



WORKING PAPER č. 2/2007

**Monetární politika a její dopad
na konkurenceschopnost
Slovenské republiky**

Martin Chromec

Únor 2007



Řada studií Working Papers Centra výzkumu konkurenční schopnosti české ekonomiky je vydávána s podporou projektu MŠMT výzkumná centra 1M0524.

ISSN 1801-4496

Vedoucí: prof. Ing. Antonín Slaný, CSc., Lipová 41a, 602 00 Brno,
e-mail: slany@econ.muni.cz, tel.: +420 549491111



MONETÁRNÍ POLITIKA A JEJÍ DOPAD NA KONKURENCESCHOPNOST SLOVENSKÉ REPUBLIKY

Abstract:

Monetary policy is one of the most important components of economic policy due to its ability to widely influence economic decisions. The aim of this paper is to identify and analyse the long-run effects of the monetary policy in the case of the Slovak Republic. We will focus on the institutional framework of the monetary policy, analysing inflation and exchange rate development in relation to the long-run economic growth.

Abstrakt:

Monetární politika je bezpochyby jednou z nejdůležitějších komponent hospodářské politiky, neboť je schopna ovlivnit převážnou většinu ekonomických rozhodnutí v hospodářství. Cílem tohoto příspěvku je identifikace a analýza dlouhodobých efektů monetární politiky Národnej banky Slovenska. Zaměříme se na institucionální charakteristiku měnové politiky, analyzujeme vývoj inflace a směnného kurzu ve vztahu k dlouhodobému ekonomickému růstu.

Recenzoval:

Ing. Libor Žídek, Ph.D.

1. ÚVOD

Monetární politika je v dnešní době bezpochyby jednou z nejdůležitějších komponent hospodářské politiky, neboť je schopna významně ovlivnit hospodářskou aktivitu v ekonomice. Cílem tohoto příspěvku je identifikace a analýza dlouhodobých efektů monetární politiky Národnej banky Slovenska.

Za zcela zásadní je v této souvislosti považován vztah inflace a ekonomického růstu.¹ Z teoretického pohledu lze očekávat, že vysoká a nestabilní inflace může mít negativní důsledky na dynamiku hospodářského růstu i na ekonomické klima dané země. Teoretické i empirické studie² potvrzují, že jak neanticipovaná tak anticipovaná inflace i její volatilita způsobují špatnou alokaci zdrojů a brzdí tím ekonomický rozvoj hospodářství. Ekonomické analýzy ovšem ukazují, že tento vztah není zcela lineární. Vážnější hospodářské důsledky jsou obvykle spojovány až s mírou inflace vyšší než 10 %.³

Postupné zaměření centrálních měnových autorit na dosahování cenové stability je tedy odrazem obecného poznání nepříznivých dopadů inflačního cenového vývoje. Snaha o dosažení cenové stability za každou cenu však může mít i negativní dopad na výstup ekonomiky a zaměstnanost. Při prosazení neanticipované dezinflace a existenci nominálních rigidit trvá určitý čas, než ekonomické subjekty adekvátně přizpůsobí svou aktivitu (Briault, 1995), což se projeví minimálně v krátkém období poklesem dynamiky hospodářského růstu. Monetární autority by proto měly ve svém dezinflačním úsilí zhodnotit výnosy a náklady spojené se snižováním míry inflace.

Velmi důležitý je také vztah kurzové politiky a ekonomického růstu. Bailliu a kol. (2002) tvrdí, že výběr kurzového režimu může teoreticky ovlivnit dlouhodobý ekonomický růst. Buďto přímo – tj. působením na stabilizaci ekonomiky, která je vystavena různým typům šoku – nebo nepřímo, zejména prostřednictvím dopadu na mezinárodní obchod, investice, kapitálové toky a finanční sektor. Ve vyspělých ekonomikách nepředstavuje volatilita kurzu obvykle významné nebezpečí, neboť subjekty mají možnost se na trhu proti kurzovému riziku zajistit. Podstatně zásadnější problém spatřují ekonomové v nesladěnosti reálného směnného kurzu. Jde o situaci, kdy se aktuální reálný kurz odchyluje od své dlouhodobě rovnovážné úrovně. Razin a Collins (1997) uvádějí, že existují minimálně dva možné kanály, jimiž by se nesladěnost kurzu mohla projevit na ekonomickém růstu. Nesladěnost pravděpodobně ovlivňuje domácí a zahraniční investice a tím

¹ Pro bližší analýzu vztahu měnové politiky a ekonomického růstu viz Chromec (2006).

² Z empirických prací zabývajících se vlivem inflace na ekonomický růst lze zmínit Barro (1995), Bruno (1995), Ghosh a Philips (1998).

³ Blíže viz Khan a Senhadji (2001).

i akumulaci kapitálu. Navíc nadhodnocení nebo podhodnocení kurzu působí na konkurenceschopnost domácího sektoru obchodního zboží, který se podílí na exportu dané země. Z empirických studií vyplývá, že nadhodnocený směnný kurz má významně negativní dopad na růst. Pokud jde o podhodnocení kurzu, zde jednoznačný vztah k ekonomickému růstu není identifikován (Razin a Collins, 1997).

Pro ekonomický růst je rovněž významná institucionální charakteristika měnové politiky. Řada empirických i analytických prací⁴ dokládá, že nezávislost centrální banky přispívá k zachování cenové stability a tím i k ekonomickému růstu. Přílišná nezávislost naopak implikuje omezenou zodpovědnost centrální banky za výsledky prováděné měnové politiky.⁵ Měnová politika se obdobně jako ostatní komponenty hospodářské politiky stává potenciálním zdrojem šoků a nestability v ekonomice. Ekonomové proto obvykle doporučují, aby byla centrální banka podřízena pevným pravidlům, která by jí znemožňovala nadměrné užívání diskrece a zvyšovala predikovatelnost monetární politiky. Předvídatelnost chování centrální banky značně snižuje nejistotu ekonomických subjektů a napomáhá k efektivní alokaci zdrojů. Transparentnost a úspěšnost dosahování stanoveného cíle měnové autority jsou důležitými determinanty kredibility centrální banky (Kotlán, 2001). Kredibilita měnové politiky významně ovlivňuje očekávání ekonomických subjektů (Filáček, 2004), a je proto důležitá pro udržení nízké inflace. Zároveň snižuje náklady dezinflace (Blinder, 1999).

Z pohledu naší analýzy konkurenceschopnosti a hospodářského růstu se proto budeme věnovat třem oblastem – charakteristice institucionálního rámce, v němž centrální banka uplatňuje svou monetární politiku, dále budeme sledovat vývoj inflace a měnového kurzu.

Struktura práce odráží rozdělení analýzy do výše uvedených okruhů. Kapitola číslo dvě přibližuje výchozí stav sledovaných determinant před začátkem transformace.

Třetí kapitola se zabývá institucionální charakteristikou monetární politiky. Mimo analýzy nezávislosti centrální banky se zaměříme na specifikaci teoretických vlastností monetárních režimů, jež NBS v minulosti využila, či v současné době využívá, z pohledu transparentnosti a predikovatelnosti. Zmíníme rovněž důvody pro volbu daného režimu a především výsledky jeho reálné aplikace, které jsou klíčové pro udržení kredibility centrální banky. Predikovatelnost monetární politiky následně ověříme prostřednictvím empirické analýzy.

⁴ Např. Alesina a Summers (1993), Loungani a Sheets (1997).

⁵ Na nebezpečí byrokratického chování nezávislé centrální banky upozorňuje např. Kvasnička (2005).

Úkolem čtvrté kapitoly je analyzovat data o inflaci; v případě překročení prahové hodnoty, či výrazné volatility cenové hladiny se pokusíme identifikovat faktory, které byly příčinou tohoto vývoje.

Závěrečná kapitola se věnuje analýze vývoje směnného kurzu, přičemž se zaměříme zejména na volatilitu a nesladěnost kurzu.

2. VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY A SLEDOVANÝCH VELIČIN PŘED ROKEM 1989

Úkolem této části je nastínit výchozí situaci před samotnou transformací československého centrálně plánovaného hospodářství z pohledu charakteristik měnové politiky zmíněných v úvodu příspěvku.

2.1. Institucionální charakteristika

Výkonem měnové politiky byla v socialistickém Československu pověřena Státní banka československá (SBČS). Bankovní systém vycházel ze sovětského jednostupňového modelu centralizovaného bankovníctví, jehož základním rysem byla existence státní monobanky.

Jelikož SBČS ve své činnosti podléhala zprvu ministerstvu financí a později vládě jako celku, nelze v žádném případě mluvit o nezávislé měnové politice. Činnost centrální banky se smrkla na pouhou pasivní emisi peněz v souladu s komplexním měnovým plánem. Přičemž peníze a úvěr neplnily obvyklou ekonomickou úlohu, ale byli považováni za odraz hmotných procesů.

Dle Vencovského (2001) bylo cílem měnové politiky zajistit centrální řízení mzdové a cenové hladiny i devizového oběhu. Socialistická monobanka se však téměř vůbec nezabývala otázkou stability měny a peněžní rovnováhy (Půlpán, 2004), jež jsou důležitými determinanty dlouhodobého ekonomického růstu.

K posílení vlivu centrální banky v socialistickém hospodářství dochází až na počátku 80. let dvacátého století, kdy jsou do plánovacího procesu zaváděna tzv. měnová kritéria. Základním měnovým kritériem se stala vazba mezi plánovaným tempem růstu národního důchodu a plánovaným tempem růstu domácích úvěrů v ekonomice (Revenda, 2001).

Koncem 80. let se vlivem narůstajících ekonomických nerovnováh a uvolnění politického klimatu začíná hovořit o zásadních reformách socialistického bankovníctví. ČSSR byla jednou z posledních socialistických zemí, která zahájila přípravu přeměny jednostupňového bankovního systému na dvoustupňovou soustavu. Přestavba hospodářského mechanismu rovněž počítala s posílením úlohy peněz v ekonomice. Realizace reformy legislativně upravená zákonem o Státní bance československé a zákonem o bankách a spořitelnách byla plánována k 1. lednu 1990.

2.2. Inflace a kurzová nerovnováha

Ačkoliv byla v socialistickém systému inflace ztotožňována výhradně s tržní ekonomikou, nemohla se, zejména kvůli nadměrné emisi peněz prováděné centrální bankou, československému plánovanému

hospodářství vyhnout. Převážná většina cen byla silně deformovaná, neboť podléhala z ideologických důvodů i z důvodů plánování přísné státní regulaci. Inflace se tak neprojevovala otevřeně, ale především nedostatečnou nabídkou některých komodit a rozrůstajícím se černým trhem.

K oficiálním úpravám cen, obvykle směrem nahoru, docházelo pouze skokově. Obzvláště v 80. letech se z důvodů narůstajících inflačních tlaků, kterým centrální banka mohla jen velmi obtížně čelit, prováděly korekce cen ve větším rozsahu (Revenda, 2001). Vencovský (2001) uvádí, že hlavními inflačními faktory se stávaly vysoký růst zásob v podnicích a nedokončená investiční výstavba. Ačkoli oficiální inflace byla relativně nízká, což bychom mohli považovat s ohledem na ekonomický růst za pozitivní, existence zásadní vnitřní nerovnováhy naopak hospodářský rozmach utlumuje.

Československá ekonomika se potýkala s dalším velmi ožehavým problémem – distorzemí směnného kurzu. Oficiální administrativně stanovený kurz koruny nesledoval vývoj determinantů určujících jeho reálnou a rovnovážnou úroveň, což způsobilo úplné odtržení tuzemských cen od zahraničních cen (Vencovský, 2001). Oficiální kurz se přepočítával pomocí složitého systému diferencovaných koeficientů, tzv. vnitřního reprodukčního cenového vyrovnání (VRCV).⁶ Pro neobchodní platby a turistiku se kurz dále upravoval o různé příplatky. V hospodářství proto v zásadě existovalo několik odlišných úrovní měnového kurzu, přičemž byly vždy zvýhodňovány kurzy vůči socialistickým zemím. Takto konstruovaný kurz samozřejmě neplnil své základní ekonomické funkce – cenotvornou, stimulační i kriteriální.

Tabulka č. 1: Vývoj oficiálního kurzu československé koruny vůči dolaru a rublu (kurz k 31.12.) v Kčs

měna	1971	1975	1980	1985	1988
USD	6,63	5,50	5,38	6,85	5,32
SUR	9,65	10,00	10,00	10,00	10,00

Zdroj: Vencovský (2001)

V rámci „přestavby hospodářského mechanismu“ (perestrojka) se počítalo se zrušením spleťtého systému diferencovaných koeficientů i příplatků a postupným přechodem na jednosložkový kurz. K této události došlo v lednu 1989. Po listopadové sametové revoluci se samozřejmě zásadně změnil pohled na funkci směnného kurzu.

⁶ Podrobněji viz Jirges, Plchová (1996).

3. INSTITUCIONÁLNÍ CHARAKTERISTIKA MONETÁRNÍ POLITIKY

Na základě teoretických poznatků jsme vyvodili, že pro zkoumání dopadu aplikované monetární politiky na ekonomický růst je důležité identifikovat charakteristiku institucionálního rámce měnové politiky.

V této kapitole se zaměříme na analýzu nezávislosti centrální banky. Pro sestavení indexu nezávislosti je vhodné seznámit se nejprve s právním postavením centrální banky a samotným cílem monetární politiky, který je v legislativě zakotven.

Dále se budeme věnovat specifikaci teoretických vlastností monetárních režimů, jež si NBS v minulosti osvojila, či v současné době využívá, z pohledu transparentnosti a predikovatelnosti. Zmíníme rovněž důvody pro volbu daného režimu a především výsledky jeho reálné aplikace, které jsou klíčové pro udržení kredibility centrální banky.

Zmíněné poznatky se pokusíme dále ověřit analýzou predikovatelnosti měnové politiky. V současnosti však bohužel není dostupný vhodný nástroj pro operacionalizaci transparentnosti centrální banky.

3.1. Právní postavení centrální banky a cíl monetární politiky

SBČS byla i po převratu v roce 1989 nadále odpovědná na provádění monetární politiky. Podstatnější změna v uspořádání československého bankovního systému proběhla již na počátku roku 1990. V lednu nabyt účinnosti již dříve zmiňovaný zákon o Státní bance československé a zákon o bankách a spořitelnách. Od tohoto okamžiku došlo k oddělení emisní a úvěrově-obchodní činnosti centrální banky.

Jelikož autoři uvedených norem rozhodně nepočítali se zásadní změnou hospodářsko-politického systému, musely být oba zákony později novelizovány, aby umožnily implementaci standardních „tržních“ nástrojů monetární politiky. Vzorem pro československou centrální banku se v tomto ohledu stala zákonná úprava německé Bundesbanky (Kvizda, 2002).

Dle §2 zákona č. 22/1992 Sb. se hlavním cílem Státní banky československé stalo zabezpečování stability československé měny, což lze dle Revendy (2001) chápat jako snahu o neinflační hospodářské prostředí a stabilní měnový kurz.

Již v průběhu roku 1992 však bylo připravováno rozdělení federace na dva suverénní státy. Den zániku federace i všech jejích orgánů včetně SBČS byl stanoven na 31. prosinec 1992. Bilance SBČS byla

rozdělena mezi nástupnické centrální banky. Národní banka Slovenska a Česká národní banka tak vznikly v lednu 1993 v důsledku rozpadu Československa a plánovaného oddělení společné měny.

Činnost slovenské centrální banky i její právní postavení určuje především zákon č. 566/1992 Zb. o Národnej banke Slovenska (NBS) a také ústava. Avšak až do července 2001, kdy proběhla zejména kvůli harmonizaci s právní úpravou Evropské unie rozsáhlá revize bankovní legislativy, obsahovala slovenská ústava pouze velmi obecnou zmínku o zřízení emisní banky. Konkrétnější ustanovení o centrální bance v ústavě chybělo (NBS, 2003). Díky novelizaci je tak na nejvyšší legislativní úrovni mimo jiné právně zakotvena nezávislost centrální banky.

I po rozdělení federace zůstala hlavním hospodářsko-politickým cílem Slovenské centrální banky péče o stabilitu měny. Té mělo být dosaženo prostřednictvím snižování míry inflace a udržováním fixního směnného kurzu slovenské koruny v rámci stanoveného flukтуаčního pásma (Šramko, 2004). Významná a zároveň poslední změna formulace hlavního cíle NBS přišla s již vzpomínanou novelou zákona č. 566/1992 Zb. z roku 2001, kterou byl hlavní cíl centrální banky zúžen na udržování cenové stability.

Udělení statutu nezávislé centrální banky i stanovený cíl měnové politiky jednoznačně reflektuje poznatky soudobé ekonomické teorie.

3.2. Míra nezávislosti SNB

Míru nezávislosti centrální banky je možno operacionalizovat pomocí několika vyvinutých teoretických konstrukcí. Je však třeba upozornit, že zjevně neexistuje zcela objektivní měřítko nezávislosti centrální banky, veškeré koncepty jsou proto určitým subjektivním pohledem autora na problematiku nezávislosti. Za nejčastěji používané nástroje lze označit metodu autorů Grilli, Masciandar a Tabellini (Grilli a kol., 1991) a Cukiermanovu metodu (Cukierman, 1992).

Pro naše účely využijeme vzhledem k dostupnosti primárních i sekundárních dat prvně zmiňovanou metodu. Grilli, Masciandar a Tabellini (GMT) stanovili následující indikátory nezávislosti:

Politická nezávislost (PI)

1. Guvernéra nejmenuje vláda.
2. Guvernér je jmenován na dobu delší než 5 let.
3. Bankovní rada není jmenována vládou.
4. Bankovní rada je jmenována na dobu delší než 5 let.
5. Není nařízena účast představitele vlády v bankovní radě.
6. Není vyžadován souhlas vlády s monetární politikou.
7. CB má zákonem uloženo sledovat měnovou stabilitu.
8. Zákon posiluje pozici CB při konfliktu s vládou.

Ekonomická nezávislost (EI)

9. CB neposkytuje přímý úvěr vládě automaticky.
10. Přímý úvěr je poskytován za tržní úrokovou míru.
11. Přímý úvěr je poskytován na přechodnou dobu.
12. Přímý úvěr je poskytován v omezené výši.
13. CB se neúčastní na primárním trhu veřejného dluhu.
14. Diskontní sazba je určována bankovní radou.
15. CB je pověřena bankovním dohledem.

Každému výše uvedenému tvrzení, které vyplývá z legislativní úpravy centrální banky, je přiřazen jeden bod. U posledního indikátoru jsou přiděleny dva body, pokud je bankovní dozor svěřen jiné instituci než centrální bance. V případě, že se na bankovním dohledu podílí pouze centrální banka, má indikátor hodnotu jedna.

Index nezávislosti centrální banky je konstruován jako nevážený součet hodnocení za splnění, či nesplnění jednotlivých kritérií, přičemž jsou navíc sestavovány dva subindexy definované jako index politické a index ekonomické nezávislosti. Politickou nezávislost lze interpretovat jako schopnost centrální banky vybrat si konečný cíl měnové politiky. Index ekonomické nezávislosti charakterizuje míru autonomie centrální banky při výběru a používání nástrojů měnové politiky, jimiž bude tohoto cíle dosahováno.

Cílem naší analýzy je na základě představené metodiky určit míru nezávislosti slovenské centrální banky po rozpadu československé federace a po novelizaci zákona o Národnej banke Slovenska v červenci 2001. Jako základní zdroj informací nám poslouží zákon č. 566/1992 Zb. o Národnej banke Slovenska.

Dle zákonné úpravy platné v roce 1993 i 2001 jmenuje a odvolává guvernéra národní banky a viceguvernéry prezident Slovenské republiky na návrh vlády schválený národní radou (§ 7 odst. 2). Další členové bankovní rady jsou jmenováni a odvoláváni vládou na návrh guvernéra NBS (§ 7 odst. 3). Protože v obou případech vstupuje do procesu jmenování vláda, rozhodli jsme se přiřadit kritériím 1 a 3 nulovou hodnotu.

Původní šestileté funkční období guvernéra bylo novelizací sníženo na pět let (§ 7 odst. 4). Změněna byla také délka funkčního období ostatních členů bankovní rady. V současnosti jsou členové jmenováni stejně jako guvernér na pět let. Dříve zastávali dva viceguvernéri a dva vrchní ředitelé funkci po dobu šesti let, zbylí tři členové bankovní rady čtyři roky. Jedním bodem tedy bude ohodnocen pouze indikátor 2 pro rok 1993.

§ 7 odstavec 8 stanovuje, že členové bankovní rady nemohou mimo jiné zastávat vládní funkci. Pro kritéria 6 a 8 týkající se vztahu centrální banky a vlády je klíčové zejména znění § 12, podle něhož centrální

banka zabezpečuje plnění úloh stanovených zákonem nezávisle na pokynech vlády. Hlavní cíl centrální banky je stanoven § 2. Jak jsme již dříve uvedli (viz kapitola 3.1) původní cíl stability měny byl zúžen na cenovou stabilitu. Domníváme se, že i takto koncipovaný cíl měnové politiky naplňuje podstatu sedmého kritéria.

Celkové hodnocení politické nezávislosti NBS shrnuje následující tabulka.

Tabulka č. 2: Index politické nezávislosti NBS v letech 1993 a 2001

období	indikátor								index PI
	1	2	3	4	5	6	7	8	
1993	0	1	0	0	1	1	1	1	5
2001	0	0	0	0	1	1	1	1	4

Zdroj: autor

Před novelizací zákona č. 566/1992 Zb. v roce 2001 umožňoval § 25 odst. 2. na základě rozhodnutí bankovní rady poskytnout vládě krátkodobý přímý úvěr nákupem státních pokladničních poukázek splatných do tří měsíců za účelem krytí výkyvů v hospodaření státního rozpočtu v průběhu roku. Celkový stav úvěru nesměl nikdy překročit úroveň 5 % příjmů státního rozpočtu daného roku. Centrální banka tedy naplňuje kritéria 9, 11 a 12. Jelikož se zákon o charakteru úrokové míry výslovně nezmiňuje, považujeme kritérium 10 za nesplněné.

Pasáž o přímém úvěru vládě však byla v souladu s jedenáctou kapitolou *Acquis Communautaire* novelizací zrušena a NBS tak již přímý úvěr neposkytuje (Kubicová a Sergi, 2001), z tohoto důvodu jsme kritériím 9 až 12 přiřadili maximální hodnotu.

NBS se již od svého založení účastní na primárním trhu veřejného dluhu. Vedle prodeje státních pokladničních poukázek na primárním trhu zabezpečuje i primární prodej státních dluhopisů. Centrální banka se ve spolupráci s ministerstvem financí rovněž podílí na přípravě emisních podmínek jednotlivých emisí a informuje veřejnost o připravovaných emisích (NBS, 2003). Činnost centrální banky v této oblasti upravuje zejména § 26.

Dle § 18 odst. 1 centrální banka ustanovuje úrokové sazby, rámce, splatnosti a další podmínky obchodů, které vykonává podle zákona o NBS. Ačkoli se zmíněný zákon výslovně nezmiňuje o způsobu určování diskontní sazby, v reálu je stanovení výše diskontní sazby v kompetenci bankovní rady. Jelikož novelizace zákona tuto skutečnost nezměnila, je hodnota kritéria 14 v obou případech rovna jedné.

A konečně kritériu 15 je pro rok 1993 i 2001 přiřazen jeden bod, neboť NBS je dle § 36 jako jediný subjekt pověřena bankovním dohledem.

Tabulka č. 3: Index ekonomické a celkové nezávislosti NBS v letech 1993 a 2001

období	indikátor							index EI	celkem
	9	10	11	12	13	14	15		
1993	1	0	1	1	0	1	1	5	10
2001	1	1	1	1	0	1	1	6	10

Zdroj: autor

Z naší analýzy je zřejmé, že celkový index nezávislosti NBS se oproti roku 1993 nikterak nezměnil. Podle metodiky GMT tedy nedošlo k žádnému zásadnímu posílení či oslabení nezávislosti centrální banky. Snížení hodnoty indexu politické nezávislosti je zapříčiněno zkrácením funkčního období guvernéra. Naopak nárůst indexu ekonomické nezávislosti je důsledkem harmonizace slovenské legislativy se zákony EU.

Dle Tabulka č. 4: nezaostává celková míra nezávislosti Národnej banky Slovenska měřená metodou GMT výrazně za úrovní obvyklou v rámci členských států Evropské unie.

Tabulka č. 4: Index politické a ekonomické nezávislosti centrálních bank ve vybraných zemích (stav k roku 2000)

země	index PI	index EI	celkem
ECB	6	8	14
Německo	6	6	12
Švédsko	5	6	11
Velká Británie	4	5	9

Zdroj: Šedová, J., Kvizda, M. (2001)

Prostor pro posílení nezávislosti NBS patrně existuje v oblasti politické nezávislosti, zejména změnou způsobu volby guvernéra a členů bankovní rady. Co se týče prodloužení funkčního období představitelů centrální banky, zde se projevuje již zmiňovaná subjektivita konstrukce indexu nezávislosti. Smysl kritéria 2 a 4 spočívá v tom, aby funkční období členů bankovní rady bylo delší než u vlády a nedocházelo tím k náhlým změnám měnové politiky v důsledku vystřídání vlády (Polák, 1997). Zda je dostačující pětileté nebo šestileté funkční období je tedy spíše otázkou subjektivního názoru.

3.3. Volba strategie pro dosahování cíle měnové politiky

Pro dosažení zákonem stanoveného cíle – stability měny, resp. stability cenové hladiny – musela centrální banka zvolit vhodnou hospodářsko-politickou koncepci měnové politiky. Z tohoto pohledu můžeme rozlišit následující období:

- 1990 až 1998 – řízení peněžní zásoby a fixní směnný kurz;
- od roku 1999 – cílování inflace.

Řízení peněžní zásoby

Z teoretického pohledu je cílování peněžní zásoby velmi jednoduché, a tudíž i poměrně predikovatelné monetární pravidlo, které snižuje nejistotu v hospodářských procesech a napomáhá k efektivní alokaci zdrojů. Na druhou stranu významný nedostatek spočívá v obtížné srozumitelnosti cílování peněžních agregátů pro širokou veřejnost.

Pro dosažení cenové stability je řízení peněžní zásoby použitelné pouze v případě stabilní nebo predikovatelné vazby mezi cílovaným měnovým agregátem a všeobecnou cenovou hladinou dané země. Obecně se však předpokládá, že důchodová rychlost oběhu peněz v čase zcela nepravidelně kolísá – hlavně díky finančním a technologickým inovacím i větší ekonomické propojenosti zemí. Problémem může být také poměrně velké transmisní zpoždění ve vztahu peněžní zásoby a inflace. Navíc centrální banka nemusí být v reálu ani schopna uřídit zvolený peněžní agregát. Právě z důvodu obtížného dosahování stanoveného cíle hrozí centrální bance ztráta kredibility.

Monetaristický transmisní mechanismus byl na počátku transformace československého hospodářství zvolen z několika důvodů:

- cílování peněžní zásoby úspěšně užívala Bundesbanka, v té době jedna z nejrespektovanějších centrálních bank;
- vycházelo se z předpokladu, že prostřednictvím množství peněz v oběhu je možno spolehlivě identifikovat vývoj budoucí inflace;
- navíc tuto politiku doporučoval MMF (Hampl, 2001).

Příznivci tohoto režimu přesto připouštěli existenci problémů spojených s aplikací monetaristického pravidla během transformace.

Česká národní banka i Národní banka Slovenska se po rozdělení federace rozhodly pokračovat v kvalitativním řízení měnové politiky. Ve svém měnovém programu vyhlášovala NBS každoročně tempo růstu peněžního agregátu M2 jako mezicíl měnové politiky tak, aby byl konzistentní s žádoucím vývojem cenové hladiny.

V praxi však nebyly vymezené cíle pro růst peněžní zásoby striktně dodržovány (viz Tabulka č. 5:), neboť se v konečném důsledku přihlíželo ke stavu reálného hospodářství a k vývoji směnného kurzu slovenské měny (Komínková, 1998). Uskutečňovaná měnová politika tedy ve skutečnosti nemohla profitovat z vyšší míry predikovatelnosti, kterou monetaristický koncept řízení peněžní zásoby teoreticky přináší.

Tabulka č. 5: Měnové cíle a skutečné hodnoty cílovaných proměnných (v letech 1993–1999)

rok	měnový program		skutečnost	
	Δ M2	inflace	Δ M2	inflace
1993	12 %	17 %	18,3 %	25,1 %
1994	13,2 %	10,0–13,2 %	16,4 %	11,7 %
1995	12,3 %	8,0 %	21,2 %	7,2 %
1996	11,6 %	6,0–7,5 %	16,7 %	5,4 %
1997	10,7 %	4,9–5,8 %	8,8 %	6,4 %
1998	9,4 %	5,6–5,9 %	4,2 %	5,6 %

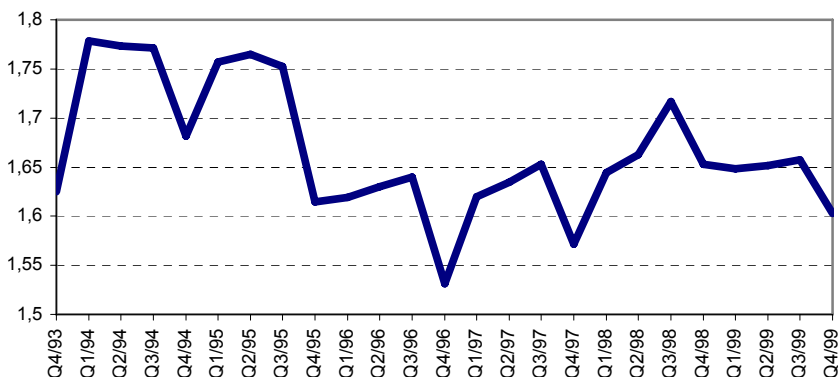
Poznámka: Údaje představují meziroční změnu ukazatele vždy k prosinci daného roku.

Zdroj: Komínková (1998), ŠÚ SR

Další příčinou odchylek skutečného růstu peněžní zásoby od stanoveného cíle mohla být volatilita peněžního multiplikátoru. Komínková (1996) uvádí, že v letech 1993–1996 fluktovala hodnota peněžního multiplikátoru mezi úrovní 5 a 6. To znamená, že vztah mezi monetární bází a agregátem M2 nebyl stabilní. Nedostatečně dlouhé časové řady navíc znesnadňovaly centrální bance predikce hodnoty multiplikátoru. Řízení agregátu M2 tak bylo velmi obtížné.

Podstatnější problém spatřujeme ve vývoji hodnoty důchodové rychlosti oběhu peněz (viz Graf č. 1:), jejíž stabilita je pro řízení peněžní zásoby naprosto klíčová. Následující graf dokládá, že důchodová rychlost byla v období 1993–1999 poměrně volatilní. Patrná je i změna trendu v roce 1996.

Graf č. 1: Vývoj důchodové rychlosti oběhu peněz (agregát M2)



Zdroj: výpočty autora

Množství peněz v oběhu, které si centrální banka vytyčila jako svůj měnověpolitický mezicíl, bylo z důvodu nestability důchodové rychlosti oběhu peněz v poměru k predikovanému reálnému výstupu a stanovené úrovni inflace obvykle nadměrné nebo naopak

nedostatečné. Tato skutečnost je nejlépe patrná v Tabulka č. 5: pro období 1995 a 1998. V prvním případě vzrostl agregát M2 oproti cílené hodnotě téměř dvojnásobně a skutečná inflace byla dokonce nižší než vymezený cíl. V roce 1998 šlo přesně o opačnou situaci. Pokud by NBS v obou letech skutečně dodržela stanovený přírůstek peněžní zásoby, inflace v roce 1995 by byla pravděpodobně podstatně nižší a v roce 1998 naopak vyšší.

Pevný kurz

Druhým pilířem měnové politiky byl zvolen pevný měnový kurz, který měl zajistit „dovoz“ nízké míry inflace z kotevní země. Udržení fixního měnového režimu vyžaduje především nízký inflační a úrokový diferencál vůči kotevní měně, dostatečnou zásobu devizových rezerv a dlouhodobou konkurenceschopnost domácích výrobců.

Jeho výhodou je transparentnost a viditelnost, což přispívá k vyšší kredibilitě měnové politiky. Přináší však s sebou jisté omezení autonomie monetární politiky a potenciální riziko spekulativního útoku na domácí měnu.

Kurzový režim se v postkomunistických ekonomikách stal velmi diskutovaným tématem. Jelikož se předpokládala vysoká otevřenost hospodářství a zapojení do mezinárodní spolupráce, byla volba režimu velice důležitá. Jonáš (1998) uvádí několik odůvodnění pro zavedení fixního kurzu v Československu. Předpokládalo se, že nadměrná volatilita kurzu na počátku transformace by mohla negativně ovlivnit celkový chod hospodářství, neboť v Československu neexistoval dostatečně rozvinutý devizový trh, kde by se subjekty mohly zabezpečit proti kolísání kurzu. Centrální banka zpočátku ani neměla k dispozici nástroje, jimiž by mohla utlumit případné výrazné změny kurzu. Československo nepatřilo mezi ekonomiky, jejichž vývoz je značně závislý na několika málo komoditách, a potenciální náklady spojené s nemožností izolovat ekonomiku od reálných šoků přizpůsobením nominálního směnného kurzu nebyly velké. Fixní kurz měl plnit především stabilizační funkci nominální kotvy.

Po trojí devalvaci a sloučení turistického a obchodního kurzu v prosinci 1990 zůstala československá měna zafixována vzhledem ke zvolenému měnovému koši. Složení měnového koše bylo později upravováno tak, aby odrážel strukturu realizovaného zahraničního obchodu ČSFR, resp. Slovenské republiky. Vývoj složení měnového koše zachycuje tabulka.

Tabulka č. 6: Složení měnového koše (v %)

období	DEM	USD	ATS	CHF	GBP	FRF
XII. 1990 – I.1992	45,52	31,34	12,35	6,55	4,24	–
I. 1992 – VII. 1994	49,07	36,15	8,07	3,79	–	2,92
VII. 1994 – X.1998	60,00	40,00	–	–	–	–

Zdroj: Revenda, Z. (2001), NBS (2003)

Z důvodu nízkého stavu devizových rezerv se SNB rozhodla v červnu 1993 devalvovat měnu o 10 %. Rozpětí, v němž se mohla koruna pohybovat bez nutnosti administrativních zásahů centrální banky, bylo následně stanoveno v rozmezí $\pm 0,5$ % od centrální parity. Mezi lety 1994 až 1998 Národní banka Slovenka fluktuální pásmo postupně v několika krocích rozšířila až na úroveň ± 7 %, což mělo částečně zamezovat nadměrnému přílivu krátkodobého kapitálu, který využíval výhodný úrokový diferenciel.

NBS se úspěšně dařilo udržovat slovenskou korunu ve vymezeném fluktuálním pásmu až do září 1998. Makroekonomická nerovnováha, vliv ruské finanční krize a parlamentní volby vedly k tlaku na směnný kurz slovenské koruny (NBS, 2003). Za původce problémů, které vedly k makroekonomické nerovnováze, není obvykle označována politika slovenské centrální banky, ale spíše nezodpovědná fiskální politika (Beblavý a Marcičín, 2000). V důsledku silných devalvačních očekávání a ve snaze udržet fixní kurz přišla NBS během srpna a září o značnou část devizových rezerv. Dlouhodobá neudržitelost tohoto stavu vedla centrální banku k opuštění pevného kurzu.

Podrobnější analýze vývoje měnového kurzu se budeme věnovat v samostatné kapitole, tato část měla za úkol nastínit základní charakteristiku pevného kurzu jako měnové strategie zvolené centrální bankou pro dosahování vytyčeného cíle.

Cílování inflace

Po ztrátě nominální kotvy v podobě fixního měnového kurzu NBS postupně přešla k uplatňování nového monetárního režimu, který měl za úkol ukotvit inflační očekávání. Během roku 1999 se však jednalo pouze o provizorní režim (Beblavý a Marcičín, 2000), jehož podstata zpočátku nebyla pro veřejnost i finanční trhy zcela zřejmá.

Někteří autoři⁷ identifikovali nově přijatý rámec NBS jako implicitní inflační cílování, což později potvrdila i samotná centrální banka (NBS, 2002). Implicitní cílování inflace lze charakterizovat jako režim, v němž centrální banka vyhláší inflační cíle, avšak nepodává konkrétní informace o měnovém režimu. Oproti explicitnímu cílování inflace je tento režim podstatně méně transparentní, umožňuje ve vyšší míře využívání diskrece a tím omezuje predikovatelnost měnové politiky, což je z hlediska ekonomického růstu nežádoucí.

Vzhledem k probíhajícímu procesu deregulace cen se NBS v roce 1999 nejprve zaměřila na cílování čisté inflace, přičemž zprostředkujícím cílem měnové politiky stále zůstával vývoj peněžní zásoby. V roce 2000 se centrální banka rozhodla nahradit zprostředkující cíl – růst agregátu M2 – úrokovou REPO sazbou. Inflační cíl byl nově stanovován v podobě jádrové inflace, která oproti

⁷ Např. Beblavý, Marcičín (2000), Dufek, Ódor (2000), Tóth (2000).

čisté inflaci zahrnuje vliv cen potravin, naopak vliv změn daní a dotací na úroveň spotřebitelských cen je zcela eliminován. Změnu cílované veličiny NBS odůvodnila snahou přiblížit metodiku praktikám okolních centrálních bank. Sledování jádrové inflace umožňuje především lépe identifikovat a separovat vznikající inflační tlaky v ekonomice (NBS, 1999). Oproti čisté inflaci je tedy pro veřejnost lépe srozumitelná.

Každoročně v prosinci byly inflační cíle vyhlášovány prostřednictvím měnového programu a byly stanovovány pouze na jeden rok dopředu k prosinci daného roku. Případné úpravy cíle oznamovala NBS vždy v květnovém konkretizovaném měnovém programu. Centrální banka se současně vyjadřovala k vývoji celkové inflace pouze ve formě nezávazné predikce. Počínajíc měnovým programem 2002 začala NBS zveřejňovat navíc střednědobý inflační výhled pro tříletý horizont, avšak tato predikce není centrální bankou považována za inflační cíl (NBS, 2001).

Stanovení nespojitých inflačních cílů výlučně pro konec daného roku nepokládáme z pohledu predikovatelnosti měnové politiky za vhodné, neboť v průběhu roku mohla NBS teoreticky ovlivňovat inflaci dle libosti. Vyhlášené cíle jsou pouze krátkodobé a dopad na formování střednědobých inflačních očekávání je tedy velmi omezený. Navíc kvůli existenci zpoždění měnové politiky nelze předpokládat, že by byla NBS schopna v případě významnějších interních nebo externích šoků dosáhnout vytyčených cílů.

Zásadní zvrat přišel až v roce 2004. Po vstupu Slovenské republiky do Evropské unie schválila vláda „Konkretizaci strategie přijetí eura v SR“ obsahující harmonogram zavedení společné měny k 1. 1. 2009. Pro měnovou politiku tak byl vymezen časový horizont, v němž bude zodpovědná za naplnění maastrichtského kritéria. Ještě v prosinci téhož roku NBS explicitně vyhlásila inflační cíle na období 2005 až 2008, a původně vydávaný střednědobý inflační výhled získal podobu závazného cíle. Cílovanou veličinou se stala meziroční míra inflace vždy k prosinci daného roku měřená harmonizovaným indexem spotřebitelských cen (HCPI). NBS se současně zavázala zveřejňovat v každém čtvrtletí střednědobé predikce. Režim měnové politiky centrální banka definovala jako inflační cílování v podmínkách ERM2. Nejedná se tedy o „čisté“ cílování inflace, neboť centrální banka přihlíží i k vývoji kurzu. V případě nutnosti stabilizace měny má NBS možnost využít verbálních upozornění, případně devizových intervencí. Pokud ani to nebude dostatečné, může banka přistoupit ke změnám úrokových sazeb. Nesplnění inflačního cíle je v této situaci přípustné.

V závěru roku 2006 navíc schválila bankovní rada „Komunikační strategii NBS do roku 2009“ (NBS, 2006), která se především věnuje nástrojům komunikace banky s odbornou a širokou veřejností. Centrální banka se zavázala, že se při komunikaci bude řídit zásadami transparentnosti, předvídatelnosti a srozumitelnosti.

Přechod na explicitní cílování inflace lze považovat za úsilí NBS odstranit nedostatky předchozího, značně netransparentního režimu. Za zcela zásadní přitom považujeme zveřejnění střednědobých inflačních cílů, které mají významný vliv na formování inflačních očekávání ekonomických subjektů. Cílováním celkové inflace se zvýšila srozumitelnost stanovených cílů, ovšem pouze na úkor snížené odpovědnosti centrální banky za naplňování inflačních cílů. Zavedení výjimek z plnění cíle umožňuje SNB omluvit prakticky jakoukoli odchylku inflace od definovaného cíle. Plněním stanovených inflačních cílů se budeme dále věnovat v kapitole o inflaci.

3.4. Predikovatelnost chování centrální banky

O monetární politice můžeme říci, že je predikovatelná, jestliže rozhodnutí centrální banky jsou ekonomickými agenty obvykle očekávána. Ačkoli je tento koncept velmi obtížně empiricky uchopitelný, v ekonomické literatuře lze nalézt metody, jimiž lze predikovatelnost centrální banky měřit. Vedle velmi složitých dotazníkových šetření se v posledních letech stále více rozšiřují statistické techniky založené na analýze vývoje úrokových měr na finančních trzích.

V podstatě se vychází ze vztahu mezi krátkodobou úrokovou sazbou, kterou určuje centrální banka (nejčastěji REPO sazba), a tržní úrokovou sazbou. Pokud jsou ekonomické subjekty schopny anticipovat rozhodnutí centrální banky, změny klíčové úrokové sazby budou plně očekávány a budou v okamžiku rozhodnutí bankovní rady již zahrnuty v tržních úrokových sazbách. V opačném případě, kdy dochází k neočekávané změně klíčové sazby, se po zveřejnění této skutečnosti tržní sazby téměř okamžitě korigují ve stejném směru.

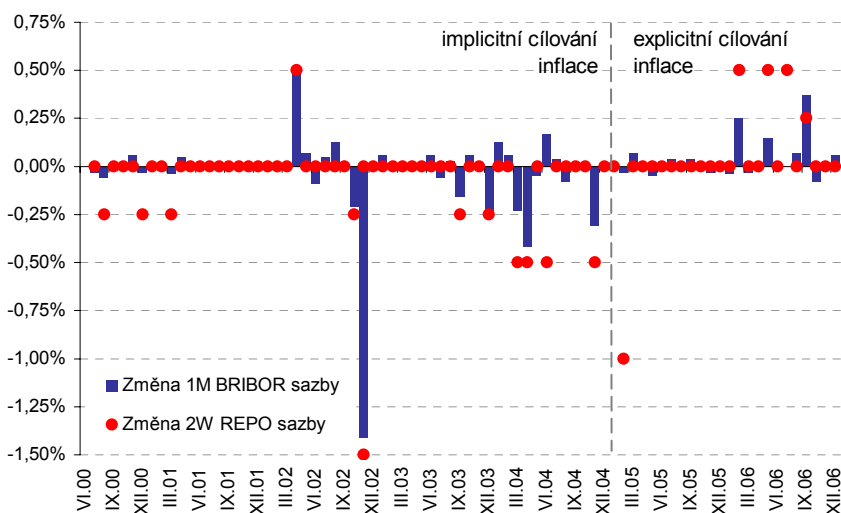
Pro naše účely využijeme metodologii autorů Bernhardsena a Kloster (2002), která je založena na zmíněné hypotéze. Jelikož je uvedený způsob hodnocení predikovatelnosti monetární politiky podmíněn mimo jiné existencí krátkodobé klíčové sazby, jsme v naší analýze slovenské měnové politiky omezení „pouze“ na období od roku 2000, kdy NBS přešla na kvantitativní řízení měnové politiky prostřednictvím REPO sazby.

Jako proměnné nám poslouží čtrnáctidenní REPO sazba a tržní úroková sazba – v případě Slovenské republiky jde o BRIBOR. Bernhardsen a Kloster doporučují volbu tržní úrokové sazby, která odráží periodicitu jednání bankovní rady o výši klíčové sazby, neboť je vhodným ukazatelem očekávání ohledně aktuálního rozhodnutí centrální banky. Dlouhodobější tržní úroková sazby by v sobě zahrnovaly i očekávání změny klíčové úrokové sazby ve vzdálenější budoucnosti. Bankovní rada NBS projednává změnu REPO sazby v měsíčních intervalech, použijeme proto tržní sazbu 1M BRIBOR.

Jako základní indikátor analýzy slouží rozdíl sazby BRIBOR den před a den po jednání bankovní rady, který aproximuje tzv. míru „překvapení“ ekonomických agentů. Pokud se bude rozdíl sazeb výrazně odchylovat od nulové hodnoty, lze konstatovat, že rozhodnutí centrální banky nebylo předem anticipováno. Kladná hodnota diferenciálu, např. +0,5 %, indikuje, že subjekty finančního trhu očekávaly klíčovou sazbu o 0,5 % nižší, než po jednání bankovní rady skutečně byla. Můžeme rovněž konstatovat, že čím více se diferenciál přibližuje nule, je měnová politika více predikovatelná.

Následující graf ukazuje vývoj diferenciálu tržní úrokové sazby včetně odpovídajících změn REPO sazby v období 2000 až 2006.

Graf č. 2: Diferenciály 2W REPO a 1M BRIBOR sazby den před a den po jednání bankovní rady

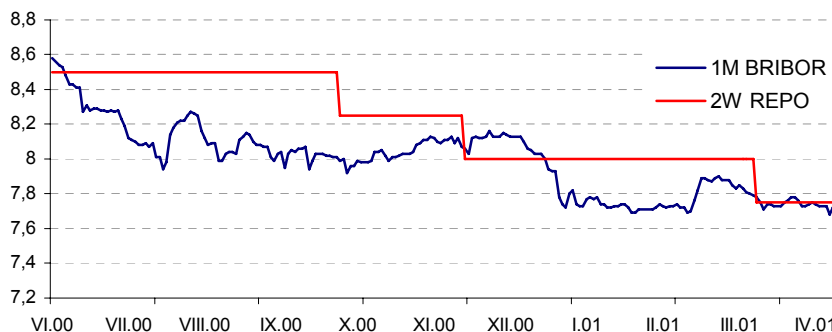


Zdroj: NBS, vlastní výpočty

Pozoruhodné hodnoty vykazuje diferenciál tržní úrokové sazby již během prvních několika měsíců po zavedení 2W REPO sazby (květen 2000). V srpnu a prosinci 2000 i březnu 2001, kdy byla opakovaně snižována klíčová sazba o 0,25 %, hodnoty diferenciálu indikují, že změny REPO sazby byly trhem očekávány.

Podrobnější pohled na vývoj obou sazeb ve zmíněném období, který nabízí Graf č. 3:, však odhalí, že pro analýzu zcela zásadní vztah mezi tržní a klíčovou sazbou není až do března 2001 příliš přesvědčivý. Krátkodobé tržní úrokové sazby totiž obvykle těsně kopírují úroveň a změny REPO sazby. Z tohoto důvodu se domníváme, že interpretace výsledků za uvedenou periodu není jednoznačná.

Graf č. 3: Vývoj sazeb 2W REPO a 1M BRIBOR v období 6/2000–4/2001



Zdroj: NBS

Z Graf č. 2: lze odvodit, že během období, kdy NBS cílovala inflaci implicitně, agenti nejčastěji očekávali zachování klíčové sazby na původní hodnotě. Výjimku představují údaje z března a listopadu 2004, kdy byl sice předpokládán pokles REPO sazby o 0,25 procentních bodů, avšak bankovní rada rozhodla o snížení REPO sazby o 0,5 p.b. Naopak vývoj sazby BRIBOR v červnu 2004 indikoval o 0,25 p.b. vyšší pokles klíčové sazby, než byl skutečně realizován. Můžeme tudíž vyvodit, že v případě změny REPO sazby nedokázaly finanční trhy tuto skutečnost obvykle úspěšně předvídat.

Velmi zajímavá je hodnota diferenciálu v srpnu 2002, která svědčí o tom, že finanční trhy předpokládaly pokles REPO sazby. Pokud bychom vzali v úvahu hodnotu sazby BRIBOR dva dny před jednáním bankovní rady, odpovídal by diferenciál přesně 0,25 procentním bodům. Centrální banka však tehdy ponechala klíčovou sazbu nezměněnou. Obdobným způsobem je možno interpretovat i hodnotu diferenciálu v lednu 2004.

Naše analýza ukazuje, že změny REPO sazby v únoru 2005 a červenci 2006 byly plně anticipovány. Subjekty finančního trhu rovněž správně predikovaly pohyb klíčové sazby v únoru a květnu 2006, v obou případech však očekávaly o 0,25 p.b. nižší nárůst REPO sazby.

Po zavedení explicitního cílování inflace počátkem roku 2005 se tedy predikovatelnost chování centrální banky ve srovnání s předchozím obdobím poměrně zlepšila. Dle teoretických poznatků může vyšší predikovatelnost působit pozitivně na efektivitu alokace zdrojů v ekonomice a tím přispívat k vyššímu ekonomickému růstu.

4. ANALÝZA VÝVOJE INFLACE

V samotném úvodu příspěvku jsme konstatovali, že z teoretického pohledu může mít vysoká inflace negativní důsledky na dynamiku hospodářského růstu, přičemž empirické studie obvykle označují za prahovou hodnotu desetiprocentní míru inflace.⁸

Naše práce si neklade za cíl potvrdit či vyvrátit uvedenou hypotézu – přijímáme ji jako východisko naší analýzy. Zaměříme se proto na analýzu dat o inflaci a v případě překročení prahové hodnoty, či výrazné volatility cenové hladiny, se pokusíme identifikovat faktory, které byly příčinou tohoto vývoje.

Jelikož NBS v roce 1998 přešla na režim cílování inflace, budeme se zde rovněž věnovat schopnosti centrální banky naplňovat stanovené inflační cíle, což je velmi důležité pro kredibilitu uskutečňované monetární politiky.

V kapitole věnované období před rokem 1998 jsme zjistili, že socialistické Československo provázely silné cenové distorze, které se kvůli rozsáhlé administrativní regulaci neprojevovaly v cenových indexech. V realu tak existovala skrytá i potlačená inflace.

Tabulka č. 7: Vývoj průměrné míry inflace⁹ měřené pomocí CPI v letech 1990–1992

rok	1990	1991	1992
inflace	10,4	61,2	10,0

Zdroj: ŠÚ SR

Odstranění státních dotací a zásadní cenová deregulace (zejména v lednu 1991) si v úvodní fázi transformace, kdy se ceny přizpůsobovaly tržním fundamentům, zcela logicky vybraly daň v podobě vysoké míry inflace i volatility relativních cen. Liberalizace uvolnila podstatnou část dosud kontrolovaných cen – v roce 1992 tvořil podíl administrativně stanovených cen na CPI 18,2 % (EBRD, 2000). Státem kontrolované zůstaly ceny nájemného, dopravy a několika dalších položek.

Dalším inflačním faktorem se stal nominální kurz, který byl v roce 1990 výrazně devalvován (viz následující kapitola). Znehodnocení měnového kurzu se projevilo růstem relativních cen importovaných statků obsažených ve spotřebním koši i surovin ovlivňujících náklady podniků.

Tvůrci reformních politik se obávali vzniku mzdově inflační spirály a inflačně devalvační spirály (Židek, 2006). Měnová politika centrální

⁸ Blíže viz Khan a Senhadji (2001).

⁹ Průměrná míra inflace vyjadřuje procentní změnu průměrné cenové hladiny za dvanáct posledních měsíců proti průměrné cenové hladině dvanácti předchozích měsíců.

banky se proto stala restriktivní a spolu s mzdovou regulací měla za cíl obnovit vnitřní měnovou stabilitu. Inflačně devalvační spirála bylo zabráněno zafixováním směnného kurzu. Překonání počátečních inflačních tlaků lze označit za výrazně prorůstový impuls.

Tabulka č. 8: Vývoj průměrné míry inflace měřené pomocí CPI v letech 1993–1998

rok	1993	1994	1995	1996	1997	1998
inflace	23,2	13,5	10,0	5,8	6,1	6,7

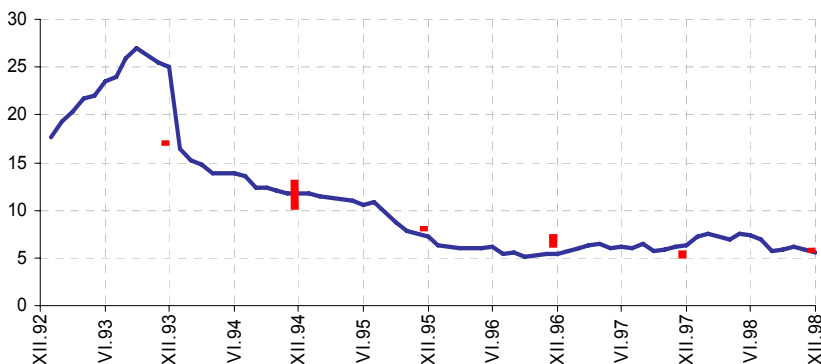
Zdroj: ŠÚ SR

Skokové zvýšení cenové hladiny v roce 1993 je přisuzováno zejména výrazné změně daňové soustavy, při níž byla původní daň z obrátu nahrazena daní z přidané hodnoty, a červencové desetiprocentní devalvaci slovenské měny.

I přes působení inflačních faktorů v podobě zavedení dovozní přírážky, úpravě regulovaných cen, navýšení daně z přidané hodnoty a spotřebních daní se podařilo v roce 1994 dosáhnout poměrně nízké míry inflace. Pilch (2005) uvádí, že se tak stalo zejména díky souhře příznivých ekonomických vlivů na straně agregátní nabídky i poptávky. Proti inflaci zároveň působila mzdová regulace a nárůst produktivity práce.

Postupná dezinflace pokračovala i v následujících letech. Až do konce roku 1998 se podařilo inflaci udržovat na jednociferné úrovni. Nejnižší meziroční míry inflace 5,2 % bylo dosaženo v září 1996. Za tímto vývojem stojí pokles tempa růstu cen potravin, snížení základní sazby DPH o dva procentní body a zejména neustálé odkládání cenové deregulace. Například podle studie OECD (2002) byly v roce 1997 ceny elektrické energie pro slovenské domácnosti zhruba na 50 % úrovni zemí EU a byly také nižší než v ostatních postkomunistických ekonomikách.

Graf č. 4: Vývoj meziroční míry inflace měřené pomocí CPI a inflační predikce centrální banky v letech 1993–1997



Zdroj: ŠÚ SR, Měnové programy NBS 1993–1997

Ačkoli se inflace během let 1993–1998 vyvíjela více méně dle roční predikce centrální banky, nejsme zcela přesvědčeni, že tomu tak bylo právě díky aktivitě NBS. Centrální bance se obvykle nedařilo splňovat mezicíl v podobě růstu peněžního agregátu (viz Tabulka č. 5:), který byl základem inflační prognózy. Pokud by bylo plánovaných cílů růstu agregátu M2 skutečně dosahováno, celková inflace by se pravděpodobně výrazně lišila.

Tabulka č. 9: Vývoj průměrné míry inflace měřené pomocí CPI v letech 1999–2005

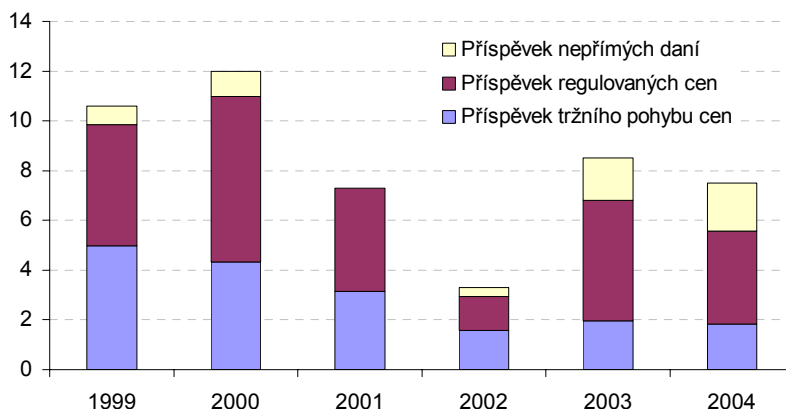
rok	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
inflace	10,6	12,0	7,3	3,3	8,5	7,5	2,7

Zdroj: ŠÚ SR

Rok 1999 je spojen se zavedením implicitního cílování inflace. Cíl v podobě nárůstu čisté inflace byl stanoven pouze pro krátké období, a to na úrovni 5–7 % k prosinci 1999, červnový konkretizovaný měnový program upravil cíl na 6,0–7,5 %. Predikce současně počítala s hodnotou celkové inflace ke konci roku v intervalu 13,5–15,5 %.

Oproti předchozím letem se inflace v roce 1999 podstatně zvýšila. V souladu se zahájením vládního makroekonomického stabilizačního programu byla spuštěna vlna rozsáhlých cenových deregulací zejména v oblasti energií, vody, dopravy a telekomunikací. Nárůst cen energií se postupně projevil i v dalších sektorech ekonomiky. Celkově představoval podíl zvýšení regulovaných cen na průměrné míře inflace téměř 50 % (viz Graf č. 5:).

Graf č. 5: Příspěvek jednotlivých položek k průměrné míře inflace měřené pomocí CPI



Zdroj: ŠÚ SR

Cenovou hladinu dále ovlivnilo znehodnocení měny po zrušení fixního kurzu, zvýšení dolní sazby DPH, opětovné zavedení dovozní přírážky a stoupající ceny základních potravin na světových trzích. Meziroční

míra inflace dosáhla v prosinci výše 14,2 % a odpovídala tedy predikci centrální banky. Bohužel z dostupných zdrojů nelze jednoznačně interpretovat, zda byl naplněn inflační cíl, neboť údaje o čisté inflaci za druhé pololetí statistický úřad později revidoval. Původní prosincová meziroční hodnota čisté inflace 6,06 % odpovídající spodní hranici inflačního cíle byla korigována na 5,42 %.

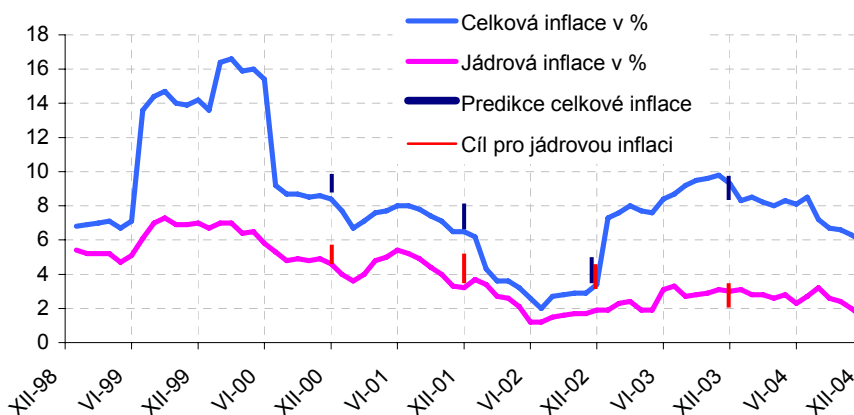
V období 2000 až 2004 si NBS stanovovala cíl v podobě jádrové inflace. Následující tabulka přehledně zachycuje cílové intervaly a predikci inflace pro prosinec daného roku, tak jak byly v půlročních intervalech publikovány prostřednictvím měnového, resp. konkretizovaného měnového programu. Srovnání vývoje sledovaných veličin s finálním cílem a predikcí následně prezentuje Graf č. 6:

Tabulka č. 10: Inflační cíle centrální banky a predikce celkové inflace v letech 2000–2004

cílové období	cíl pro jádrovou inflaci	predikce celkové inflace	publikováno
prosinec 2000	4,5–5,8 %	8,5–9,5 %	prosinec 1999
prosinec 2000	4,7–5,8 %	8,8–9,9 %	květen 2000
prosinec 2001	3,2–5,3 %	6,0–8,5 %	prosinec 2000
prosinec 2001	3,6–5,3 %	6,7–8,2 %	květen 2001
prosinec 2002	3,2–4,7 %	3,5–4,9 %	prosinec 2001
prosinec 2002	3,2–4,7 %	3,5–4,9 %	květen 2002
prosinec 2003	2,7–5,0 %	7,7–9,7 %	prosinec 2002
prosinec 2003	2,1–3,6 %	8,4–9,7 %	květen 2003
prosinec 2004	1,2–3,5 %	5,5–7,3 %	prosinec 2003
prosinec 2004	1,9–3,4 %	5,7–7,0 %	květen 2004

Zdroj: Měnové programy NBS 2000–2004

Graf č. 6: Srovnání vývoje meziroční jádrové a celkové inflace s cílem a predikcí centrální banky



Zdroj: ŠÚ SR, Měnové programy NBS 2000–2004

Vývoj inflace během roku 2000 byl velmi dynamický. Jelikož vláda opětovně schválila úpravy regulovaných cen energií, dopravy a také nájemného v lednu a únoru, meziroční míra inflace v prvních měsících strmě vzrostla až na 16,6 %. Na růstu inflace se rovněž podílelo zvýšení sazeb spotřebních daní. Odeznění deregulačních efektů z roku 1999, snížení koupěschopnosti obyvatelstva a posílení konkurence v maloobchodě prostřednictvím hypermarketů se podílely na prudké dezinflaci v druhém pololetí. Meziroční míra inflace v prosinci poklesla na úroveň 8,4 %, přičemž jádrová inflace činila 4,6 %. Obě hodnoty tedy byly mírně nižší, než NBS předpokládala.

Celková inflace měla klesající tendenci i v letech 2001 a 2002. Cenová liberalizace, která představovala hlavní proinflační faktor v předchozím období, byla výrazně zmírněna. Za utlumením deregulačních aktivit vidíme zejména blízkí se volby v roce 2002. Vedle zpomalení růstu cen potravin se na dezinflaci podílela prudká nominální aprecie kurzu slovenské koruny vůči dolaru během roku 2002. V prosinci 2001 činila hodnota celkové inflace 6,5 % a o rok později 3,4 %. Současně klesala i jádrová inflace z úrovně 3,2 % na 1,9 % v prosinci 2002. Hodnoty celkové a čisté inflace byly oproti predikci centrální banky opět nižší. V roce 2002 „podstřelila“ NBS cíl v podobě čisté inflace o 1,3 %.

Dle OECD (2004) nelze považovat měnovou politiku až do konce roku 2001 za restriktivní. Nárůst reálných úrokových sazeb je patrný až v prvních měsících roku 2002, ten byl však způsoben zejména rychlým poklesem inflace. Domníváme se tedy, že vzhledem k existenci zpožděného účinku měnové politiky na cenovou hladinu, nebylo poměrně prudké snižování jádrové inflace (viz Graf č. 6:) způsobeno primárně činnostmi centrální banky.

Povolební rok 2003 byl ve znamení skokové změny všeobecné cenové hladiny. Průměrná míra inflace se oproti předešlému kalendářnímu roku zvýšila o 5,2 procentních bodů. Cenový vývoj ovlivnilo znovuobnovení deregulačního procesu, úprava spotřebních daní a snížené základní sazby DPH směrem nahoru. Naopak protiinflačně působila pokračující aprecie směnného kurzu. Uvedené tendence přetrvaly i v následujícím kalendářním roce a staly se hlavními determinanty vývoje cenové hladiny. V obou letech se administrativní úpravy cen podílely na nárůstu inflace z více jak 75 % (viz Graf č. 5:).

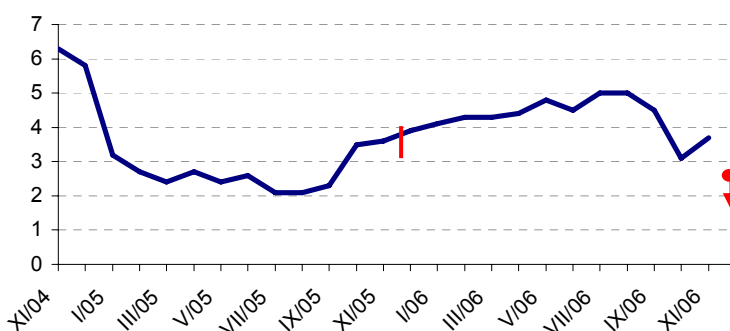
V roce 2003 se centrální bance podařilo zcela naplnit inflační cíl, když meziroční jádrová inflace dosáhla v prosinci úrovně 3 %. Ke konci roku 2004 činila jádrová inflace 1,5 %, což je o 0,4 procentní body pod spodní hranici cílového intervalu. NBS dokázala úspěšně odhadnout vývoj celkové inflace, ta dosáhla v roce 2003 hodnoty 9,3 % a v následujícím roce pak 5,9 %.

S přechodem na explicitní cílování inflace se banka rozhodla sledovat celkovou inflaci měřenou prostřednictvím harmonizovaného indexu

spotřebitelských cen (HCPI). V měnovém programu vydaném v prosinci 2004 si NBS vytyčila střednědobé cíle pro meziroční míru inflace pod úroveň 2,5 % k prosinci 2006 a pod 2 % v letech 2007 a 2008. Cíl je dle NBS (2004) vymezen tak, aby zabezpečil splnění maastrichtského kritéria inflace, nutného pro přijetí jednotné měny. Vedle střednědobých cílů si centrální banka stanovila krátkodobý cíl 3,5% v koridoru $\pm 0,5$ p.b. pro prosinec 2005.

V průběhu roku 2005 byla cenová hladina opět velmi nestabilní. Zatímco za první čtvrtletí poklesla inflace zejména vlivem odeznění deregulací o 3,1 p.b. na úroveň 2,7 %, ve čtvrtém kvartálu inflace akcelerovala v důsledku vzestupu cen energií a pohonných hmot, které se navíc následně projeví ve vyšších úpravách regulovaných cen. Ačkoli byl nárůst inflace ke konci roku způsoben faktory, které nemá centrální banka pod kontrolou a podléhají výjimce z plnění inflačního cíle, nacházela se prosincová míra inflace 3,9 % těsně pod horní hranici cílového pásma (viz Graf č. 7:).

Graf č. 7: Srovnání skutečného vývoje meziroční míry inflace měřené HCPI s cílem centrální banky (12/2004–9/2008)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS (2004)

Uvedené inflační faktory ovlivňovaly spotřebitelské ceny i v průběhu roku 2006. Na zvyšování cenové hladiny se navíc podílel výrazný nárůst regulovaných cen farmaceutických výrobků. Pro hodnocení úspěšnosti centrální banky při dosahování střednědobého inflačního cíle bohužel není v současné době k dispozici údaj o prosincové inflaci. Domníváme se však, že inflační cíl naplněn nebude, neboť samotná centrální banka v říjnové střednědobé predikci (NBS, 2006a) počítá ke konci roku 2006 s inflací 4,1 %.

Vývoj inflace za celé sledované období pokládáme za nerovnoměrný. Volatilita cenové hladiny je patrná zejména na počátku transformace a po roce 1999, přičemž inflace několikrát překročila prahovou hodnotu 10 %. Zásadní podíl na úrovni a fluktuaci cenové hladiny mají cenové deregulace a změny daňových sazeb, které centrální banka nemá možnost ovlivnit. Relativně nízká jádrová inflace zároveň nedává NBS

dostatek manévrovacího prostoru ke zmírnění inflačního dopadu deregulací. Vysoké hodnoty míry inflace patrně přispěly k utlumení hospodářské aktivity během prvních let transformace. Domníváme se však, že uvolnění regulovaných cen dostatečně ospravedlňuje výši i volatilitu inflace. Z pohledu ekonomického růstu je rovněž důležité, že inflace nemá setrvačný charakter a navrácí se po odeznění inflačních šoků na nízkou úroveň.

5. ANALÝZA VÝVOJE MĚNOVÉHO KURZU

Již dříve jsme se seznámili se základní charakteristikou kurzového režimu během transformace, v této kapitole se blíže zaměříme na samotný vývoj měnového kurzu.

V úvodu příspěvku jsme identifikovali, že z pohledu směnného kurzu je ekonomický rozvoj ovlivňován zejména odchylkou kurzu od své rovnovážné úrovně, tj. nesladěností kurzu. Další hrozbou pro ekonomický růst je volatilita kurzu. V případě existence rozvinutých finančních trhů, však nepředstavuje kurzová volatilita pro ekonomický růst významné riziko, neboť ekonomické subjekty mají možnost zajistit se proti kurzovému riziku.

5.1. Období fixního kurzu

Začátek transformace byl spojen s velmi důležitým a obtížným úkolem. Jednalo se o korekci původního směnného kurzu využívaného v socialistickém Československu, který neodpovídal tržním fundamentům. Správně zvolená úroveň kurzu byla klíčová pro další vývoj reformního úsilí. Mezi odborníky neexistoval v tomto směru jednotný názor. Po mnoha diskusích bylo rozhodnuto o stanovení kurzu koruny k americkému dolaru (Vencovský, 2001). Doporučení se pohybovala od 20 Kčs/USD dle japonské studie, přes návrh vlády ČSFR ve výši 24 Kčs/USD, až po 30–35 Kčs/USD, jak navrhoval MMF (Loužek, 2000). V konečné fázi byla zvolena hladina mezi 27 a 30 Kčs za dolar.

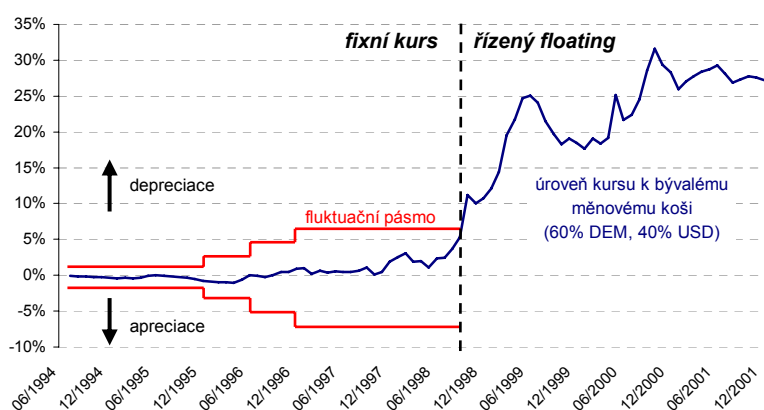
V roce 1990 byl oficiálně zrušen zlatý obsah měny (Revenda, 2001) a koruna postupně devalvovala – 8. ledna o 16,6 %, 15. října o 55,3 % a konečně 28. prosince o 16 %. Po posledním řízeném znehodnocení se koruna usadila na hladině 28 Kčs/USD, načež byl kurz fixován ke stanovenému měnovému koši (viz Tabulka č. 6:).

Ačkoli tento názor není obecně sdílen, považuje Frait (1999) výchozí podhodnocení koruny vůči paritě kupní síly z roku 1990, které mělo domácím subjektům poskytnout dočasnou výhodu, za nadměrné. Příliš vysoké podhodnocení však bylo korigováno krátkým a silným inflačním skokem.

Rozdělení československé federace si vyžádalo rovněž oddělení společné měny, k němuž fakticky došlo 8. února 1993. Již od samého počátku své existence musela slovenská centrální banka čelit devalvačním očekáváním v řádu 20–40 % (Tomšík a kol., 2003), což se projevilo na poklesu devizových rezerv NBS a následně 10% devalvaci slovenské koruny v červenci 1993 na úroveň 33,062 SKK/USD a 19,255 SKK/DEM.

Po devalvaci se vývoj slovenské měny ustálil. Jak ukazuje následující graf, kurz se pohyboval až do třetího čtvrtletí roku 1998 v rámci stanoveného fluktuačního pásma. Vlivem devalvačních očekávání narůstala v srpnu a zejména koncem září 1998 poptávka po devizách, což způsobilo, že se směnný kurz pohyboval směrem k horní hranici fluktuačního pásma. Po přechodu na řízený floating koruna prakticky okamžitě depreciovala na 23,1 SKK/DEM a 37,9 SKK/USD. Meziměsíční nominální znehodnocení kurzu k marcu dosáhlo 14 %, vůči dolaru pak přibližně 8 %.

Graf č. 8: Vývoj nominálního kurzu koruny vůči bývalému měnovému koši



Zdroj: NBS, výpočty autora

Stabilitu slovenské koruny v období fixního kurzu rovněž potvrzuje Tabulka č. 11., která ukazuje volatilitu slovenského směnného kurzu k německé marce, americkému dolaru a ECU. K měření fluktuace směnného kurzu za dané období je použita směrodatná odchylka procentní změny denního kurzu.

Tabulka č. 11: Volatilita nominálního směnného kurzu koruny v období 1993–1998 (v %)

měna	volatilita	1993	1994	1995	1996	1997	1998
XEU	denní	0,744	0,224	0,236	0,169	0,289	0,614
	měsíční	2,809	0,777	0,740	0,760	1,381	2,825
USD	denní	0,799	0,342	0,495	0,273	0,400	0,706
	měsíční	3,720	1,340	2,017	1,255	1,816	2,164
DEM	denní	0,744	0,269	0,304	0,188	0,332	0,616
	měsíční	3,101	1,024	1,271	0,728	1,453	2,775

Zdroj: NBS, výpočty autora

Mimo roky 1993, kdy byla slovenská měna devalvována, a 1998, kdy centrální banka po neúspěšných intervencích za udržení fluktuačního

pásma opustila režim fixního kurzu, vykazuje denní i měsíční volatilita kurzu nízké a poměrně stabilní hodnoty. Jelikož nelze očekávat, že by slovenské finanční trhy byly na počátku transformace dostatečně rozvinuté, považujeme nízkou volatilitu kurzu z pohledu ekonomického růstu za pozitivní.

S výjimkou devalvace v roce 1993 byl nominální kurz v období 1990 až 1998 mimořádně stabilní. Docházelo však k jeho poměrně rychlému reálnému zhodnocování. Do roku 1993 byla hlavním apreciačním faktorem postupná eliminace počáteční devalvace (Komárek, 1998). Další trend lze kromě vyšší domácí inflace – obzvláště v období 1993 až 1995 – vysvětlit zvyšováním kapitálového vybavení a růstem cen některých neobchodních statků a rychlým růstem produktivity práce (tzv. Balassa-Samuelsonův efekt) především v sektoru obchodovatelného zboží. Dle Ministerstva financí SR (2004) se na pokračující apreciaci reálného kurzu v letech 1997 a 1998 podílelo také znehodnocování měn okolních ekonomik. Naopak nominální depreciace slovenské koruny se v říjnu 1998 podepsala na poklesu reálného efektivního kurzu o 7 p.b. a o rok později až o 20 p.b.

Studie zabývající se nesladěností kurzu slovenské koruny¹⁰ ukazují, že slovenská měna byla během roku 1997 až do září 1998, tj. v době před opuštěním fixního kurzu, reálně nadhodnocena přibližně o 7–10 %. Jak jsme již dříve uvedli, udržování dlouhodobě nadhodnocené měny může mít negativní vliv na růstovou trajektorii ekonomiky. Počáteční depreciace kurzu po přechodu na řízený floating znamenala návrat k rovnovážným hodnotám. Další nominální znehodnocování kurzu v průběhu roku 1999 naopak vedlo dle zmíněných studií k zhruba 10% reálnému podhodnocení kurzu.

5.2. Období řízeného floatingu

Od zavedení nového kurzového režimu se referenční měnou stala německá marka, kterou k 1. lednu 1999 vystřídal euro. Úroveň směnného kurzu je od té doby ovlivňována především ekonomickými fundamenty, k nimž patří očekávaný vývoj slovenského i zahraničního hospodářství, úrokový diferencál a investiční možnosti pro zahraniční kapitál. Slovenská centrální banka neponechává vývoj směnného kurzu pouze na tržních silách a v případě výrazných fluktuací kurzu na devizovém trhu intervnuje. Cílem intervencí je snížení volatility kurzu slovenské koruny (NBS, 2000). Od počátku apreciačního trendu měny v roce 2002 se NBS také snaží reagovat na vývoj směnného kurzu, který by neodpovídal makroekonomickým fundamentům.

Centrální banka se snažila korigovat směnný kurz již v letech 1999 a 2000. Nejprve devizovými intervencemi zmírňovala znehodnocování koruny během prvního pololetí 1999. Po schválení vládní reformní strategie, změně ratingu Slovenské republiky a započetí přístupových

¹⁰ Např. Frait, Komárek, Malecký (2006), Tóth a Chudík (2004).

rozhovorů o vstupu do EU přešel kurz do apreciačního trendu. Podle NBS (2000) nemělo výrazné zhodnocení základ v ekonomických fundamentech, a proto se rozhodla intervenovat proti slovenské měně a až do konce dubna 2000 stahovala z devizového trhu přebytečnou likviditu. Již od počátku května se však NBS znovu aktivně snažila podporovat měnu, která oslabovala v reakci na nestabilní politické prostředí (petice za vypsání předčasných voleb, spekulace o odstoupení ministryně financí, zdravotní stav prezidenta).

Graf č. 9: Vývoj nominálního kurzu SKK/USD a SKK/EUR



Zdroj: NBS

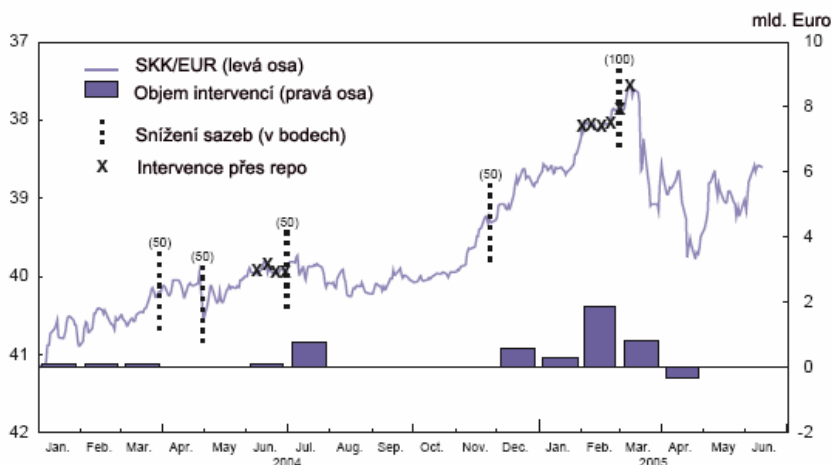
V letech 2000 až 2002 zaznamenal nominální směnný kurz slovenské koruny vůči euru relativně stabilní vývoj (viz Graf č. 9:). Zcela opačná situace panovala ve vztahu k americkému dolaru, neboť koruna střídavě výrazně depreciovala a apreciovala. To však souviselo především s vývojem americké ekonomiky a křížovým kurzem dolaru vůči euru. Protože je pro slovenskou korunu referenční měnou euro, neměla centrální banka v zásadě důvod proti fluktuaci kurzu vůči dolaru intervenovat (Pilch, 2004).

Od konce roku 2002 začala pod tlakem pozitivních očekávání, která byla ovlivněna výsledky parlamentních voleb, zlepšením ratingu Slovenska a pozváním na přístupové jednání o vstupu do NATO, slovenská koruna vůči euru posilovat. Jelikož NBS usoudila, že apreciacie měny není vyvolána ekonomickými determinanty, rozhodla se proti zhodnocení koruny intervenovat. Přímé intervence byly navíc podpořeny snížením REPO sazby o 1,5 p.b. Nominální směnný kurz se zhodnotil v průběhu roku vůči euru o 2,43 % a vůči dolaru dokonce o 17,4 %. Asymetrický vývoj kurzu ve vztahu k oběma měnám byl opět zapříčiněn pohybem křížového kurzu EUR/USD.

Apreciační trend koruny pokračoval i v následujících letech. Motivem k posilování kurzu byl zejména pozitivní vývoj ekonomických ukazatelů, příliv zahraničních investic, zvyšování ratingu Slovenska

a částečně také kladný úrokový diferencál. Centrální banka opakovaně snižovala klíčovou úrokovou sazbu a aktivně intervenovala na devizovém trhu s cílem zmírnit posilování měnového kurzu (viz Graf č. 10:). Přesto se v průběhu roku 2003 kurz zhodnotil vůči euru o 1,3 % a o rok později o 5,8 %. Ve srovnání s dolarem si za stejné období koruna polepšila o 17,8 %, resp. 13,4 % v roce 2004.

Graf č. 10: Intervence NBS v období 1/2004–6/2005



Zdroj: Brook (2005)

K 28. listopadu 2005 vstoupila slovenská měna do mechanismu směnných kurzů ERM II. Během pobytu v režimu ERM II může koruna fluktuovat v pásmu $\pm 15\%$ od centrální parity, která byla nastavena na úroveň 38,455 SKK/EUR. Hranice fluktuačního pásma pak představují hodnoty kurzu 32,6868 SKK/EUR a 44,2233 SKK/EUR. Pokud Slovensko splní maastrichtská kritéria, dojde k přijetí společné měny k 1. 1. 2009. Výhody zavedení eura spatřuje centrální banka (NBS, 2006b) ve snížení transakčních nákladů, úplném odstranění kurzového rizika vůči euru a snížení nákladů kapitálu, které budou působit na nárůst zahraničního obchodu a příliv přímých zahraničních investic. Čistý přínos zavedení eura pro slovenskou ekonomiku byl centrální bankou odhadnut na 1 p.b. růstu HDP ročně.¹¹ V reakci na vstup do systému ERM II směnný kurz opět posílil, takže na konci roku 2005 činilo roční zhodnocení kurzu vůči euru 2,44 %, vlivem vývoje křížového kurzu naopak koruna vůči dolaru ztratila 12,11 %.

Vývoj reálného efektivního kurzu v posledních letech prakticky kopíroval apreciační trend slovenské koruny. Ekonomové se proto začali zajímat o to, zda je tento vývoj kurzu rovnovážný a zda nedochází k přílišnému nadhodnocení kurzu, které by mělo negativní konsekvence pro ekonomický růst. I přes metodologickou různorodost

¹¹ Blíže viz NBS (2006b).

prací a problémy, s nimiž se statistický odhad rovnovážného směnného kurzu v tranzitivní ekonomice potýká (např. nedostatečně dlouhé časové řady, náhlé strukturální změny), se autoři¹² překvapivě shodují na tom, že se v období 2003 až 2004 koruna skutečně pohybovala na své rovnovážné úrovni. Přestože novější data nejsou prozatím k dispozici, lze vývoj kurzu i v roce 2005 pokládat za rovnovážný, neboť apreceiace rovnovážného kurzu byla uvedenými studiemi predikována na 2–3 % ročně. Dlouhodobé zhodnocování slovenské měny, které je tlumeno intervencemi centrální banky, je tedy v souladu s ekonomickými fundamenty a neohrožuje dlouhodobou růstovou dynamiku. Konkrétní podíl centrální banky na této skutečnosti je bohužel nezjistitelný.

Srovnáme-li volatilitu slovenské koruny v době, kdy byla fixována ke stanovenému měnovému koši (Tabulka č. 11:), s obdobím řízeného floatingu (Tabulka č. 12:), zjistíme, že ve vztahu k německé marce a euru nedošlo k podstatnějším změnám.

Tabulka č. 12: Volatilita nominálního směnného kurzu koruny v období 1999–2005 (v %)

měna	volatilita	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
EU	denní	0,376	0,280	0,222	0,320	0,306	0,188	0,359
	měsíční	1,741	1,553	0,900	1,896	0,942	0,677	1,516
USD	denní	0,699	0,830	0,684	0,645	0,747	0,725	0,697
	měsíční	3,016	3,921	2,464	2,018	3,502	2,692	2,796
DEM	denní	0,376	0,280	0,222	-	-	-	-
	měsíční	1,752	1,553	0,900	-	-	-	-

Zdroj: NBS, výpočty autora

Na druhou stranu vzhledem k dolaru narostla volatilita měny téměř na dvojnásobnou hodnotu, což je však dáno značně nestabilním vývojem křížového kurzu USD/EUR po roce 1999.

Ačkoli subjekty mají možnost se na finančních trzích proti kurzovému riziku zajistit, dle NBS (2006b) tak většina slovenských podniků nečiní, neboť cena zajištění i administrativní náklady jsou relativně vysoké. Po přijetí společné měny centrální banka očekává, že dojde z velké části k odstranění kurzového rizika, které je způsobováno právě fluktuací směnného kurzu. Volatilita kurzu by tedy v budoucnu neměla představovat hrozbu pro ekonomický růst.

¹² Přehled prací zabývajících se sladěností kurzu slovenské koruny uvádí Brook (2005).

6. ZÁVĚR

Přechod z centrálně plánovaného hospodářství na tržní ekonomiku se významným způsobem podepsal na realizaci měnové politiky Československa, resp. samostatné Slovenské republiky. Národní banka Slovenska si během transformace osvojila používání standardních tržně-konformních nástrojů. Nezávislost centrální banky je garantována ústavou, přičemž míra nezávislosti NBS měřená pomocí metodiky GMT nijak nezaostává za úrovní typickou pro členské státy Evropské unie. Hlavním úkolem centrální banky je v současnosti péče o cenovou stabilitu, což lze s ohledem na dosahování dlouhodobého růstu považovat za správnou volbu.

Národní banka Slovenska se až donedávna potýkala s nízkou transparentností a predikovatelností uplatňovaných měnových režimů. Tyto vlastnosti jsou přitom rozhodující institucionální determinanty ekonomického růstu. Patrně nejzřetelněji lze uvedené nedostatky identifikovat v době, kdy po ztrátě nominální kotvy v podobě fixního kurzu, NBS přešla na implicitní cílování inflace. Centrální bance se sice více méně dařilo dosahovat vytyčených inflačních cílů, ty však měly pouze krátkodobý charakter. Centrální banka si proto nemohla činit ambice na formování střednědobých inflačních očekávání. Stanovení nespojitých inflačních cílů výlučně pro prosinec daného roku nepokládáme z pohledu predikovatelnosti měnové politiky za vhodné, neboť v průběhu roku mohla NBS teoreticky ovlivňovat inflaci dle libosti. Z naší analýzy rovněž vyplývá, že ekonomické subjekty obvykle nedokázaly úspěšně anticipovat změny klíčové úrokové sazby. Jako prospěšný proto vnímáme přechod na explicitní cílování inflace počátkem roku 2005. Predikovatelnost chování centrální banky se ve srovnání s předchozím obdobím poměrně zlepšila, což může kladně ovlivnit efektivitu alokace zdrojů v ekonomice.

Vývoj inflace za celé sledované období pokládáme za poměrně nerovnoměrný. Inflace několikrát překročila prahovou hodnotu 10 %. Volatilita cenové hladiny je patrná zejména na počátku transformace a po roce 1999. Zásadní podíl na fluktuaci cenové hladiny mají cenové deregulace a změny daňových sazeb, které centrální banka nemá možnost ovlivnit. Relativně nízká jádrová inflace ani nedává NBS dostatek manévrovacího prostoru ke zmírnění inflačního dopadu deregulací. Vysoké hodnoty míry inflace patrně přispěly k utlumení hospodářské aktivity během prvních let transformace. Domníváme se však, že uvolnění regulovaných cen dostatečně ospravedlňuje vyšší i volatilitu inflace. Z pohledu ekonomického růstu je rovněž důležité, že inflace nemá setrvačný charakter a navrací se po odeznění inflačních šoků na nízkou úroveň.

Zafixování měnového kurzu se vzhledem k charakteristikám ekonomického prostředí na počátku transformačního procesu jeví jako opodstatněné. Pevný kurz plnil především stabilizační funkci nominální

katvy. Stabilitu slovenské koruny v období fixního kurzu potvrzuje i nízká volatilita slovenského směnného kurzu ve vztahu k hlavním obchodním měnám. Jelikož nelze očekávat, že by slovenské finanční trhy byly na počátku transformace dostatečně rozvinuté, považujeme nízkou volatilitu kurzu z pohledu ekonomického růstu za pozitivní. NBS se úspěšně dařilo udržovat slovenskou korunu ve vymezeném flukтуаčním pásmu až do září 1998, kdy pod silným tlakem devalvačních očekávání opustila fixní kurz. Následná depreciace měny odstranila reálné nadhodnocení koruny z období 1997–1998. Z teoretických poznatků víme, že nadhodnocení kurzu mohlo mít negativní dopad na ekonomický růst.

Přechodem na řízený floating NBS částečně rezignovala na cíl vnější stability měny. Novela zákona o NBS z roku 2001 pak formálně zbavila centrální banku zodpovědnosti za tuto oblast. Slovenská centrální banka ovšem neopouští vývoj směnného kurzu pouze na tržních silách a uváží-li to za vhodné, na devizovém trhu intervenuje. Aktivita centrální banky je pozorovatelná prakticky v celém období po opuštění fixního kurzu, zejména po roce 2002, kdy se NBS snaží mírnit dopady rychlé nominální i reálné apreciacie kurzu. Dlouhodobé zhodnocování slovenské měny, které je tlumeno intervencemi centrální banky, je podle studií zabývajících se nesladěností kurzu v souladu s ekonomickými fundamenty a neohrožuje dlouhodobou růstovou dynamiku. V porovnání s obdobím pevného směnného kurzu nedošlo vzhledem k německé marce a euru k nárůstu volatility kurzu, ta je však patrná ve směnné relaci vůči dolaru. Ačkoli subjekty mají možnost zajistit se proti volatilitě kurzu na finančních trzích, podle NBS tak většina slovenských podniků nečiní, neboť cena zajištění i administrativní náklady jsou relativně vysoké. Podstatné snížení kurzového rizika je očekáváno se zavedením společné evropské měny. Splní-li Slovensko maastrichtská kritéria, přijme euro k 1.1.2009. Čistý přínos zavedení eura byl centrální bankou odhadnut na 1 p.b. růstu HDP ročně.

7. POUŽITÁ LITERATURA

ALESINA, A. – SUMMERS, L. (1993): Central bank independence and macroeconomic performance: some comparative evidence. *Journal of Money, Credit and Banking* 25, str. 151–162.

BARRO, R. (1995): *Inflation and Economic Growth*. NBER, Working Paper 5326, 1995.

BAILLIU, J. – LAFRANCE, R. – PERRAULT, J. (2002): *Does Exchange Rate Policy Matter for Growth?* Bank of Canada, Working Paper No. 2002-17.

BEBLAVÝ, M. – MARCIČIN, A. (2000) *Economic Policy in Slovakia 1990–1999*. Centrum pre spoločenskú a mediálnu analýzu; Slovenská spoločnosť pre zahraničnú politiku, Bratislava, 2000.

BERNHARDSEN, T. – KLOSTER, A. (2002): Transparency and Predictability in *Monetary Policy*. Norges Bank, Economic Bulletin, 2002, No. 2, 2002.

BLINDER, A. S. (1999): *Central Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Build It?* NBER Working Paper No. W7161, 1999.

BRIAULT, C (1995): *The Costs of Inflation*. Bank of England Quarterly Bulletin, No. 35, 1995, str. 33–45.

BROOK, A. (2005): *The Challenges of EMU Accession Faced by Catching-up Countries: A Slovak Republic Case Study*. OECD Economics Department Working Papers 444, 2005.

BRUNO, M. (1995): Does inflation really lower growth? *Finance and Development*, 1995.

CUKIERMAN, A. (1992): *Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence*. MIT Press, 1992.

DUFEK, P. – ÓDOR, L. (2000): Zásadní změna v měnové politice na Slovensku? *Bankovníctví* č. 3, 2000.

EBRD (2000): *Transititon report 2000*. London, 2000.

FILÁČEK, J. (2004): *Role očekávání v měnové politice*. Disertační práce, FSV UK, Praha, 2004.

FRAIT, J. – KOMÁREK, L. (1999): *Dlouhodobý rovnovážný reálný měnový kurz koruny a jeho determinanty*, VP č. 9, Praha, 1999.

FRAIT, J. – KOMÁREK, L. – MELECKÝ, M. (2006): *The Real Exchange Rate Misalignment in the Five Central European Countries*. The Warwick Economics Research Paper Series (TWERPS) 739, University of Warwick, 2006.

GHOSH, A. – PHILLIPS, S. (1998): *Warning: Inflation May Be Harmful to Your Growth*. International Monetary Fund Staff Papers, Vol. 45, No. 4, 1998.

GRILLI, V. – MASCIANDARO, D. – TABELLINI, G. (1991): Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries, *Economic Policy* 13, 1991, str. 342–82.

HAMPL, M. (2001): Centrální banka a její měnová politika. In Žák, M., *Vnitřní a vnější podmínky restrukturalizace a hospodářská politika v ČR*, Praha, VŠE, 2001.

CHROMEČEK, M. (2006): *Dlouhodobé efekty monetární politiky: může ČNB ovlivnit ekonomický růst?* Working paper CVKSČE 12/2006, Brno: CVKSČE MU, 2006.

JIRGES, T. – PLCHOVÁ, B. (1996): *Zahraniční obchod a národní ekonomika: teoretické přístupy a implikace pro českou ekonomiku*, Praha: VŠE, 1996.

JONÁŠ, J. (1998): Otázky kurzového režimu v průběhu transformace. *Finance a úvěr* 1998, č. 12, 1998.

KHAN, M. – SENHADJI, A. (2001): *Threshold effects in the relationship between inflation and growth*. IMF Staff Papers, 48, 2001.

KOMÁREK, L. (1998): Dlouhodobý rovnovážný měnový kurz. Česká společnost ekonomická, 5. seminář v řadě „Ekonomická teorie a česká ekonomika“, Praha, listopad 1998.

KOMÍNKOVÁ, Z. (1996): Regulovanie peňažnej zásoby a aktuálne otázky menového programovania v podmienkach SR. *Biatec*, č. 4, Bratislava: NBS, 1996.

KOMÍNKOVÁ, Z. (1998): Formovanie peňažnej zásoby na Slovensku v rokoch 1993 – 1997. *Biatec*, č. 8-10, Bratislava: NBS, 1998.

KOTLÁN, V. (2001): *Politická ekonomie nezávislosti centrální banky*. Studie Národohospodářského ústavu J. Hlávky, červen 2001.

KUBICOVÁ, J. – SERGI, B. (2002): The Autonomy of Slovakia's Central Bank – The Main Challenges. *Biatec*, č. 6, Bratislava: NBS, 2002.

KVASNIČKA, M. (2005): Independence and Responsibility of Central Banks. *New Perspectives on Political Economy*, Vol. 1, No. 2, 2005, str. 50–75.

KVIZDA, M. (2002): Postavení centrální banky během procesu transformace a před vstupem do EU. In *Specifika transformačního procesu ČR*, 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2002.

LOUNGANI, P. – SHEETS, N. (1997): Central Bank Independence, Inflation, and Growth in Transition Economies. In *Journal of Money*,

Credit and Banking, Ohio State University Press, vol. 29(3), 1997, str. 381–99.

LOUŽEK, M.: Měnová krize 1997: Operace se zdařila, pacient zemřel. In *Tři roky po měnové krizi*, CEP, 2000.

MF SR (2004): *Hospodársky vývoj SR v rokoch 1993–2003*. Bratislava: Ministerstvo financií SR, 2004.

NBS (1999): *Menový program Národnej banky Slovenska na rok 2000*. Bratislava: NBS, 1999.

NBS (2000): *Výročná správa za rok 1999*. Bratislava: NBS, 2000.

NBS (2001): *Menový program Národnej banky Slovenska na rok 2001*. Bratislava: NBS, 2001.

NBS (2002): *Slovensko na ceste k euru*. Bratislava: NBS, 2002.

NBS (2003): *Národná banka Slovenska 1993-2002*. Bratislava: NBS, 2003.

NBS (2004): *Menový program Národnej banky Slovenska do roku 2008*. Bratislava: NBS, 2004.

NBS (2006): *Komunikačná stratégia Národnej banky Slovenska do roku 2009*. Bratislava: NBS, 2006.

NBS (2006a): *Strednedobá predickia Q4-2006*. Bratislava: NBS, 2006.

NBS (2006b): *Vplyv zavedenia eura na slovenské hospodárstvo*. Bratislava: NBS, 2006.

OECD (2002): *Survey of the Slovak Republic*. Paris: OECD, 2002.

OECD (2004): *Survey of the Slovak Republic*. Paris: OECD, 2004.

PILCH, C. (2005): *Slovenská mena od svojho vzniku po dnešok*. Finančné trhy, 2005.

POLÁK, J. (1997): *Nezávislosť centrální banky*. Dostupné na: http://www.cse.cz/soubory/mlady-ekonom/1997/polak_ec-1997.pdf

PŮLPÁN, K. (2004): *Měnové plánování v reálném socialismu*. WP, 2004.

RAZIN, O. – COLLINS, S. (1997): Real exchange rate misalignments and growth. In: Razin, A. Sadka, E. (eds.): *International Economic Integration: Public Economics Perspectives*. Cambridge, Cambridge University Press 1997.

REVENDA, Z. (2001): *Centrální bankovníctví*. 2. vydání, Management Press, Praha, 2001.

ŠEDO VÁ, J. – KVIZDA, M. (2001): Legislative and Economic Aspects of the Position of the Czech National Bank. In *Journal of Transforming Economies and Societies*, 4/2001, Vol. 8, 2001, str. 45–60.

ŠRAMKO, I. (2004): *Národná banka Slovenska*. Dostupné na:
http://www.nbs.sk/MEDIA/PRISP/SRA_02.PPT

TÓTH, J. (2000): *Slovak Capital and Money Market Report – January*.
ING Barings, 2000.

TÓTH, J. – CHUDÍK, A. (2004): *In search of a koruna equilibrium: Part I*,
ING Financial Markets Economics Paper No. 4, 2004.

TOMŠÍK, V. – PLOJHAR, M. – SRHOLEC, M. (2003):
Makroekonomický vývoj Slovenska: Další tygr? Newton Holding, 2003.

VENCOVSKÝ, F. (2001): *Měnová politika v české historii*. Praha:
Česká národní banka, 2001.

ŽÍDEK, L. (2006): *Transformace české ekonomiky: 1989–2004*, Praha,
C.H. Beck, 2006.

V roce 2005 vyšlo:

WP č. 1/2005

Petr Chmelík: Vliv institucí přímé demokracie na hospodářskou politiku ve světle empirického výzkumu

WP č. 2/2005

Martin Kvizda – Jindřiška Šedová: Privatizace a akciové společnosti – k některým institucionálním aspektům konkurenceschopnosti české ekonomiky

WP č. 3/2005

Jaroslav Rektourek: Přístup k inovacím v České republice. Současný stav a možné směry zlepšení.

WP č. 4/2005

Milan Víturka – Vladimír Žítek – Petr Tonev: Regionální předpoklady rozvoje inovací

WP č. 5/2005

Veronika Bachanová: Analýza kvality regulace České republiky

WP č. 6/2005

Hana Zbořilová – Libor Židek: Washingtonský konsenzus v české ekonomické praxi 90. let

WP č. 7/2005

Osvald Vašíček and Karel Musil: The Czech Economy with Inflation Targeting Represented by DSGE Model: Analysis of Behaviour

WP č. 8/2005

Zdeněk Tomeš: Je stárnutí populace výzvou pro hospodářskou politiku?

WP č. 9/2005

Ladislav Blažek – Klára Doležalová – Alena Klapalová: Společenská odpovědnost podniků

WP č. 10/2005

Ladislav Blažek – Alena Klapalová: Vztahy podniku se zákazníkem

WP č. 11/2005

Ladislav Blažek – Klára Doležalová – Alena Klapalová – Ladislav Šiška: Metodická východiska zkoumání a řízení inovační výkonnosti podniku

WP č. 12/2005

Ladislav Blažek – Radomír Kučera: Vztahy podniku k vlastníkům

WP č. 13/2005

Eva Kubátová: Analýza dodavatelských vztahů v kontextu inovací

WP č. 14/2005

Ladislav Šiška: Možnosti měření a řízení efektivnosti a úspěšnosti podniku

V roce 2006 vyšlo:

WP č. 1/2006

Tomáš Otáhal: Je úplatkářství dobrá cesta k efektivnějšímu vymáhání práva?

WP č. 2/2006

Pavel Breinek: Vybrané institucionální aspekty ekonomické výkonnosti

WP č. 3/2006

Jindřich Marval: Daňová kvóta v ČR

WP č. 4/2006

Zdeněk Tomeš – Daniel Němec: Demografický vývoj ČR 1990–2005

WP č. 5/2006

Michal Beneš: Konkurenceschopnost a konkurenční výhoda

WP č. 6/2006

Veronika Bachanová: Regulace a deregulace v ČR v období 1990-2005

WP č. 7/2006

Petr Musil: Tendence na českém trhu práce v období transformace

WP č. 8/2006

Zuzana Hrdličková: Vliv sociální politiky na konkurenceschopnost české ekonomiky

WP č. 9/2006

Pavína Balcarová – Michal Beneš: Metodologie měření a hodnocení makroekonomické konkurenceschopnosti

WP č. 10/2006

Miroslav Hloušek: Czech Business Cycle Stylized Facts

WP č. 11/2006

Jitka Doležalová: Vliv politiky na konkurenceschopnost České republiky

WP č. 12/2006

Martin Chromec: Dlouhodobé efekty monetární politiky: může ČNB ovlivnit ekonomický růst?

WP č. 13/2006

Tomáš Paleta: Strukturální změny české ekonomiky ve světle privatizace a podpory malého a středního podnikání

WP č. 14/2006

Tomáš Otáhal: Vývoj korupce v ČR v období transformace

WP č. 15/2006

Jan Jonáš: Ekonomická svoboda a konkurenční schopnost české ekonomiky

WP č. 16/2006

Michal Tvrdoň: Regulace trhu práce v ČR

WP č. 17/2006

Martina Vašendová: Pohyb kapitálu v průběhu transformace a jeho vliv na konkurenceschopnost české ekonomiky

WP č. 18/2006

Ondřej Moravec: Hospodářská soutěž a její vliv na konkurenceschopnost české ekonomiky

WP č. 19/2006

Milan Víturka – Viktorie Klímová: Globálně orientované hodnocení konkurenční pozice krajů České republiky

WP č. 20/2006

Monika Jandová: Vývoj komoditních, teritoriálních a institucionálních aspektů zahraničního obchodu ČR

WP č. 21/2006

Vladimír Žítek – Josef Kunc – Petr Tonev: Vybrané indikátory regionální konkurenceschopnosti a jejich vývoj

WP č. 22/2006

Aleš Franc: Hlavní tendence ve vývoji pracovních migrací v České republice

WP č. 23/2006

Osvald Vašíček – Karel Musil: Behavior of the Czech Economy: New Open Economy Macroeconomics DSGE Model

WP č. 24/2006

Jaroslav Rektourek: Zapojení vysokých škol do přípravy a realizace strategických dokumentů regionů – podmínka rozvoje inovačních aktivit

WP č. 25/2006

Ladislav Šiška: Analýza finanční úspěšnosti tuzemských podniků

WP č. 26/2006

Daniel Němec: Demografický vývoj SR 1990–2005

V roce 2007 vyšlo:

WP č. 1/2007

Nada Voráčová: Maďarská fiskální politika a hospodářský růst

WP č. 2/2007

Martin Chromec: Monetární politika a její dopad na konkurenceschopnost Slovenské republiky