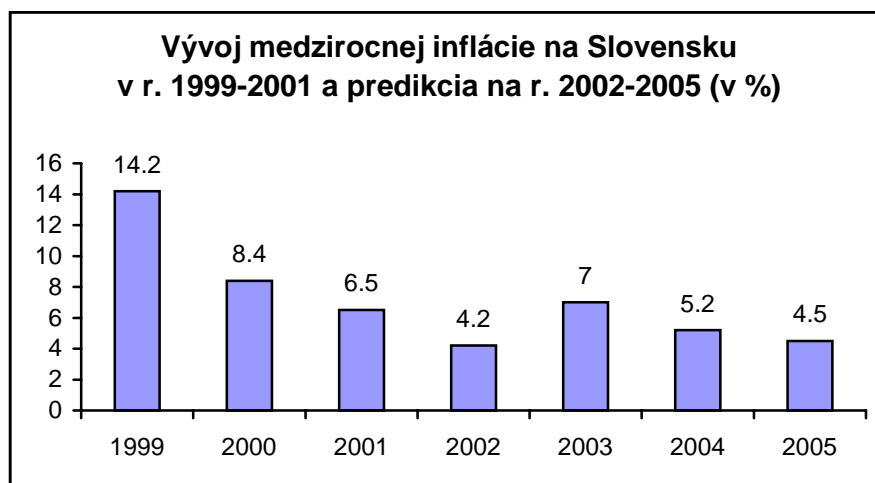
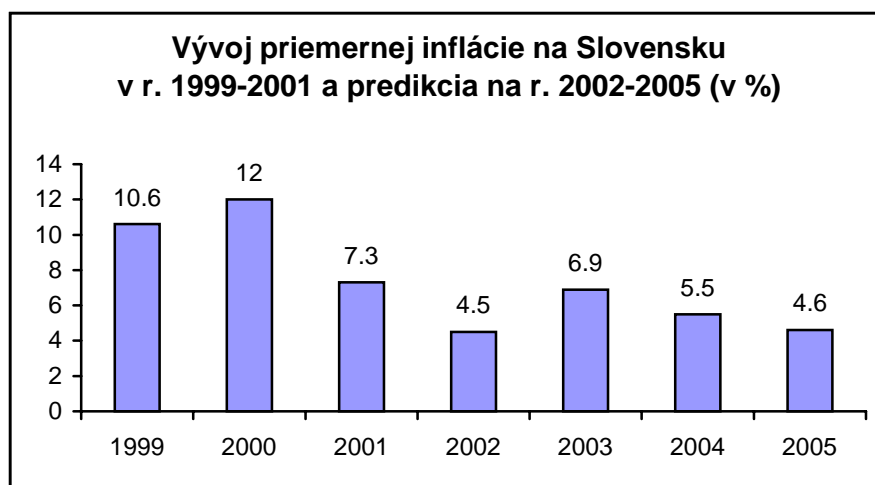
1. www.nbs.sk
2. www.cnb.cz
3. www.ecb.int

Príloha č. 1.

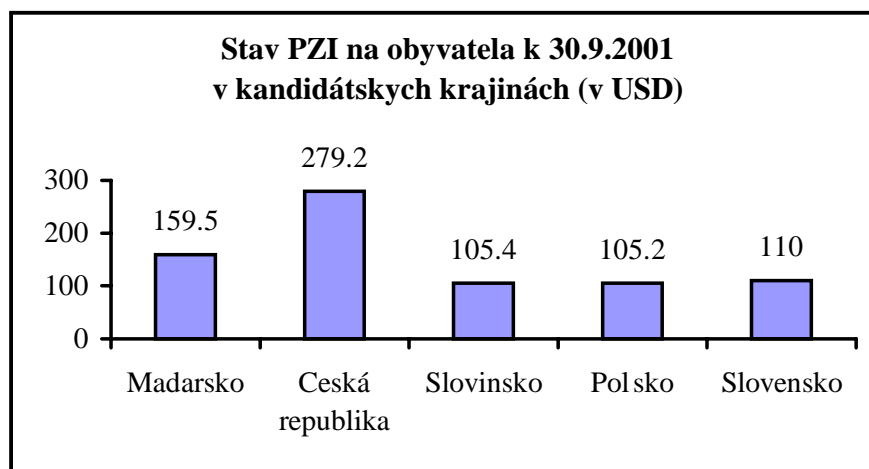
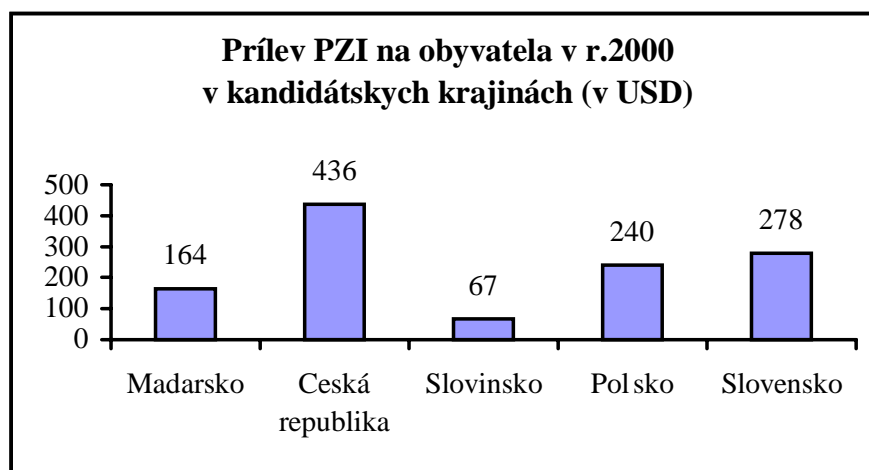
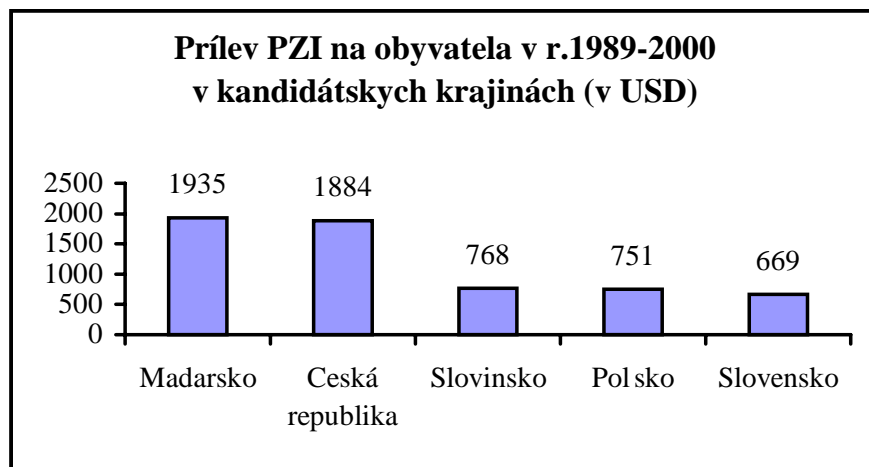
Sledované ciele menovej politiky	Indikátory menovej politiky
Cenová hladina meraná indexom CPI	<ul style="list-style-type: none"> - zahraničné ceny importu - menový kurz - ceny priemyselných a poľnohospodárskych produktov - miera nezamestnanosti - saldo štátneho rozpočtu - menové agregáty - dôchodková rýchlosť peňazí - výnosová krivka
Hospodársky cyklus (HDP)	<ul style="list-style-type: none"> - ukazovatele zamestnanosti - ukazovatele uzatvorených kontraktov a objednávok - zásoby a ich štruktúra - ziskovosť - obchodné úvery - subjektívne očakávania a hodnotenie výrobcov
Menový kurz	<ul style="list-style-type: none"> - peňažná zásoba - vzťah domácej a zahraničnej inflácie - úrokový diferenciál - saldo bežnej bilancie - devízové intervencie - termínové kurzy - devízová pozícia bánk

Prameň: Hájniková, J.: Menová analýza a prognóza, 1998

Príloha č.2.



Príloha č.3.



Zdroj: Európska banka pre obnovu a rozvoj

