UNIVERZITA PALACKÉHO V OLOMOUCI

FILOZOFICKÁ FAKULTA

MĚNOVÁ POLITIKA SLOVENSKÉ CENTRÁLNÍ BANKY

Bakalářská práce

Autor: Jitka Šteflová

Vedoucí práce: Ing. Zdeněk Puchinger

Olomouc 2011

Univerzita Palackého v Olomouci
Filozofická fakulta
Akademický rok: 2009/2010

Studijní program: Humanitní studia
Forma: Prezenční
Obor/komb.: Aplikovaná ekonomická studia - Žurnalistika (AE-ŽU)

Podklad pro zadání BAKALÁŘSKÉ práce studenta

PŘEDKLÁDÁ:	ADRESA	OSOBNÍ ČÍSLO
ŠTEFLOVÁ Jitka	Hrnčířská 266, Litomyšl - Zahájí	F080434

TÉMA ČESKY:

Měnová politika slovenské centrální banky

NÁZEV ANGLICKY:

Monetary Policy of the Central Bank of Slovakia

VEDOUCÍ PRÁCE:

Ing. Zdeněk Puchinger - KAE

ZÁSADY PRO VYPRACOVÁNÍ:

Úvod
1. Zřízení Národní banky Slovenska (NBS), její zakotvení ve slovenském právním systému. Vymezené cíle a funkce, které plní NBS.
2. Měnová politika NBS, cíle a úlohy měnové politiky, její nástroje a vývoj.
3. Kvantifikace dopadů měnové politiky NBS.
Závěr

SEZNAM DOPORUČENÉ LITERATURY:

Revenda, Zbynek: Centrální bankovnictví
Revanda, Zbynek a kol.: Peněžní ekonomie a bankovnictví
Durčáková, Jaroslava a Mandel, Martin: Mezinárodní finance
Lisý, Ján a kol.: Ekonómia v novej ekonomike
Měsíční bulletin NBS: On-line publikace NBS dostupné z www.nbs.sk

Podpis studenta: Šteflová ..... **Datum:** 20.5.2010

Podpis vedoucího práce: ..... **Datum:** 20.5.2010

(c) IS/STAG , Portál - Podklad kvalifikační práce , F080434 , 19.05.2010 20:53

Prohlášení

Místopřísežně prohlašuji, že jsem bakalářskou práci na téma: „Měnová politika slovenské centrální banky“ vypracovala samostatně pod odborným dohledem vedoucího práce a uvedla jsem všechny použité podklady a literaturu.

V Olomouci dne …… Podpis ……...

Poděkování

Na tomto místě bych ráda poděkovala Ing. Zdeňku Puchingerovi za odborné vedení této bakalářské práce, konzultace a cenné rady, kterými přispěl k jejímu vypracování.

OBSAH

ÚVOD **7**

1. MĚNOVÁ POLITIKA **10**

1.1. POJEM MĚNOVÁ POLITIKA *10*

1.2. CÍLE MĚNOVÉ POLITIKY *10*

1.3. NÁSTROJE MĚNOVÉ POLITIKY *11*

2. MĚNOVÁ POLITIKA NÁRODNÍ BANKY SLOVENSKA **14**

2.1. VZNIK A PRÁVNÍ ZAKOTVENÍ NBS *14*

2.2. CÍLE MĚNOVÉ POLITIKY NBS *14*

2.2.1. CENOVÁ STABILITA JAKO HLAVNÍ CÍL MĚNOVÉ POLITIKY NBS 15

2.3. DVA PILÍŘE MĚNOVÉ POLITIKY ECB RESPEKTIVE NBS *16*

2.4. NÁSTROJE MĚNOVÉ POLITIKY NBS *17*

3. HISTORICKÝ VÝVOJ BANKOVNÍHO SYSTÉMU A MĚNOVÉ POLITIKY **22**

3.1. VÝVOJ SLOVENSKÉHO BANKOVNÍHO SEKTORU *22*

3.1.1. STAV BANKOVNÍHO SEKTORU PŘED ROKEM 1989 22

3.1.2. PŘECHOD NA DVOUSTUPŇOVÉ BANKOVNICTVÍ 22

3.1.3. RESTRUKTURALIZACE 23

3.2. VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY *25*

3.2.1. MĚNOVĚPOLITICKÝ VÝVOJ NA ZAČÁTKU TRANSFORMACE EKONOMIKY 25

3.2.2. MĚNOVĚPOLITICKÝ VÝVOJ 1993 – ZÁŘÍ 1998 26

3.2.3. MĚNOVĚPOLITICKÝ VÝVOJ ŘÍJEN 1998 - 1999 29

3.2.4. MĚNOVĚPOLITICKÝ VÝVOJ V LETECH 2000 – 2004 31

3.2.5. PŘÍPRAVY NA PŘIJETÍ JEDNOTNÉ EVROPSKÉ MĚNY 35

3.2.5.1. KONVERGENČNÍ KRITÉRIA 35

3.2.5.2. EVROPSKÝ MECHANIZMUS SMĚNNÝCH KURZŮ ERM II 36

3.2.6. MĚNOVĚPOLITICKÝ PLÁN V LETECH 2005 -2008 37

3.2.7. MĚNOVĚPOLITICKÝ VÝVOJ V LETECH 2005 – 2008 38

3.2.8. PLNĚNÍ KONVERGENČNÍCH KRITÉRIÍ PŘED VSTUPEM DO EUROZÓNY 43

3.2.9. MĚNOVĚPOLITICKÝ VÝVOJ V LETECH 2009 – 2010 46

4. DOPAD MĚNOVÉ POLITIKY NA EKONOMIKU SLOVENSKA 52

4.1. STRATEGIE PRO DOSAŽENÍ CÍLE MĚNOVÉ POLITIKY 52

4.2. DOPADY MĚNOVÉ POLITIKY V LETECH 1993 – 1998 52

4.2.1. ŘÍZENÍ PENĚŽNÍ ZÁSOBY 52

4.2.2. FIXNÍ SMĚNNÝ KURZ 55

4.3. SHRNUTÍ DOPADŮ MĚNOVÉ POLITIKY NBS V LETECH 1993 - 1998 56

4.4. DOPADY MĚNOVÉ POLITIKY NBS V OBDOBÍ CÍLOVÁNÍ INFLACE 58

4.4.2. VÝVOJ INFLACE 59

4.4.3. VÝVOJ SMĚNNÉHO KURZU 61

4.5. SHRNUTÍ DOPADŮ MĚNOVÉ POLITIKY NBS V OBDOBÍ CÍLOVÁNÍ INFLACE 65

ZÁVĚR 68

SUMMARY 71

SEZNAM ZKRATEK 73

SEZNAM PRAMENŮ A POUŽITÉ LITERATURY 74

ÚVOD

Samostatná měnová politika Národní banky Slovenska (dále jen NBS) je ohraničena dvěma významnými mezníky. Tyto mezníky formovaly její podobu a přispěly k jejímu nastavení. Tím prvním, historicky starším, je působení Státní banky československé (dále jen SBČS). Cíle a nástroje měnové politiky používané SBČS se staly východisky pro měnovou politiku NBS při jejím zrodu v roce 1993. NBS jako jedna ze dvou nástupnických bank SBČS ze začátku převzala metodiku měnové politiky SBČS. Tím druhým mezníkem měnové politiky je rok 2009, tedy rok, kdy se Slovenská republika stala členem eurozóny, přijala euro a tím skončila její samostatná působnost v oblasti měnové politiky. Měnová politika eurozóny je nastavována Evropskou centrální bankou (dále jen ECB) a jednotlivé členské státy tak z velké části přicházejí o možnost samostatně řídit svou domácí měnovou politiku. Od vzniku NBS, respektive od vzniku samostatné měnové politiky NBS až k jejímu postoupení ECB, uplynulo 16 let. Během této doby došlo k mnohým změnám, které měly vliv na nastavení měnové politiky resp. na používané nástroje měnové politiky, které prošly značným vývojem. Jednou z nejpodstatnějších změn, která přímo ovlivnila budoucnost měnové politiky, je vstup Slovenska do Evropské unie (dále jen EU). Součástí přístupových smluv byl i požadavek vyhovět všem maastrichtským kritériím. Ruku v ruce s příslibem plnit konvergenční kritéria přišla i nutnost pozměnit nastavení měnové politiky tak, aby bylo dostáno všem závazkům.

Tato práce se bude zabývat právě vývojem měnové politiky NBS. Budou zmapovány kroky, které NBS při výkonu měnové politiky provedla a jak se měnová politika vyvíjela během posledních dvaceti let. Časové období dvacet let je zvolené s ohledem na návaznost měnové politiky NBS na měnovou politiku SBČS, tak jak již bylo nastíněno výše. Důležitým faktorem také je, že ještě za doby působení SBČS byly v ekonomice započaty významné změny, které se promítly do dalšího vývoje – přechod z centrálně plánované ekonomiky na tržní. I proto bude měnová politika postupně mapována již od roku 1990. Zároveň bylo výše zmíněno, že měnová politika NBS v podstatě zanikla přijetím eura na začátku roku 2009. Ale tímto datem nebude vývoj měnové politiky opuštěn. Na následujících stranách k vývoji měnové politiky pod taktovkou NBS bude připojen i vývoj v letech 2009 a 2010.

O měnové politice toho již bylo napsáno mnoho. Teoretické poznatky a vědomosti jsou součástí mnoha publikací o bankovnictví. Ale v prostředí České republiky dosud nevznikl ucelený přehled vývoje měnové politiky NBS. O NBS případně o její měnové politice nepravidelně informovala ČNB. Částečnou výjimku tvoří studie Monetární politika a její dopad na konkurenceschopnost Slovenské ekonomiky[1], která vznikla pod hlavičkou Centra výzkumu konkurenční schopnosti české ekonomiky v roce 2007. Ale ani zde není vývoj kompletní. Dosavadní nezpracování této problematiky bylo jedním z důvodů výběru tématu pro bakalářskou práci.

Cílem této práce je tedy na základě oficiálních dokumentů publikovaných převážně NBS či Českou národní bankou (dále jen ČNB) a ECB nejprve zmapovat a posléze i vyhodnotit vývoj měnové politiky NBS s uvedeným přesahem, tj. od roku 1990 do roku 2010. Kritériem hodnocení bude úspěšnost NBS při naplňování cílů měnové politiky. Vzhledem k hlavnímu cíli měnové politiky NBS, kterým je stabilita měny a posléze stabilita cenové hladiny, bude práce sledovat převážně vývoj inflace na Slovensku. Inflace bude nejprve měřená v ukazateli CPI, posléze od roku 2004 v důsledku přibližování se k metodice eurozóny v ukazateli HICP. Druhým sledovaným jevem bude vývoj nominálního kurzu slovenské koruny.

K naplnění zvoleného cíle budou použity metodické postupy v prvé řadě obsahová analýza odborných dokumentů, výročních zpráv, predikcí, přehledů, statistických údajů a jiných oficiálních dokumentů, které představují hlavní zdroj informací pro tuto práci, následně pak bude využita indukce a dedukce.

Celá práce je rozdělena do čtyř hlavních kapitol: **První kapitola** představuje ryze teoretické vymezení měnové politiky centrální banky tak, jak ji předkládá odborná literatura. **V druhé kapitole** se práce již přesune konkrétně k NBS a její měnové politice. Nejprve bude podán krátký výklad vzniku a právního zakotvení NBS. Poté bude představena charakteristika měnové politiky NBS zejména vzhledem k vývoji

[1] CHROMEC, M.: *Monetární politika a její dopad na konkurenceschopnost Slovenské republiky*, 2007, str. 4. Dostupné z: http://is.muni.cz/do/1456/soubory/oddeleni/centrum/papers/wp2007-02.pdf [cit. 19. 1. 2011].

cílů a nástrojů měnové politiky. **Ve třetí kapitole** bude nejprve krátce popsán vývoj bankovního sektoru na Slovensku a poté postupně zmapován vývoj měnové politiky NBS s přesahem od roku 1990 do roku 2010. Tento vývoj bude rozdělený do několika časových úseků vždy vzhledem k hlavní charakteristice měnové politiky v daném období. V jednotlivých časových úsecích pak bude popsán vývoj měnové politiky v každém roce zvlášť. V této části bude také u konkrétních let posuzováno plnění stanoveného inflačního plánu. V poslední **čtvrté kapitole** bude na základě předešlého vývoje měnové politiky provedena kvantifikace dopadů měnové politiky. Náplní kapitoly bude analýza hlavních sledovaných jevů – inflace a směnného kurzu vzhledem k prováděné měnové politice NBS.

1. MĚNOVÁ POLITIKA

1.1. POJEM MĚNOVÁ POLITIKA

Pod pojmem měnová politika neboli monetární politika se rozumí jedna ze základních funkcí centrální banky daného státu (dále jen CB). Je to činnost, proces, při kterém se CB snaží prostřednictvím směnných nástrojů regulovat množství peněz v oběhu a tím dosáhnout předem stanovených cílů. CB ve většině tržních ekonomik jsou podle Z. Revendy považovány za *„strážkyně zdraví národních měn", s příslušnou měrou pravomocí i odpovědnosti v měnové oblasti*.[2] Pravomocemi CB v měnové politice se rozumí možnost použít určité nástroje měnové politiky[3], které ovlivní dosažení vytyčeného cíle. Tyto nástroje nejsou v průběhu let neměnné. Je evidentní, že s vývojem ekonomiky daného státu dochází i k vývoji v používaných měnověpolitických nástrojích. Měnová politika se ještě společně s regulací a dohledem nad bankovním sektorem řadí k nejdůležitějším činnostem centrální banky.

1.2. CÍLE MĚNOVÉ POLITIKY

Obecně je za základní cíl monetární politiky CB považováno úsilí o cenovou stabilitu. Tento cíl má ve svých stanovách formulovaný na předním místě jako svůj hlavní cíl ECB, v návaznosti i v této práci sledovaná NBS, ale i například ČNB.

Pro každý stát je žádoucí, aby cíl/cíle měnové politiky korespondovaly s cíly hospodářské politiky. V tomto ohledu je za jeden z nejvýznamnějších, v podstatě základní, považován vztah inflace a ekonomického růstu. *„Z teoretického pohledu je možné očekávat, že vysoká inflace bude mít negativní důsledky na dynamiku hospodářského růstu i na ekonomické klima dané země. Postupné zaměření měnové*

[2] REVENDA, Z.: *Centrální bankovnictví,* 2001, str. 79.

[3] Jednotlivé nástroje používané CB k řízení měnové politiky jsou popsány v kapitole 1.3. Nástroje měnové politiky. Měnové nástroje používané v průběhu let NBS pak jsou popsány v kapitole 2.4. Nástroje měnové politiky NBS.

politiky na dosahování cenové stability je tedy odrazem obecného poznání nepříznivých dopadů inflačního cenového vývoje.“[4] Snaha o cenovou stabilitu ale nemusí být jediným cílem CB. Podpora ekonomického růstu, stabilita měnového kursu, podpora zaměstnanosti atd. se řadí mezi další cíle měnové politiky CB, zároveň i hospodářské politiky. Dosažení těchto cílů však může vyžadovat protikladná řešení[5]. Může se tedy stát, že se tyto cíle mohou v krátkodobém horizontu dostávat do vzájemných rozporů. Cíle měnové politiky budou uskutečňovány na úkor cílů hospodářské politiky a naopak. Nastává pak situace, kdy musí dojít k preferenci splnění jednoho či více cílů na úkor jiných cílů.[6]

1.3. NÁSTROJE MĚNOVÉ POLITIKY

CB má k dispozici řadu nástrojů, kterými působí na operativní kritéria v jejich transmisních mechanizmech. Sleduje tak možnost ovlivňovat zprostředkující kritéria takovým způsobem, aby se výsledný efekt co nejvíce blížit formulovaným cílům měnové politiky.[7] Nástroje měnové politiky tedy stojí na počátku procesu realizace měnové politiky a dopad jejich užití má vliv na vývoj cílů měnové politiky. Některé z níže uvedených nástrojů působí též mimo vlastní měnovou politiku jako například stabilizační faktory. Příkladem může být pravidlo likvidity, které při svém použití může působit také jako stabilizační prvek bankovního systému.

Nástroje měnové politiky lze členit podle několika hledisek. Jedním z nich je rozdělení podle dopadu na bankovní sektor, které tyto nástroje dělí na nástroje tržní,

---

[4] CHROMEC, M.: *Monetární politika a její dopad na konkurenceschopnost Slovenské republiky*, 2007, str. 4. Dostupné z WWW: <http://is.muni.cz/do/1456/soubory/oddeleni/centrum/papers/wp2007-02.pdf > [cit. 2011- 01-19].

[5] Nositelem měnové politiky je centrální banka, která je ze zákona zřízena jako nezávislá instituce. Nositelem hospodářské politiky je vláda. Zájmy a zejména měnověpolitické a hospodářskopolitické kroky spolu nemusí nutně korespondovat a snadno se dostanou do vzájemného střetu.

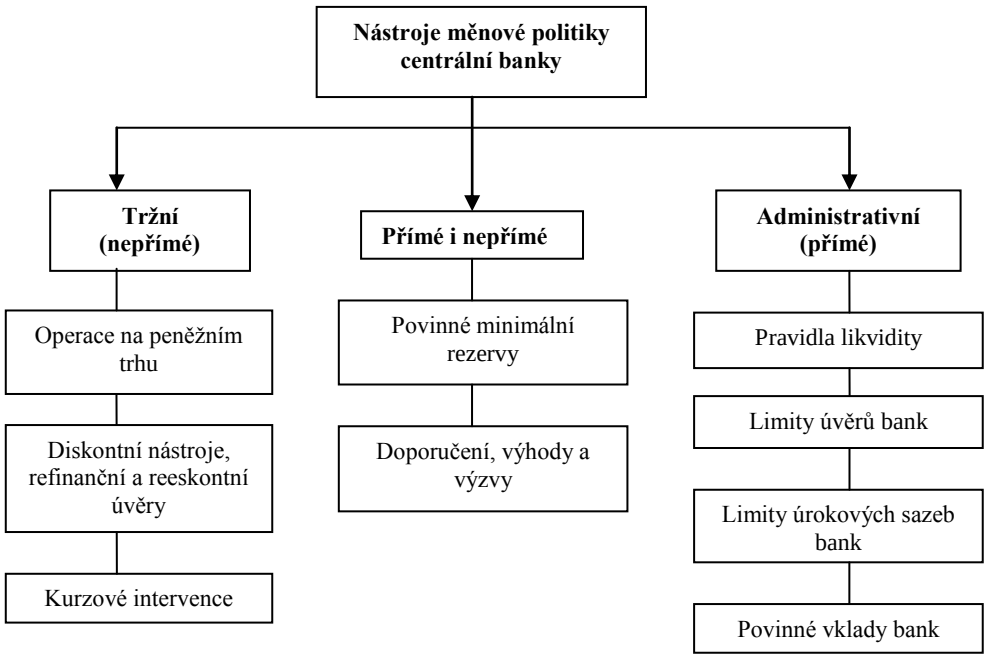
[6] Jako konkrétní příklad může posloužit problematika tzv. Phillipsovy křivky, která ukazuje nereálnost a vzájemné negativní působení při spojení dvou cílů – nízké inflace a zároveň nízké nezaměstnanosti.

[7] ZEMAN, V., SLEZÁK, M.: *Centrální bankovnictví a monetární politika*, 2010, str. 78.

administrativní a působící přímo i nepřímo. Přehledně toto dělení zobrazuje schéma č. 1.

Další možností je dělit nástroje měnové politiky podle četnosti využití na permanentně užívané a výjimečně užívané, podle rychlosti působení na operativní a neoperativní a konečně podle cíle použití na nástroje regulující operativní, či zprostředkující kritéria nebo na nástroje podporující stabilitu bank.[8]

Schéma č. 1.: Členění nástrojů měnové politiky podle dopadu na bankovní sektor.



Zdroj: REVENDA, Z.: Centrální bankovnictví, 2001, str. 277.

Tržní (nepřímé) nástroje působí na celý bankovní systém. Banky tak mají stejné podmínky, ale důležité je, že na ně mohou, ale také nemusí reagovat. Tyto nástroje pouze vymezují základní rámec, tedy přímo neomezují samostatné rozhodování bank. Banky samotné je využívají pouze v rámci svých obchodních záměrů.[9]

[8] ZEMAN, V., SLEZÁK, M.: *Centrální bankovnictví a monetární politika*, 2010, str. 79.

[9] *Tamtéž*, str. 79.

Administrativní (přímé, direktivní) nástroje CB používá v situacích, kdy je nucena zvládnout nestandardní situaci v měnové politice nebo nastavit dlouhodobě platná pravidla chování bankovního systému. Tyto nástroje nemají opodstatnění v tržní ekonomice, ale cyklický vývoj tržních ekonomik s více či méně odhadnutelným vývojem krizových jevů CB opravňuje tyto nástroje použít i v prostředí tržní ekonomiky.[10]

Z uvedeného vyplývá, že vzhledem k možnosti bank neřídit se přesně tržními nástroji měnové politiky, mohou být nepřímé nástroje méně účinné než nástroje administrativní. Ale vzhledem ke skutečnosti, že banky nepřímé nástroje převážně akceptují, není již v současnosti třeba uchylovat se k administrativnímu řízení měnové politiky a nepřímé nástroje jsou tak daleko více využívané než nástroje přímé. Jinak tomu bylo v minulosti, kdy teprve docházelo k přechodu z centrálně plánované ekonomiky na tržní a CB měla za úkol nastavit a stabilizovat vývoj bankovního sektoru. V této souvislosti bylo běžné a častější používat administrativní nástroje řízení měnové politiky.

[10] ZEMAN, V., SLEZÁK, M.: *Centrální bankovnictví a monetární politika*, 2010, str. 87.

2. MĚNOVÁ POLITIKA NÁRODNÍ BANKY SLOVENSKA

2.1. VZNIK A PRÁVNÍ ZAKOTVENÍ NBS

Národní banka Slovenska vznikla jako jedna ze dvou nástupnických bank SBČS po rozpadu tehdejšího Československa dne 1. ledna 1993. Na základě zákona Národnej rady Slovenskej republiky č. 566/1992 Zb. o Národnej banke Slovenska vznikla jako nezávislá centrální banka Slovenské republiky (dále jen SR). Tento zákon byl v srpnu roku 2001 výrazně novelizován.[11] Dne 1. ledna 2009 bylo na Slovensku jako národní měna zavedeno euro a NBS se tak stala dalším členem Evropského systému centrálních bank.

Nejvyšším řídícím orgánem NBS je Bankovní rada NBS. Bankovní rada má podle § 7 výše zmíněného zákona o Národnej banke Slovenska pět členů. Jsou jimi guvernér, dva viceguvernéři a další dva členové. Guvernéra a viceguvernéra volí a odvolává prezident Slovenské republiky na návrh vlády po schválení Národní radou Slovenské republiky. Další členy rady volí a odvolává vláda na návrh guvernéra NBS. Funkční období členů bankovní rady je pětileté. V čele NBS od 12. ledna 2010 působí jako guvernér Jozef Makúch. Viceguvernérem je Viliam Ostrožlík.[12] Guvernér NBS je členem Rady guvernérů ECB, tudíž se aktivně účastní rozhodování nejvyššího orgánu ECB.

2.2. CÍLE MĚNOVÉ POLITIKY NBS

Hlavním cílem NBS je udržování cenové stability a to v souladu se zakládající smlouvu Evropského společenství. Cenová stabilita byla jako primární cíl definovaná již od roku 2001, kdy došlo v rámci procesu harmonizace legislativy Slovenské republiky s EU k již zmiňované výrazné novelizaci zákona o Národnej banke Slovenska. Byl tak nahrazen původní cíl měnové politiky a to stabilita měny. Hlavní cíl

[11] *Národná banka Slovenska 1993 – 2002*, 2003, str. 1.

[12] Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/sk/o-narodnej-banke/zakladne-informacie> [cit. 2010-11-04].

v podobě stabilita měny byl definovaný již SBČS a NBS tak po svém vzniku nastavení převzala.

Jelikož NBS je od roku 2009 členem Europského systému centrálních bank[13], je její povinností přijmout a naplňovat jednotnou měnovou politiku Eurosystému, kterou pro celou eurozónu[14] určuje ECB.

2.2.1. CENOVÁ STABILITA JAKO HLAVNÍ CÍL MĚNOVÉ POLITIKY NBS

Aby bylo možné dosahovat cenové stability, musí být tento pojem, respektive hodnota tohoto pojmu přesně definovaná. S ohledem na tuto skutečnost vyhlásila Rada guvernérů ECB v říjnu 1998 kvantitativní definici cenové stability. Cenová stabilita tak byla definována jako „*meziroční růst harmonizovaného indexu spotřebitelských cen eurozóny (HICP) na úrovni nižší než 2 %*“. Cenová stabilita je udržována ve střednědobém horizontu. Předložená definice tedy určuje pojem cenová stabilita jako inflaci, která se blíží úrovni 2 % HICP, ale tuto úroveň nepřekračuje. Po vyhodnocení strategie měnové politiky ECB rada guvernérů v květnu 2003 tuto definici potvrdila.[15]

Rada guvernérů ECB tuto hodnotu inflace zdůvodňuje tak, že při úrovni inflace nízko pod 2 % je měnová politika transparentnější a zároveň poskytuje veřejnosti vodítko pro formování očekávaného budoucího vývoje cen. Míra inflace pod, ale blízko 2 % je pro ekonomiku dostatečně nízká, tak aby ekonomika mohla plně využívat výhody cenové stability. Poskytuje tedy dostatečnou rezervu před rizikem deflace, kdy brání poklesu úrokových sazeb pod nulu. V deflačním prostředí není měnová politika

[13] Evropský systém centrálních banky, taktéž Eurosystém. Pojem Eurosystém v sobě zahrnuje ECB a národní centrální banky těch členských států EU, které přijaly euro. Eurosystém je tedy název pro uskupení centrálních bank ze zemí eurozóny.

[14] Eurozóna je označení pro uskupení zemí, jejichž oficiální měnou je jednotná měna euro. V současnosti (duben 2011) má 17 členů. Belgie, Finsko, Francie, Irsko, Itálie, Lucembursko, Nizozemsko, Německo, Portugalsko, Rakousko, Španělsko, Řecko, Slovinsko, Kypr, Malta, Slovensko, Estonsko.

[15] Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/sk/menova-politika> [cit. 2010 -11- 20], <http://www.mvcr.cz/clanek/evropska-centralni-banka.aspx> [cit. 2011-11-20].

schopna dostatečně stimulovat agregátní poptávku prostřednictvím úrokových nástrojů. Stejně tak brání tomu, aby v jednotlivých zemích eurozóny byla příliš nízká inflace nebo dokonce deflační ekonomika.[16]

2.3. DVA PILÍŘE MĚNOVÉ POLITIKY ECB RESPEKTIVE NBS

Měnová politika ECB, tedy politika, která určuje nastavení měnové politiky i pro NBS, je založena na dvou hlavních pilířích, které slouží k dosažení základního cíle, čili udržení cenové stability. Jedná se o dva typy souhrnných analýz poskytující dva vzájemně odlišné ale doplňující se pohledy. Těmito pilíři jsou: měnová analýza a ekonomická analýza. Podle ECB tento přístup zajišťuje, že při hodnocení rizik ovlivňujících inflaci nebude opomenuta žádná relevantní informace.

Analýza vývoje a vzájemná kontrola hospodářských a směnných ukazatelů má poskytnout diverzifikovanou analýzu a zaručit tak konzistentnost rozhodování založenou na analytických přístupech. Vzhledem k tomu, že měnové analýze a úloze peněz byla v minulosti přikládána velká váha, byla v roce 1998 stanovena referenční hodnota pro růst peněžního agregátu[17] M3 na úrovni 4,5 %. Tato hodnota byla založena na předpokladu, že inflace se v souladu s definicí Rady guvernérů bude pohybovat pod úrovní 2 % a růst HDP bude v rozmezí 2 – 2,5 %. Hodnota měnového agregátu M3 měla sloužit jako rovnovážná hodnota růstu peněžního agregátu. Současně i k identifikaci případných změn, které ovlivňují vývoj inflace. V roce 2003 byla přijata nová struktura, kde jako první pilíř z hlediska rozhodovacího procesu byla stanovena ekonomická analýza, na kterou se začínal klást větší význam zejména z hlediska krátkodobých rizik inflace. Jedná se o analýzu základních makroekonomických

[16] Dostupné z WWW: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/pricestab/html/index.en.html > Volný překlad. [cit. 2011-01-17].

[17] Peněžní agregáty představují množství peněz v ekonomice. Harmonizované peněžní agregáty se dělí podle stupně likvidity do tří následujících složek: **M1** – úzký peněžní agregát. Zahrnuje oběživo a vklady splatné na požádání u peněžních finančních institucí (dále jen PFI). **M2** – širší peněžní agregát. Zahrnuje M1 a vklady s výpovědní lhůtou do 3 měsíců (krátkodobé spořící vklady) a vklady se splatností do dvou let. **M3** – široký peněžní agregát. Zahrnuje M2 a obchodovatelné nástroje, tj. repo obchody, podílové listy podílových fondů peněžního trhu a dlouhodobé cenné papíry vydané PFI se splatností do dvou let.

ukazatelů, která slouží k identifikaci krátce až střednědobých rizik ovlivňujících cenovou stabilitu.[18]

2.4. NÁSTROJE MĚNOVÉ POLITIKY NBS

Na začátku procesu realizace měnové politiky v tržní ekonomice jsou nástroje CB, kterými usiluje o dosažení cílů definovaných v rámci měnové politiky. Během vývoje bankovního sektoru i samotné měnové politiky se používané měnověpolitické nástroje měnily. Ty, které se dříve používaly nejčastěji, nyní již nejsou využívány vůbec nebo jen zřídka.

Dle dostupných dokumentů [19] byly od vzniku NBS v roce 1993 až do roku 2008 používány zejména následující jmenované nástroje měnové politiky:

- Standardizovaný, pravidelně jednou týdně vyhlašovaný refinanční, respektive sterilizační REPO tender, s dobou splatnosti dva týdny za úrokovou sazbu vyhlašovanou Bankovou radou NBS, která má charakter limitní sazby.

- Emise pokladničních poukázek NBS.

Tyto dva jmenované se uskutečňovaly v rámci operací na volném trhu a obecně představovaly první blok nástrojů měnové politiky. Pro kompletní výčet je třeba dodat, že NBS měla k dispozici i jiné druhy obchodů jako například přímý prodej nebo nákup cenných papírů, ale tyto obchodní aktivity se přestaly používat od roku 2000. Součástí

[18] Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/sk/menova-politika/strategia-menovej-politiky-ecb> [cit. 2011-01-17].

[19] *Národná banka Slovenska 1993 – 2002*, 2003, str. 9.,
ANDRESIČ, P.: *Výkon a zmeny menovej politiky po prijatí eura*. BIATEC: odborný bankovní časopis. Ročník 18, 2/2010, str. 6 - 9. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/_PUBLIK_NBS_FSR/Biatec/Rok2010/biatec0210.pdf> [cit. 2011-02-18].

nástrojů byly i tzv. dolaďovací operace ve formě rychlých tendrů, avšak po dobu existence NBS tuto formu intervence na peněžních trzích nikdy nevyužila.

- Jednodenní refinanční a sterilizační operace NBS na volném trhu za úrokovou sazbu vyhlašovanou Bankovou radou NBS.

Jedná se o druhý blok nástrojů měnové politiky, který je uskutečňovaný v rámci tzv. automatických operací. Tyto operace se na rozdíl od předchozích uskutečňovaly na podnět jednotlivých komerčních bank.

- Povinné minimální rezervy (dále jen PMR). V podmínkách slovenského finančního trhu byla délka vyhodnocování periodicity pro dosažení PMR identická s délkou aktuálního měsíce a samotná výška PMR se porovnávala s průměrným stavem za vyhodnocované období.

- Intervence na mezibankovním devizovém trhu.

Mimo výše jmenovaných nepřímých nástrojů NBS používala i nástroje přímé. Od roku 1999 však NBS od používání administrativních nástrojů řízení měnové politiky nástrojů upustila. Stalo se tak v důsledku zrušení devizové pozice[20] obchodních bank a poboček zahraničních bank na měnové účely.[21]

Od začátku roku 2009 již není NBS autonomní měnovou autoritou na území Slovenska. Její měnová politika je ovlivněna měnovou politikou ECB. NBS tedy musí respektovat nastavení měnové politiky ECB. Přitom NBS využívá nástroje definované ECB. Jsou jimi následující:

- Operace na volném trhu.

Hrají důležitou roli v měnové politice při řízení úrokových sazeb, řízení likvidity na trhu a při signalizaci orientace měnové politiky.

[20] Devizová pozice je vztah mezi devizovými aktivy a pasivy určitých měn z hlediska množství, doby splatnosti a způsobu úročení.

[21] *Národná banka Slovenska 1993 – 2002*, 2003, str. 12.

Jedná se o nákupy, nebo prodeje krátkodobých cenných papírů centrální bankou bankám ostatním. Tyto nákupy a prodeje probíhají v domácí měně za účelem regulace měnové báze, nebo krátkodobé úrokové míry.[22] Jsou prováděny formou čtyř typů operací na volném trhu a to: hlavními refinančními operacemi, dlouhodobými refinančními operacemi, dolaďovacími operacemi a strukturálními operacemi.[23]

- Automatické operace.

Slouží k dodání a absorbování jednodenní likvidity. Jsou stranami využívány z vlastních podnětů, a to decentralizovaně prostřednictvím CB. Smluvní strany mohou využít mezního zapůjčení facility nebo vkladových operací.[24]

- Povinné minimální rezervy.

Stanovují pravidla pro odvod části primárních vkladů bank na své účty u centrální banky s hlavním cílem ovlivňovat peněžní multiplikátory. Jejich zvýšení vede ke snížení úvěrových zdrojů bank, protože větší část se nemůže účastnit úvěrového multiplikačního procesu právě proto, že musí být uložena u CB.[25] Eurosystém vyžaduje, aby úvěrové instituce se sídlem v eurozóně držely PMR na účtech národních centrálních bank. Systém PMR přispívá ke stabilizaci úrokových sazeb peněžního trhu a k ovlivňování strukturální likvidity.[26]

Jak tedy vyplývá, NBS se již v poměrně velkém časovém předstihu před samotným vstupem do eurozóny snažila zavést a aplikovat relativně podobnou soustavu měnověpolitických nástrojů, jako využívá ECB. Lze tedy předpokládat, že díky tomu bylo pro NBS snazší se ztotožnit měnovou politikou ECB po přijetí jednotné měny euro, než kdyby již předem nepodnikala kroky k přiblížení se metodice ECB.

---

[22] ZEMAN, V., SLEZÁK, M.: *Centrální bankovnictví a monetární politika*, 2010, str. 79.

[23] Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/sk/menova-politika/nastroje-menovej-politiky> [cit. 2011-01-17].

[24] *Tamtéž, [cit*. 2011-01-17].

[25] ZEMAN, V., SLEZÁK, M.: *Centrální bankovnictví a monetární politika*, 2010, str. 90.

[26] Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/sk/menova-politika/nastroje-menovej-politiky> [cit. 2011-01-17].

Samozřejmě slovenský bankovní sektor si musel přivyknout na jisté změny zejména v periodicitě vyhodnocování PMR nebo zkrácení pravidelného refinančního tendru, který je nově realizovaný na týdenní bázi. V porovnání s NBS je tedy délka splatnosti refinančního tendru jen poloviční.[27]

Uplatňování měnové politiky NBS tedy bylo již nějakou dobu před samotným přistoupením NBS do Eurosystému ovlivňováno ECB. Zejména ve snaze přiblížit se standardům ECB. Je tedy možné očekávat i do budoucna, že ztráta autonomie v měnové politice nebude pro NBS tak klíčovou. Ovšem velmi důležitým prvkem je sladění slovenské ekonomiky s ekonomikou eurozóny. Například nastavování úrokových sazeb ECB nemusí být vhodné pro ekonomický vývoj Slovenska a může se tak stát, že v konečném důsledku bude mít negativní vliv na vývoj inflace a hospodářský vývoj na Slovensku.

Eurozóna, potažmo Eurosystém k roku 2011 čítá již 17 členských zemí. I přes povinnost plnit maastrichtská kritéria[28], a tedy sladit ekonomiku dané země s ekonomikou eurozóny není reálné, aby všechny země před přijetím i po přijetí eura byly na stejné ekonomické úrovni. Zejména Německo, hlavní „tahoun" eurozóny, nebo Francie, tedy velké, rozvinuté ekonomiky jsou neporovnatelné s ekonomikou kupříkladu Řecka či Španělska. ECB bude pravděpodobně například zmíněné úrokové sazby nastavovat tak, aby primárně vyhovovaly ekonomikám Francie nebo právě Německa. Velká sjednocená Evropa je příliš heterogenní. Zejména co se ekonomické úrovně států týče. Jedno zadané nastavení měnové politiky nikdy nemůže být tak univerzální, aby bylo to pravé pro všechny. Například nepříznivý ekonomický vývoj v jednom členském státu eurozóny může vytvořit inflační tlaky v celé eurozóně. ECB tedy zvýší úrokové sazby, aby zakročila proti zvyšující se inflaci, ale tento krok pak bude brzdit ekonomický vývoj ve všech členských státech. Zřetelně se taková situace projevila nedávno. Problémy Řecka se přenášejí do celé eurozóny.

---

[27] ANDRESIČ, P.: *Výkon a zmeny menovej politiky po prijatí eura*. BIATEC: odborný bankovní časopis. Ročník 18, 2/2010, str. 8. Dostupné z WWW:
<http://www.nbs.sk/_img/Documents/_PUBLIK_NBS_FSR/Biatec/Rok2010/biatec0210.pdf>
[cit. 2011-02-18].

[28] Více k maastrichtským kritériím v kapitole 3.2.5.1. Konvergenční kritéria.

Deset měsíců po zavedení eura na Slovensku se dnes bývalý guvernér NBS Ivan Šramko[29] k problematice měnové politiky a úrokových sazeb vyslovil takto: „*V tomto období je zřejmé, že měnová politika, kterou děláme v ECB, je úplně vhodná pro naši ekonomiku. Sladění naší ekonomiky s eurozónou je vysoké. Kdybychom měli vlastní měnovou politiku, dělali bychom to samé - tedy snižovali úrokové sazby a k tomu bychom ještě měli dilema, co to udělá s kurzem.*“[30]

Začátkem dubna 2011 ECB začala zvyšovat úrokové sazby. Ekonomika Slovenska v roce 2010 rostla a tento vývoj je možné předpokládat i nadále. Ale zvýšení úrokových sazeb může mít nepříznivý dopad na růst slovenské ekonomiky. Je možné předpokládat, že zvýšené úrokové sazby budou brzdit ekonomický vývoj, zejména pokud by byly zvyšovány i nadále. Předpokládám, že kdyby si úrokové sazby určovala NBS, k jejich zvýšení by nedošlo. Zároveň se ale objevuje otázka, jestli by NBS nebyla nakonec nucena úrokové sazby také zvýšit, aby tak zakročila proti rostoucí inflaci. Podle posledních dostupných údajů ze statistiky NBS[31] inflace vzrostla od prosince 2010, kdy byla na úrovni 1,3 % (HICP) na 3,6 % (HICP) v březnu 2011. Pokud by se stejným tempem zvyšovala i nadále, potom by bylo nutné zakročit. V opačném případě budou mít zvýšené úrokové sazby na ekonomiku Slovenska spíše negativní dopad.

[29] Guvernér NBS v době přijetí jednotné měny euro.

[30] Dostupné z WWW: <http://hn.ihned.cz/c1-38591330-slovensko-je-na-tom-s-eurem-lepe-nez-bez-nej> [cit. 2011-04-06].

[31] Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Statistika/VybrMakroUkaz/MakroPredVybrBank/MPVB_a-2011.pdf> [cit. 2011-04-08].

3. HISTORICKÝ VÝVOJ BANKOVNÍHO SYSTÉMU A MĚNOVÉ POLITIKY

3.1. VÝVOJ SLOVENSKÉHO BANKOVNÍHO SEKTORU

3.1.1. STAV BANKOVNÍHO SEKTORU PŘED ROKEM 1989

V socialistickém Československu byla výkonem měnové politiky pověřena SBČS. Tehdejší bankovní systém vycházel ze sovětského jednostupňového modelu centralizovaného bankovnictví, jehož základním rysem byla existence státní monobanky. Její úlohou bylo zabezpečit peněžní toky v ekonomice. Plnila funkci centrální banky i komerční banky podle zásad charakteristických pro centrálně řízenou ekonomiku.[32]

3.1.2. PŘECHOD NA DVOUSTUPŇOVÉ BANKOVNICTVÍ

Vlivem narůstajících ekonomických nerovnovah a uvolnění politického klimatu koncem 80. let se začínají objevovat zásadní reformátorské tendence socialistického bankovnictví. Československá socialistická republika (dále jen ČSSR) byla jednou z posledních socialistických zemí, která zahájila přípravu přeměny jednostupňového bankovního systému na dvoustupňovou soustavu. Současně se začal klást větší důraz na posílení 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. Za začátek dvoustupňového modelu se tedy považuje rok 1990, kdy došlo k oddělení funkce centrální banky od komerční funkce. SBČS tímto začala plnit úlohu centrální banky státu. Na poskytování komerčních služeb se zaměřily Komerční banka Praha, Všeobecná úvěrová banka, Investiční banka Praha a od 1. 1. 1992 Investiční a rozvojová banka Bratislava. Za skutečný počátek formování bankovního

[32] CHROMEC, M.: *Monetární politika a její dopad na konkurenceschopnost Slovenské republiky*, 2007, str. 7. Dostupné z WWW: <http://is.muni.cz/do/1456/soubory/oddeleni/centrum/papers/wp2007-02.pdf> [cit. 2011- 01-19].

systému se považuje až rok 1992, kdy vstoupily v platnost tzv. „bankové zákony“ – zákon o bankách a zákon o centrálnej banke. Dle zákona se hlavním cílem SBČS stalo zabezpečování stability československé měny [33]

V průběhu roku 1992 se začalo připravovat 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. V lednu 1993 v důsledku rozpadu Československa a plánovaného oddělení společné měny tedy vznikly NBS a ČNB. Hlavním cíl NBS zůstal i po rozdělení federace stejný jako cíl SBČS. Bylo jím péče o stabilitu měny. Té mělo být dosaženo prostřednictvím snižování míry inflace a udržováním fixního směnného kurzu slovenské koruny v rámci stanoveného fluktuačního pásma.[34]

3.1.3. RESTRUKTURALIZACE

Od roku 1995 probíhala příprava restrukturalizace slovenského bankovního sektoru. Cílem této restrukturalizace bylo dosáhnout mezinárodně akceptovatelné parametry bankovního podnikání s charakteristickými atributy: kapitálová přiměřenost, nízká rizikovost úvěrů a jejich adekvátní zabezpečenost kolaterály, rezervami a oprávkami. V konečném důsledku se jednalo o vybudování zdravého, efektivního, konkurenceschopného a důvěryhodného bankovního systému. Proces restrukturalizace, který byl rozdělen do několika kroků, se stal podmínkou pro ozdravení finančních toků

[33] MAKŮCH, J.: *Transformácia bankovného sektora,* 1996, str. 2-4. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/1996_Transformacia%20bankoveho%20sektora.pdf > [cit. 2011-01-26],

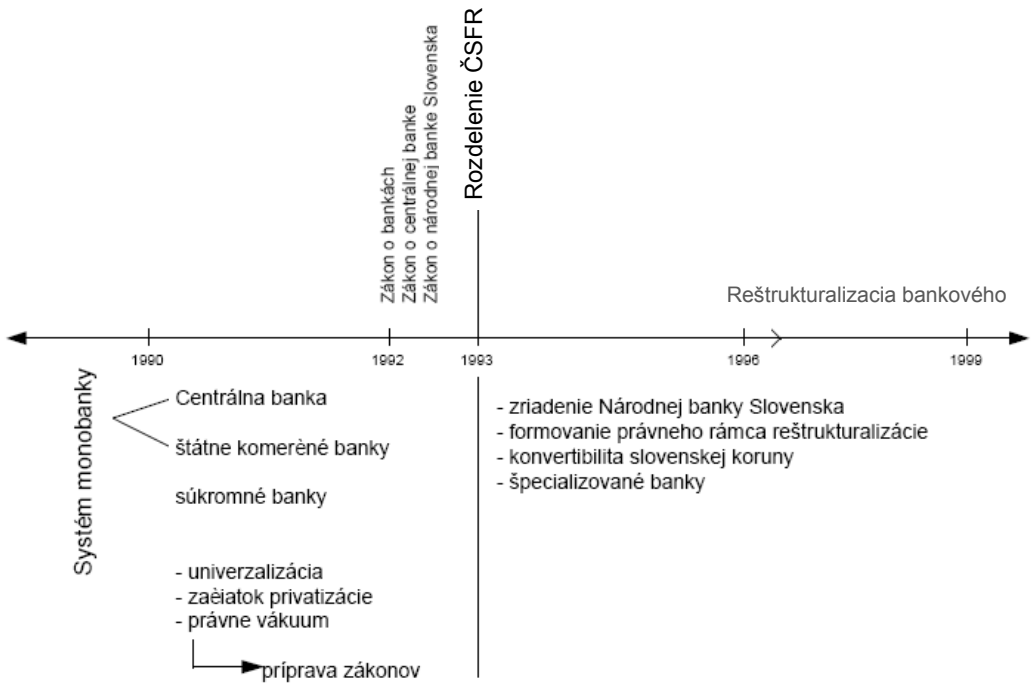
CHROMEC, M.: *Monetární politika a její dopad na konkurenceschopnost Slovenské republiky*, 2007, str. 7. Dostupné z WWW: <http://is.muni.cz/do/1456/soubory/oddeleni/centrum/papers/wp2007-02.pdf > [cit. 2011- 01-19].

[34] MAKŮCH, J.: *Transformácia bankovného sektora,* 1996, str. 10-11. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/1996_Transformacia%20bankoveho%20sektora.pdf > [cit. 2011-01-26].

mezi komerčními bankami i jejich ekonomickým okolím. Samotná restrukturalizace byla naplánována na období 1996 – 1999.[35]

Vývoj bankovního systému přehledně znázorňuje schéma č. 2.

Schéma č. 2: Vývoj bankovního sektoru



Zdroj: Makůch, J.: Transformácia bankovného sektora, 1996, str. 4.

[35] MAKŮCH, J.: *Transformácia bankovného sektora,* 1996, str. 9-12. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/1996_Transformacia%20bankoveho%20sektora.pdf> [cit. 2011-01-26].

3.2. VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY

3.2.1. MĚNOVĚPOLITICKÝ VÝVOJ NA ZAČÁTKU TRANSFORMACE EKONOMIKY

Za počátek transformace v zemích střední Evropy je považován začátek roku 1990. Přechod od centrálně plánované ekonomiky k tržním způsobům alokace zdrojů – cenovému mechanizmu byl podmíněn přizpůsobením relativních cen. To se v první fázi liberalizace cen projevilo zejména silným cenovým šokem. Projevila se tak velmi vysoká inflace (CPI), která při svém vrcholu na Slovensku roku 1991 dosahovala až 61,2 %. Vysoká inflace byla pravděpodobně zapříčiněna zrušením dvou důležitých nominálních kotev[36] předchozího režimu – mezd a cen. Zároveň nebyla možnost je bezprostředně nahradit jinou měnovou kotvou. ČSSR posléze zvolila nominální kotvu založenou na závěsném směnném kurzu, jehož výhodou byla nízká závislost na institucionálních podmínkách země a možnost převést do ekonomiky nízkou inflaci vyspělých zemí, na jejichž měně byl kurz zavěšený. Tento způsob stabilizace, který byl zavedený v lednu 1992, vedl ke konvergenci inflace. Po přijatém stabilizačním programu se míra inflace začala snižovat.[37]

Průměrná míra inflace (CPI) na rok 1992 už ukazuje hodnotu 10 %, což byl oproti minulému roku velmi markantní rozdíl. Po výrazném výkyvu v roce 1991 se tak velmi rychle podařilo vrátit inflaci na úroveň roku 1990, tedy na úroveň před cenovým šokem. Zvolení nominální kotvy ve formě závěsného směnného kurzu se tedy pro tuto chvíli projevilo jako velmi dobrý krok.

[36] Nominální kotva je nominální veličina, která je fixovaná nebo se jí umožní pohyb jen v limitovaném rozsahu za účelem stabilizace cenové hladiny. Může jí být jen taková proměnná, která je centrálně kontrolovatelná.

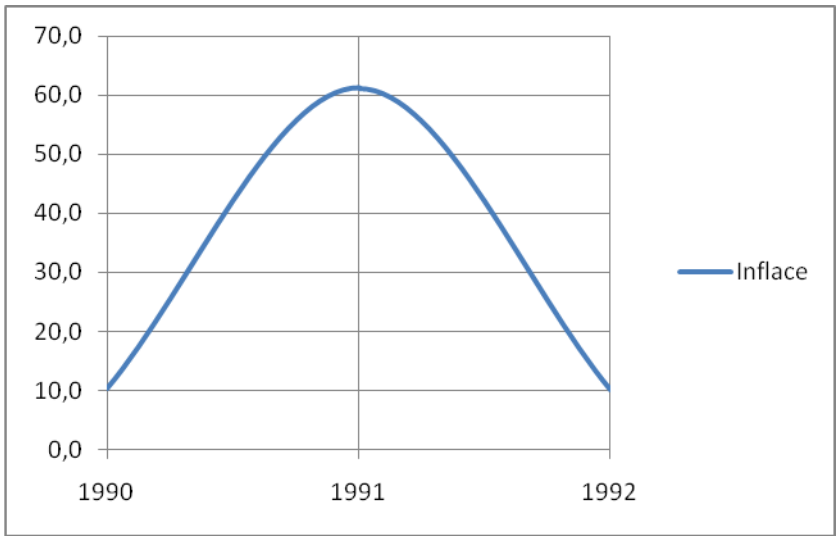
[37] BRUCHÁČOVÁ, A.: *Porovnanie hospodárského a menového vývoja SR, ČR, Maďarska, Poľska a Slovinska*. Str. 8, 13 – 15. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/2000_Porovnanie%20hosp.%20a%20menoveho%20vyvoja.pdf> [cit. 2011-01-26].

Tabulka č. 1: Vývoj průměrné míry inflace (CPI) v letech 1990–1992.

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

Zrdoj dat: CHOREC, M.: Monetární politika a její dopad na konkurenceschopnost Slovenské republiky, 2007, str. 22.

Graf č: 1: Vývoj průměrné míry inflace (CPI) v letech 1990–1992.



Zrdoj dat:CHOREC, M.: Monetární politika a její dopad na konkurenceschopnost Slovenské republiky, 2007, str. 22.

3.2.2. MĚNOVĚPOLITICKÝ VÝVOJ 1993 – ZÁŘÍ 1998

Počátky samostatné měnové politiky NBS byly uplatňovány v neustále se měnícím ekonomickém prostředí, které na ní kladly velké nároky. Po rozdělení federace a měnové odluce bylo třeba stabilizovat situaci v devizovém hospodářství. Tuto situaci se podařilo vyřešit zavedením administrativních opatření v platebním styku se zahraničím a 10% devalvací slovenské koruny v červenci roku 1993. A následně bylo stanoveno rozmezí +/-0,5 % od centrální parity, ve kterém se mohla pohybovat koruna

bez nutnosti administrativních zásahů.[38] Inflace (CPI) tento rok dosahovala míry 23,2 %.

Výrazným krokem se stala změna složení měnového koše. V roce 1994 došlo ke změně z dosavadního pětipoložkového na dvoupoložkový s poměrným zastoupením hlavních světových měn 60 % DEM a 40 % USD. Změnou měnového koše se zjednodušilo řízení kurzového rizika ekonomických subjektů a došlo tak k oživení zahraničního odbytu s pozitivním projevem v přebytku na běžném účtu platební bilance.[39] Oproti předešlému roku také klesla inflace (CPI) o téměř 10 procentních bodů. Z hodnoty 23,2 % na 13,5 %. Tento sestupný trend inflace byl zaznamenáván až do roku 1996, kdy se opět začala mírně zvedat.

Stabilní měnové prostředí roku 1995 podporovalo pokračující růst ekonomiky. Inflace (CPI) měla i nadále klesající charakter. V roce 1995 dosahovala 10,0 %. Došlo k postupnému vytváření podmínek na řízení likvidity tržními nástroji – operacemi na volném trhu s perspektivou přechodu na kvalitativní ovlivňování směnných veličin. Slovenská koruna stále sílila. Výkon měnové politiky postupně spočíval ve vytváření sterilizačních příležitostí přebytečné likvidity obchodních bank formou emisí pokladničních poukázek NBS.[40]

Nejednoznačná účinnost tohoto postupu měnové politiky vedla roku 1996 ke změně a konkretizaci směnných nástrojů. Důvodem změny směnných nástrojů nebyla pouze samotná nejednoznačnost měnové politiky. NBS musela úpravou měnověpolitických nástrojů reagovat na změnu v ekonomickém vývoji Slovenska. Po období růstu HDP, které vyvrcholilo v roce 1995, došlo právě v roce 1996 k jeho poklesu. Dlouhodobý pokles HDP na Slovensku trval až do roku 1999, kdy dosáhl bodu zvratu a opět začal růst.

Změna HDP byla také způsobena rostoucí dynamikou dovozu a směnných agregátů. Došlo tedy ke zvýšení povinných minimálních rezerv (dále jen PMR) a sjednotil se jejich výpočet na jednotnou sazbu 9 % z objemu primárních vkladů

[38] *Národná banka Slovenska 1993 – 2002*, 2003, str. 10 - 11.

[39] *Tamtéž*, str. 10 -11.

[40] *Tamtéž,* str. 10 -11.

bez rozdílu terminovanosti. PMR se zároveň začaly úročit sazbou 1,5 %. Zvýšila se lombardní sazba NBS na 15 %. Fluktuační pásmo pro pohyb koruny bylo znovu rozšířené tentokrát na +/- 5 %. Jmenovaná opatření měla za cíl odčerpat přebytečnou likviditu a snížit úvěrovou aktivitu obchodních bank. Vývoj se stabilizoval a došlo k poklesu dynamiky vývoje v téměř všech směnných agregátech.[41] Inflace (CPI) i nadále klesala, dostala se na minimum v tomto sledovaném období, když dosahovala průměrné míry 5,8 %.

V roce 1997 došlo k dalšímu rozšíření fluktuačního pásma slovenské koruny na +/- 7 %. Díky kvantitativnímu řízení likvidity bankovního sektoru NBS splnila programové hodnoty růstu peněžní zásoby a čistých domácích aktiv, což korespondovalo s cílem udržet stabilitu měny.[42] Po tříletém poklesu inflace (CPI) se tento rok mírně zvýšila na úroveň 6,1 %.

Roku 1998 byla měnová politika zaměřená na stabilizaci makroekonomického vývoje, který byl podmíněný zhoršujícím se deficitem běžného účtu platební bilance. Kombinace makroekonomické nerovnováhy, vliv ruské krize[43] a parlamentní volby toho roku vytvořily tlak na směnný kurz slovenské koruny, jenž se v září dostal až na hranici fluktuačního pásma. Proto od října roku 1998 přistoupila NBS na změnu režimu směnného kurzu z fixního na plovoucí. Stalo se tak v důsledku poklesu devizových rezerv a očekávané devalvace. Směnný kurz se v průběhu roku značně znehodnotil, což se však ukázalo, že nemá výrazný negativní vliv na vývoj inflace (CPI), která dosahovala 6,7 %.[44]

[41] *Národná banka Slovenska 1993 – 2002*, 2003, str. 10 -11.

[42] *Tamtéž*, str. 12.

[43] Vlivem chybné hospodářské politiky došlo v Rusku k neudržitelnému deficitu státního rozpočtu a k nárůstu veřejného dluhu na neudržitelnou úroveň. Zároveň došlo k devalvaci ruského rublu a výraznému zvýšení inflace až na 40 %.

[44] *Národná banka Slovenska 1993 – 2002*, 2003, str. 12.

3.2.3. MĚNOVĚPOLITICKÝ VÝVOJ ŘÍJEN 1998 - 1999

Vzhledem k situaci na devizovém trhu a k poklesu devizových rezerv, stejně tak i vzhledem k devalvačnímu očekávání slovenské koruny, která se začala vychylovat z fluktuačního pásma, NBS přistoupila ke změně režimu fixního nominálního směnného kurzu na kurz plovoucí. Tato změna vstoupila v platnost od 1. října 1999. Nejvyššího znehodnocení pak dosáhl směnný kurz v květnu 1999. Vzhledem k očekávaným cenovým deregulacím se NBS v roce 1999 zaměřila na sledování čisté inflace, přičemž zprostředkujícím cílem měnové politiky stále zůstával tak jako v minulých letech vývoj peněžní zásoby. Tímto se NBS při výkonu měnové politiky snažila působit na stabilizaci inflačních očekávání veřejnosti. Zároveň se tak snažila ovlivnit přelévání cenového růstu ze sektoru regulovaných cen do ostatních sektorů. NBS také v důsledku zrušení devizové pozice obchodních bank a poboček zahraničních bank upustila od administrativních nástrojů měnové politiky. Od 1. ledna 1999 se referenční měnou pro vývoj slovenské koruny stalo euro.[45] V roce 1999 se oproti rokům předchozím výrazněji zvýšila inflace. Příčinou bylo spuštění vlny rozsáhlých cenových deregulací (zejména energie, voda, doprava, telekomunikace). A právě tyto deregulace měly 50% podíl na průměrné míře inflace (CPI).[46]

Pokud bychom měli sumarizovat hlavní aspekty vývoje v celém období (1993 – 1999), lze říci, že z hlediska řízení měnové politiky je charakterizované kvantitativním řízením měnové politiky prostřednictvím měnového agregátu M2 a za použití fixního směnného kurzu. Fluktuační pásmo pro pohyb koruny bez nutnosti administrativních zásahů se postupně rozšiřovalo z +/- 0,5 % na začátku období tj. v roce 1993 až na +/- 7 % v roce 1998. V říjnu 1998 byl změněn fixní devizový kurz a nahrazen plovoucím kurzovým režimem. Nejednoznačná účinnost měnové politiky spolu s ekonomickým vývojem si v roce 1996 vyžádaly změnu měnověpolitických nástrojů. Vývojem prošel i směnný koš, který byl změněn z původního pětipoložkového na dvoupoložkový. Od začátku roku 1999 je referenční měnou euro. Hlavní cíl měnové

[45] *Národná banka Slovenska 1993 – 2002*, 2003, str. 12-13.

[46] CHROMEC, M.: *Monetární politika a její dopad na konkurenceschopnost Slovenské republiky*, 2007, str. 24. Dostupné z WWW: <http://is.muni.cz/do/1456/soubory/oddeleni/centrum/papers/wp2007-02.pdf> [cit. 2011- 01-19].

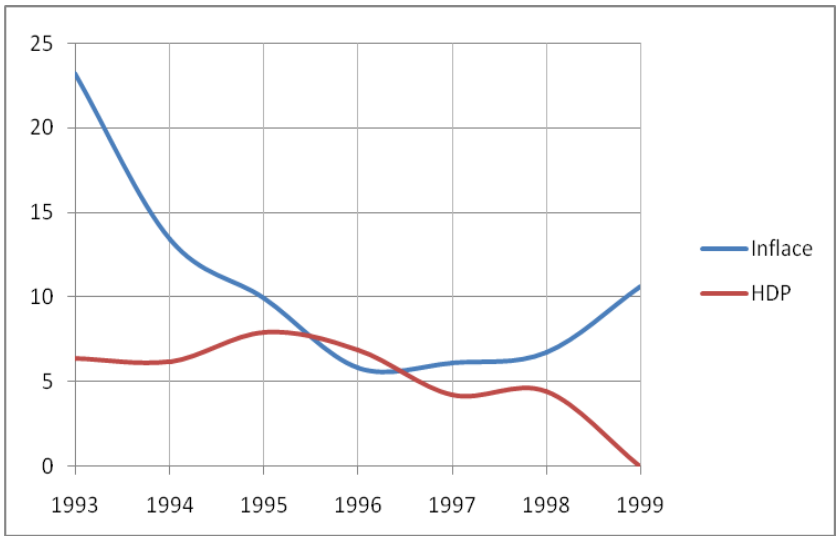
politiky, tedy stabilita měny, zůstává po celé období i nadále stejný a právě jemu se podřizují jmenované změny v nastavení měnové politiky.

Tabulka č. 2: Vývoj průměrné míry inflace (CPI) a vývoj HDP na Slovensku v letech 1993 – 1999.

rok	**1993**	**1994**	**1995**	**1996**	**1997**	**1998**	**1999**
inflace	23,2	13,4	9,9	5,8	6,1	6,7	10,6
HDP	6,4	6,2	7,9	6,9	4,2	4,4	0,0

Zdroj dat: statistiky NBS[47]

Graf č. 2: Vývoj průměrné míry inflace (CPI) a vývoj HDP na Slovensku v letech 1993 – 1999.



Zdroj dat: statistiky NBS[48]

[47] Dostupné z WWW: < http://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/vybrane-makroekonomicke-ukazovatele/zakladne-makroekonomicke-ukazovatele> [cit. 2011-03-27].

[48] *Tamtéž*, [cit. 2011-03-27].

Tabulka č. 3: Režim devizového kurzu slovenské koruny v letech 1993 – 1999.

Rok	**1993**	**1994**		**1995**	**1996**		**1997**	**1998**		**1999**
Devizový kurz	Fixní	Fixní		Fixní	Fixní		Fixní	Fixní	Float.	Float.
Fluktuační pásmo v %	± 0,5	± 0,5	± 1,5	± 1,5	± 3	± 5	± 7	± 7		
Složení měnového koše	USD 49,6% DEM 36,1% ATS 3,7% CHF 9% FRF 2,9%	USD 49,6% DEM 36,1% ATS 3,7% CHF 9% FRF 2,9%	USD 40% DEM 60%	USD 40% DEM 60%	USD 40% DEM 60%		USD 40% DEM 60%	USD 40% DEM 60%		Referenční měna euro

Zdroj: Národná banka Slovenska 1993 – 2002, 2003, str. 1.

3.2.4. MĚNOVĚPOLITICKÝ VÝVOJ V LETECH 2000 – 2004

V roce 2000 příznivý vývoj ekonomiky vytvořil prostor k transformaci kvantitativního řízení měnové politiky na kvalitativní. NBS začala vykonávat měnovou politiku prostřednictvím využití nové struktury nástrojů. Hlavní změna v porovnání s předchozím obdobím spočívala ve využívání řízení bankovního sektoru prostřednictvím úrokových sazeb. Centrální banka tak rozhodla o nahrazení zprostředkujícího cíle, kterým byl doteď růst peněžního agregátu M2 za úrokovou sazbu. Tato změna přišla z důvodu respektování potřeby harmonizace s nástroji využívanými ECB ve střednědobém horizontu. Od ledna 2000 NBS začala sledovat i jádrovou inflaci[49], která zahrnovala i vliv cen potravin, přičemž přímý vliv změn spotřebních daní, DPH a dotací na spotřebitelské ceny byly při výpočtech inflace úplně eliminovány. Změnu cílované veličiny NBS odůvodnila snahou přiblížit metodiku praktikám okolních centrálních bank. Sledování jádrové inflace umožňuje především

[49] Jádrová inflace kvantifikuje míru růstu cenové hladiny na neúplném spotřebním koši. Ze spotřebního koše jsou vyloučeny položky s regulovanými cenami a položky s cenami, které jsou ovlivňovány jinými administrativními opatřeními (například změna DPH, spotřebních daní, dotací). Je součástí národního indexu spotřebitelských cen.

lépe identifikovat a separovat vznikající inflační tlaky v ekonomice. Oproti čisté inflaci je tedy pro veřejnost lépe srozumitelná.[50] Meziroční míra inflace (CPI) za rok 2000 činila 12,0 %, oproti minulému roku tedy došlo k jejímu zvýšení.

V roce 2001 byl v procesu harmonizace legislativy SR a EU novelizován zákon o Národnej banke Slovenska a byl tak upraven legislativní rámec výkonu její měnové politiky. Předcházející hlavní cíl stabilita měny byl přeformulován a stanoven na cenovou stabilitu. Zároveň došlo k vymezení úplné nezávislosti CB. NBS pokračovala v kvalitativním řízení likvidity měnového sektoru prostřednictvím vyhlašovaných úrokových sazeb, což přispělo ke stabilizaci úrokových sazeb na peněžním trhu. Meziroční míra inflace (CPI) poklesla na 7,3 % díky zpomalení růstu cen všech základních položek spotřebního koše. Klesající tempo růstu spotřebitelských cen bylo zvýrazněné i poklesem cen energetických surovin.[51]

Zpomalující se tempo růstu inflace charakterizovalo makroekonomický a směnný vývoj roku 2002. Zmírnění meziroční míry inflace (CPI), která činila 3,3 %, bylo ovlivněné pozastavením procesu úprav regulovaných cen a výrazným zpomalením růstu cen potravin. Z hlediska vnějších faktorů byl tento proces ovlivněn postupným zhodnocováním slovenské koruny vůči americkému dolaru a stabilizovaným vývojem cen ropy na světových trzích. V rámci procesu přizpůsobování se nástrojům měnové politiky Evropské měnové unie (dále jen EMU) a ECB byla od začátku roku 2002 snížena sazba povinných minimálních rezerv pro obchodní banky z 5 % na 4 %. Zároveň došlo ke zrušení lombardního úvěru a lombardní sazby. Ke změně došlo i u výšky diskontní sazby, která byla nastavena jako limitní sazba NBS pro standardní dvoutýdenní REPO tendr.[52]

Převážně domácí faktory pak ovlivňovaly cenový vývoj roku 2003. Rozhodující vliv na celkovou inflaci měly administrativní opatření (75 %). Nárůst inflace byl patrný

[50] *Národná banka Slovenska 1993 – 2002*, Odbor verejných informacií, 2003. Str. 12 -13,
CHROMEC, M.: *Monetární politika a její dopad na konkurenceschopnost Slovenské republiky*, 2007, str. 17 - 18. Dostupné z: http://is.muni.cz/do/1456/soubory/oddeleni/centrum/papers/wp2007-02.pdf [cit. 19. 1. 2011].

[51] *Národná banka Slovenska 1993 – 2002*, 2003, str. 13.

[52] *Tamtéž*, str. 13 – 14.

zejména na přelomu roku, kdy se zvýšily regulované ceny a spotřební daně, zároveň došlo ke změně sazeb DPH. Svůj vliv na zvýšení inflace měl také růst cen potravin. Vývoj směnného kurzu byl začátkem roku 2003 charakterizován vysokou nestabilitou, ale kurz se brzy stabilizoval a v březnu a dubnu došlo k jeho posílení na hodnotu 40,83 SKK/EUR.[53]

Spolu s dalšími devíti zeměmi[54] SR vstoupila 1. 5. 2004 do EU, čímž automaticky v plném rozsahu začala podléhat Maastrichtské smlouvě. NBS zároveň přistoupila k tzv. Dohodě centrálních bank. Tímto se do budoucna zavázala absolvovat přístupové procedury na začlenění slovenské koruny do Mechanizmu směnných kurzů ERM II[55]. Dojde tak k pevnějšímu provázání směnného kurzu koruny na euro. Vláda schválila „Konkretizaci strategie přijetí eura v SR" obsahující harmonogram zavedení eura k 1. 1. 2009. Měnová politika tak dostala vymezený časový rámec, v jehož rámci musí splnit Maastrichtská kritéria. V prosinci byly vyhlášeny inflační cíle na rok 2005 až 2008, které měly podobu závazného cíle (tyto inflační cíle budou popsány v kapitole 3.2.6. Měnověpolitický plán pro roky 2005 – 2008 a jejich naplnění v kapitole 3.2.7. Měnověpolitický vývoj v letech 2005 – 2008). Inflace (CPI) se oproti minulému roku snížila na 7,5 %, oslabovat začala zejména v závěru roku. Inflace byla začátkem roku ovlivněna zejména růstem ceny ropy a posilováním kurzu USD. [56]

Výše popisované období (2000 – 2004) by se dalo stručně charakterizovat jako období kvalitativně řízené měnové politiky prostřednictvím úrokových sazeb.

---

[53] *Hodnotenie konvergencie slovenskej republiky,* Jůl 2004, str. 11 – 12, 23. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/04_kol1.pdf > [cit. 2011-01-29].

[54] Česká republika, Estonsko, Kypr, Litva, Lotyšsko, Maďarsko, Malta, Polsko a Slovinsko.

[55] Mechanismus směnných kurzů II (*Exchange Rate Mechanism II, ERM II*), nástupce Mechanizmu směnných kurzů (*Exchange Rate Mechanism, ERM)*, který tvořil páteřní součást Evropského měnového systému. ERM zahájil svou činnost v březnu 1979 a fungoval až do vytvoření eurozóny 1. ledna 1999. Tímto dnem byl spolu se vznikem eurozóny uveden v platnost ERM II.

[56] *Hodnotenie konvergencie slovenskej republiky,* Jůl 2004, str. 11 – 12, 23. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/04_kol1.pdf > [cit. 2011-01-29],
CHROMEC, M.: *Monetární politika a její dopad na konkurenceschopnost Slovenské republiky*, 2007, str. 18. Dostupné z WWW: <http://is.muni.cz/do/1456/soubory/oddeleni/centrum/papers/wp2007-02.pdf> [cit. 2011- 01-19].

Byl využíván plovoucí směnný kurz. Po změně legislativy v roce 2001 a po novelizaci zákona o Národnej banke Slovenska byl změněn hlavní cíl měnové politiky NBS a to ze stability měny na cenovou stabilitu. Působení NBS v oblasti měnové politiky začalo vykazovat znaky přizpůsobování formátu ECB. Důležitým okamžikem tohoto období byl vstup do EU v květnu 2004, který s sebou do budoucna přinese další změny v nastavení měnové politiky zejména s ohledem na plnění maastrichtských kritérií a s tím souvisejícím vstupem do ERM II.

S přechodem na explicitní plánování inflace a z důvodů přibližování se metodice eurozóny se banka rozhodla sledovat celkovou míru inflace prostřednictvím harmonizovaného indexu spotřebitelských cen (HICP). Což respektuje i tato práce, proto inflace nebude nadále uváděna v ukazateli CPI ale výhradně v ukazateli HICP.

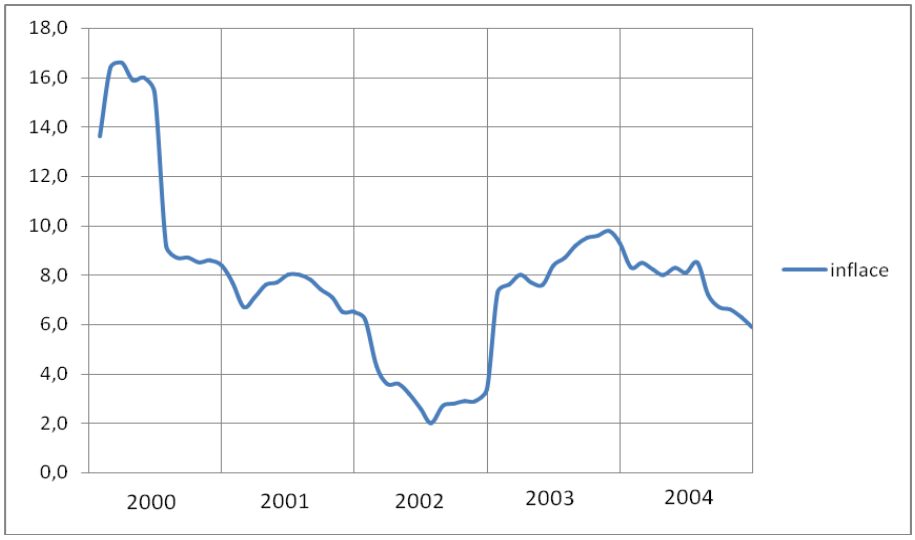
Tabulka č. 4: Meziroční míra inflace (CPI) v letech 2000– 2004.

rok	**Měsíc**												**Průměrná roční míra inflace**
	1	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**	**7**	**8**	**9**	**10**	**11**	**12**	
2000	13,6	16,4	16,6	15,9	16,0	15,4	9,2	8,7	8,7	8,5	8,6	8,4	**12,0**
2001	7,7	6,7	7,1	7,6	7,7	8,0	8,0	7,8	7,4	7,1	6,5	6,5	**7,3**
2002	6,2	4,3	3,6	3,6	3,2	2,6	2,0	2,7	2,8	2,9	2,9	3,4	**3,3**
2003	7,3	7,6	8,0	7,7	7,6	8,4	8,7	9,2	9,5	9,6	9,8	9,3	**8,5**
2004	8,3	8,5	8,2	8,0	8,3	8,1	8,5	7,2	6,7	6,6	6,3	5,9	**7,5**

Zdroj dat:statistiky NBS[57]

[57] Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/vybrane-makroekonomicke-ukazovatele/zakladne-makroekonomicke-ukazovatele> [cit. 2011-03-27].

Graf č. 3: *Meziroční míra inflace (CPI) v letech 2000 – 2004.*



Zdroj dat: statistiky NBS[58]

3.2.5. PŘÍPRAVY NA PŘIJETÍ JEDNOTNÉ EVROPSKÉ MĚNY

Před dalším pokračováním ve vývoji měnové politiky, považuji na tomto místě za vhodné přiblížit proces realizace přistoupení SR k eurozóně. Tento proces totiž přímo ovlivňuje nastavení měnové politiky NBS. Od roku 2004, kdy Slovensko vstoupilo do EU, se zavázalo plnit kritéria nutná pro přijetí jednotné měny euro. Konvergence jeho ekonomiky je také pečlivě sledovaná Evropskou komisí (dále jen EK) a ECB.

3.2.5.1. KONVERGENČNÍ KRITÉRIA

Konvergenční kritéria formulované v Maastrichtské smlouvě z roku 1992 přesně vymezují hodnoty základních parametrů ekonomiky, které by měly členské země EU dosahovat tak, aby byl co nejvíce usnadněn jejich přechod na společnou měnu. Jedná se o následujících 5 přesně vymezených kritérií:

[58] Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/vybrane-makroekonomicke-ukazovatele/zakladne-makroekonomicke-ukazovatele> [cit. 2011-03-27].

Inflační kritérium

Vývoj cenové úrovně členské země by měl být udržitelný, čemuž odpovídá průměrná roční míra inflace měřená v průběhu jednoho roku před provedeným šetřením, která nepřesáhne o víc než 1,5 % nad přímou cenovou úroveň tří členských zemí EU s nejnižší mírou inflace.

Kritérium fiskálního deficitu

Podíl plánovaného, resp. v čase examinace platného fiskálního deficitu na HDP by neměl přesáhnout 3 %.

Kritérium veřejného dluhu

Podíl veřejného dluhu na HDP by neměl přesáhnout 60 %.

Úrokové kritérium

Přímé dlouhodobé nominální úrokové sazby ze státních obligací by neměly přesáhnout 2 % nad průměr dlouhodobých nominálních úrokových sazeb tří členských zemí EU s nejnižší mírou inflace.

Kritérium kurzové stability

V průběhu dvou let před hodnocením připravenosti země na členství v Evropské měnové unii (dále jen EMU) by se měl směnný kurz pohybovat v rámci fluktuačního pásma určeného ERM II, přičemž nedevalvuje svou měnu vůči ostatním členským státům ERM II. [59]

3.2.5.2. EVROPSKÝ MECHANIZMUS SMĚNNÝCH KURZŮ ERM II

Jedná se o mechanizmus, ve kterém jsou měny členských států EU mimo eurozónu vázány na euro. V této souvislosti je stanoveno standardní fluktuační pásmo +/- 15 % okolo centrální parity, ve kterém se musí nejméně dva roky před přijetím eura měna pohybovat. Během této doby nesmí dojít k devalvaci centrální parity, naproti tomu její revalvace přípustná je. Účast v ERM II je dobrovolná, ale logickým

[59] *Národná banka Slovenska 1993 – 2002*, 2003, str. 11.

předpokladem je, že do ERM II vstoupí všechny členské země, jelikož požadavek udržovat svou měnu v rámci fluktuačního pásma je jednou z povinností, ke kterým se země zavázaly při vstupu do EU (viz maastrichtská kritéria).

3.2.6. MĚNOVĚPOLITICKÝ PLÁN V LETECH 2005 -2008

Na konci prosince roku 2004 NBS zveřejnila Měnový program do roku 2008, tedy do data plánovaného vstupu do eurozóny. V tomto dokumentu[60] je měnová politika NBS označena jako „*cílování inflace v podmínkách ERM II*".

To, že NBS nedefinovala svou měnovou politiku jako čisté cílování inflace, ale jako cílování inflace v podmínkách ERM II prakticky znamená, že NBS ve svém rozhodování bude přihlížet i k vývoji kurzu. Výrazný pohyb a volatilita kurzu představovaly v krajním případě jednu z výjimek pro nesplnění inflačního cíle. V momentě, kdy bude vývoj kurzu v souladu s vývojem ekonomiky, měnová politika bude fungovat jako v režimu standardního cílování inflace.

Inflační cíle NBS předpokládají postupný pokles inflace na takovou úroveň, která zaručí splnění maastrichtského inflačního kritéria. Hlavním důvodem přijetí cílování inflace byla ambice SR přistoupit v horizontu let 2008 – 2009 k eurozóně. Ve Společném prohlášení Vlády SR a NBS k postupu při vstupu do eurozóny, byla zveřejněna strategie přijetí eura. Bylo zde konstatováno, že pro SR je reálné zavést euro v roce 2009. Díky této konkretizaci přistoupení SR k eurozóně mohla NBS sestavit harmonogram, ve kterém bude NBS odpovědna za splnění inflačního a kurzového kritéria.[61]

Vstup do kurzového mechanizmu ERM II byl naplánován na první polovinu roku 2006 a splnění inflačních kritérií na začátek roku 2008. Tomuto odpovídalo

---

[60] *Menový program NBS do roku 2008,* 2004, str. 2. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/MPOL/mprog/2008.pdf > [cit. 2011-01-30].

[61] *Monitoring centrálních bank březen 2005*, 2005, str. 4. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/monitoring_centralnich_bank/download/0501_mcb.pdf > [cit. 2011-01-21].

vyhlášení cílů, které předpokládalo průměrnou 12měsíční inflaci (HICP) v roce 2006 pod 2,5 % a v roce 2007 a 2008 pod 2 %. Účast v ERM II nebyla vnímána jako omezení. Naopak NBS deklarovala, že ERM II vytváří vhodný rámec pro nominální a reálnou konvergenci a že poskytuje dostatek prostoru pro přizpůsobení se šokům.[62]

Hlavní nástroj NBS ve vztahu ke střednědobému cíli představovaly klíčové úrokové sazby. Změnou úrokových sazeb tak NBS mohla reagovat na odchylky očekávaného vývoje inflace od stanoveného cíle. Jako nepřímý, ale silný nástroj ovlivňující vývoj inflace NBS respektovala očekávání veřejnosti. Do svého plánu proto zahrnula ve větší míře se orientovat na formování inflačních očekávání ekonomických subjektů, protože očekávala, že tak poskytnou ekonomickým subjektům transparentnější a jednoznačnější prostředí pro jejich rozhodování v oblasti úspor či investic a pro jejich mzdové vyjednávání.[63]

3.2.7. MĚNOVĚPOLITICKÝ VÝVOJ V LETECH 2005 – 2008

SR vstoupila do ERM II díky příznivému ekonomickému vývoji již na konci listopadu 2005 s centrální paritou na úrovni tržního kurzu EUR = 38.4550 SKK. Předběhla tak svůj plán, který počítal se vstupem do ERM II až v první polovině roku 2006. Dřívější než plánovaný vstup vysvětlil tehdejší ministr financí Ivan Mikloš tím, že Slovensko bude mít více času na přípravu přijetí eura. Také zdůraznil potřebu izolovat korunu od pohybů směnných kurzů ve středoevropském regionu.[64] Slovenská ekonomika byla totiž silně ovlivněna výkyvy v zemích Visegrádské čtyřky.[65]

---

[62] *Menový program NBS do roku 2008,* 2004, str. 1-3. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/MPOL/mprog/2008.pdf > [cit. 2011-01-30].

[63] *Tamtéž*, str. 2-3.

[64] *Monitoring centrálních bank prosinec 2005,* 2005, str. 4. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/monitoring_centralnich_bank/download/0501_mcb.pdf > [cit. 2011-01-21].

[65] Visegrádská čtyřka je uskupení čtyř států střední Evropy: České republiky, Slovenska, Polska a Maďarska za účelem spolupráce postkomunistických zemí při cestě k evropské integraci.

Vstup do ERM II byl z pohledu SR vnímán jako důležitý stabilizační prvek, od participace si slibovala větší ekonomickou stabilitu i měnovou stabilitu v důsledku zafixování kurzu. Vnímání účasti v ERM II v podání NBS se tak výrazně liší od pohledu na účast ČNB. ČNB totiž na rozdíl od NBS nepovažuje účast v ERM II za natolik výhodnou a prospěšnou pro domácí ekonomiku.

Vstupem NBS do Evropského kurzového mechanizmu ERM II došlo k omezení prostoru působení samostatné měnové politiky v podmínkách NBS. Nyní bylo zapotřebí směrovat inflaci do oblasti, která byla v souladu s plněním příslušného maastrichtského kritéria. Taktéž byly kladeny požadavky na směnný kurz koruny. Směnný kurz se musel pohybovat ve vymezeném fluktuačním pásmu a to bez výrazného napětí. Toto fluktuační pásmo bylo stanoveno jako rozmezí +/- 15 % okolo centrální parity 38,4550 SKK/ EUR, která byla stanovena s účinností od 28. 11. 2005. Mělo tedy relativně široký rozsah 32,6868 – 44,2233 SKK/ EUR. Ale vzhledem k podmínce vývoje kurzu bez výrazného napětí nemohlo být využíváno celé pásmo.[66]

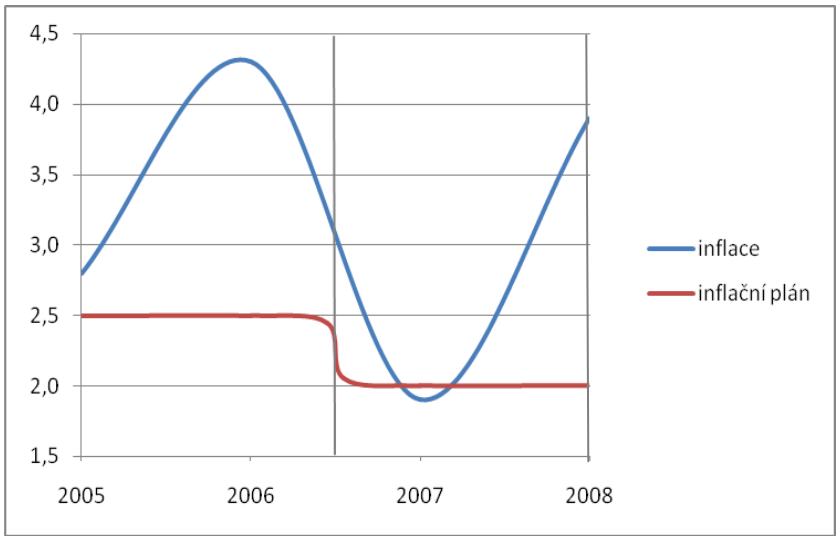
Po dvojím zhodnocení slovenské koruny v ERM II (prvně v březnu 2007) byla na konci května 2008 centrální parita stanovena na úroveň 30,1260 SKK/ EUR. V rámci +/- 15% fluktuačního pásma byla tedy spodní hranice nově 25,6071 SKK / EUR a horní hranice 34,6449 SKK / EUR. [67]

Inflační plán, který předpokládal průměrnou 12měsíční inflaci (HICP) v roce 2006 pod úrovní 2,5 % a v roce 2007 a 2008 již pod úrovní 2 % však přímo splněn nebyl.

[66] *Vplyv zavedenia eura na slovenské hospodárstvo*, 2006, str. 79 – 80. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/06_kol1.pdf> [cit. 2011-01-25].

[67] *Tisková zpráva ECB ze dne 29. 5. 2008*. Dostupné z WWW: <http://www.ecb.int/press/pr/date/2008/html/pr080529_1.cs.html> [cit. 2011-01-26].

Graf č. 4: Porovnání skutečného vývoje inflace měřené ukazatelem HICP s plánem NBS 2005 – 2008.



Zdroj dat: statistiky NBS[68]

Jak tedy vyplývá z uvedeného grafu, inflační plán byl splněn pouze v roce 2007, kdy roční průměrná míra inflace měřená ukazatelem HICP byla 1,9 %, tedy nízko pod 2 % jak určoval plán. Plán pro roky 2005 a 2006 předpokládal dosaženou míru inflace (HICP) < 2,5 %. Skutečná míra inflace ovšem plán překročila a v roce 2005 byla 2,8 % a v roce 2006 pak 4,3 %. Plán pro roky 2007 a 2008 předpokládal míru inflace (HICP) < 2 %. Jak již bylo zmíněno, v roce 2007 byl plán dodržen, ale v roce 2008 podobně tak jako v roce 2006 inflace výrazně přesáhla stanovený plán a dostala se na úroveň 3,9 %.

K tlumení inflace v roce 2007 přispělo zejména trendové posilování měnového kurzu koruny, které bylo silné především během roku 2007 a počátkem roku 2008. Jak ukazuje tabulka č. 5, kurz koruny začal posilovat vůči euru již během roku 2007, ale výraznější nárůst posílení koruny byl zaznamenaný až v roce 2008, kdy se v průměrném ročním srovnání dostal z hodnoty 33,781 na 31,291 SKK/EUR. Posilování koruny v kombinaci s pouze pozvolným zvyšováním regulovaných cen energií a růstem cen

[68] Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/vybrane-makroekonomicke-ukazovatele/zakladne-makroekonomicke-ukazovatele> [cit. 2011-03-27].

pohonných hmot přispěly ke snížení meziroční míry inflace HICP na 1,2 % v létě 2007. Ovšem následně inflace opět vzrostla na 3,4 % v prvním čtvrtletí 2008. Nárůst inflace byl ovlivněn vedle celosvětového vývoje cen energií a potravin i akcelerací cen neregulovaných služeb. [69]

Tabulka č. 5:Vývoj směnného kurzu slovenské koruny v letech 2005 – 2008. (SKK/EUR)

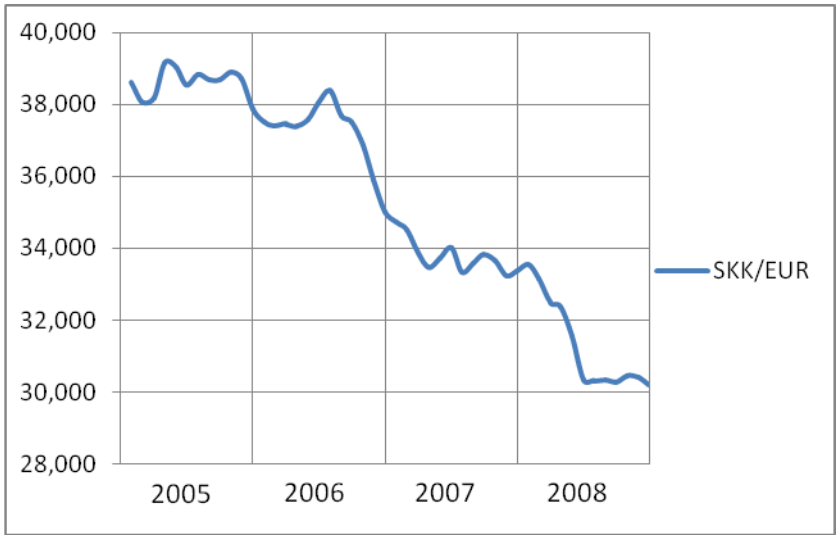
rok	**Měsíc**						
	1	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**	**průměr za rok**
	7	**8**	**9**	**10**	**11**	**12**	
2005	38,614	38,051	38,185	39,157	39,039	38,537	**38,593**
	38,837	38,695	38,695	38,909	38,730	37,871	
2006	37,510	37,404	37,455	37,392	37,575	38,036	**37,248**
	38,388	37,688	37,505	36,852	35,914	35,025	
2007	34,721	34,524	33,863	33,468	33,726	34,017	**33,781**
	33,330	33,577	33,821	33,645	33,236	33,365	
2008	33,538	33,141	32,497	32,388	31,534	30,323	**31,291**
	30,314	30,339	30,280	30,453	30,392	30,204	

Zdroj dat: statistiky NBS[70]

[69] *Monitoring centrálních bank červen 2008*, 2008, str. 6. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/monitoring_centralnich_bank/download/0501_mcb.pdf> [cit. 2011-01-21].

[70] Dostupné z WWW: < http://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/kurzovy-listok/kurzovy-listok> [cit. 2011-03-27].

Graf č. 5: Vývoj směnného kurzu slovenské koruny v letech 2005 – 2008. (SKK/EUR)



Zdroj dat: statistiky NBS[71]

Tabulka č. 6: Meziroční míra inflace (HICP) v letech 2005 – 2008.

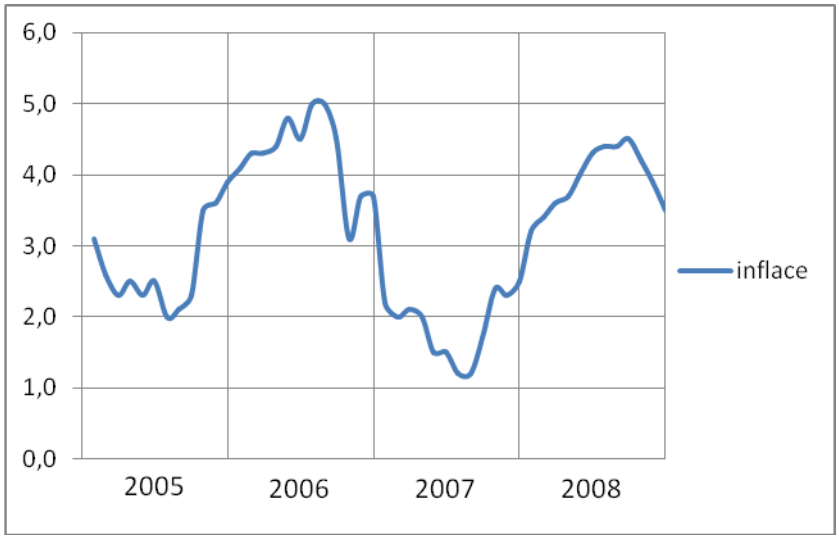
rok	**Měsíc**											
	1	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**	**7**	**8**	**9**	**10**	**11**	**12**
2005	3,1	2,6	2,3	2,5	2,3	2,5	2,0	2,1	2,3	3,5	3,6	3,9
2006	4,1	4,3	4,3	4,4	4,8	4,5	5,0	5,0	4,5	3,1	3,7	3,7
2007	2,2	2,0	2,1	2,0	1,5	1,5	1,2	1,2	1,7	2,4	2,3	2,5
2008	3,2	3,4	3,6	3,7	4,0	4,3	4,4	4,4	4,5	4,2	3,9	3,5

Zdroj dat: statistiky NBS[72]

[71] Dostupné z WWW: < http://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/kurzovy-listok/kurzovy-listok> [cit. 2011-03-27].

[72] Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/vybrane-makroekonomicke-ukazovatele/zakladne-makroekonomicke-ukazovatele> [cit. 2011-03-27].

Graf č. 6: Míra inflace (HICP) v letech 2005 – 2008.



Zdroj dat: statistiky NBS[73]

3.2.8. PLNĚNÍ KONVERGENČNÍCH KRITÉRIÍ PŘED VSTUPEM DO EUROZÓNY

Na začátku května 2008 zveřejnily Evropská komise (dále jen Komise) a ECB své pravidelné Konvergenční zprávy za rok 2008[74]. V těchto zprávách hodnotily hospodářskou a právní konvergenci deseti členských států EU (Bulharska, České republiky, Estonska, Litvy, Lotyšska, Maďarska, Polska, Rumunska, Slovenska a Švédska).

Zatímco Komise hodnotila konvergenci Slovenska jako bezproblémovou, ECB vyslovila jisté pochybnosti. Z této konvergenční zprávy ECB za rok 2008[75] vyplývají následující závěry: Inflace (HICP) na Slovensku v referenčním období od dubna 2007 do března 2008 dosáhla 2,2 %, což je výrazně pod stanovenou referenční hodnotou 3,2 %. Avšak ECB vyjádřila obavy, že nízká míra inflace nebude na Slovensku dále

[73] Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/vybrane-makroekonomicke-ukazovatele/zakladne-makroekonomicke-ukazovatele> [cit. 2011-03-27].

[74] *Konvergenčná správa, Máj 2008,* 2008. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/ecbpub/konvspr/cr200805sk.pdf> [cit. 2011-02-16].

[75] *Tamtéž, str.* 51 – 53.

udržitelná a HICP se bude v následujících měsících zvyšovat. To částečně zdůvodňuje dlouhodobějším vývojem inflace na Slovensku, jejíž průměr od roku 1998 dosahuje 6,5 %. Jak již bylo zmíněno, nízká míra inflace v referenčním období duben 2007 až březen 2008 byla zapříčiněna zejména posilováním směnného kurzu koruny. S odvoláním na NBS konvergenční zpráva udává, že koeficient přenosu směnného kurzu byl na úrovni přibližně 0,1 až 0,2. To znamená, že zhodnocení směnného kurzu vůči euru o 1 % sníží inflaci v následujících dvou letech o 0,1 až 0,2 procentního bodu. Při zohlednění tohoto odhadovaného koeficientu přenosu směnného kurzu, by bez vlivu zhodnocování směnného kurzu o 3 až 4 % byla inflace na konci roku 2007 o 0,3 až 0,5 procentních bodů vyšší. V okamžiku, kdy zhodnocování směnného kurzu přestane tlumit dovozní ceny, inflační tlaky se mohou v budoucnu zvýšit. Rizika s udržením cenové stability souvisí podle ECB také se zpřísňujícími se podmínkami na trhu práce a s růstem světových cen energií, který prozatím nebyl do spotřebitelských cen plně promítnut. Také vyslovila předpoklad, že z dlouhodobého hlediska bude na růst inflace na Slovensku tlačit i proces dohánění hospodářské úrovně a cenové hladiny na úroveň vyspělých zemí. ECB předpokládá nárůst inflace během roku 2008 na 3,2 % až 3,8 % a v roce 2009 na 2,9 % až na 3,8 %. ECB tedy předpokládá, že průměrná míra inflace by se měla v roce 2008 značně zvýšit a v roce 2009 opět mírně poklesnout.

Předpokládané navýšení inflace v roce 2008 se také potvrdilo, jak ukazuje tabulka č. 6. Inflace v roce 2008 dosáhla hodnoty až 4,5 %, tedy nárůst byl ještě větší, než se ECB obávala. Avizovaný pokles inflace v roce 2009 se následně také dostavil. Inflace začala mírně klesat již během posledních dvou měsíců roku 2008 a tento trend přetrval i do roku 2009, kdy inflace dále výrazně klesala během celého roku, jak ukazuje graf č. 7.

Podle Konvergenční zprávy Evropské komise[76] ale byla všechna ekonomická i legislativní kritéria pro přijetí eura na Slovensku splněna.

Rozpočtový deficit na Slovensku v referenčním období duben 2007 až březen 2008 dosáhl 2,2 % HDP, čili byl pod referenční hodnotou, která činila 3 %. Komise

[76] *Konvergenčná správa, Máj 2008,* 2008, *str.* 53. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/ecbpub/konvspr/cr200805sk.pdf> [cit. 2011-02-16].

navíc předpokládala jeho pokles v roce 2008 na 2,0 %. Poměr dluhu veřejné správy k HDP v roce 2007 klesl na 29,4 %. I tady Komise předpokládala jeho další pokles. Veřejný dluh se tedy stále značně drží pod referenční hodnotou stanovenou na 60 %. V době hodnocení konvergence byla slovenská koruna již více než dva roky součástí mechanizmu ERM II. Ale kurz slovenské koruny byl vůči euru poměrně kolísavý a došlo ke dvojí revalvaci centrální parity. Kurz se však vždy udržel v daném fluktuačním pásmu. Průměrná hodnota úrokových sazeb dosáhla v referenčním období hodnoty 4,5 %, což je výrazně pod referenční hodnotou 6,5 %. Vývoj dlouhodobých úrokových sazeb během referenčního období v podstatě korespondoval s dynamikou odpovídajících dlouhodobých úrokových sazeb v eurozóně. A jak již bylo zmíněno, inflace také nepřekročila referenční hodnotu.[77]

Tabulka č. 7: Plnění maastrichtských kritérií.

Kritérium	Referenční hodnota	Březen 2008	Stav plnění
Veřejný deficit (% z HDP)	3,0	2,2	☑
Veřejný dluh (% z HDP)	60,0	29,4	☑
Míra inflace (%)	3,2	2,2	☑
Stabilita dlouhodobých úrokových sazeb (%)	6,5	4,5	☑
Stabilita směnného kurzu	Dva roky před hodnocením musí být národní měna zapojena do mechanismu směnných kurzů (ERM II)	Členství v ERM II od listopadu 2005	☑

Zdroj: NBS

Ovšem poté, co proběhlo hodnocení konvergence slovenské ekonomiky, se inflace začala zvyšovat. V srpnu kulminovala a poté již měla klesající charakter. I přes počáteční nárůst inflace Slovensko ještě koncem roku 2008 plnilo všechna konvergenční kritéria. Podle Analýzy konvergence slovenské ekonomiky 2009[78] byl

[77] *Konvergenčná správa, Máj 2008,* 2008, *str.* 51- 53. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/ecbpub/konvspr/cr200805sk.pdf> [cit. 2011-02-16].

[78] *Analýza konvergencie slovenskej ekonomiky 2009,* 2009, str. 4. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/PP2-2009_Analyza_konvergencie_2009_final.pdf> [cit. 2011-02-20].

nárůst inflace způsobený faktory mimo vliv měnové politiky, a sice zvyšováním cen energií a hospodářských komodit na světovém trhu.

I přes obavy ECB spojené zejména s vývojem cenové stability Slovensko na začátku roku 2009 zavedlo jako zákonné platidlo euro a tím se stalo šestnáctým členem eurozóny a NBS se zároveň stala součástí Eurosystému. Tímto okamžikem NBS začala mít značně omezené možnosti v nastavování vlastní měnové politiky. Začala se řídit měnovou politikou, kterou pro celý Eurosystém vyhlašuje ECB.

I přes konečné kladné vyjádření ohledně přistoupení do eurozóny a splnění konvergenčních kritérií existuje negativní fakt, že nahrazení slovenské koruny eurem bude mít nepříznivý vliv na vývoj inflace, potažmo i na hospodářský růst a jiné makroekonomické aspekty. Zejména se jako problémové se může jevit ztráta jisté míry samostatnosti v nastavení měnové politiky. Teprve v následujícím období se projeví, zda slovenská ekonomika je ve skutečném souladu s ekonomikou zemí eurozóny, a tedy jak jí bude vyhovovat nastavení měnové politiky v režii ECB.

3.2.9. MĚNOVĚPOLITICKÝ VÝVOJ V LETECH 2009 – 2010

Na Slovensku bylo 1. 1. 2009 přijato euro jako národní měna. Stalo se tak tzv. „velkým třeskem“. Takto se označuje mechanizmus zavedení eura najednou v hotovostním i bezhotovostním oběhu a s krátkým duálním oběhem. Ten na Slovensku platil pouhých 16 dní, jelikož zkušenosti jiných států, kde duální oběh byl až dvouměsíční, mluví o zbytečné nákladnosti tak dlouhého oběhu. Ke stejnému datu, tedy 1. 1. 2009 byl stanoven jediný možný kurz, který smí být použit při přepočítávání cen. Jedná se o tzv. konverzní kurz, který byl stanoven jako šestimístný se zákazem zaokrouhlování a udává 1 EUR = 30,1260 SKK.[79]

V oblasti měnové politiky je zavedení eura automaticky spjato se změnami v měnové politice. NBS nyní musí respektovat měnová nařízení ECB. Konkrétní změny v aktuálně používaných nástrojích k řízení měnové politiky v Eurosystému oproti

[79] Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/sk/euro/zavedenie-eura/zasady-zavedenia-eura-v-sr> [cit. 2011-02-01].

nástrojům používaných NBS jsou popsané ve druhé kapitole, na tomto místě tedy již znovu nebudou rozebírány.

Vlastní měnová politika a vlastní měna se ale jeví jako důležitý aspekt, který dává možnost, jak se vyrovnávat s výkyvy ekonomiky. Bývalý guvernér NBS Ivan Šramko proti tomu v říjnu 2009 argumentoval slovy: „*V malých otevřených ekonomikách může být vlastní měna obojím - tedy zdrojem stability i nestability. O tom máme koneckonců důkazy z konce 90. let, kdy slovenská koruna, i jiné měny, oslabila kvůli vnějšímu prostředí. A tím způsobila ekonomice problémy, s kterými se vypořádávala ještě dlouhou dobu potom. V dobrých časech vlastní měna v malé ekonomice funguje v pořádku, ale v těch špatných časech může být zdrojem rizika. (…) Vývoj kurzů prostě nekoresponduje s vývojem ekonomiky. Řídí se podle nálady investorů na měnových trzích a možnosti ovlivňovat jeho vývoj jsou omezené a riskantní. Slovensko je na tom s eurem lépe než bez něj.*“[80]

Lednový vývoj inflace, nezaznamenal výraznou odlišnost od dlouhodobých trendů. Inflace HICP dosáhla v lednu 2009 nejnižšího lednového nárůstu v historii SR. Na základě několika různých analýz[81] došla NBS k závěru, že vliv zavedení eura na celkovou inflaci HICP dosáhl úrovně 0,2 procentního bodu (resp. 0,15 procentního bodu jako střed intervalu 1,12 až 1,19 procentního bodu jako nejnižších a nejvyšších výsledků jednotlivých metod). Pokud by se braly v úvahu i ty položky, kterých ceny mohly poklesnout, potom by se nárůst pohyboval v intervalu – 0,12 až 0,12 %, resp. 0,0 procentního bodu jako střed intervalu. Tedy žádná použitá metoda neidentifikovala, že by v důsledku zavedení eura došlo k zvýšení spotřebitelských cen.[82]

---

[80] Dostupné z WWW: <http://hn.ihned.cz/c1-38591330-slovensko-je-na-tom-s-eurem-lepe-nez-bez-nej> [cit. 2011-04-06].

[81] NBS použila k výpočtu metody: Pravidlo 3 sigma, mezinárodní porovnání, porovnání posunů jednotlivých reprezentantů, jejich mediánů a průměrů v prosinci a lednu, porovnání meziměsíčních nárůstů v minulých letech, porovnání předpokladů vycházejících z ARMA modelů se skutečným vývojem.

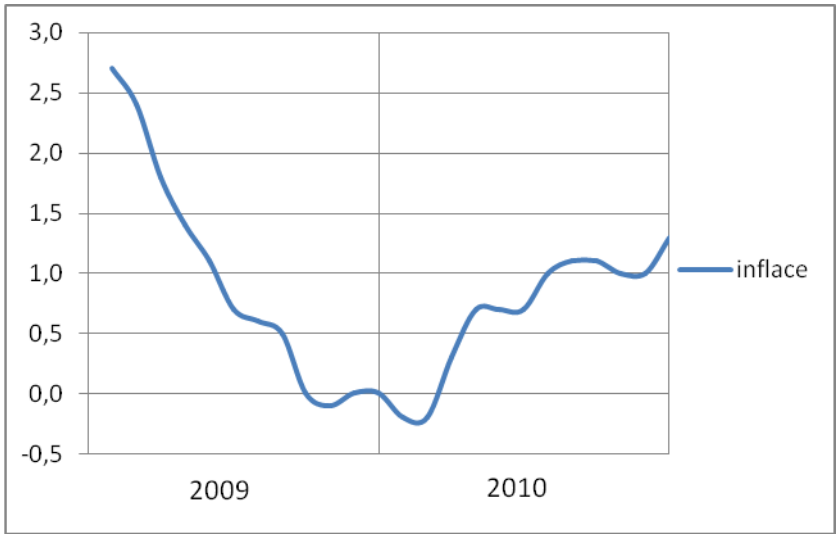
[82] DOLIAK, M., KARMAŽIN, B.: *Vplyv zavedenia eura na infláciu v Slovenskej republike v januári 2009*. Biatec: Odborný bankový časopis. Ročník 17, 3/2009, str. 14-18. Dostupný z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/_PUBLIK_NBS_FSR/Biatec/Rok2009/biatec0309.pdf> [cit. 2011-02-18].

Tabulka č. 8: Meziroční míra inflace (HICP) v letech 2009 – 2010.

rok	měsíc											
	1	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**	**7**	**8**	**9**	**10**	**11**	**12**
2009	2,7	2,4	1,8	1,4	1,1	0,7	0,6	0,5	0,0	-0,1	0,0	0,0
2010	-0,2	-0,2	0,3	0,7	0,7	0,7	1,0	1,1	1,1	1,0	1,0	1,3

Zdroj dat:statistiky NBS[83]

Graf č. 7: Míra inflace (HICP) v letech 2009 – 2010



Zdroj dat: statistiky NBS[84]

Obavy, že zavedení eura na Slovensku povede k výraznějšímu zvýšení cenové hladiny, se tedy nepotvrdily. Dle konvergenční zprávy ECB mělo v roce 2009 sice dojít k mírnému poklesu inflace, zejména v porovnání s rokem 2008. Tento pokles se dostavil, ale podstatně vyšší, než ECB předpovídala. ECB se obávala, že na růst inflace po zavedení eura, bude tlačit proces dohánění hospodářské úrovně a cenové hladiny

[83] Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/vybrane-makroekonomicke-ukazovatele/zakladne-makroekonomicke-ukazovatele> [cit. 2011-03-27].

[84] *Tamtéž*, [cit. 2011-03-27].

na úroveň vyspělých zemí. Podle dostupných údajů, se zatím zdá, že inflace na Slovensku nebude mít výraznou vzestupnou tendenci nad průměr zemí eurozóny. Prozatím se zdálo, že ekonomický vývoj na Slovensku tedy zřejmě bude probíhat obdobně jako ve zbytku eurozóny.

I přes pokles inflace Slovensko přestalo plnit inflační kritérium. Dvanáctiměsíční průměrná inflace v důsledku nárůstu v roce 2008 spolu s výrazným snížením referenční hodnoty způsobily, že inflace k dubnu 2009 byla vyšší než referenční hodnota. Inflační kritérium začalo být plněno znovu až koncem roku 2009.

Tabulka č. 9: Vývoj plnění maastrichtských kritérií

Kritérium		Marec 2008(KS)	December 2008	Apríl 2009
fiškálne kritérium[1)] (% HDP)	**verejný deficit**	2,2	1,9	2,2
	verejný dlh	29,4	29,4	27,6
	stav plnenia	**ÁNO**	**ÁNO**	**ÁNO**
miera inflácie (HICP, %)		2,2	3,9	3,5
	stav	**ÁNO**	**ÁNO**	NIE
dlhodobá úroková miera (%)		4,5	4,7	4,8
	stav	**ÁNO**	**ÁNO**	**ÁNO**

Zdroj: Analýza konvergencie slovenskej ekonomiky 2009, str. 5

Koncem roku 2009 pak Slovensko přestalo plnit i fiskální kritérium. NBS se v Analýze konvergence za rok 2010[85] odvolává na skutečnost, že „*země eurozóny nejsou formálně povinné maastrichtská kritéria plnit*“. Ale právě fiskální kritérium je jedinou výjimkou. Jeho plnění vyplývá z Paktu stability a růstu a je závazné pro celou EU.

Slovensku se podařilo vhodně načasovat hodnoty kritérií sledovaných před předpokládaným vstupem Slovenska do eurozóny. Skutečnost, že téměř ihned po vstupu do eurozóny přestalo plnit inflační kritérium, o něco později i fiskální kritérium,

[85] *Analýza konvergencie Slovenksej ekonomiky 2010,* str. 5. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/PP_01_2010_Lalinsky-Analyza_konvergencie_slovenskej_ekonomiky.pdf>. [cit. 2011-04-06].

evokuje otázku, zda plnění maastrichtských kritérií nebylo cílováno účelně pouze na rozhodující referenční období. ECB i EK předpokládaly, že po mírném poklesu inflace začátkem roku 2009 se posléze výrazněji zvýší. Jak jsem již uvedla, tato prognóza se zcela nenaplnila. Slovensko sice přestalo plnit inflační kritérium, ale zde bych důvod hledala v jiné rovině. K dubnu 2009, kdy Slovensko již neplnilo inflační kritérium, byla míra inflace 3,5 % (HICP), tedy ještě nižší, než v prosinci 2008, kdy kritérium plněno bylo. Referenční hodnota pro inflační kritérium se totiž značně snížila. NBS v konvergenční zprávě 2009[86] uvádí, že průměr tří krajin EU s nejnižší inflací klesal rychleji než na Slovensku v důsledku prohlubující se hospodářské krize.

Skutečnost, že Slovensko před přijetím eura bylo schopné plnit fiskální kritérium a po jeho zavedení již ne, vypadá, jako by hodnoty fiskálního kritéria byly před přijetím eura účelově modelované, právě s cílem splnit je na nezbytně nutnou dobu při hodnocení konvergence. Ale začátkem roku 2009 se na Slovensku znatelně zhoršila hospodářská situace. Ekonomika SR se výrazně propadla. Tento nepříznivý vývoj pak vedl k citelným výpadkům příjmů a ke zvyšování výdajů ve veřejných financích. V důsledku toho pak Slovensko přestalo plnit fiskální kritéria. Skutečnost, že ekonomika Slovenska se po vstupu do eurozóny propadla a Slovensko přestalo plnit maastrichtská kritéria je v přímém rozporu s tvrzením bývalého guvernéra NBS Ivana Šramka, že „*Slovensko je na tom s eurem lépe než bez něj*“[87].

Pokud kandidátská země nesplní maastrichtská kritéria před plánovaným vstupem do eurozóny, pak následuje sankce v podobě odepření vstupu,[88] protože splnění maastrichtských kritérií je pro zavedení eura klíčovou podmínkou. Pokud ale již členská země přestane plnit maastrichtská kritéria, je možné ji také sankcionovat, ale domnívám se, že takový postup proti některé ze zemí je málo pravděpodobný. Zejména to potvrzuje fakt, že například na přelomu let 2009 a 2010 všechna

[86] *Analýza konvergencie Slovenksej ekonomiky 2009,* str. 6. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/PP2-2009_Analyza_konvergencie_2009_final.pdf> [cit. 2011-02-20].

[87] Dostupné z WWW: <http://hn.ihned.cz/c1-38591330-slovensko-je-na-tom-s-eurem-lepe-nez-bez-nej> [cit. 2011-04-06].

[88] Pro neplnění maastrichtských kritérií byl například v minulosti o rok odložen Litvě přístup k eurozóně.

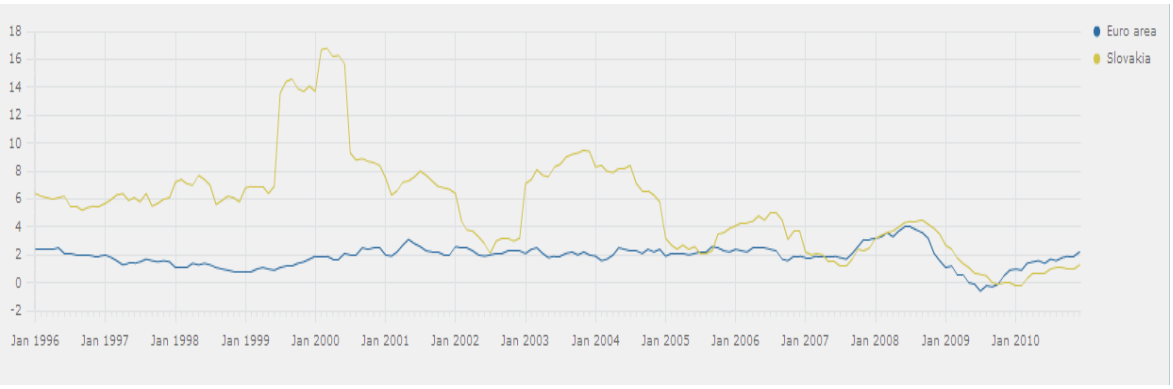
konvergenční kritéria plnilo pouze Estonsko. A zmínku o případných sankcích neplnícím zemím se mi nepodařilo nikde dohledat. Relevance a kredibilita Paktu stability byla zřejmě znehodnocena zejména tím, že velké státy jako Německo či Francie ji několikrát porušili, ale nikdy sankce nenásledovala.

Tabulka č. 10: Roční průměrná míra inflace (HICP) 1997 – 2010.

rok	**1997**	**1998**	**1999**	**2000**	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**
inflace	6,0	6,7	10,5	12,2	7,2	3,5	8,4	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9	0,9	0,7

Zdroj dat: statistiky Evropského statistického úřadu (dále jen EUROSTATu)[89]

Graf č. 8: Srovnání vývoje inflace měřené ukazatelem HICP na Slovensku a v eurozóně



Zdroj: ECB

Graf č. 7 názorně ukazuje, že vývoj inflace byl v průběhu let mnohem stabilnější ve státech eurozóny než na Slovensku. Ale je nutné brát v potaz, že údaje z eurozóny jsou zprůměrované hodnoty inflace jednotlivých členských zemí. Je tedy možné předpokládat, že takové průměrné hodnoty, budou mít v porovnání s mírou inflace v jednom státu vždy stabilnější průběh bez výrazných výkyvů.

[89] Dostupné z WWW: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&language=en&pcode=tsieb060&tableSelection=1&footnotes=yes&labeling=labels&plugin=1> [cit. 2011-03-27].

4. DOPAD MĚNOVÉ POLITIKY NA EKONOMIKU SLOVENSKA

4.1. STRATEGIE PRO DOSAŽENÍ CÍLE MĚNOVÉ POLITIKY

Během celého období působení v oblasti měnové politiky musela NBS pro dosažení svého zákonného cíle stability měny, posléze cenové stability zvolit vhodnou koncepci měnové politiky. Na tomto základě je možné výše popisované období velmi přehledně rozdělit do dvou hlavních časově vymezených oblastí:

- 1993 až 1998 – řízení peněžní zásoby a fixní směnný kurz,
- od roku 1999 – cílování inflace.

Z uvedené periodizace bude vycházet členění následujícího hodnocení dopadů měnové politiky NBS na slovenskou ekonomiku. Tato část práce nebude hodnotit celé dvacetileté období, jak tomu bylo doposud. Zde se již zaměří pouze na období samostatné měnové politiky NBS.

4.2. DOPADY MĚNOVÉ POLITIKY V LETECH 1993 – 1998

4.2.1. ŘÍZENÍ PENĚŽNÍ ZÁSOBY

Jedním z prvků řízení měnové politiky, který si NBS převzala z časů působení SBČS bylo kvantitativní řízení měnové politiky. Stejně tak jako NBS v kvantitativním řízení měnové politiky pokračovala po rozdělení federace i ČNB. Ve svém měnovém programu NBS každoročně vyhlašovala tempo růstu peněžního agregátu M2 jako dílčí cíl měnové politiky, a to tak, aby byl v souladu s žádoucím vývojem cenové hladiny. Měnová politika NBS tedy byla řízena prostřednictvím měnového agregátu M2.

V praxi ale nebyly vymezené cíle pro růst peněžní zásoby striktně dodržovány. Přihlíží se totiž v konečném důsledku zejména ke stavu reálné ekonomiky a vývoji směnného kurzu slovenské koruny. V podmínkách Slovenské republiky nemá peněžní

multiplikátor přesvědčivě stabilní hodnotu. Jednou z příčin nesouladu mezi skutečným a programovým růstem M2 mohla být nestabilita peněžního multiplikátoru. Jeho řízení tak bylo velmi obtížné.[90]

Jak dokazuje tabulka č. 11, ukázalo se, že dynamika růstu měnového agregátu M2 neměla přímý vliv na vývoj inflace (CPI).

Tabulka č. 11: Měnové cíle a skutečné hodnoty cílovaných proměnných v letech 1993 – 1998

	Směnný program		**Skutečné hodnoty**	
	M2	**Inflace CPI**	**M2**	**Inflace CPI**
1993	12 %	17 %	18,3 %	25,1 %
1994	13,3 %	10,0 – 13,2 %	18,9 %	11,7 %
1995	12,3 %	8,0 %	21,2 %	7,6 %
1996	11,6 %	6,0 – 7,5 %	16,5 %	5,4 %
1997	10,7 %	4,9 – 5,8%	8,7 %	6,4 %
1998	9,4 %	5,6 – 5,9 %	9,6 %	7,6 %

Zdroj: KOMÍNKOVÁ, Z.: Formovanie peňažnej zásoby na Slovensku v rokoch 1993 – 1997, část 1. Biatec:odborný bankový časopis, ročník 6, 8/1998. Str. 14.

Z hodnot uvedených v tabulce je jasně patrné, že skutečné hodnoty dynamiky růstu jak agregátu M2, tak inflace (CPI) se výrazně rozcházejí s plánovanými hodnotami. V letech 1993 až 1996 i při vyšším než programovém tempu růstu M2 míra inflace klesala. V roce 1995 dokonce klesla pod úroveň měnového programu. Oproti tomu v dalších letech při nižším než programovém růstu agregátu M2 míra inflace rostla

[90] KOMÍNKOVÁ, Z.: *Formovanie peňažnej zásoby na Slovensku v rokoch 1993 – 1997*. Biatec: odborný bankový časopis. Ročník 6, 8/1998, str. 13 -15. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/sk/publikacie/biatec-odborny-bankovy-casopis.> [cit: 2011-03-17].

a překročila hodnotu měnového programu. Není tedy možné usuzovat o přímé vazbě mezi dynamikou růstu agregátu M2 a mírou inflace ve Slovenské ekonomice.

Z uvedených hodnot vyplývá, že směnný agregát M2 nebyl vhodným nástrojem pro řízení měnové politiky NBS, vzhledem ke skutečnosti, že jeho prostřednictvím nebylo možné efektivně řídit dosaženou míru inflace a plnit tak programové plány měnové politiky.

I pokud by bylo skutečně dosahováno cíle růstu měnového agregátu M2, který představuje základ inflační prognózy, je možné předpokládat, že dosažená míra inflace by se pravděpodobně výrazně lišila jak od dosažených hodnot, tak od hodnot plánovaných.

Ovšem pokud porovnáme data skutečné inflace v tabulce č. 11, která je převzata z odborného bankovního časopisu Biatec[91], který vydává NBS s daty v tabulce č. 2, které pocházejí z oficiálních statistik NBS[92] zjistíme, že se v žádném roce neslučují. Dokonce se ani nedá konstatovat, že by data byla vždy menší nebo vždy větší v jedné z tabulek. Ale i pokud bychom porovnali data inflace z tabulky č. 2 s výší měnového agregátu, nenašli bychom souvislost mezi mírou inflace a M2.

Důvod proč se jednotlivá data ohledně dosažené míry inflace tak různí, není jasný. V obou případech se jedná, o data produkovaná centrální bankou. Autorka článku, ze kterého je převzata tabulka č. 11 je odbornicí z řad NBS. Měla by tedy pracovat s daty, která oficiálně publikuje NBS. Vysvětlení, že NBS vypočítává výši inflace na základě různých metodik, však nepovažuji za pravděpodobné.

[91] KOMÍNKOVÁ, Z.: *Formovanie peňažnej zásoby na Slovensku v rokoch 1993 – 1997*. Biatec: odborný bankový časopis. Ročník 6, 8/1998, str. 13 -15. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/sk/publikacie/biatec-odborny-bankovy-casopis.> [cit: 2011-03-17].

[92] Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/OstatnePublik/ukazovatele.pdf> [cit: 2011-03-07].

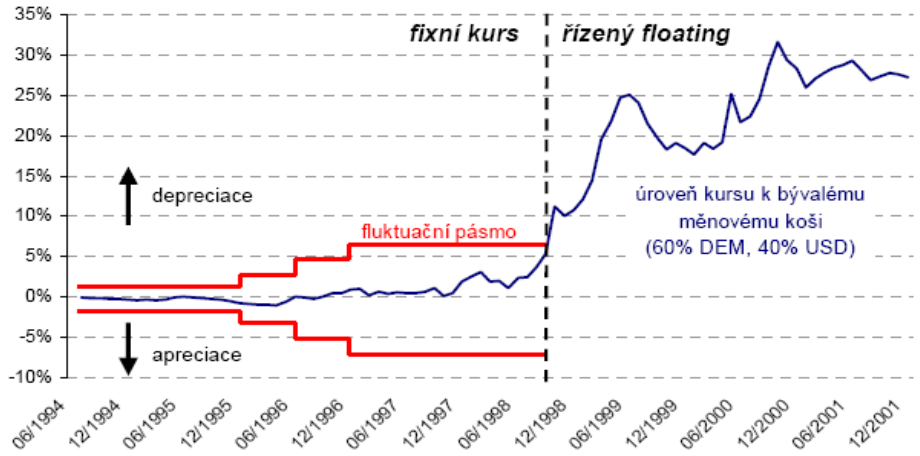
4.2.2. FIXNÍ SMĚNNÝ KURZ

Fixní směnný kurz byl druhým pilířem měnové politiky. Jeho hlavním úkolem bylo přivést do ekonomiky nízkou míru inflace z kotevní země.

Udržení fixního měnového kurzu vyžaduje především nízký inflační a úrokový diferenciál vůči kotevní měně, dostatečnou zásobu devizových rezerv a dlouhodobou konkurenceschopnost domácích výrobců. Výhodou pevného kurzu je transparentnost, ta přispívá k vyšší kredibilitě měnové politiky. Zároveň ale s sebou přináší omezení autonomie měnové politiky a možné riziko spekulací s domácí měnou.[93]

Jak potvrzuje graf č. 9, slovenská koruna byla v období fixního směnného kurzu velmi stabilní a téměř bez výjimky[94] byl její kurz udržovaný ve stanoveném fluktuačním pásmu.

Graf č. 9: Vývoj nominálního kurzu slovenské koruny v období fixního kurzu a řízeného floatingu



Zdroj: CHROMEC, M.: Monetární politika a její dopad na konkurenceschopnost Slovenské republiky, 2007, str. 30

[93] CHROMEC, M.: *Monetární politika a její dopad na konkurenceschopnost Slovenské republiky*, 2007, str. 4. Dostupné z WWW: <http://is.muni.cz/do/1456/soubory/oddeleni/centrum/papers/wp2007-02.pdf > [cit. 2011- 01-19].

[94] Zmiňovanými výjimkami byla devalvace v roce 1993(nezahrnuto v grafu) a rok 1998, kdy NBS po neúspěšných intervencích za udržení fluktuačního pásma opustila režim pevného směnného kurzu.

4.3. SHRNUTÍ DOPADŮ MĚNOVÉ POLITIKY NBS V LETECH 1993 - 1998

Jak se tedy ukázalo, měnový agregát M2 byl zejména v důsledku své nestability nevhodný jako dílčí cíl měnové politiky při dosažení plánované inflace (CPI). Během jeho užívání se neprojevila přímá provázanost dynamiky růstu agregátu M2 s mírou inflace. Inflace se vymykala plánovaným hodnotám, dokonce atakovala i hranici 10 %.

Nestabilita agregátu M2 ale nebyla jedinou příčinou v rozdílech programové a skutečné hodnoty vývoje měnového agregátu M2 a inflace. Důvody byly početnější. Svou roli hrály i měnověpolitické systémové důvody. Fixní směnný kurz slovenské koruny neumožňoval nezávislé řízení vnitřních cílů měnové politiky. Jiným důvodem byly nedokonalosti v transmisivním mechanismu. Ty byly způsobené nedostatečně stabilizovaným mikroekonomickým i makroekonomickým prostředím. Zároveň tempo růstu HDP permanentně překračovalo hodnoty, na základě kterých byl sestavovaný směnný program NBS. Proto při klesající míře inflace NBS umožňovala vyšší než plánovaný růst M2, aby tak podpořila ekonomický růst.[95]

Z tohoto hlediska se kombinace řízení měnové politiky prostřednictvím agregátu M2 a fixního směnného kurzu začala stávat pro efektivní řízení měnové politiky na Slovensku nevhodnou. Bylo potřeba zajistit změnu, která by lépe dokázala obsáhnout potřebu řízení slovenské měnové politiky.

Ovšem v začátcích transformace ekonomiky, tedy zároveň na začátku samostatného působení NBS byla volba fixního směnného kurzu poměrně vhodnou. Volba tohoto měnověpolitického systému se tedy jeví v období na počátku transformačního procesu jako opodstatněná. Zajistila totiž nízkou volatilitu kurzu slovenské koruny. Přílišná volatilita směnného kurzu má nepříznivý vliv na ekonomický růst, zejména pokud neexistuje rozvinutý trh, na kterém by měly ekonomické subjekty možnost se proti takovému kurzu zajistit. Na počátku transformace ekonomiky nebylo

[95] KOMÍNKOVÁ, Z.: *Formovanie peňažnej zásoby na Slovensku v rokoch 1993 – 1997*. Biatec: odborný bankový časopis. Ročník 6, 8/1998, str. 15. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/sk/publikacie/biatec-odborny-bankovy-casopis.> [cit: 2011-03-17].

možné, aby se rozvinutý trh mohl utvořit. Pak lze konstatovat, že stabilní hodnota slovenské koruny měla pozitivní vliv na ekonomický růst.

Fixní kurz byl opuštěn až pod silným tlakem devalvačního očekávání koncem roku 1998. Následná depreciace měny pak odstranila reálné nadhodnocení koruny z období 1997 – 1998. Je možné předpokládat, že nadhodnocený kurz by měl nepříznivý dopad na vývoj ekonomiky Slovenska. Například by se stal velkým problémem pro slovenské exportéry. Mohl by vést ke ztrátě konkurenceschopnosti slovenských výrobků. Upuštění od fixního kurzu se tedy jeví jako vhodný krok, ke kterému NBS přistoupila pod vlivem okolností pravděpodobně ve správný čas. Dle grafu č. 8 je patrné, že setrvání koruny v režimu fixního směnného kurzu by mělo výrazný negativní vliv na její stabilitu. Vzhledem k původnímu měnovému koši by již nebylo možné udržet korunu ve stanoveném fluktuačním pásmu a bez větších výkyvů ve směnném kurzu.

Po počáteční depreciaci se posléze směnný kurz dostal opět do rovnovážných hodnot.[96]

Měnovou politiku uplynulého období lze tedy na základě předložených skutečností hodnotit v podstatě jako bezproblémovou a adekvátně nastavenou vzhledem k ekonomické situaci, kterou Slovensko procházelo. Prováděná měnová politika zajistila stabilní kurz slovenské koruny. Což bylo hlavním zákonem stanoveným cílem měnové politiky v tomto období. S ohledem na tento fakt tedy měnovou politiku NBS v této době hodnotím jako úspěšnou vzhledem k dosažení zákonem stanoveného cíle. Spolu s vývojem slovenské ekonomiky přišly i nároky na změnu měnové politiky, jelikož dosavadní používané nástroje se vzhledem ke stavu ekonomiky staly nevyhovujícími. NBS vhodně zareagovala a provedla nutné změny v nastavení nové měnové politiky.

[96] CHROMEC, M.: *Monetární politika a její dopad na konkurenceschopnost Slovenské republiky*, 2007, str. 31. Dostupné z: http://is.muni.cz/do/1456/soubory/oddeleni/centrum/papers/wp2007-02.pdf [cit. 19. 1. 2011].

4.4. DOPADY MĚNOVÉ POLITIKY NBS V OBDOBÍ CÍLOVÁNÍ INFLACE

4.4.1. PREDIKOVATELNOST CHOVÁNÍ NBS

Před koncem roku 1998 poté, co Slovensko opustilo fixní směnný kurz, NBS postupně začala přecházet k uplatňování nového monetárního režimu, který měl za úkol ukotvit inflační očekávání. V roce 1999 tedy bylo zavedeno implicitní cílování inflace.

Implicitní cílování inflace je charakterizováno jako režim, v němž centrální banka vyhlašuje inflační cíle, ale nepodává konkrétní informace o měnovém režimu. Tento režim je ale málo transparentní a omezuje predikovatelnost měnové politiky, což je z hlediska ekonomického růstu nežádoucí.[97]

Inflační cíle byly vyhlašovány pouze na rok dopředu, vždy v prosinci. Krátkodobé vyhlašování cílů má pouze omezený vliv na formování střednědobých očekávání. Zejména spolu s faktem, že v působení měnové politiky figurují časová zpoždění, je málo pravděpodobné, aby NBS opravdu byla schopna dosáhnout stanoveného ročního inflačního cíle v případě větších vnějších či vnitřních šoků. Na druhou stranu plánování na jeden rok dopředu s sebou nepřináší taková rizika neočekávaných vlivů jako formování cíle na delší dobu. Ekonomický vývoj pro jeden rok dopředu je lépe odhadnutelný, než pro období více let. Proto měla NBS naopak větší pravděpodobnost, že inflační cíl splní a její měnová politika tak bude kladně hodnocena. I z tohoto důvodu byla predikovatelnost měnové politiky NBS omezená.

Důležitou změnou v tomto směru se stal rok 2004, kdy Slovensko vstoupilo do EU. Spolu s programem Konkretizace přijetí eura v SR byl vymezen časový horizont, v němž bude měnová politika usilovat o naplnění maastrichtských kritérií. V prosinci pak byly vyhlášeny cíle na rok 2005 – 2008 a původní inflační výhled tak dostal podobu závazného cíle. Tímto rokem se také zavedl jako ukazatel inflace harmonizovaný index spotřebitelských cen HICP.

---

[97] CHROMEC, M.: *Monetární politika a její dopad na konkurenceschopnost Slovenské republiky*, 2007, str. 17. Dostupné z WWW: <http://is.muni.cz/do/1456/soubory/oddeleni/centrum/papers/wp2007-02.pdf> [cit. 2011- 01-19].

Navíc v závěru roku 2006 byla schválena Komunikační strategie NBS do roku 2009, v níž se NBS zavázala řídit se zásadami transparentnosti, předvídatelnosti a srozumitelnosti.[98]

Veřejnost se tak mohla více spolehnout na predikovatelnost měnové politiky zejména v oblasti inflačního očekávání ekonomických subjektů. Ovšem součástí inflačních cílů NBS byly také soupisy výjimek, díky kterým je možné případně nesplnit inflační cíl a umožňují tak NBS omluvit velké množství odchylek z inflačního cíle.

4.4.2. VÝVOJ INFLACE

Vývoj inflace po zavedení režimu cílování inflace začal velkým inflačním nárůstem v roce 1999. Důvodem zvýšení inflace bylo zahájení vládního makroekonomického stabilizačního programu, který zahrnoval vlnu cenových deregulací. Nelze tedy z nárůstu inflace po změně měnověpolitických nástrojů obviňovat NBS, jelikož na cenové deregulace, které měly až 50% podíl na průměrnou výši inflace, nemá NBS vliv.

Zvýšení inflace v první polovině roku 2000 bylo opět zapříčiněno zejména vládními deregulacemi, zároveň však odezněly deregulace z minulého roku a ve druhém pololetí inflace poklesla.

V roce 2000 NBS přistoupila ke změně zprostředkujícího cíle. Nahradila do té doby používaný směnný agregát M2 za úrokovou sazbu. Zavedení oficiálních klíčových úrokových sazeb NBS mělo výrazný vliv na stabilizaci mezibankovních sazeb, zároveň i na pokles jejich celkové úrovně.[99]

V dalších letech byly podstatně zmírněny vládní zásahy do cenové stability. Tlumení deregulačních aktivit bylo připisováno zejména blížícím se volbám v roce 2002. Naproti tomu v roce 2003 byly opět započaty cenové deregulace a úprava

[98] CHROMEC, M.: *Monetární politika a její dopad na konkurenceschopnost Slovenské republiky*, 2007, str. 18. Dostupné z WWW: <http://is.muni.cz/do/1456/soubory/oddeleni/centrum/papers/wp2007-02.pdf> [cit. 2011- 01-19].

[99] *Národná banka Slovenska 1993 – 2002*, 2003, str. 13.

spotřebních daní. Stejně tak tomu bylo i v následujícím kalendářním roce. Naopak protiinflačně působila apreciace směnného kurzu, která byla započata již v roce 2002.

Výkyvy inflace způsobené šokem v důsledku cenových deregulací, nebo jejich odeznění, jsou patrné prakticky i v průběhu každého následujícího kalendářního roku. Například odeznění cenových deregulací v první čtvrtině roku 2005 a následný nárůst ve čtvrtém kvartálu způsobený růstem cen pohonných hmot, které následně podnítily vyšší úpravy regulovaných cen.

Cenové deregulace, jak vyplývá z předchozího textu, byly nejčastější příčinou nárůstu míry inflace na Slovensku. V průběhu inflace jsou jasně patrné výkyvy způsobené právě zavedením cenových deregulací a jejich následným odezněním. V této souvislosti se vždy jedná o situaci, proti které nemohla NBS zasáhnout a udržet inflaci na stabilní úrovni. Důležitým jevem pro ekonomickou rovnováhu Slovenska ale bylo, že inflace se vždy po šoku vrátila na nižší úroveň. Její nárůst tedy neměl setrvačný charakter.

Míra inflace na Slovensku se tedy zdála být pro NBS jen těžko ovlivnitelná měnověpolitickými nástroji. Hlavní důvody výkyvů jsou nejčastěji zaviněny vládou schválenými cenovými deregulacemi, fiskální politikou a jinými faktory ovlivňujícími zejména cenu potravin. V měnovém koši pro výpočet inflace (CPI) mají nejvyšší váhu právě potraviny a nealkoholické nápoje spolu s oborem zahrnujícím bydlení, vodu, elektřinu, plyn a jiná paliva. Jedná se tedy o obor, který je nejvíce zasahován cenovými deregulacemi. Ve svých směnných plánech NBS vytyčovala výjimky z plnění inflačního cíle. Již výše bylo zmíněno, že NBS díky výjimkám z plnění inflačního cíle mohla odůvodnit velké procento případů neplnění inflačních plánů. Právě vládní cenové deregulace jsou jednou ze stanovených výjimek. Z tohoto důvodu se také nedařilo vždy dosáhnout shody v plánované míře inflace a její skutečnou hodnotou.

Tabulka č. 12: Spotřební koš

Obor	Název oboru	Stále váhy v promile	Počet reprezentantů
01	Potraviny a nealkoholické nápoje	175,731	143
02	Alkoholické nápoje a tabák	49,729	11
03	Oděvy a obuv	44,222	87
04	Bydlení, voda, elektřina, plyn a jiná paliva	273,770	43
05	Nábytek, bytové vybavení a běžná údržba domu	65,045	86
06	Zdraví	43,326	31
07	Doprava	79,128	74
08	Pošta a telekomunikace	37,586	28
09	Rekreace a kultura	84,668	83
10	Vzdělávání	16,973	7
11	Hotely, kavárny a restaurace	63,176	44
12	Různé zboží a služby	66,645	74
	Úhrnný index spotřebitelských cen	1000,000	711

Zdroj: NBS

4.4.3. VÝVOJ SMĚNNÉHO KURZU

Se zavedením plovoucího směnného kurzu se referenční měnou stalo euro. Stalo se tak s platností k 1. 1. 1999.

Vývoj slovenské koruny je od té doby ovlivněný především očekávaným slovenským a zahraničním vývojem hospodářství, úrokovým diferenciálem a investičními možnostmi pro zahraniční kapitál.

Jak vyplývá z Výročních zpráv NBS[100], vývoj směnného kurzu není ponechaný pouze na tržních silách, ale NBS v případě výrazných fluktuací zasahuje a intervenuje na devizovém trhu, aby tak dosáhla snížení nadměrné volatility kurzu slovenské koruny.

K zmíněným intervencím NBS přistoupila hned v roce 1999, kdy byl v průběhu roku směnný kurz značně znehodnocován. Intervencemi na devizovém trhu, se tak NBS snažila o zmírnění dynamiky znehodnocování směnného kurzu. Posléze byly

[100] Výročné správy za jednotlivé roky. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/sk/publikacie/publikacie-nbs/vyrocna-sprava> [cit. 2011-03-14].

devizové intervence kombinované i s operacemi na volném trhu. Koncem roku se podařilo směnný kurz stabilizovat.[101]

Na začátku roku 2000 vzhledem k příznivému vývoji běžného, kapitálového a finančního účtu platební bilance spolu s využíváním úrokového diferenciálu zahraničními investory docházelo ke zhodnocování směnného kurzu slovenské koruny. Kurz se NBS snažila přibrzďovat intervencemi na devizovém trhu. V závěru roku se ale situace obrátila zejména v důsledku dynamického růstu dovozu a sezónním vývojem směnného kurzu slovenské koruny ke konci roku. NBS tak intervenovala proti znehodnocení kurzu.[102]

Vývoj slovenské koruny byl v letech 2000 – 2002 pravděpodobně zejména díky intervencím NBS proti jeho nadměrného znehodnocování/zhodnocování poměrně stabilní. Ale jak vyplývá z výročních zpráv za toto období[103], směnný kurz slovenské koruny byl značně nestabilní vůči dolaru. Koruna výrazně střídavě apreciovala a depreciovala. NBS proti těmto výkyvům nijak nezasahovala. To je dáno skutečností, že referenční měnou pro slovenskou korunu bylo euro a NBS tak neměla důvod intervenovat proti dolaru.

Roku 2003 NBS opět aktivně intervenovala na devizovém trhu s cílem zmírnit nominální apreciaci slovenské koruny. Důvodem byla snaha přiblížit hodnotu slovenské koruny na úroveň, která by podle NBS byla adekvátní vývoji ekonomiky. Slovenská koruna se totiž zhodnocovala v důsledku tlaků kladných úrokových diferenciálů, které byly atraktivní pro zahraniční investory.[104] Apreciace měny může mít negativní

[101] *Výročná správa 1999*, 2000, str. 53. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/VyrocnaSprava/VSNBS99.pdf > [cit. 2011-03-14].

[102] *Výročná správa 2000*, 2001, str. 47. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/VyrocnaSprava/VSNBS00.pdf> [cit. 2011-03-14].

[103] Výročné správy 2000, 2001, 2002. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/sk/publikacie/publikacie-nbs/vyrocna-sprava> [cit. 2011-03-14].

[104] *Výročná správa 2003*, 2004, str. 58. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/VyrocnaSprava/VSNBS03.pdf > [cit. 2011-03-14].

vliv na konkurenceschopnost domácích podniků. Saldo obchodní bilance se podle statistických údajů NBS[105] zhoršovalo. Nižší export se pak projevil na snižování HDP.

Vývoj směnného kurzu slovenské koruny vůči euru zaznamenával v roce 2004 další zhodnocování. Vůči euru se nominální směnný kurz slovenské koruny v průběhu roku 2004 zhodnotil o 5,8 %.[106] Kurz slovenské koruny vůči euru se tak poprvé v historii dostal pod hodnotu 40 korun slovenských za jedno euro. V prosinci kurz dosáhl svého dosavadního největšího zhodnocení a směnná hodnota byla podle statistik NBS[107] na úrovni 38,925 SKK/EUR.

Začátkem roku 2005 musela slovenská ekonomika čelit výrazným tlakům na zhodnocování nominálního kurzu v důsledku přílivu zahraničního kapitálu. Přílišná apreciace mohla přinést riziko nadhodnocení kurzu do budoucna a mohla tak ohrozit plnění inflačního plánu. NBS tedy přistoupila k devizovým intervencím. Následný přebytek likvidity snížil úrokové sazby a tím i atraktivitu slovenské měny. Slovenská koruna následně znovu posílila v listopadu, kdy vstoupila do režimu směnných kurzů ERM II.[108]

Koruna vůči euru posilovala i nadále. Během účasti v ERM II byl u slovenské koruny stále patrný posilující trend. Roční průměr směnného kurzu se od roku 2005 kdy byl na úrovni 38, 593 SKK/EUR zhodnotil až na úroveň 31, 291 SKK/EUR v roce 2008. Intervence NBS na devizovém trhu měly na vývoj směnného kurzu jen krátkodobý vliv. Několikrát se podařilo na kratší období (maximálně několika měsíců) stabilizovat vývoj koruny. Ale koruna vždy znovu začala posilovat. Poslední intervence NBS na devizovém trhu je možné zaznamenat v roce 2007. Slovenští představitelé

[105] Dostupné z WWW: < http://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/vybrane-makroekonomicke-ukazovatele/zakladne-makroekonomicke-ukazovatele/u2003 > [cit. 2011-04-06].

[106] *Výročná správa 2004*, 2005, str. 59. Dostupné z: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/VyrocnaSprava/VSNBS04.pdf> [cit. 2011-03-14].

[107] Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/kurzovy-listok/kurzovy-listok/priemerne-mesacne-stvrtrocne-a-kumulativne-stvrtrocne-kurzy-skk-voci-vybranym-menam/data-za-zvolene-obdobie/_kl-ksk-ksks2004> [cit. 2011-03-14].

[108] *Výročná správa 2005*, 2006, str. 22. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/VyrocnaSprava/VSNBS05.pdf> [cit. 2011-03-14].

několikrát uvedli, že si přejí co nejsilnější konverzní kurz. Koruna tedy během svého setrvání v ERM II několikrát apreciovala a současně byla i měněna hodnota centrální parity slovenské koruny.[109]

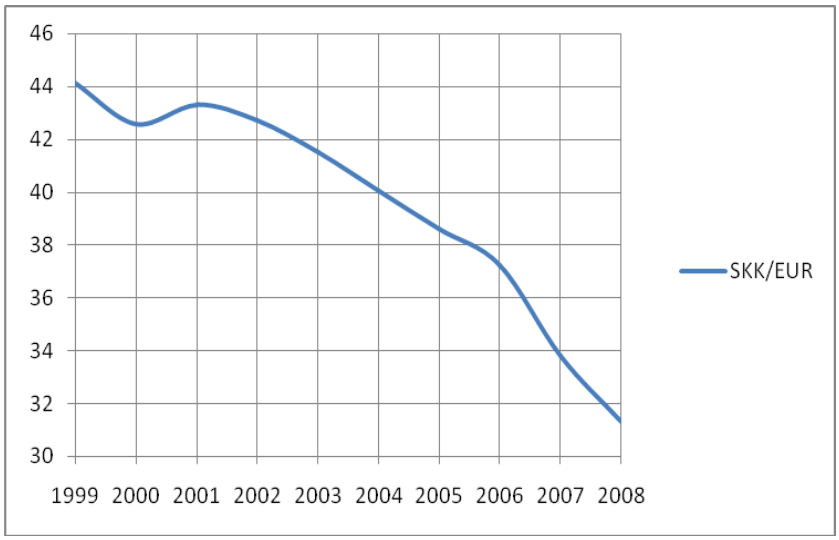
NBS se svými intervencemi podařilo docílit silné koruny před přijetím jednotné měny eura.

Tabulka č. 13: Průměrné roční hodnoty směnného kurzu (SKK/EUR)

rok	**1999**	**2000**	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**
SKK/EUR	44,115	42,589	43,309	42,699	41,491	40,045	38,593	37,248	33,781	31,291

Zdroj dat: statistiky NBS[110]

Graf č. 10: Průměrné roční hodnoty směnného kurzu (SKK/EUR)



Zdroj dat: statistiky NBS[111]

[109] Výročné správy 2006, 2007, 2008. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/sk/publikacie/publikacie-nbs/vyrocna-sprava> [cit. 2011-03-14].

[110] Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/kurzovy-listok/kurzovy-listok> [cit. 2011-03-27]

[111] Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/kurzovy-listok/kurzovy-listok> [cit. 2011-03-27]

4.5. SHRNUTÍ DOPADŮ MĚNOVÉ POLITIKY NBS V OBDOBÍ CÍLOVÁNÍ INFLACE

Z počátku byla jedním ze závažných problémů v řízení měnové politiky její omezená predikovatelnost. Stanovování inflačních cílů k prosinci daného roku nemělo přílišnou váhu jelikož NBS by v případě inflačních šoků neměla možnost inflaci ovlivnit. Změna přišla až se zavedením explicitního plánování inflace, kdy se spolu se zavedením střednědobých predikcí značně zvýšila predikovatelnost chování NBS.

Vývoj inflace je možné hodnotit převážně jako velmi nerovnoměrný, s častými výkyvy oběma směry. Ovšem problémovým prvkem při kontinuálním hodnocení celého období se může jevit skutečnost, že v jeho polovině došlo ke změně v ukazateli inflace. Původně používaný ukazatele CPI byl nahrazen evropským harmonizovaným ukazatelem HICP. Pokud ale porovnáme za stejné období hodnoty v ukazateli CPI a ukazateli HICP, dojdeme k závěru, že jednotlivá data zejména v počátku období nejsou diametrálně odlišná. Více rozcházet se začínají teprve po roce 2006.

Tabulka č. 14: Porovnání inflace na Slovensku v ukazateli CPI a HICP.

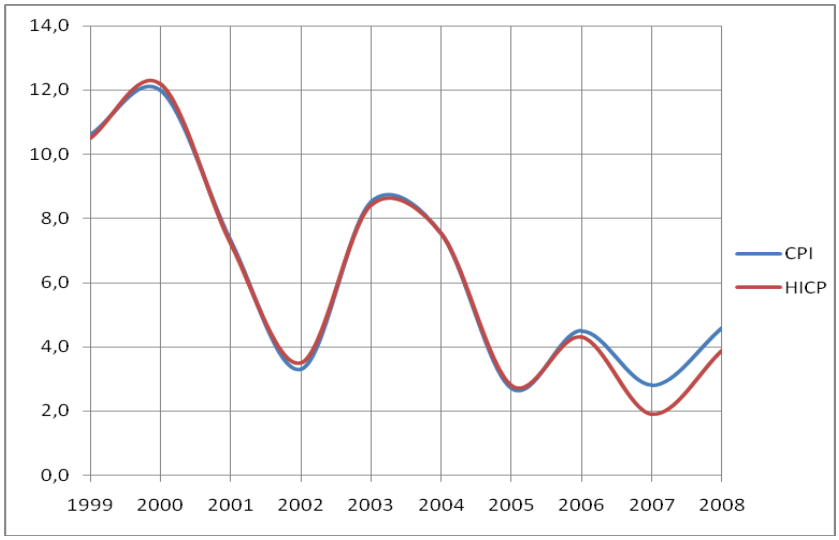
Rok	**1999**	**2000**	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**
CPI	10,6	12,0	7,3	3,3	8,5	7,5	2,7	4,5	2,8	4,6
HICP	10,5	12,2	7,2	3,5	8,4	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9

Zdroj dat: statistiky EUROSTATu[112], NBS[113]

[112] Dostupné z WWW: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&language=en&pcode=tsieb060&tableSelection=1&footnotes=yes&labeling=labels&plugin=1> [cit. 2011-03-27].

[113] Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/vybrane-makroekonomicke-ukazovatele/zakladne-makroekonomicke-ukazovatele> [cit. 2011-03-27].

Graf č. 11: Porovnání inflace na Slovensku v ukazateli CPI a HICP.



Zdroj dat: statistiky EUROSTATu[114]*, NBS*[115]

Kolísající míra inflace na Slovensku je zapříčiněna zejména vládními deregulacemi a změnami daňových sazeb. NBS tedy nemohla ovlivnit její vývoj. Inflační šoky následovaly vždy po zmíněných případech a míra inflace je tedy dostatečně odůvodněna. Zároveň vládní deregulace a změny sazeb daní byly zahrnuty mezi důvody z neplnění inflačních cílů. S výjimkou roku 2007 NBS povětšinou své inflační cíle neplnila. Vliv měnové politiky na míru inflace je tedy značně omezený. Pro ekonomický vývoj na Slovensku je ale podstatné, že po odeznění inflačních šoků způsobených zejména uvolněním regulovaných cen, se inflace opět navrátila na nižší úroveň. Nemá tedy setrvačný výrazně růstový charakter.

Po přechodu na řízený floating se NBS částečně dostala do rozporu se svým zákonným cílem, tedy udržováním měnové stability. Novela zákona z roku 2001 však tento cíl změnila. NBS neponechávala vývoj směnného kurzu pouze na tržních silách,

[114] Dostupné z WWW: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&language=en&pcode=tsieb060&tableSelection=1&footnotes=yes&labeling=labels&plugin=1> [cit. 2011-03-27].

[115] Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/vybrane-makroekonomicke-ukazovatele/zakladne-makroekonomicke-ukazovatele> [cit. 2011-03-27].

ale pokud bylo potřeba zabránit přílišnému znehodnocování nebo zhodnocování směnného kurzu, přistoupila NBS k intervencím na devizovém trhu. Zejména pokud byl vývoj kurzu v nesouladu s ekonomickým vývojem. Aktivita NBS na devizovém trhu byla patrná během celého sledovaného období 1999 – 2008. Zásahy se NBS dařilo udržovat směnný kurz v relativní rovnováze. Toto demonstrují zejména roky 2000 – 2002. Aktivitu NBS s ohledem na směnný kurz je tedy možné hodnotit jako intenzivní a oprávněnou. Svými zásahy se NBS dařilo dosahovat případného nutného přibrzdění nadměrného znehodnocování nebo zhodnocování kurzu koruny. Ale od zavedení plovoucího kurzu se slovenská koruna vůči euru neustále zhodnocovala. Slovenská ekonomika se vyvíjela a HDP po krizi na konci devadesátých let opět začalo růst. Slovenská koruna se tak stávala konkurenceschopnější, což mělo pozitivní vliv na slovenskou ekonomiku. Zejména značné zhodnocení slovenské koruny v letech 2005 – 2008, tedy v době, kdy byla zařazena v ERM II bylo pro Slovensko poměrně výhodné. Před přijetím eura totiž bylo zapotřebí stanovit neměnný tzv. konverzní kurz, podle kterého se budou přepočítávat ceny na Slovensku po zavedení eura. Zhodnocování kurzu koruny se tedy v tomto směru může pro Slovensko zdát výhodné. Zejména pro budoucí cenový vývoj na Slovensku bylo podstatné, jaký bude stanovený konverzní kurz slovenské koruny. Silnější koruna znamenala pro Slovensko nižší ceny výrobků a služeb po přepočítání na jednotku eura. Na druhou stranu může působit problémy v exportu.

Působení NBS v oblasti směnných kurzů hodnotím jako velmi dobré. Vždy pokud bylo potřeba a nominální kurz slovenské korunu se nevyvíjel příznivě ve vztahu k vývoji ekonomiky, NBS pružně a efektivně zasáhla. Při řízení směnného kurzu se NBS dařilo dosahovat svých cílů. Ať to byla stabilita v období fixního směnného kurzu, nebo v období, kdy byla slovenská koruna součástí ERM II. Slovensko před vstupem do eurozóny několikrát prohlásilo, že si přeje co nejsilnější korunu. V tomto kroku bylo Slovensko úspěšné.

ZÁVĚR

Při přechodu z centrálně plánované ekonomiky na tržní ekonomiku se výrazně proměnila měnová politika SBČS resp. samostatná měnová politika NBS. Národní banka Slovenska si osvojila používání tržních nástrojů řízení. Během vývoje NBS se změnil i její hlavní, zákonem deklarovaný, cíl měnové politiky. A sice z hlavního cíle stabilita měny byl posléze v roce 2001 spolu s novelou zákona o Národnej banke Slovenska přeměněn na udržování cenové stability. NBS tak byla zbavena odpovědnosti za fluktuaci měnového kurzu po opuštění režimu fixního směnného kurzu.

Výrazným mezníkem v historii měnové politiky NBS je rok 1998 resp. 1999. Došlo k opuštění fixního směnného kurzu a poté i k zavedení režimu cílování inflace. Byly tedy zavedeny nové nástroje v řízení měnové politiky. Změna nástrojů s sebou vždy přináší riziko, zda budou adekvátní k řízení dané měnové politiky. Dalším důležitým datem se stal rok 2004, kdy Slovensko přistoupilo k EU. Protože přístupem k EU byly započaty změny v nastavení měnové politiky tak, aby došlo k harmonizaci měnové politiky NBS s ECB. Slovensko se v přístupové smlouvě zavázalo do budoucna plnit maastrichtská kritéria. Tato skutečnost s sebou tedy opět přináší změny v měnové politice. Stejně tak i rok 2005 je z hlediska měnové politiky NBS zásadní. Jelikož se jedná o rok, kdy Slovensko vstoupilo do mechanizmu směnných kurzů ERM II. NBS označila svou měnovou politiku jako cílování inflace v podmínkách ERM II. Dala tím najevo, že bude ve svém rozhodování přihlížet zejména k vývoji směnného kurzu. Protože výrazný pohyb a volatilita kurzu představovaly v krajním případě jednu z výjimek pro nesplnění inflačního cíle. Posledním významným mezníkem v historii měnové politiky NBS se pak stal rok 2008. V dubnu byla hodnocena konvergence slovenské ekonomiky, na jejímž základě se rozhodovalo o přijetí Slovenska do eurozóny. Slovensko kritéria plnilo a k 1. 1. 2009 se stalo dalším členem eurozóny. Avšak již v dubnu 2009 přestalo plnit inflační kritérium (opět plní až koncem roku 2009) a následně i fiskální kritérium (neplní dodnes).

Jako problémovým faktorem v průběhu let se jevila predikovatelnost chování NBS vzhledem k inflačnímu očekávání ekonomických subjektů. Až do roku 2004 byla predikovatelnost NBS velmi problémová. Krátkodobé vyhlašování cílů na rok dopředu mělo omezený vliv na formování střednědobých očekávání. Jelikož v působení měnové

politiky figurují časová zpoždění, je málo pravděpodobné, aby NBS v případě větších vnějších či vnitřních šoků opravdu byla schopna dosáhnout stanoveného ročního inflačního cíle. S přístupem do EU v roce 2004 byly vyhlášeny inflační cíle až do roku 2008. Vzhledem k nutnosti plnit maastrichtská kritéria tak vyhlášené cíle získaly charakter závazných inflačních cílů. Zároveň díky vyhlášení „Komunikační strategie NBS do roku 2009“ došlo k výrazné pozitivní změně v oblasti predikovatelsnoti NBS.

Vývoj inflace na Slovensku za celé sledované období je velmi nerovnoměrný. Inflace několikrát atakovala a překročila prahovou hranici 10 %. Přílišnou volatilitu cenové hladiny můžeme pozorovat zejména na počátku období transformace, kdy například mezi léty 1990 a 1991 vyskočila míra inflace měřená ukazatelem CPI z 10,4 na 61,2 %. Obdobnou situaci, i když už ne s tak markantním nástupem inflace, zažilo Slovensko ještě v roce 1999. Po zavedení implicitního plánování inflace se míra inflace CPI oproti roku 1998 zvýšila z 6,7 % na 10,6 % a v roce 2000 až na 12,0 %. Na nestabilní vývoj inflace na Slovensku v průběhu let poukazuje i ECB ve své pravidelné Konvergenční zprávě za rok 2008. V této zprávě ECB hodnotí plnění konvergenčních kritérií na Slovensku před přístupem do eurozóny. Zásadní vliv na inflaci mají zejména cenové deregulace a změny daňových sazeb. Tyto jevy ovšem nemá NBS možnost ovlivnit. Proto důležitým závěrem je, že z výše inflace na Slovensku nelze obviňovat pouze NBS. S uvolněním regulovaných cen vždy přišlo inflační navýšení (např. v roce 1999 a 2000). Z tohoto důvodu je možné vyšší míru inflace na Slovensku do jisté míry ospravedlnit právě s přihlédnutím k cenovým deregulacím, které volatilitu i výši inflace na Slovensku způsobily. Důležitým jevem z hlediska ekonomické rovnováhy ale je, že po odeznění inflačních šoků se míra inflace vždy navrátila na nižší úroveň. Nemá tedy setrvačný charakter. Míra inflace na Slovensku je pro NBS jen těžko ovlivnitelná měnověpolitickými nástroji. Hlavní důvody výkyvů jsou nejčastěji zaviněny vládou schválenými cenovými deregulacemi, fiskální politikou a jinými faktory, které ovlivňují zejména cenu potravin.

Směnný kurz prošel výraznou proměnou, když byl v roce 1998 změněn z fixního na plovoucí. V období fixního směnného kurzu se NBS dařilo ho držet ve vymezeném pásmu a za celou dobu nevykazuje výrazné výkyvy. S výjimkou devalvace v roce 1993 a roku 1998, kdy NBS po neúspěšných intervencích za udržení fluktuačního pásma

opustila režim pevného směnného kurzu. Vývoj směnného kurzu v období plovoucího kurzu není ponechaný pouze na tržních silách, ale NBS v případě výrazných fluktuací zasahuje a intervenuje na devizovém trhu, aby tak dosáhla snížení nadměrné volatility kurzu slovenské koruny. Aktivita NBS na devizových trzích je patrná během celého období plovoucího kurzu. Od zavedení floatingu se pak slovenská měna postupně zhodnocovala. Největšího zhodnocení dosáhla po vstupu do mechanizmu ERM II (listopad 2005). Od roku 2005 do roku 2008 slovenská koruna výrazně posílila oproti své referenční měně euro. To bylo v souladu s přáním Slovenska, aby slovenská koruna byla před vstupem do eurozóny co nejsilnější.

SUMMARY

This thesis maps the steps done by the National Bank of the Slovakia during practising monetary policy. It shows how monetary politicy has been developed during the last twenty years. The time period of twenty years is chosen considering the connection of monetary policy of the National Bank of Slovakia with monetary policy of the State Bank of the Czechoslovakia. Other important factors to be mentioned are also changes in economics that started during the operation of the State Bank of the Czechoslovakia. These changes influenced later development – transition from centrally planned economics into the market economics. Therefore the monetary policy has been gradually mapped since 1990. Monetary-political development finished in 2010 which is the period when the National Bank of the Slovakia has already been for two years a part of the Eurosystem.

The aim of this work is to investigate and later evaluate the development of monetary policy of the National Bank of the Slovakia on the basis of official documents published especially by the National Bank of the Slovakia or the Czech National Bank and the European Bank. The evaluative criterion presents success of the National Bank of the Slovakia during fulfilling its targets considering monetary policy. These main goals are stability of currency and afterwards stability of price level. The work is focused especially on inflation development in the Slovakia measured by CPI indicator, since 2004 by HICP indicator because of approaching to euro area. Development of the nominal value of Slovak currrency represents the second monitored goal.

The work is divided into four chapters. The first chapter is devoted to the theoretical explanation of monetary policy of the central bank as it is presented in a technical bibliography. The second chapter characterizes the National Bank of the Slovakia and its monetary policy. Firstly there is a short outline of the establishment and legal explanation of the National Bank of the Slovakia and subsequently the thesis deals with the characteristics of monetary policy of the National Bank of Slovakia with regard to the aims development and instruments of monetary policy in defined time period. The third chapter is focused on the development of the bank sector in the period of transformation

from the centrally planned economics into the market economics. The thesis is insterested in the development of the monetary policy in the years 1990-2010 afterwards. Progression of monetary policy is divided into several sections regarding the main characteristics of monetary policy in defined time period. Last chapter deals with the quantification of impacts of monetary policy on the Slovak economy. Negative influences and features of monetary policy in the time of controlling of monetary policy through operating money stock and fixed exchange rate and in the period of inflation are described in the last chapter in detail.

The main contribution of the work is seen in relatively detailed outline of monetary policy of the National Bank of the Slovakia from the historical point of view as well as from the view of actual topics of monetary policy. Some parts of the thesis evaluate process of the introduction of Euro currency - especially fulfilling of convergent criteria before and after its introduction. At the same time it comes to the presentation of negative effects of the membership in eurosystem which can have distinctive effect on the Slovak economy. As a whole the work introduces a view of the development of the central bank system in the Slovakia from the period of monobank, operation of the National Bank of the Slovakia and joining the European system of central banks finally.

SEZNAM ZKRATEK

Centrální banka	CB
Československá socialistická republika	ČSSR
Evropská centrální banka	ECB
Evropská měnová unie	EMU
Evropská komise	EK
Evropská unie	EU
Evropský statistický úřad	EUROSTAT
Národní banka Slovenska	NBS
Mechanizmus směnných kurzů	ERM II
Peněžní agregát úzký	M1
Peněžní agregát širší	M2
Peněžní agregát široký	M3
Peněžní finanční instituce	PFI
Povinné minimální rezervy	PMR
Slovenská republika	SR
Státní banka československá	SBČS

SEZNAM PRAMENŮ A POUŽITÉ LITERATURY

Publikace:

1) REVENDA, Zbyněk: *Centrální bankovnictví*. Vyd. 2., rozšířené. Praha: Management press, 2001. 782 s. ISBN 80-7261-051-1

2) ZEMAN, Václav; SLEZÁK, Martin: *Centrální bankovnictví a monetární politika: Studijní text pro prezenční i kombinovanou formu studia*. Vyd. 1. Brno: Akademické nakladatelství Cerm, 2010. 160 s. ISBN 978-80-214-4043-2.

3) *Národná banka Slovenska 1993 - 2002*. Vyd. 1. Bratislava: Národná banka Slovenska, Odbor verejných informácií, 2003. 65 s. ISBN 80-8043-053-5.

Online dokumenty:

4) ANDRESIČ, Peter: *Výkon a zmeny menovej politiky po prijatí eura*. Biatec: Odborný bankový časopis [online]. 2010. Ročník 18, 2/2010 [cit. 2011-02-18]. Dostupný z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/_PUBLIK_NBS_FSR/Biatec/Rok2010/biatec0210.pdf >. ISSN 1335–0900.

5) BRUCHÁČOVÁ, Anna: *Porovnanie hospodárského a menového vývoja SR, ČR, Maďarska, Poľska a Slovinska*. Oficiální stránky Národní banky Slovenska [online]. 2000. [cit. 2011-01-26]. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/2000_Porovnanie%20hosp.%20a%20menoveho%20vyvoja.pdf>.

6) DOLIAK, Michal; KARMAŽIN, Branislav: *Vplyv zavedenia eura na infláciu v Slovenskej republike v januári 2009*. Biatec: Odborný bankový časopis [online]. 2009. Ročník 17, 3/2009 [cit. 2011-02-18]. Dostupný z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/_PUBLIK_NBS_FSR/Biatec/Rok2009/biatec0309.pdf>. ISSN 1335–0900.

7) CHROMEC, Martin: *Monetární politika a její dopad na konkurenceschopnost Slovenské republiky*. Informační systém Masarykovi Univerzity. [online]. 2007. [cit. 2011-01-19]. Dostupné z WWW: <http://is.muni.cz/do/1456/soubory/oddeleni/centrum/papers/wp2007-02.pdf ISSN: 1801-4496>.

8) KOMÍNKOVÁ, Zora: *Formovanie peňažnej zásoby na Slovensku v rokoch 1993 – 1997*. Biatec: Odborný bankový časopis [online]. 1998. Ročník 6, 8-10/1998 [cit. 2011-03-07]. Dostupný z WWW: < http://www.nbs.sk/sk/publikacie/biatec-odborny-bankovy-casopis >. ISSN 1335–0900.

9) MAKÚCH, Josef: *Transformácia bankovného sektora*. Oficiální stránky Národní banky Slovenska [online]. 1996. [cit. 2011-01-26]. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/1996_Transformacia%20bankoveho%20sektora.pdf>

10) *Analýza hospodárskeho a menového vývoja SR*. Oficiální stránky Národní banky Slovenska [online]. 2002. [cit. 2011-01-25]. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/imfs_2.pdf>.

11) *Analýza konvergencie slovenskej ekonomiky 2009.* Oficiální stránky Národní banky Slovenska [online]. 2009. [cit. 2011-01-30]. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/PP2-2009_Analyza_konvergencie_2009_final.pdf> [cit. 2011-02-20].

12) *Analýza konvergencie Slovenksej ekonomiky 2010.* Oficiální stránky Národní banky Slovenska [online]. 2010. ISSN: 1337-5830. [cit. 2011-04-06]. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/PP_01_2010_Lalin sky-Analyza_konvergencie_slovenskej_ekonomiky.pdf>

13) *Hodnotenie konvergencie slovenskej republiky*. Oficiální stránky Národní banky Slovenska [online]. Jůl 2004. [cit. 2011-01-29]. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/04_kol1.pdf >.

14) *Komuniké*: Biatec: Odborný bankový časopis [online]. 1993. Ročník 1, 2/1993 [cit. 2011-02-22]. Dostupný z WWW:

<http://www.nbs.sk/_img/Documents/_PUBLIK_NBS_FSR/Biatec/Rok1993/BIATEC_2_1993.pdf>. ISSN 1335–0900.

15) *Konvergenčná správa, Máj 2008*. Oficiální stránky Národní banky Slovenska [online]. Máj 2008. ISSN: 1725-9665. [cit. 2011-02-16]. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/ecbpub/konvspr/cr200805sk.pdf>.

16) *Menový program NBS do roku 2008*. Oficiální stránky Národní banky Slovenska [online]. December 2004. [cit. 2011-01-30]. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/sk/publikacie/publikacie-nbs/menovy-program-nbs>.

17) *Monitoring centrálních bank březen 2005*. Oficiální stránky ČNB [online]. Březen 2005. [cit. 2011-01-21]. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/monitoring_centralnich_bank/download/0501_mcb.pdf>.

18) *Monitoring centrálních bank prosinec 2005*. Oficiální stránky ČNB [online]. Prosinec 2005. [cit. 2011-01-21]. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/monitoring_centralnich_bank/download/0504_mcb.pdf>.

19) *Monitoring centrálních bank červen 2008*. Oficiální stránky ČNB [online]. Červen 2008. [cit. 2011-01-21]. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/monitoring_centralnich_bank/download/0501_mcb.pdf>.

20) *Vplyv zavedenia eura na slovenské hospodárstvo*. Oficiální stránky Národní banky Slovenska [online]. Marec 2006. [cit. 2011-01-25]. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/06_kol1.pdf >.

21) *Výročná správa 1999*. Oficiální stránky Národní banky Slovenska [online]. December 2000. [cit. 2011-01-30]. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/VyrocnaSprava/VSNBS99.pdf>.

22) *Výročná správa 2000.* Oficiální stránky Národní banky Slovenska [online]. December 2001. [cit. 2011-01-30]. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/VyrocnaSprava/VSNBS00.pdf>.

23) *Výročná správa 2001.* Oficiální stránky Národní banky Slovenska [online]. December 2002. [cit. 2011-01-30]. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/VyrocnaSprava/VSNBS01.pdf>.

24) *Výročná správa 2002.* Oficiální stránky Národní banky Slovenska [online]. December 2003. [cit. 2011-01-30]. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/VyrocnaSprava/VSNBS02.pdf>.

25) *Výročná správa 2003.* Oficiální stránky Národní banky Slovenska [online]. December 2004. [cit. 2011-01-30]. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/VyrocnaSprava/VSNBS03.pdf>.

26) *Výročná správa 2004.* Oficiální stránky Národní banky Slovenska [online]. December 2005. [cit. 2011-01-30]. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/VyrocnaSprava/VSNBS04.pdf>.

27) *Výročná správa 2005.* Oficiální stránky Národní banky Slovenska [online]. December 2006. [cit. 2011-01-30]. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/VyrocnaSprava/VSNBS05.pdf>.

28) *Výročná správa 2006.* Oficiální stránky Národní banky Slovenska [online]. December 2007. [cit. 2011-01-30]. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/VyrocnaSprava/VSNBS06.pdf>.

29) *Výročná správa 2007.* Oficiální stránky Národní banky Slovenska [online]. December 2008. [cit. 2011-01-30]. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/VyrocnaSprava/VSNBS07.pdf>.

30) *Výročná správa 2008.* Oficiální stránky Národní banky Slovenska [online]. December 2009. [cit. 2011-01-30]. Dostupné z WWW: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/VyrocnaSprava/VSNBS08.pdf>.

Webové stránky:

31) www.cnb.cz - oficiální webové stránky České národní banky

32) www.ecb.int – oficiální webové stránky Evropské centrální banky

33) www.epp.eurostat.ec.europa.eu – oficiální webové stránky Evropského statistického úřadu

34) www.hn.ihned.cz – online verze Hospodářských novin

35) www.nbs.sk – oficiální webové stránky Národní banky Slovenska

36) www.mvcr.cz – oficiální stránky Ministerstva vnitra České republiky

37) portal.statistics.sk – oficiální webové stránky Slovenského statistického úřadu