

**SLOVENSKÁ POĽNOHOSPODÁRSKA UNIVERZITA
V NITRE
FAKULTA EKONOMIKY A MANAŽMENTU**

**VPLYV MONETÁRNEJ POLITIKY NA VÝKONNOSŤ
EKONOMIKY SR**

Bakalárska práca

Študijný program:	Ekonomika podniku
Študijný odbor:	3.3.16. Ekonomika a manažment podniku
Školiace pracovisko:	Katedra ekonomiky
Školiteľ:	Ing. Natália Turčeková, PhD.

Nitra 2010

Daniela Ghanwiová

Čestné vyhlásenie

Podpísaná Daniela Ghanwiová vyhlasujem, že som záverečnú prácu na tému „Vplyv monetárnej politiky na výkonnosť ekonomiky SR“ vypracovala samostatne s použitím uvedenej literatúry.

Som si vedomá zákonných dôsledkov v prípade, ak uvedené údaje nie sú pravdivé.

V Nitre 13. mája 2010

Daniela Ghanwiová

Pod'akovanie

Touto cestou vyslovujem poďakovanie pani Ing. Natálii Turčekovej, PhD. za pomoc, odborné vedenie, cenné rady a pripomienky pri vypracovaní mojej bakalárskej práce.

Abstrakt

Názov práce: Vplyv monetárnej politiky na výkonnosť ekonomiky SR

Autor: Daniela Ghanwiová

Škola: FEM SPU v Nitre

Školiteľ: Ing. Natália Turčeková, PhD.

Stanovovaním kľúčových úrokových sadzieb, nástroja monetárnej politiky, môžu centrálné banky ovplyvňovať hospodársky vývoj. Transmisný mechanizmus, prostredníctvom ktorého sa zmena nástroja monetárnej politiky prejaví na jej konečných cieľoch je zložitý a tento proces určitý čas trvá. Premietnutie úrovne úrokových sadzieb centrálnej banky na podniky a spotrebiteľov a následne na hospodárstvo sa realizuje sprostredkovane cez bankový systém. Bakalárska práca sa zaoberá analýzou vplyvu monetárnej politiky na výkonnosť ekonomiky SR, ktorú sme vykonali pomocou jednoduchého lineárneho regresného modelu. Konkrétne je práca zameraná na kvantifikovanie a dokázanie vplyvu základnej úrokovej sadzby NBS na vývoj HDP SR a nakoľko je Slovensko od 1. januára 2009 členom eurozóny analyzujeme aj vplyv základnej úrokovej sadzby ECB na vývoj miery inflácie v eurozóne. S hlavným cieľom bakalárskej práce súviseli aj parciálne ciele ako charakteristika nástrojov monetárnej politiky NBS a ECB, vývoj monetárnej politiky NBS a výkonnosti ekonomiky SR v období rokov 2000 – 2008, ako aj charakteristika monetárnej politiky ECB a ekonomiky SR v čase globálnej ekonomickej krízy. Predkladaná práca poskytuje prehľad najmä o fungovaní, nástrojoch, vývoji a vplyve monetárnej politiky.

Kľúčové slová: monetárna politika, Národná banka Slovenska, Európska centrálna banka, základná úroková sadzba, hrubý domáci produkt, miera inflácie

Abstract

Thesis: The Influence of Monetary Policy on the Performance of the Slovak Economy

Author: Daniela Ghanwiová

University: FEM SPU, Nitra

Supervisor: Ing. Natália Turčeková, PhD.

By setting the key interest rates, which are a monetary policy tool, central banks can influence the country's economic progress. The transmission mechanism through which the change of the monetary policy tool impacts on its final goals is a long and complex process. Set by the central bank, the levels of the base interest rates are applied through the bank systems and are reflected on companies and consumers and, in the end, on the economy itself. This Bachelor's dissertation deals with the analysis of the influence of monetary policy on the performance of the Slovak economy. We have conducted the analysis through a simple linear regression model. This dissertation is focused on quantifying and proving the influence of the base interest rate, set by the Slovak National Bank (SNB), on the GDP of the Slovak Republic. Because Slovakia has been a member of the Euro zone since 1 January 2009, we have analyzed the influence of the base interest rate, set by the European Central Bank (ECB), on the development of inflation levels in the Euro zone. Besides the main subject of this dissertation, we have also dealt with partial aims such as: the characteristics of the SNB's and the ECB's monetary policy tools, the development of the SNB's monetary policy and the performance of the Slovak economy from 2000 to 2008, as well as the characteristics of the ECB's monetary policy and the Slovak economy during the global economic crisis. This dissertation offers a view on the functions, tools, developments and the influence of monetary policy.

Key words: monetary policy, The Slovak National Bank, The European Central Bank, base interest rate, Gross Domestic Product, inflation rate.

Obsah

Obsah	6
Zoznam skratiek	7
Úvod	8
1 Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí.....	9
1.1 Charakteristika monetárnej a menovej politiky	9
1.2 Ciele menovej politiky.....	12
1.3 Nástroje menovej politiky.....	13
1.3.1 Priame nástroje menovej politiky	13
1.3.2 Nepriame nástroje menovej politiky.....	14
1.4 Výkon a zmeny menovej politiky po prijatí eura	16
1.5 Jednotná menová politika a jej ciele	18
1.5.1 Obsah vybraných základných pojmov menovej politiky.....	18
1.6 Subjekty jednotnej menovej politiky	19
1.7 Vymedzenie teoretických východísk pre monetárnu politiku	21
2 Cieľ práce	24
3 Metodika práce a metódy skúmania	25
4 Výsledky práce	28
4.1 Nástroje menovej politiky využívané NBS do konca roka 2008.....	28
4.2 Výkon menovej politiky od roku 2000	29
4.3 Výkonnosť ekonomiky SR od roku 2000	34
4.3.1 Kritériá pre prijatie eura a ich naplnenie	36
4.4 Analýza vplyvu základnej úrokovej sadzby NBS na vývoj HDP SR.....	37
4.5 Nástroje menovej politiky Eurosystemu.....	39
4.6 Analýza vplyvu sadzby hlavné refinančné operácie ECB na vývoj inflácie v eurozóne.....	42
4.7 Spoločná menová politika od roku 2009 a výkonnosť ekonomiky SR	44
5 Záver	46
6 Zoznam použitej literatúry	47
7 Prílohy.....	51

Zoznam skratiek

AD – agregátny dopyt

C – spotrebné výdavky domácností

CB – centrálna banka

ECB – Európska centrálna banka

EHS – Európske hospodárske spoločenstvo

EK – Európska komisia

EMÚ – Európska menová únia

ERM II – Európsky mechanizmus výmenných kurzov

ESCB – Európsky systém centrálnych bánk

EÚ – Európska únia

G – vládne výdavky

HDP – hrubý domáci produkt

HICP – harmonizovaný index spotrebiteľských cien

HMÚ – Hospodárska a menová únia

HRO – hlavné refinančné operácie

I – investičné výdavky

i – úroková sadzba

M – množstvo peňazí v obehu

NBS – Národná banka Slovenska

OMP – odbor menovej politiky

P – cenová hladina v ekonomike

PMR – povinné minimálne rezervy

PP – pokladničné poukážky

X – čistý export

ZÚS – základná úroková sadzba

Úvod

V dnešnom svete majú národné hospodárstva väčšiny vyspelých krajín charakter zmiešanej ekonomiky. Napriek tomu, že nevyhnutné postavenie v nich majú trh a trhový mechanizmus, vo viacerých oblastiach sú potrebné aj zásahy štátu. Väčšina krajín sa snaží realizovať stabilizačnú hospodársku politiku, pri ktorej sa sledujú ciele ako napr. dosiahnutie plnej zamestnanosti, stabilnej cenovej hladiny, udržateľného ekonomického rastu a rovnovážnej platobnej bilancie. Na udržanie makroekonomickej stability je možné využiť celý rad nástrojov v podobe čiastkových politík. Práve sem môžeme zaradiť monetárnu politiku ako formu hospodárskej politiky, ktorá zahŕňa regulovanie ponuky peňazí, úrokových sadzieb a bankového systému s cieľom ovplyvniť rozhodujúce makroekonomické veličiny. Takáto menová politika je popri rozpočtovej politike druhým hlavným pilierom hospodárskej politiky štátu. Hlavným subjektom monetárnej politiky je centrálna banka – u nás je to Národná banka Slovenska.

V práci sa zameriavame najmä na vývoj nezávislej menovej politiky, ktorú NBS vykonávala do konca roka 2008 prostredníctvom svojich nástrojov a budeme analyzovať aj vplyv týchto nástrojov na výkonnosť ekonomiky SR meranej hrubým domácim produktom.

Od 1. januára 2009 sa stala Slovenská republika v poradí šestnástym členom eurozóny. Zavedenie eura si vyžiadalo veľa úsilia pri uplatňovaní fiškálnej a menovej politiky a prípravy na zavedenie eura patrili medzi najdôležitejšie úlohy v NBS v posledných rokoch. Úspešné uplatňovanie menovej politiky NBS sa odrazilo na pozitívnom vývoji makroekonomickej rovnováhy SR a splnení všetkých nevyhnutných kritérií spojených s prijatím eura.

Vstupom Slovenska do eurozóny, NBS stratila kontrolu nad našou monetárnou politikou a v súčasnosti ju jednotne pre všetky krajiny eurozóny stanovuje ECB. Práve preto sa v práci snažíme popísať aj nástroje jednotnej menovej politiky a tiež kvantifikovať vplyv týchto nástrojov na výkonnosť ekonomiky v eurozóne.

Pred zavedením eura sa predpokladalo, že výhody zavedenia eura na Slovensku výrazne prevýšia nevýhody. Na celkové zhodnotenie vplyvu zavedenia eura na našu ekonomiku je zatiaľ priskoro, ale doterajšie skúsenosti potvrdzujú, že výhody spoločnej meny postupne prevýšia náklady a úsilie vynaložené na jej zavedenie.

1 Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí

1.1 Charakteristika monetárnej a menovej politiky

Jednou z dôležitých úloh štátu je vytváranie vhodného ekonomického prostredia, ktoré má priaznivo vplývať na rozvoj aktivít jednotlivých hospodárskych subjektov. Základnými nositeľmi hospodárskej politiky sú vláda a centrálna banka. Vláda sa snaží stabilizovať ekonomiku najmä rozpočtovou politikou. Centrálna banka musí stabilizovať ekonomiku monetárnou (peňažnou) politikou, jej vplyvom na ponuku peňazí, úrokovú mieru a menový kurz.

Monetárna politika, čiže peňažná politika, je veľmi dôležitý nástroj hospodárskej politiky, prostredníctvom ktorého hospodárske centrum (vláda, centrálna banka) riadi peňažné a úverové zabezpečenie ekonomiky a usiluje sa o splnenie základných cieľov hospodárskej politiky, a to ekonomický rast, stabilitu cien, rast zamestnanosti, rovnováhu vonkajších finančných tokov.

Menová politika predstavuje ďalší nástroj hospodárskej politiky. Využíva menu a jej atribúty na ovplyvňovanie hospodárskeho života. Subjektom menovej politiky je centrálna banka. Menová politika sleduje:

- stabilitu meny,
- úsilie o rast devízových rezerv,
- udržanie inflácie pomocou monetárnych nástrojov na ekonomicky želateľnej úrovni,
- dosiahnuť plnú konvertibilitu meny.

Monetárna a menová politika sa navzájom prelínajú, podmieňujú a ovplyvňujú. Využívajú prevažne tie isté nástroje. Objektom oboch sú peniaze. *Monetárnu politiku* zaujímajú peniaze ako množstvo a ich cena na domácom trhu. *Menovú politiku* peniaze zaujímajú ako cena peňazí na svetovom trhu – v medzinárodnom styku a stabilita meny.

Cieľom menovej politiky je podpora ekonomického rastu pri dôslednej antiinflačnej politike a udržaní stabilného výmenného kurzu.

Výkon menovej politiky je založený na regulovaní menového vývoja, uplatňovaní priamych a nepriamych nástrojov menovej politiky, regulácii kurzovej a devízovej politiky. (Vincúr a i., 1997)

Keďže monetárnou politikou sa dá ovplyvniť vývoj menových kurzov, často ju označujeme aj pojmom menová politika. Preto ju možno využiť aj ako súčasť zahraničnej hospodárskej politiky. (Novák a i., 2008)

Lisý a i. (2002) definujú monetárnu politiku ako formu hospodárskej politiky, ktorá je zameraná na kontrolu množstva peňazí v obehú a úrokovej miery s cieľom ovplyvňovať udržateľný ekonomický rast, cenovú stabilitu, plnú zamestnanosť a pevnú pozíciu platobnej bilancie. Základnými východiskovými determinantmi monetárnej politiky sú:

- úloha peňazí v ekonomike a pri rozhodovaní ekonomických subjektov,
- postavenie centrálnej emisnej banky,
- existujúca štruktúra bankového systému,
- rozsah a intenzita platobného styku so zahraničím a systém menového kurzu.

Vincúr a i. (2006) uvádza, že menová politika ako významný nástroj hospodárskej politiky patrí ku kľúčovým peňažným stimulátorom ekonomického rastu. Pomocou veľkosti peňažnej masy usmerňuje chod ekonomiky v krátkodobom i dlhodobom horizonte. O menovej politike v dnešnom zmysle slova možno hovoriť od vzniku centrálnych bánk, ktoré sa stali jej nositeľmi. Menová politika predstavuje systém opatrení v oblasti meny a úveru, ktorými sa majú presadiť zámery vydavateľa peňazí alebo poskytovateľa úveru. Má ako hlavný cieľ všade na svete boj proti inflácii (menovú stabilitu).

Podľa Sobeka (1999) menová (peňažná) a monetárna (úverová) politika boli ostro od seba oddelené dovtedy, kým prevládal obeh plnohodnotných peňazí: menovú (emisnú) politiku uskutočňoval štát, resp. panovník, ktorý vydával peniaze do obehú, zatiaľ čo úverovú politiku uskutočňovali banky. Základná zmena nastala po vzniku bankoviek ako úverových peňazí, ktoré vytlačili z obehú plnohodnotné peniaze. Len čo sa úverové peniaze stali prevládajúcou formou peňazí, úverová a menová politika sa začali viac zblížovať.

Árendáš (2007) charakterizuje monetárnu (peňažnú a úverovú) politiku ako činnosť štátu, ktorá je zameraná na kontrolu množstva peňazí v ekonomike, reguláciu úrokových mier a na podmienky úverovania. V prípade, že hospodárstvo je riadené na základe príkazov, stráca monetárna politika svoj zmysel – nemôže byť využívaná a keď, tak len formálne. Predpokladom toho, aby mohla monetárna politika plne fungovať, musí byť rozvinutý trhový mechanizmus a v rámci neho zvlášť: peňažný obeh a trh peňazí, úverový systém a trh kapitálu, centrálna banka musí byť vo vlastníctve štátu. Hlavným subjektom

monetárnej politiky je centrálna banka, ktorá má k dispozícii nástroje na presadzovanie základných ekonomických cieľov štátu.

Menová politika umožňuje Národnej banke Slovenska reagovať na špecifické podmienky našej ekonomiky, tlmieť šoky, a tým vytvárať prostredie na udržiavanie cenovej stability a popritom aj na podporu stability reálnej ekonomiky. Strata samostatnej menovej politiky po prijatí eura môže v tomto zmysle predstavovať vážnu nevýhodu. „Existujú však poznatky, ktoré svedčia o tom, že v podmienkach malej, vysokootvorenej ekonomiky s liberalizovaným pohybom kapitálu, akou je Slovensko, má menová politika pre svoje pôsobenie obmedzený priestor. Strata nezávislosti menovej politiky bude preto pre Slovensko podstatne menšou nevýhodou ako pre väčšie alebo uzavretejšie krajiny,“ konštatujú odborníci z Odboru výskumu NBS. (Hospodárske noviny, 2008)

Podľa Serenčéša (2006) je menová politika súčasť hospodárskej politiky štátu, predstavuje súbor opatrení zameraných na regulovanie množstva peňazí v obehu, ktorými ovplyvňuje cenový vývoj a podporuje stabilitu. Podstata menovej politiky spočíva v tom, že centrálna banka reguluje krátkodobé úverové miery s cieľom ovplyvniť infláciu. Menová politika existuje v trhovo orientovanej ekonomike, pretože v centrálne riadenej ekonomike sú ceny regulované priamo.

Na infláciu pôsobia aj iné faktory ako krátkodobá úroková miera. Uvedené faktory sú mimo priameho dosahu centrálnej banky. Uplatňovaná daňová politika (zdanenie výroby a spotreby) a štátne výdavky majú priamy a jednoznačnejší dopad na ceny ako zmena úrokových mier.

Lisý a i. (1999) uvádzajú, že podstatou peňažnej politiky je regulovanie množstva peňazí v obehu tak, aby sa vytvárali určité podmienky a nástroje na rozšírenie alebo obmedzenie úveru, a tak sa stimulovali alebo obmedzovali investície. Podľa keynesovských odporúčaní cieľom monetárnej politiky je ovplyvňovať efektívny dopyt a zamestnanosť. Ak sa zvyšuje množstvo peňazí, možno lepšie uspokojovať potrebu likvidných rezerv. To spôsobuje, že klesá sklon k likvidite a úroková miera. Vytvorené rezervy – úspory sa sčasti používajú na nákup spotrebných predmetov, zvyšuje sa teda dopyt po spotrebných predmetoch. Z ďalšej časti sa nakupujú cenné papiere, čo zasa vytvára podmienky na rast dopytu po investíciách. V dôsledku toho sa zvýši celkový kúpyschopný dopyt. Zvyšuje sa hrubý národný produkt a zamestnanosť. Rovnováha sa dosahuje na vyššej úrovni. Monetárnu politiku uskutočňuje štát prostredníctvom centrálnej

cedulovej banky (ktorá je buď zoštátnená, alebo štát vlastní kontrolný balík účastín) tým, že sa usiluje ovplyvňovať ponuku peňazí (množstvo peňazí v obehu.)

Revenda a i. (1996) chápu menovú politiku ako proces, v ktorom sa centrálna banka prostredníctvom svojich nástrojov snaží o dosiahnutie vopred stanovených cieľov.

1.2 Ciele menovej politiky

Vincúr a i. (2006) za menovú politiku v najširšom zmysle slova považujú vedomú činnosť určitého subjektu, ktorý sa prostredníctvom menových nástrojov snaží regulovať množstvo peňazí v obehu a tým dosiahnuť určitý cieľ.

Ciele menovej politiky sú stanovené zákonom o centrálnej banke, môžu byť vymedzené v rôznej šírke. Prakticky však vo všetkých prípadoch je hlavným a niekedy aj jediným cieľom zaistenie stability domácej cenovej hladiny. Snaha o udržanie stabilnej domácej cenovej hladiny v dlhom období sa opiera o tézu, že práve splnenie tohto cieľa vytvára základné predpoklady na dosiahnutie ďalších cieľov hospodárskej politiky (hospodársky rast, „plná zamestnanosť“, rovnováha platobnej bilancie, stabilný menový kurz). Emisná banka si vo svojich cieľoch menovej politiky kladie za úlohu regulovať ponuku peňazí najmä tým, že ovplyvňuje rezervy komerčných bánk, a to rôznymi nástrojmi menovej politiky. Ciele menovej politiky sa v teórii rozlišujú ako ciele hlavné a tzv. medziciele.

Hlavné ciele sa dotýkajú vnútornej stability meny a vonkajšej stability meny. Vnútorná stabilita meny sa sleduje ukazovateľom pohybu cenovej hladiny (resp. cenových hladín CPI, PPI alebo deflátor HDP) a vonkajšia stabilita sa sleduje prostredníctvom veličiny výmenného kurzu, resp. menového kurzu.

Medziciele menovej politiky sa dotýkajú vývoja takých monetárnych veličín, ako je dynamika HDP, ktorá udáva opodstatnenosť dynamiky peňažnej emisie a zvyšovanie peňažnej zásoby v ekonomike, vývoj úrokov monetárnej bázy – najmä rezerv komerčných bánk a iné.

Pri riadení menovej politiky sa sleduje v súvislosti s cieľmi dosahovania vnútornej a vonkajšej menovej stability ešte rad ďalších cieľov:

1. zamestnanosť
2. hospodársky rast
3. rovnováha platobnej bilancie

4. stabilný menový kurz
5. stabilita na finančných trhoch
6. stabilita úrokových sadziieb

Viaceré z týchto cieľov sa považujú aj za ciele národohospodárskej politiky.

1.3 Nástroje menovej politiky

Centrálne banky pri presadzovaní menových cieľov cez kontrolu ponuky peňazí využívajú viacero nástrojov. Medzi jednotlivými krajinami existujú rozdiely v ich preferencii a celá škála sa obvykle nevyužíva. Účinnosť jednotlivých nástrojov treba v praxi permanentne analyzovať a hodnotiť. Z viacerých hľadísk uplatňovaných pri členení nástrojov menovej politiky je azda najpoužívanejším hľadisko adresnosti. Podľa neho sa tieto nástroje delia na **priame** (administratívne, direktívne, selektívne) a **nepriame** (trhové, ekonomické, všeobecné). (Dufala a i., 2006)

1.3.1 Priame nástroje menovej politiky

Základnou charakteristikou je ich adresnosť a selektívnosť, ktorú komerčné banky vnímajú ako obmedzovanie samostatnosti v rozhodovaní. Majú charakter administratívnych zásahov centrálnej banky do ponuky peňazí prostredníctvom regulovania úverovej kapacity a likvidity komerčných bánk. Používajú sa zriedkavo, len na určitý čas, najmä ak sa zvyšuje rizikovosť operácií bánk a ak je nevyhnutné vstupovať do riadenia likvidity bankového sektora. Administratívne nástroje majú dve základné výhody. Zo strany regulovaných bánk sa nedajú tak ľahko obísť, banky sa im musia prispôbiť a na druhej strane sa dajú využiť selektívne. (Vincúr a i., 2006)

Serenčes (2006) medzi priame nástroje menovej politiky zaraďuje:

1. **Úverové kontingenty** – najtvrdší nástroj s priamym dopadom na ponuku peňazí. Môžu sa stanoviť ako limity úverov alebo ako tzv. úverové stropy.
2. **Pravidlá likvidity** – stanovuje sa záväzná štruktúra aktív a pasív a väzby medzi nimi. Sú tvrdým priamym nástrojom. Ovplyvňujú celkovú ponuku a časovú štruktúru peňazí. Vplývajú aj na platobnú bilanciu v prípade, ak sa dotýkajú podielu vkladov v zahraničných menách.
3. **Stanovenie maximálnych úrokových sadziieb z vkladov**

4. **Povinné vklady** – týkajú sa štátnych orgánov. Majú povinnosť ukladať vklady, otvárať bežné účty, uskutočňovať zúčtovacie operácie výhradne cez CB, ktorá priamo kontroluje ponuku peňazí aj účel ich použitia.
5. **Výzvy a dohody** – priame nástroje s vysokou účinnosťou. Týkajú sa vždy priameho vzťahu medzi emisnou bankou a obchodnými bankami. Výzvy (persuasions) nemusia mať písomnú formu, majú dosť tvrdý charakter. Písomnú formu však majú dohody (gentleman's agreement) obsahujú určité záväzky, ktoré plynú obchodnej banke voči emisnej banke.

1.3.2 Nepriame nástroje menovej politiky

Centrálne banky ich využívajú voči komerčným bankám za účelom regulovania ponuky peňazí. Základným charakteristickým rysom nepriamych nástrojov je ich plošné pôsobenie, t. j., že stanovujú rovnaké podmienky pre všetky obchodné banky v ekonomike. Používanie nepriamych nástrojov menovej politiky v trhovej ekonomike je omnoho častejšie ako v prípade priamych nástrojov. Možno ich všetky použiť okamžite. Pre menovú politiku sú potenciálne menej účinné, ale banky sú ochotné ich existenciu akceptovať. (Vincúr a i., 2006)

Ako nepriame nástroje využívajú centrálna banka:

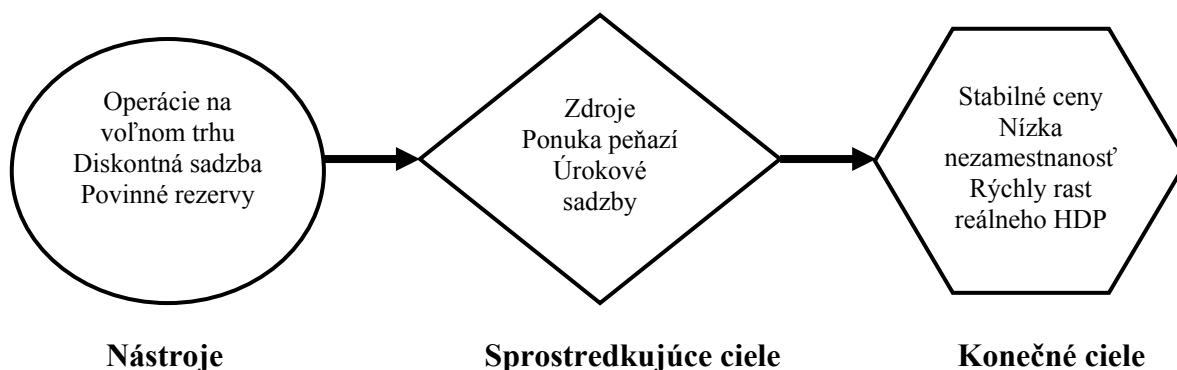
1. **Diskontná politika** – spočíva v zmenách diskontnej sadzby, t.j. úrokovej sadzby, za ktorú centrálna banka poskytuje obchodným bankám úvery a ktorá nepriamo ovplyvňuje sadzby všetkých úrokov obchodných bánk pre klientov. Centrálna banka zvyšuje diskontnú sadzbu, keď chce sťažiť prístup k peniazom (robí reštriktívnu politiku), a naopak, znižuje ju, keď chce rozšíriť možnosti úverovania (robí expanzívnu politiku). Diskontná politika, ktorá bola v tridsiatych a štyridsiatych rokoch 20. storočia rozhodujúcim nástrojom menovej politiky, stratila v súčasnosti na význame a považuje sa skôr za signál, ako cedul'ová banka hodnotí situáciu v národnom hospodárstve a akú politiku mieni uskutočňovať.
2. **Operácie na voľnom trhu** – sú v súčasnosti hlavným nástrojom menovej politiky. V období expanzívnej úverovej politiky cedul'ová banka nakupuje štátne cenné papiere na peňažnom trhu, a tým dáva obchodným bankám k dispozícii ďalšie likvidné prostriedky, ktoré môžu použiť na rozšírenie úverov. V období reštriktívnej úverovej

politiky cedul'ová banka tieto papiere predáva, aby tak obmedzila možnosti obchodných bánk poskytovať hospodárstvu úvery.

3. **Politika povinných minimálnych rezerv** – spočíva v zmene sadzieb povinných rezerv jednotlivých typov depozít, ktoré sú obchodné banky povinné ukladať v cedul'ovej banke (zvýšenie sadzby v prípade reštriktívnej a zníženie sadzby v prípade expanzívnej úverovej politiky). (Beňová a i., 2007)
4. **Intervencie na devízových trhoch** – ide o transakcie na devízových trhoch spojené s nákupom alebo predajom mien iných krajín centrálnou bankou s cieľom ovplyvňovať menové kurzy alebo inak ovplyvňovať menové trhy. Tieto operácie uskutočňuje centrálna banka najmä vtedy, keď uplatňuje systém pevného, resp. relatívne pevného menového kurzu. (Lisý a i., 2002)
5. **Reeskont zmeniek** – predstavuje úver poskytnutý centrálnou bankou formou odkúpenia (reeskontu) bankami už eskontovaných zmeniek od ich klientov. Keď tieto eskontované zmenky odkúpi emisná banka, zvyšuje sa úverový potenciál obchodných bánk, tým sa môžu poskytovať vyššie úvery a súčasne pôsobiť na zvýšenie ponuky peňazí. Poskytovaním reeskontných úverov môže centrálna banka súčasne podporovať export (reeskont exportných zmeniek)
6. **Lombardný úver** – tento úver sa poskytuje bankám proti zálohovému krytiu cennými papiermi, ktoré tak určujú dobu splatnosti. Od ostatných úverov sa líši najmä tým, že sa poskytuje bankám s výraznejšími problémami likvidity, ktoré už nemajú možnosť získať diskontný alebo reeskontný úver. Lombardný úver je skôr núdzovým úverom, ktorého účelom je poskytnutie pomoci komerčným bankám. Úver sa úročí lombardnou sadzbou, ktorá je naopak oproti diskontnej sadzbe, najvyššia zo všetkých úverov v ekonomike.
7. **Konverzie a swapy** – pri existencii vymeniteľnosti mien existuje aj možnosť emisných bánk regulovať ponuku peňazí prostredníctvom operácií so zahraničnými menami. Pri použití konverzie ide o nákup alebo predaj zahraničných mien za domácu menu bez spätných operácií predaja alebo nákupu v budúcnosti.

Swapy sú určitým druhom kombinácie promptných a termínových operácií. Emisná banka nakupuje alebo predáva zahraničné meny za domácu menu na vopred dohodnuté obdobie za vopred dohodnutú cenu. Kým konverzie pôsobia na ponuku peňazí trvalo, swapy podmieňujú iba jej dočasné zmeny. Konverzie a swapy výraznou mierou ovplyvňujú aj devízový kurz. (Vincúr a i., 2006)

Obr. 1 Vzťah medzi nástrojmi, bezprostrednými cieľmi a konečnými cieľmi



Zdroj: Samuelson - Nordhaus, 2000

1.4 Výkon a zmeny menovej politiky po prijatí eura

Zavedením eura sa Slovensko vzdalo samostatnej menovej politiky. O nastavení základných parametrov už nerozhoduje Banková rada NBS ale Rada guvernérov ECB. Guvernér NBS však ako člen Rady guvernérov spolurozhoduje o menovej politike pre celú eurozónu a mnohí zamestnanci NBS sú členmi rôznych komisií a pracovných skupín, spoluvytvárajú tak spoločnú menovú politiku. Napriek viacerým zmenám, hlavným cieľom menovej politiky zostáva udržať cenovú stabilitu. (Šramko, 2010)

Andresič (2010) uvádza, že do konca roku 2008 bola NBS autonómnou menovou autoritou na území Slovenska a ako taká aj zabezpečovala výkon menovej politiky. Pod výkonom treba chápať prijímanie menovopolitických rozhodnutí, najmä nastavovanie úrokových sadziieb, ako aj uskutočňovanie všetkých praktických postupov vrátane realizácie obchodov zabezpečujúcich presadzovanie prijatých rozhodnutí v praxi.

Najdôležitejšou zmenou, od ktorej sa odvíja aj praktická stránka realizácie menovej politiky je skutočnosť, že tak ako sa Slovensko stalo súčasťou eurozóny, NBS stala sa organizačnou súčasťou väčšieho celku – Eurosystemu reprezentovaného ECB a národnými centrálnymi bankami tých krajín, ktorých menou je euro. Vzhľadom na skutočnosť, že jednotná mena vyžaduje jednotnú menovú politiku, presunul sa aj rozhodovací proces na pôdu ECB. NBS tým stratila dovtedajšiu menovú autonómiu.

Na samotnom rozhodovacom procese v rámci eurozóny sa NBS podieľa naďalej prostredníctvom guvernéra NBS, ktorý je členom Rady guvernérov ECB, kde má možnosť predkladať návrhy a hlasovaním ovplyvňovať smerovanie menovej politiky celej eurozóny. Hlas guvernéra NBS má pri hlasovacom procese rovnakú váhu ako hlas

guvernéra z inej národnej centrálnej banky. Zjednodušene možno v tejto súvislosti konštatovať, že rozhodovací proces sa presunul z Bratislavy do Frankfurtu nad Mohanom a Bankovú radu NBS nahradila v tomto procese Rada guvernérov ECB.

Podľa Konečnej (2010) sa v oblasti menovej politiky zavedenie eura automaticky spája so stratou možnosti centrálnej banky ovplyvňovať vývoj domácej ekonomiky prostredníctvom štandardných nástrojov, ako je napríklad výška úrokových sadzieb alebo úroveň výmenného kurzu. To zároveň znamená stratu pôvodnej, samostatnej, resp. národnej menovej politiky a teda aj stratu určitých činností spojených s výkonom menovej politiky.

V praxi strata národnej menovej politiky znamenala, že odbor menovej politiky (OMP) prestal vypracovávať návrhy pre Bankovú radu NBS ako podklad pre rozhodovania o úrokových sadzbách, ako aj samotný komentár k rozhodnutiu o určenej výške úrokových sadzieb NBS.

Svoje opodstatnenie stratil aj monitoring vývoja výmenného kurzu vrátane analýzy jeho dopadov a návrhov možných reakcií centrálnej banky. Z pohľadu nominálneho výmenného kurzu Slovensko už nie je v postavení malej otvorenej ekonomiky, nakoľko približne 90 % jeho vývozu a 70 % jeho dovozu sa realizuje v eurách, teda v domácej mene.

To málo činností, ktoré odboru menovej politiky ubudlo, bolo viac než vykompenzované dodatočnými aktivitami, ktoré boli a sú spojené s plnohodnotným členstvom krajiny v eurozóne.

Ševčovic (2010) konštatuje, že samotným vstupom sa nedostala napríklad analýza slovenského makroekonomického prostredia do úzadia. NBS naďalej venuje pozornosť vývoju makroekonomických ukazovateľov na Slovensku, zvýšili sa však nároky na sledovanie ekonomického vývoja aj v jednotlivých krajinách eurozóny a eurozóny ako celku.

NBS si plní v nezmenenom rozsahu úlohy aj v oblastiach riadenia obehu peňazí, zabezpečovania fungovania platobného styku, dohľadu nad platobnými systémami. Zintenzívnil sa dohľad nad celým finančným trhom. V rámci správy devízových rezerv Národná banka Slovenska spravuje aj časť rezerv ECB.

Základné činnosti zostali v podstate nezmenené, prípadne došlo ešte k ich rozširovaniu, či už ide o menovú politiku, štatistiku, domáci a zahraničný platobný styk, správu devízových rezerv, emisiu bankoviek a mincí (správa obeživa) a, samozrejme, dohľad nad finančným trhom.

1.5 Jednotná menová politika a jej ciele

Bracjun (2008) charakterizuje jednotnú menovú politiku (Monetary Policy) ako nezávislú činnosť Európskej centrálnej banky vykonávanú v rámci Eurosystemu a v súlade s primárnym právom EÚ, ktorej hlavným cieľom je udržať mieru inflácie meranú ako medziročný nárast harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien (HICP) v strednodobom období v blízkosti 2 % úrovne a rast menového agregátu M 3 na úrovni 4,5 % ročne. Stratégia menovej politiky ECB sa zakladá na definícii cenovej stability a na dvoch analytických pilieroch – ekonomickom a monetárnom – slúžiacich na identifikáciu rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu na vnútornom trhu Únie. Ekonomický je zameraný na analýzu hospodárskeho rastu, zamestnanosti, cenového vývoja, kurzového vývoja a zahraničných podmienok; monetárna analýza skúma vývoj menových agregátov najmä však agregátu M 3 (obeživo so strednodobou likviditou maximálne do dvoch rokov).

Celková opodstatnenosť jednotnej menovej politiky je daná tým, že v podmienkach jednotného vnútorného trhu a jednotnej meny môže existovať len jednotná úroková miera a jednotný menový kurz, ktoré sú hlavnými atribútmi každej menovej politiky. Dôsledkom uplatňovania jednotnej menovej politiky EÚ je však strata autonómie jednotlivých členských štátov vykonávať vlastnú monetárnu a menovú politiku, t.j. používať devízový kurz a úrokové sadzby ako nástroje národnej hospodárskej politiky.

Orientácia menovej politiky na udržanie inflácie nie je samoučelná, má podporovať dosahovanie konečných hospodársko-politických cieľov Európskej únie – trvalý a neinflačný hospodársky rast rešpektujúci životné prostredie, vysoký stupeň konvergencie ekonomickej výkonnosti, vysokú úroveň zamestnanosti a sociálnej ochrany, zvyšovanie životnej úrovne a kvality života, hospodársku a sociálnu súdržnosť a solidaritu medzi členskými štátmi. Cesta k súčasnej menovej politike bola pomerne dlhá a zložitá. V Zmluve o EHS nebola zmienka o menovej politike, bola tam len zmienka o tom, že členské štáty budú sledovať svoju politiku v oblasti devízových kurzov ako vec spoločného záujmu.

1.5.1 Obsah vybraných základných pojmov menovej politiky

Európska menová únia (EMÚ) – označenie geografickej oblasti, kde sa používa jednotná mena euro;

Hospodárska a menová únia (HMÚ) – má širší význam, vyjadruje dosiahnutú kvalitatívnu úroveň európskej integrácie, označuje systém koordinácie spoločných a komunitárnych politík všetkých členských štátov, teda nielen tých, ktoré používajú euro;

Európsky systém centrálnych bánk (ESCB) – banková sústava, ktorá sa skladá z ECB a národných centrálnych bánk všetkých členských štátov EÚ. ESCB nemá právnu subjektivitu. Podľa európskeho práva ju má ECB ako jediná inštitúcia EÚ;

Eurosystem – výraz, ktorým sa označuje zloženie, v akom ESCB vykonáva svoje základné úlohy; skladá sa z ECB a z národných centrálnych bánk len tých členských štátov, ktoré prijali jednotnú menu. Eurosystem i ESCB budú existovať paralelne dovtedy, kým sa všetky členské štáty EÚ nestanú členmi EMÚ;

Euro – spoločná mena eurozóny. Znak eura € sa podobá gréckemu písmenu epsilon, čo symbolizuje odkaz na dejiny európskej civilizácie a súčasne na prvé písmeno slova Európa. Paralelne vedené línie majú byť symbolom stability spoločnej meny. Oficiálna skratka pre euro je EUR. Motívy zobrazené na bankovkách symbolizujú architektonické dedičstvo Európy. Okná a portály na líčnej strane sú znakom otvorenosti a spolupráce, mosty na opačnej strane – spojenie medzi národmi. Všetky mince majú jednotnú európsku stranu. Rub si môže každý členský štát ako emitent upraviť podľa vlastného uváženia.

1.6 Subjekty jednotnej menovej politiky

Hlavným subjektom jednotnej menovej politiky je Európsky systém centrálnych bánk, ktorý sa skladá z Európskej centrálnej banky a národných centrálnych bánk členských štátov EÚ. Od ESCB rozlišujeme pojem „Eurosystem“, ktorý zahŕňa ECB a NCB členských krajín EMÚ (od 1. 1. 2009 je ich 16). Zvyšných 11 NCB má osobitný štatút, zúčastňujú sa na práci ESCB s obmedzenými právami a povinnosťami. To znamená, že sa nepodieľajú na rozhodovacom procese pri určovaní a realizácii jednotnej menovej politiky. V rámci menovej únie NCBs krajín eurozóny sú zbavené individuálnej zodpovednosti za menovú politiku krajiny a ich úlohy sú obmedzené len na zabezpečovanie operatívnych úloh ESCB. NCBs a ECB si v ESCB zachovávajú postavenie samostatných právnických osôb na rozdiel od samotného ESCB, ktorý nemá právnu subjektivitu.

Eurosystém plní úlohy centrálného bankovníctva pre eurozónu. Jeho hlavným cieľom je zabezpečovanie cenovej stability v strednodobom horizonte, čo v praxi znamená udržiavanie medziročného rastu spotrebiteľských cien eurozóny tesne pod 2 %.

Cenovú úroveň, a tým v konečnom dôsledku i hospodársku aktivitu ovplyvňuje Eurosystém určovaním základných úrokových sadzieb. Rada guvernérov ECB pravidelne raz za mesiac hodnotí cenový vývoj a prijíma rozhodnutia o zmene alebo ponechaní týchto kľúčových sadzieb.

Centrom Eurosystému je Európska centrálna banka so sídlom vo Frankfurte nad Mohanom, ktorá ma tri rozhodovacie orgány:

- **Radu guvernérov**, ktorá je najvyšším riadiacim orgánom a prijíma strategické rozhodnutia. Tvoria ju členovia Výkonnej rady ECB a guvernéri všetkých národných centrálnych bánk eurozóny.
- **Výkonnú radu**, ktorá koordinuje činnosť Európskej centrálnej banky medzi zasadnutiami Rady guvernérov ECB. Jej členmi sú prezident ECB, viceprezident ECB a štyria ďalší členovia.
- **Generálnu radu**, ktorú tvoria členovia Výkonnej rady ECB a guvernéri všetkých centrálnych bánk Európskej únie. (Národná banka Slovenska – jej úlohy v Eurosystéme, 2009)

Obr. 2 Orgány ECB s rozhodovacími právomocami



Zdroj: Gerdesmeier, 2009

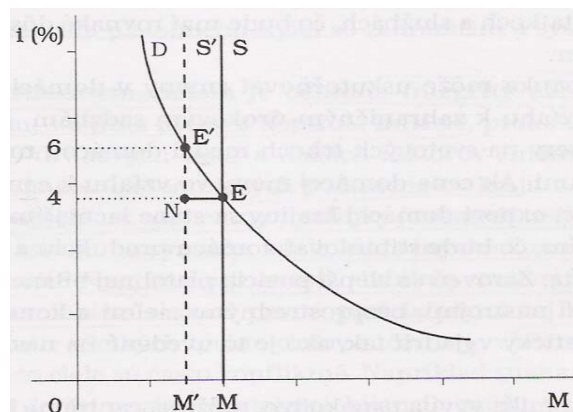
1.7 Vymedzenie teoretických východísk pre monetárnu politiku

Predtým ako popíšeme vplyv monetárnej politiky na výkonnosť ekonomiky SR, je potrebné, aby sme pochopili spôsob akým menová politika ovplyvňuje hospodársky vývoj. Keďže centrálna banka sú jedinými inštitúciami, ktoré sú oprávnené dávať bankovky (a bankové rezervy) do obehu, t. j. sú monopolnými poskytovateľmi peňazí (menovej bázy), môžu určovať sadzby, ktoré sú nástrojom menovej politiky, napr. krátkodobé nominálne úrokové sadzby úverov poskytovaných komerčným bankám. Banky si od centrálnej banky požičiavať musia, pretože potrebujú bankovky pre svojich klientov a musia plniť povinné minimálne rezervy formou vkladov v centrálnej banke. Očakávania v súvislosti s budúcim vývojom základných sadzieb centrálnej banky zasa majú vplyv na výšku celého radu dlhodobějších bankových a trhových úrokových mier.

Ak existujúce ekonomické prostredie podnecuje infláciu, môže sa centrálna banka rozhodnúť pre utiahnutie monetárnej politiky. Začne uplatňovať politiku ťažko dostupných peňazí, to znamená, že obmedzuje ponuku peňazí a ide o *reštriktívnu monetárnu politiku*.

V dôsledku peňažnej reštrikcie sa krivka ponuky peňazí posúva doľava (Obr. 4), čím pri danej úrokovej sadzbe 4 % vzniká nedostatok peňažných zdrojov. Úsečka NE ukazuje rozsah nadmerného dopytu po peniazoch pri pôvodnej úrokovej sadzbe. Nastáva tlak na rast úrokových mier, až kým sa nenastolí nová rovnováha v bode E' pri úrokovej sadzbe 6 %. Takýmto spôsobom sa dosiahne tlmenie nadmerného rastu agregátneho dopytu, a tým vyvolanej inflácie.

Obr. 3 Grafické znázornenie reštriktívnej monetárnej politiky



Zdroj: Lisý a i., 2002

Ak hrozí recesia, do ekonomiky možno vtláčiť ďalšie peňažné zdroje, ktoré zvýšia ponuku peňazí a znížia úrokové sadzby. Tým sa zvýši úroveň produktu, zamestnanosti a zlepši sa pozícia platobnej bilancie. Vtedy ide o *expanzívnu monetárnu politiku*.

Určenie správneho smeru monetárnej politiky je pomerne zložitým rozhodnutím. Ťažko predvídať, či napr. investičný dopyt zareaguje tak, ako predpokladáme, pretože ho ovplyvňujú napr. očakávania, politická situácia doma a v zahraničí a pod.

Na pochopenie účinkov monetárnej politiky je nevyhnutné poznať, ako funguje **peňažný mechanizmus**, t. j. ako sa zmeny v ponuke peňazí transformujú do zmien v produkte, zamestnanosti a cenách.

Vyššia ponuka peňazí znižuje úrokové sadzby a zabezpečuje vyššiu dostupnosť úveru. Preto tie formy výdavkov, ktoré sú citlivé na zmeny úrokovej sadzby, majú tendenciu rásť: podnikateľské investície sa zvyšujú, pretože sa znižujú náklady na kapitál, bytová výstavba sa rozširuje, pretože sa znižujú hypotekárne sadzby, spotrebitelia nakupujú viac áut a ďalších tovarov dlhodobej spotreby, pretože sa zlepšujú úverové podmienky a pri nízkych úrokových sadzbách klesá kurz koruny (eura), čo stimuluje vývoz tovaru, teda aj čistý export rastie. Tieto zmeny sa prejavia posunom krivky agregátneho dopytu smerom doprava hore, čo bude znamenať, že porastie aj reálny produkt, zamestnanosť a cenová hladina. V prípade expanzívnej monetárnej politiky teda platí, že:

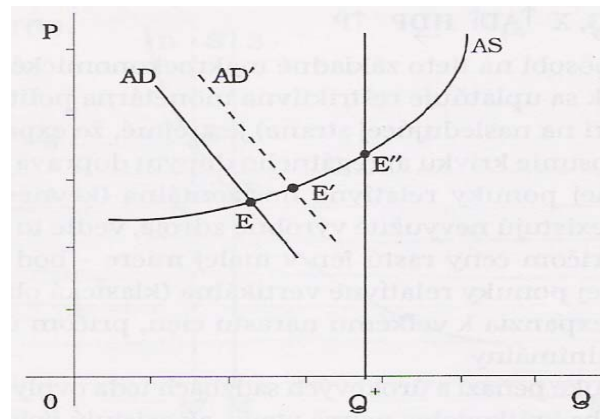
$$\uparrow M \quad \downarrow i \quad \uparrow C, I, G, X \quad \uparrow AD \quad \uparrow HDP \quad \uparrow P$$

Celý proces pôsobí na tieto základné makroekonomické veličiny opačným smerom, ak sa uplatňuje reštriktívna monetárna politika. Základnú postupnosť môžeme teda znázorniť takto:

$$\downarrow M \quad \uparrow i \quad \downarrow C, I, G, X \quad \downarrow AD \quad \downarrow HDP \quad \downarrow P$$

Expanzívna monetárna politika posunie krivku agregátneho dopytu doprava nahor (Obr. 5). Kým je krivka agregátnej ponuky relatívne horizontálna (keynesovská oblasť), znamená to, že existujú nevyužitú výrobné zdroje, vedie to k rastu reálneho produktu, pričom ceny rastú len v malej miere – bod E'. Ak je však krivka agregátnej ponuky relatívne vertikálna (klasická oblasť) – bod E'', vedie peňažná expanzia k veľkému nárastu cien, pričom účinok na reálny produkt je minimálny.

Obr. 4 Grafické znázornenie monetárnej expanzie



Zdroj: Lisý a i., 2002

Zmeny v ponuke peňazí a úrokových sadzbách teda ovplyvňujú rast reálneho produktu iba krátkodobo, najmä vtedy, ak existujú voľné zdroje. Ceny a mzdy sú nepružné. V dlhom období sa však ceny a mzdy prispôsobujú, účinky na produkt sa znižujú a prevládajú účinky na ceny.

Okrem vplyvu peňažných zmien na veľkosť HDP, ceny a zamestnanosť si musíme uvedomiť aj ich vplyv na zahraničný obchod a menový kurz. Tento vplyv zosilnel najmä v poslednom období v dôsledku zavedenia pružných menových kurzov a úzkej prepojenosti (globalizácii) finančných trhov. Ak totiž v ekonomike rastú úrokové sadzby, priťahuje to záujem finančných investorov o cenné papiere danej ekonomiky, čo vedie k zhodnocovaniu meny. Vysoký kurz meny stimuluje dovoz a brzdí vývoz, pretože domáce tovary sú relatívne drahšie. Klesá čistý export, a teda aj reálny HDP, a klesajú aj ceny.

Vplyv monetárnej politiky sa teda v dôsledku vplyvu na zahraničný obchod zosilňuje, čo, samozrejme platí o pružných menových kurzoch a liberalizovaných finančných trhoch. Ak sa však centrálna banka snaží udržať pevný menový kurz, monetárna politika je málo účinná, pretože jej účinky sú tlmené nutnosťou intervencií na devízových trhoch.

Všetky tieto vplyvy, ktoré vyvolávajú peňažné zmeny, svedčia o tom, že peniaze treba riadiť a využívať ich v prospech splnenia základných ekonomických cieľov. (Lisý a i., 2002; Samuelson – Nordhaus, 1992; Gerdesmeier, 2009)

2 Cieľ práce

Hlavným cieľom bakalárskej práce je zhodnotiť vplyv monetárnej politiky na výkonnosť ekonomiky SR, t.j. špecifikovať nástroje, ktoré uplatňovala NBS pri výkone autonómnej monetárnej politiky a nástroje, ktoré v súčasnosti stanovuje jednotne pre všetky krajiny eurozóny ECB a prostredníctvom týchto nástrojov dokázať a kvantifikovať vplyv monetárnej politiky na výkonnosť ekonomiky SR ako aj celej eurozóny, ktorej súčasťou je od 1. 1. 2009 aj Slovenská republika.

Splnenie hlavného cieľa chceme dosiahnuť naplnením čiastkových cieľov a to:

- popísať nástroje menovej politiky využívané NBS do konca roka 2008,
- zaznamenať vývoj nezávislej menovej politiky NBS od roku 2000 až po rok dodržania maastrichtských kritérií ako kľúčovej podmienky na zavedenie eura,
- vytvoriť prehľad o vývoji výkonnosti ekonomiky SR v rokoch 2000 - 2008,
- štatistickou metódou dokázať a kvantifikovať vplyv základnej úrokovej sadzby NBS, nástroja monetárnej politiky, na výkonnosť ekonomiky SR v období rokov 1999 - 2008,
- popísať nástroje menovej politiky ECB platné pre celú eurozónu,
- štatistickou metódou dokázať a kvantifikovať vplyv základnej úrokovej sadzby ECB, nástroja jednotnej menovej politiky, na výkonnosť ekonomiky v eurozóne v období rokov 2000 - 2009,
- popísať výkon menovej politiky ECB a výkonnosť ekonomiky SR v roku 2009

3 Metodika práce a metody skúmania

Objektom skúmania bakalárskej práce je analýza vplyvu monetárnej politiky na výkonnosť ekonomiky SR.

V záujme splnenia stanovených cieľov práce sme metodický postup rozpracovali do niekoľkých fáz:

1. štúdium všetkých dostupných poznatkov spojených s témou bakalárskej práce
2. vyselektovanie teoretických východísk pre monetárnu politiku
3. analýza vývoja monetárnej politiky a výkonnosti ekonomiky SR za sledované obdobie
4. formulácia predpokladov na základe získaných teoretických poznatkov o danej téme
5. vyhľadanie a spracovanie kvantitatívnych údajov pre analýzu
6. zistenie závislostí regresnou analýzou
7. vyhodnotenie a interpretácia výsledkov analýzy

Zdrojom poznania pri spracovávaní bakalárskej práce boli predovšetkým aktuálne monografie domácich aj zahraničných autorov, vysokoškolské učebnice zaoberajúce sa danou problematikou, príspevky v odborných časopisoch a v neposlednom rade aj užitočné webové stránky.

Kvantitatívne údaje pre analýzu sme získali prostredníctvom internetu a to najmä zo štatistík a výročných správ Národnej banky Slovenska, Európskej centrálnej banky, Štatistického úradu Slovenskej republiky a z databázy Eurostatu.

Makroekonomickú výkonnosť ekonomiky možno vyjadriť a merať niekoľkými spôsobmi a pomocou niekoľkých makroekonomických agregátnych veličín. Na Slovensku, podobne ako v prevažnej väčšine štátov sveta, sa výkonnosť ekonomiky meria a vyjadruje pomocou základnej makroeconomickej veličiny hrubý domáci produkt. HDP možno z vecného hľadiska vymedziť ako súhrn (objem – množstvo) finálnych statkov (spotrebných statkov a investičných statkov) a služieb vyrobených a poskytnutých za určité časové obdobie (obyčajne za rok) výrobnými faktormi na území danej krajiny, bez ohľadu na ich štátnu príslušnosť.

Vývoj ekonomiky môžeme okrem ukazovateľa HDP hodnotiť aj prostredníctvom makroekonomických ukazovateľov ako je miera nezamestnanosti, miera inflácie a saldo platobnej bilancie.

Aby sme mohli jednotlivé ukazovatele porovnávať z hľadiska času (rok), upravili sme údaje pre regresnú analýzu, konkrétne základnú úrokovú sadzbu NBS a sadzbu pre hlavné refinančné operácie váženým aritmetickým priemerom.

Upravené kvantitatívne údaje za desaťročné obdobie spracujeme prostredníctvom metódy regresnej analýzy, ktorá je súčasťou analytických nástrojov v MS Excel. Na základe regresnej analýzy zistíme a kvantifikujeme vplyv základnej úrokovej sadzby NBS - nástroja monetárnej politiky na HDP - meradlo výkonnosti ekonomiky. Nakoľko je Slovensko od 1. 1. 2009 súčasťou eurozóny kvantifikujeme aj vplyv sadzby hlavné refinančné operácie, ako nástroja jednotnej menovej politiky, na infláciu eurozóny.

Regresná analýza

- umožňuje popísať vzťah medzi dvomi alebo viacerými premennými

Cieľ regresnej analýzy

- vysvetliť adekvátnu časť variability primárnej premennej pomocou jej vzťahu s jednou alebo viacerými sekundárnymi premennými
- odhadnúť hodnoty primárnej premennej pri konkrétnych hodnotách sekundárnych premenných

Typy premenných v regresnej analýze

- závislé premenné
 - sú v centre pozornosti, pretože ich variabilitu sa snažíme vysvetliť
 - tzv. vysvetľované premenné, endogénne premenné
- nezávislé premenné
 - sú premenné, ktoré používame na vysvetlenie zmien v hodnotách závislej premennej, exogénne premenné
 - tzv. vysvetľujúce premenné alebo tiež regresory

Typ regresnej analýzy

- v práci využijeme jednoduchý lineárny regresný model, t.j. popíšeme závislosť jednej kvantitatívnej závislej premennej od jednej kvantitatívnej nezávislej premennej, popíšeme závislosť premenných pomocou priamky:

$$y = a + b * x$$

Výsledky získané regresnou analýzou sa budeme snažiť zhodnotiť a interpretovať na základe týchto regresných výstupov:

Multiple R – korelačný koeficient, hovorí o sile tesnosti závislosti medzi závislou premennou y a nezávislou premennou x . Nadobúda hodnoty z uzatvoreného intervalu $<0,1>$, čím je jeho hodnota bližšia k číslu 1, tým je to lepšie, t.j. tým je vyššia závislosť medzi premennou y a premennou, ktorá ju vysvetľuje (x).

R square – (označenie R^2) koeficient determinácie, vyjadruje v %, na koľko % sme kvantifikovaným regresným modelom vysvetlili zmeny v chovaní závisle premennej y . Takisto nadobúda hodnoty z uzatvoreného intervalu $<0,1>$, čím je jeho hodnota bližšia k číslu 1, tým je to lepšie, t.j. tým väčší podiel variability sme vysvetlili kvantifikovaným regresným modelom a tým menší podiel nevysvetlenej variability nám zostal. Platí, že ak je významný korelačný koeficient, je významný aj koeficient determinácie a naopak.

Significance F – teoretická hladina významnosti pomocou ktorej vyhodnocujeme test.

- ak $SF < 0,05$, potom model ako celok je štatisticky významný, preukázaný,
- ak $SF < 0,01$, potom model ako celok je štatisticky vysoko významný, preukázaný,
- ak $SF > 0,05$, potom model ako celok je štatisticky nevýznamný, nepreukázaný.

Prostredníctvom tohto vyhodnotenia hodnotíme štatistickú významnosť korelačného koeficientu, koeficientu determinácie a významnosti modelu ako celku.

Coefficients:

1. *Intercept* – lokujúca konštanta, parameter a z rovnice priamky
2. *X Variable 1* – regresný koeficient, t.j. b – sklon priamky, ktorý vyjadruje zmenu závislej premennej y pri jednotkovej zmene nezávislej premennej x .

4 Výsledky práce

4.1 Nástroje menovej politiky využívané NBS do konca roka 2008

Nástroje, ktoré NBS využívala pri výkone menovej politiky, prechádzali kvalitatívnymi zmenami s cieľom ich zosúladenia s inštrumentárium menovej politiky ECB a prispenia k čo najhladšiemu začleneniu slovenského finančného sektora do eurozóny. Inštrumentárium menovej politiky NBS tvorili:

Operácie na voľnom trhu

- a) *Hlavný nástroj* – štandardný REPO tender s dvojtýždňovou splatnosťou, ktorý uskutočňuje NBS s obchodnými bankami pravidelne raz za týždeň, spravidla v utorok. NBS zároveň vyhlasuje pre tieto štandardné operácie úrokovú sadzbu (základná úroková sadzba).
- b) *Nástroj na dlhodobjšie riadenie likvidity* – emisia 3-mesačných pokladničných poukážok NBS do portfólia obchodných bánk. NBS uskutočňuje aukcie PP NBS spravidla raz mesačne. REPO tendre ako hlavná menová operácia a emisie PP NBS ako doplnková operácia sa realizovali aukčnou formou predaja, tzv. americkým spôsobom uspokojovania dopytu.
- c) *Dolaďovacie nástroje* – nástroje NBS, ktoré slúžia na operatívne doladenie likvidity bánk a úrokových sadzieb na trhu v prípade neočakávaných pohybov likvidity.
- d) *Štrukturálne operácie* – individuálne obchody, nástroj NBS, ktorý umožňuje optimalizovať likviditu vzhľadom na štrukturálnu pozíciu centrálnej banky voči finančnému sektoru.

Automatické operácie

- a) *Jednodňové refinančné operácie* – obchodné banky majú automatický prístup k finančným prostriedkom (za podmienky dostatku akceptovateľných cenných papierov) za vyhlasovanú úrokovú sadzbu.
- b) *Jednodňové sterilizačné operácie* – obchodné banky majú možnosť ukladať prebytočné prostriedky vo forme nekolateralizovaných depozitov za vyhlasovanú úrokovú sadzbu.

Povinné minimálne rezervy

Od 1. januára 2005 tvorili banky, pobočky zahraničných bánk a inštitúcie elektronických peňazí povinné minimálne rezervy vo výške 2 %. V podmienkach slovenského finančného trhu bola dĺžka vyhodnocovanej periódy pre dodržanie stanoveného objemu PMR identická s dĺžkou aktuálneho mesiaca a samotná výška určených rezerv sa porovnávala s priemerným stavom za vyhodnocované obdobie. Povinné minimálne rezervy vedené NBS na účte peňažných rezerv banky sa úročia do výšky určených povinných minimálnych rezerv na príslušný mesiac úrokovou sadzbou 1,5 % p. a. (Výročná správa NBS 2006)

4.2 Výkon menovej politiky od roku 2000

Prechod na kvalitatívne riadenie menovej politiky (prostredníctvom kľúčových úrokových sadzieb)

Hlavný cieľ NBS: udržanie cenovej stability

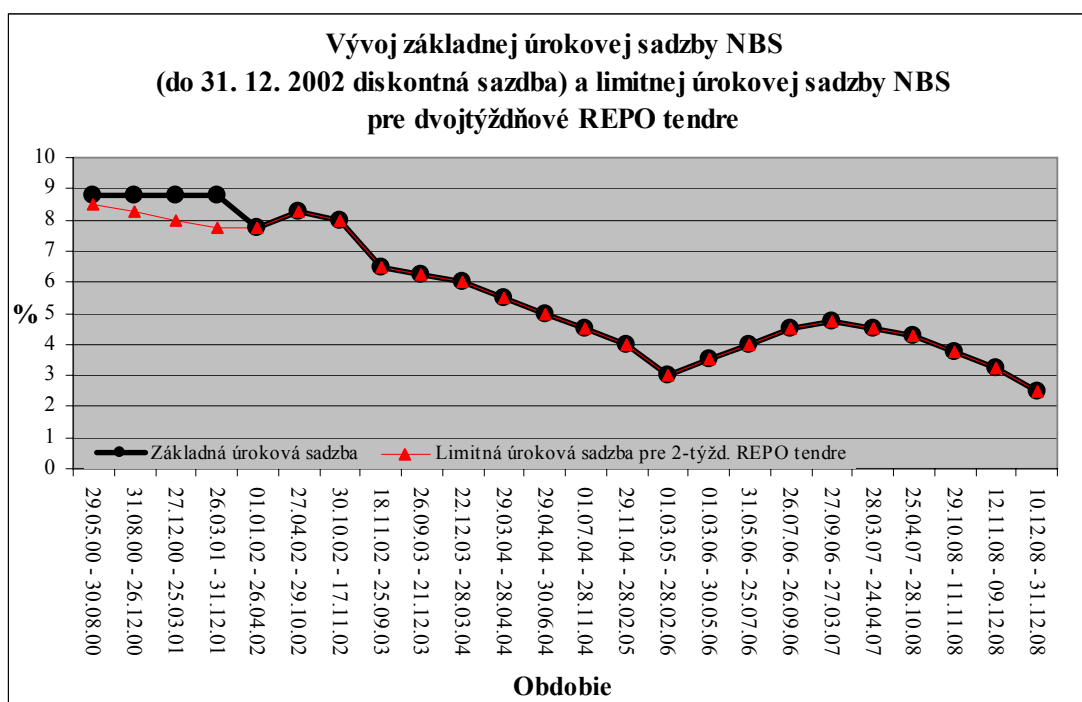
Menová politika v roku **2000** bola realizovaná v prostredí pokračujúcej makroekonomickej stabilizácie. Priaznivý vývoj ekonomiky vytvoril priestor na prechod od kvantitatívneho riadenia na kvalitatívne riadenie menovej politiky prostredníctvom úrokových sadzieb v súlade s harmonizáciou nástrojov používaných v ECB. Od 1. februára začala NBS pri operáciách s obchodnými bankami stanovovať úrokové sadzby pre jednoduché sterilizačné a refinančné operácie a od mája aj limitnú sadzbu pre dvojtýždňové REPO tendre. Vývoj ekonomiky vytvoril predpoklady na postupné znižovanie kľúčových úrokových sadzieb, čo sa v konečnom dôsledku prenieslo aj do úrokových sadzieb voči primárnym klientom. V súvislosti s postupným približovaním nástrojov menovej politiky k nástrojom využívaných v EMÚ, znížila NBS aj sadzbu povinných minimálnych rezerv z 8 % na 6,5 %. Poklesom úrokových sadzieb z úverov, znížením sadzby na tvorbu povinných minimálnych rezerv a zvyšovaním prebytočnej likvidity sa vytvorili podmienky na rozvoj ekonomiky v ďalšom období.

V súlade s harmonizáciou legislatívy s EÚ bol v roku **2001** prostredníctvom novelizácie zákona o Národnej banke Slovenska upravený rámec výkonu menovej politiky, kde za hlavný cieľ NBS bolo stanovené udržiavanie cenovej stability, čo nahradilo predchádzajúci cieľ stability meny. Zároveň došlo k zákonnému vymedzeniu úplnej

nezávislosti centrálnej banky a znemožneniu financovania deficitu verejných financií Národnou bankou Slovenska. NBS pri výkone menovej politiky vychádzala z celkového makroekonomického vývoja. Od 1. januára pristúpila k ďalšiemu zníženiu sadzby PMR zo 6,5 % na 5 %. Vzhľadom na priaznivý vývoj inflácie ako aj jej priaznivé predikcie do konca roka rozhodla NBS koncom 1. štvrťroka o znížení kľúčových úrokových sadzieb. Nakoľko sa však prehľboval schodok hospodárenia verejného okruhu a obchodnej bilancie, nereagovala NBS na pokles dynamiky inflácie ďalším znížením úrokových sadzieb do konca roka 2001.

V priebehu roku **2002** NBS, na základe hodnotenia makroekonomického vývoja, trikrát prišlo k úprave kľúčových úrokových sadzieb. V apríli rozhodla o ich zvýšení, čím reagovala na prehľbovanie vonkajšej ekonomickej rovnováhy. Vplyvom priaznivejšieho vývoja zahraničnoobchodnej bilancie pristúpila k zníženiu limitnej úrokovej sadzby pre dvojtýždňové REPO tendre v 2. polroku a v novembri opäť rozhodla o zvýšení kľúčových úrokových sadzieb, čím podporila účinnosť devízových intervencií. V súlade s pokračovaním procesu harmonizácie menového inštrumentária NBS s nástrojmi ECB bola na začiatku roka znížená sadzba PMR z 5 % na 4 % a zároveň boli zrušené zmenkové obchody a lombardný úver. Od tohto roku bola diskontná sadzba rovná limitnej sadzbe NBS pre dvojtýždňové REPO tendre. (Graf 1)

Graf 1 Vývoj úrokových sadzieb NBS v rokoch 2000 - 2008



Zdroj: NBS, vlastné spracovanie

S účinnosťou od 1. januára **2003** nahradila diskontnú sadzbu základná úroková sadzba NBS. V tomto roku bola menová politika realizovaná v prostredí charakterizovanom rastúcou mierou inflácie, priaznivým vývojom zahraničnoobchodnej bilancie, pretrvávajúcim hospodárskym rastom, znižujúcou sa mierou nezamestnanosti a zhodnocovaním sa výmenného kurzu slovenskej koruny voči euru, najmä v 2. polroku. Banková rada počas roka dvakrát znížila kľúčové úrokové sadzby s cieľom udržať pozitívne vývojové tendencie ekonomiky. V súlade s harmonizáciou menových nástrojov NBS s nástrojmi ECB opäť znížila sadzbu povinných minimálnych rezerv zo 4 % na 3 %. Na neprimerané zhodnocovanie slovenskej koruny intervenovala NBS na devízovom trhu.

1. mája **2004** sa Slovenská republika stala členom Európskej únie. Slovensko sa tak stalo účastníkom Hospodárskej a menovej únie ako členský štát pre ktorý platí výnimka, čo znamená, že vstupom do EÚ prijalo Slovensko záväzok stať sa v budúcnosti členom menovej únie. Zároveň sa Národná banka Slovenska stala súčasťou Európskeho systému centrálnych bánk so všetkými právami a povinnosťami, ktoré z toho vyplývajú. Po splnení konvergenčných kritérií bude môcť členský štát s výnimkou zaviesť spoločnú menu euro a centrálna banka sa stane súčasťou eurosystému. V tomto roku bol vypracovaný a schválený Konvergenčný program Slovenska do roku 2010 a súčasne bol schválený spoločný materiál Ministerstva financií SR a NBS, v ktorom sa konštatuje, že zavedenie eura je reálne v roku 2009, ale maastrichtské kritériá by mala slovenská ekonomika splniť v roku 2007.

V rámci realizácie menovej politiky v oblasti kľúčových úrokových sadzieb bol v priebehu roka 2004 vytvorený priestor na ich postupné znižovanie v marci, apríli, júli a novembri, spolu o 2 percentuálne body. V prostredí klesajúcej inflácie bolo zníženie kľúčových úrokových sadzieb, ako hlavného menovopolitického nástroja, zamerané na podporu oživenia domáceho dopytu, ale aj na elimináciu rastúcich špekulatívnych tlakov na neprimerané zhodnocovanie slovenskej koruny. V súlade s procesom harmonizácie nástrojov menovej politiky NBS s menovým inštrumentárium ECB znížila NBS sadzbu povinných minimálnych rezerv pre bankový sektor z 3 % na 2 %. Tým sa úroveň sadzby PMR s účinnosťou od začiatku roka harmonizovala s úrovňou v eurozóne. Koncom roka Banková rada NBS prerokovala a schválila Menový program NBS do roku 2008, ktorý stanovuje výkon a ciele menovej politiky až do prijatia eura.

V súvislosti s predpokladaným vstupom Slovenska do eurozóny a s tým spojenou podmienkou splnenia maastrichtských kritérií bol od januára **2005** definovaný výkon menovej politiky ako inflačné ciele v podmienkach ERM II. Zároveň bol v rámci

Menového programu NBS do roku 2008 stanovený cieľ pre medziročnú mieru inflácie meranú harmonizovaným indexom spotrebiteľských cien (HICP) pod 2,5 % k decembru 2006 a pod 2 % k decembru 2007 a 2008. Slovenská koruna sa 28. novembra 2005 stala členom mechanizmu výmenných kurzov ERM II. Centrálna parita bola stanovená na úrovni 38,4550 SKK/EUR, pričom koruna využíva štandardné flukтуаčné pásmo $\pm 15\%$. Výkon menovej politiky bol v prostredí dynamického ekonomického rastu zameraný, v súlade s cieľom NBS, na udržiavanie cenovej stability a plnenie inflačného cieľa nielen pre rok 2005, ale aj v strednodobom horizonte. Začiatkom roka bolo zaznamenané príliš rýchle zhodnocovanie výmenného kurzu. Nadhodnotený kurz mohol viesť k neopodstatnenému zníženiu inflácie na úkor ekonomického rastu. Na zmiernenie takéhoto vývoja pristúpila NBS k realizácii devízových intervencií a súčasne prestala akceptovať ponuky bánk v pravidelných sterilizačných REPO tendroch. Následný prebytok likvidity tak znižoval trhové úrokové sadzby a atraktivitu slovenskej meny. S účinnosťou od 1. marca 2005 rozhodla Banková rada NBS o znížení základnej úrokovej sadzby o 1 percentuálny bod na 3,0 %.

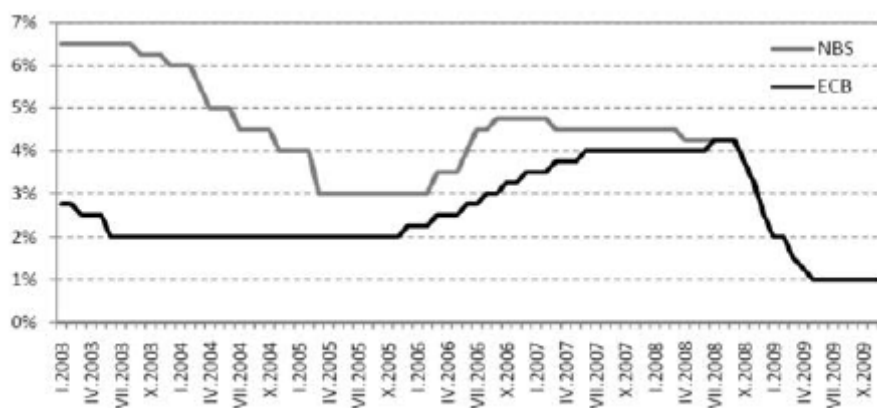
V roku **2006** NBS pokračovala v realizácii stratégie inflačného cielenia v podmienkach ERM II. Zrýchľujúca sa dynamika rastu HDP a s tým súvisiaci nárast produkcie, tržieb aj produktivity práce vytvoril podmienky na rýchlejší rast miezd a vznik inflačných tlakov. Zvýšené riziko pre vývoj inflácie predstavovali aj zvyšujúce sa ceny ropy, rastúce regulované ceny a ceny tovarov. Všetky tieto faktory vplývali na výkon menovej politiky NBS v roku 2006, ktorej hlavnou úlohou bolo pokračovať v realizácii takých opatrení, aby došlo k naplneniu stanovených inflačných cieľov a k vytvoreniu podmienok pre splnenie inflačného a kurzového maastrichtského kritéria. Nakoľko inflácia v tomto roku prekročila stanovený inflačný cieľ 2,5 %, realizácia menovej politiky v oblasti kľúčových úrokových sadzieb mala reštriktívny charakter. NBS sprísňovala menovú politiku a úrokovú sadzbu viacnásobne zvýšila. Z počiatočnej úrovne 3 % sa po štyroch úpravách zvýšila na 4,75 %, kumulatívne o 1,75 percentuálneho bodu. Rast kľúčových úrokových sadzieb prenášal bankový sektor automaticky do sadzieb peňažného trhu.

V roku **2007** pôsobila menová politika NBS v prostredí dynamického ekonomického rastu. V tomto roku NBS pokračovala v realizácii menovej politiky prostredníctvom nezmenených nástrojov. V prvej polovici roku 2007 sme pozorovali postupné spomaľovanie medziročnej inflácie na Slovensku, čo umožnilo pristúpiť k uvoľňovaniu menovej politiky a zníženiu kľúčových úrokových sadzieb. V priebehu

prvého polroka znížila NBS základnú úrokovú sadzbu v marci a apríli o 0,25 percentuálneho bodu, t. j. spolu o 0,50 percentuálneho bodu. V druhom polroku sa vývoj inflácie zmenil a napriek medziročnému poklesu inflácie nebol inflačný cieľ NBS stanovený na koniec roka 2007 splnený, nakoľko inflácia meraná HICP dosiahla 2,5 %. Rozhodujúci vplyv na vývoj cenovej hladiny mali externé nákladové faktory, ktoré tvoria vopred stanovené výnimky zo splnenia inflačného cieľa. Nakoľko bankový sektor disponoval výrazným prebytkom likvidity už deviaty rok po sebe, majoritný podiel na operáciách na voľnom trhu naďalej tvorili štandardné sterilizačné REPO tendre.

Rok **2008** bol šestnástym a zároveň posledným rokom, v ktorom NBS pokračovala v autonómnom výkone menovej politiky prostredníctvom nezmenených nástrojov. Prioritným cieľom NBS bolo aj v tomto roku udržiavanie cenovej stability a hlavným nástrojom NBS vo vzťahu k tomuto strednodobému cieľu predstavovali kľúčové úrokové sadzby – limitná úroková sadzba pre dvojtýždňové REPO tendre a úrokové sadzby pre jednotýždňové refinančné a sterilizačné obchody. Vzhľadom na očakávané prijatie eura, NBS nasledovala rozhodnutia menovej politiky ECB a pristúpila k trojnásobnému zníženiu kľúčových úrokových sadzieb až na 2,5 %. Postupným uvoľňovaním menovej politiky sa tak dosiahlo zosúladenie kľúčovej sadzby NBS pre dvojtýždňové sterilizačné tendre na úroveň kľúčovej sadzby ECB pre jednotýždňové refinančné tendre. Vplyvom priaznivého hospodárskeho vývoja na začiatku roka sa posilnil rovnovážny reálny kurz, a preto Slovenská republika požiadala o druhú zmenu centrálnej parity v priebehu dvoch rokov. Centrálna parita bola k 29. máju 2008 revalvovaná z úrovne 35,4424 SKK/EUR na 30,1260 SKK/EUR, pričom táto hodnota centrálnej parity bola neskôr vyhlásená za konverzný kurz koruny voči euru.

Graf 2 Vývoj výšky základnej úrokovej sadzby NBS a ECB



Zdroj: Ochoťnický a i., 2010

4.3 Výkonnosť ekonomiky SR od roku 2000

Pozitívne efekty stabilizačných opatrení, o ktoré sa usilovala vláda spolu s NBS, sa v roku **2000** prejavili dosiahnutou makroekonomickou rovnováhou. V porovnaní s predchádzajúcim rokom došlo k zníženiu deficitu zahraničného obchodu, zlepšil sa vývoj vo verejných financiách, znížila sa dynamika vývoja cien a naopak zrýchliło sa tempo ekonomického rastu. HDP v stálych cenách sa v porovnaní s predchádzajúcim rokom zvýšil o 2,2 %, čo ovplyvnil najmä ekonomický rast našich najväčších obchodných partnerov a oživenie domáceho dopytu v poslednom štvrtroku.

Rok **2001** pokračoval v pozvoľnom zrýchľovaní výkonnosti ekonomiky, ktorá sa premietla do rastu zamestnanosti, mierne vzrástli reálne mzdy, spomalil sa rast spotrebiteľských cien a cien výrobcov. Na druhej strane sprievodným javom ekonomického rastu bolo zhoršenie jeho štruktúry. Hlavným stimulom sa stal domáci dopyt, ktorý predstihol zahraničný dopyt a výrazne sa zvýšil deficit zahraničného obchodu tovarov a služieb. HDP sa oproti predchádzajúcemu roku zvýšil o 3,3 % v stálych cenách.

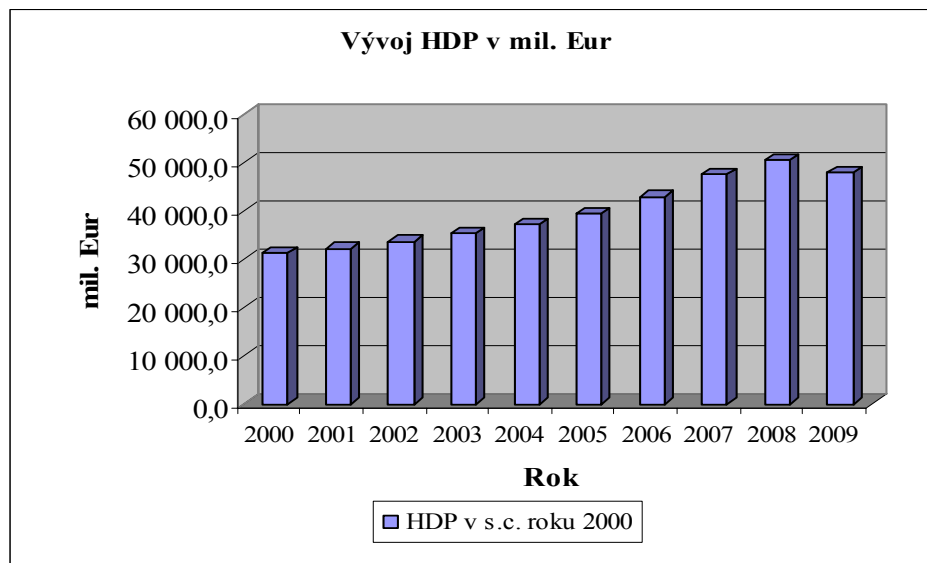
Makroekonomický vývoj v SR bol v roku **2002** charakterizovaný znižujúcou sa úrovňou miery inflácie, pretrvávajúcim hospodárskym rastom a priaznivejším vývojom zahraničnoobchodnej bilancie, predovšetkým v druhom polroku. HDP sa oproti predchádzajúcemu roku zvýšil o 4,4 % v stálych cenách, čím jeho dynamika dosiahla najvyššiu úroveň za posledných 5 rokov. Pozitívom vo vývoji HDP bol kladný príspevok čistého exportu k jeho rastu v dôsledku rastu vývozu nad dovozom. Vývoj domáceho a zahraničného dopytu sa celkovo prejavil na raste agregátneho dopytu. Na raste domáceho dopytu sa podieľala najmä rastúca konečná spotreba, ku ktorej prispela vysoká dynamika reálnych miezd, predstihujúca rast produktivity práce.

V roku **2003** pokračoval dynamický vývoj ekonomiky SR, keď HDP vzrástol oproti minulému roku o 4,2 % v stálych cenách. Ekonomický rast bol na rozdiel od predchádzajúceho roku determinovaný výlučne zahraničným dopytom. Zvýšenie exportnej výkonnosti slovenskej ekonomiky súviselo najmä s priamymi zahraničnými investíciami, ktoré sa realizovali v predchádzajúcich rokoch. Najdynamickejší rast vývozu zaznamenal automobilový priemysel.

Už v roku **2004** sa pre slovenskú ekonomiku objavili prvé pozitívne signály z členstva v EÚ. Ide predovšetkým o zvyšujúci sa záujem zahraničných investorov o priame investície v našej krajine. Spolu s investičným dopytom sa na hospodárskom

oživení podieľalo aj obnovenie rastu konečnej spotreby domácností. Priestor na obnovenie rastu konečnej spotreby domácností vytvorili predovšetkým zvyšujúce sa reálne mzdy, ľahšia dostupnosť úverov v obchodných bankách a čiastočne aj pokles daňového zaťaženia bežných príjmov domácností. Reálny hrubý domáci produkt vzrástol v roku 2004 medziročne o 5,5 %, čím dosiahol najrýchlejšie tempo rastu za posledných osem rokov. Oproti roku 2003 sa tempo ekonomického rastu zrýchlilo o 1 percentuálny bod.

Graf 3 Vývoj hrubého domáceho produktu v rokoch 2000 – 2009



Zdroj: ŠÚ SR, vlastné spracovanie

V roku **2005** pokračoval relatívne dynamický rast úverových aktivít, podporený ďalším poklesom úrokových sadzieb, zvyšovaním dostupnosti úverov, rastom reálnych miezd a zrýchlením ekonomického rastu. Hrubý domáci produkt vzrástol v roku 2005 medziročne o 6,0 % a dosiahol najrýchlejšie tempo rastu od roku 1996. Tempo ekonomického rastu sa v porovnaní s rokom 2004 zrýchlilo o 0,5 percentuálneho bodu. Štruktúra ekonomického rastu bola ovplyvnená tak domácim, ako aj zahraničným dopytom. Tlmiaco na rast HDP pôsobil čistý vývoz, keď vyššie úrovne dovozov súviseli predovšetkým so silným investičným a čiastočne aj so spotrebným dopytom.

Celkovo možno makroekonomický vývoj v roku **2006** hodnotiť ako priaznivý. HDP v tomto roku vzrástol medziročne o 8,3 % v stálych cenách, čím ekonomický rast dosiahol historicky najvyššiu úroveň. V porovnaní s rokom 2005 sa tempo ekonomického rastu zrýchlilo o 2,3 percentuálneho bodu. Štruktúra ekonomického rastu v roku 2006 potvrdzuje, že zrýchlenie tvorby HDP bolo spôsobené predovšetkým zvýšením

produkčných možností ekonomiky najmä v odvetviach s prílevom priamych zahraničných investícií. K dynamickému hospodárskemu rastu, na rozdiel od roku 2005, prispieval aj čistý export. Priaznivý ekonomický vývoj sa premietol aj do vývoja na trhu práce, rástla zamestnanosť a klesala nezamestnanosť.

Ekonomický rast dosiahol v roku **2007** ďalší rekord. HDP vzrástol medziročne o 10,4 % v stálych cenách. V porovnaní s rokom 2006 sa tempo ekonomického rastu zrýchlilo o 1,9 percentuálneho bodu, a to najmä vplyvom vyššieho príspevku čistého exportu. Pokračujúci silný hospodársky rast sa čiastočne premietol aj do rastu miezd a zamestnanosti, do poklesu počtu nezamestnaných, rastu produktivity práce a do rastu ziskov korporácií. Štruktúra ekonomického rastu bola ovplyvnená tak zahraničným, ako aj domácim dopytom. Pozitívny vývoj na trhu práce umožnil rast spotreby domácností, čo poukazuje na to, že výhodu z ekonomického rastu majú nielen firmy, ale aj domácnosti. V porovnaní s predchádzajúcim rokom sa znížil deficit bežného účtu platobnej bilancie, čo bolo spôsobené najmä vplyvom medziročného zlepšenia vývoja obchodnej bilancie.

Už začiatkom roka **2008** slovenská ekonomika dodržala maastrichtské kritériá ako kľúčovú podmienku na zavedenie eura a dokázala svoju stabilitu a zrelosť na to, aby bola pripojená k eurozóne (Tab. 1). Aj v tomto roku pokračoval dynamický hospodársky vývoj. Medziročne sa zvýšila aj zamestnanosť a klesla nezamestnanosť. Ekonomický rast dosiahol 6,4 %, ale ku koncu roka sa už začali prejavovať dôsledky globálnej finančnej krízy na reálnej ekonomike Slovenska. Zo štvrtročných údajov vyplýva postupné spomaľovanie tempa hospodárskeho rastu. Klesol zahraničný dopyt a utlmil sa aj rast investičnej zložky domáceho dopytu. Celkový domáci dopyt si v roku 2008 zachoval rastovú dynamiku vplyvom rýchlejšieho rastu spotreby.

4.3.1 Kritériá pre prijatie eura a ich naplnenie

Už pri vstupe do EÚ Slovensko prebralo záväzok prijať euro, otáznym bol iba termín (neskôr sa stanovil na 1. január 2009). Na zavedenie eura bolo nutné splniť tzv. maastrichtské konvergenčné kritériá na udržateľnej báze, teda k termínu hodnotenia (marec 2008) ich spĺňať a preukázať schopnosť ich aj udržať. Ide o tieto kritériá:

- **Kritérium verejných financií** - deficit verejných financií za posledný rok pred hodnotením nesmie presiahnuť 3 % HDP a verejný dlh nesmie presiahnuť 60 % HDP, alebo musí klesať.

- **Inflačné kritérium** - priemerná inflácia za posledný rok pred hodnotením (meraná podľa harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien) nesmie presiahnuť priemer troch krajín EÚ s najnižšou infláciou o viac ako 1,5 percentuálneho bodu.
- **Kritérium stability dlhodobých úrokových mier** - priemer trhových úrokových mier dlhodobých vládnych alebo obdobných dlhopisov nesmie presiahnuť priemer troch krajín EÚ s najnižšou infláciou o viac ako 2 percentuálne body.
- **Kritérium stability výmenného kurzu** - slovenská koruna musí byť 2 roky pred hodnotením členom ERM II. Slovenská koruna bola v ERM II 2 roky a 4 mesiace a preukázala svoju stabilitu. (Kollár a i., 2007)

Tab. 1 Plnenie maastrichtských kritérií v období hodnotenia EK (marec 2008)

Kritérium	Zaznamenaná hodnota	Referenčná hodnota
Inflácia (priemer HICP, v %)	2,2 %	3,2 %
Dlhodobé úrokové miery (%)	4,5 %	6,5 %
Dlh verejnej správy (% HDP)	29,4 %	60,6 %
Deficit verejnej správy (% HDP)	2,2 %	3,0 %
Stabilita kurzu	Účasť v ERM II od novembra 2005	Účasť v ERM II viac ako 2 roky bez výrazných napätí

Zdroj: Výročná správa NBS 2008

4.4 Analýza vplyvu základnej úrokovej sadzby NBS na vývoj HDP SR

Do 31. decembra 2008 vyhlasovala NBS úrokové sadzby, podľa ktorých boli ďalej odvodzované úrokové sadzby komerčných bánk Slovenska. Týmto krokom regulovala centrálna banka množstvo peňazí v obehu a prostredníctvom peňažného mechanizmu sa zmeny v ponuke peňazí transformovali aj do zmien v produkte, zamestnanosti a cenách.

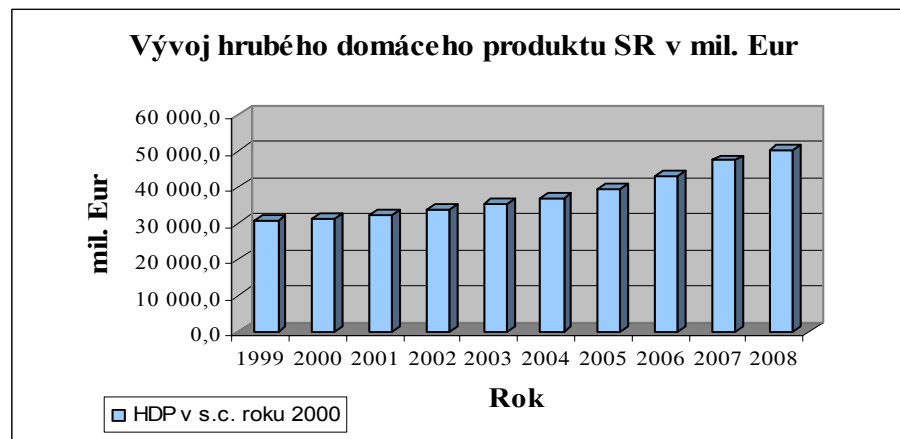
Ako sme už spomenuli, celková výkonnosť ekonomiky sa meria a vyjadruje pomocou základnej makroekonomickej veličiny HDP a preto sme sa snažili vyjadriť vplyv základnej úrokovej sadzby NBS, hlavného nástroja monetárnej politiky, na vývoj HDP SR za dostatočne dlhé, desaťročné obdobie. Prostredníctvom regresnej analýzy sme tak chceli dokázať a kvantifikovať vplyv monetárnej politiky na výkonnosť ekonomiky SR a aplikovať teóriu v praxi.

Graf 4 Vývoj ZÚS NBS v rokoch 1999 - 2008



Zdroj: NBS, vlastné spracovanie

Graf 5 Vývoj HDP SR v rokoch 1999 - 2008



Zdroj: ŠÚ SR, vlastné spracovanie

Na základe zvoleného jednoduchého lineárneho regresného modelu sme popísali závislosť jednej kvantitatívnej závislej premennej od jednej kvantitatívnej nezávislej premennej. V našom prípade závislosť hrubého domáceho produktu (závislá premenná y) od základnej úrokovej sadzby NBS (nezávislá premenná x). Rovnica priamky má v našom prípade nasledovný tvar:

$$HDP = a + b * ZÚS$$

Po dosadení údajov do regresie sme dostali nasledovný výstup:

Multiple R (korelačný koeficient) = 0,83, čiže môžeme povedať, že existuje silná závislosť medzi premennou y (HDP) a premennou, ktorá ju vysvetľuje (ZÚS).

R Square (koeficient determinácie), $R^2 = 69,36 \%$, čo znamená, že kvantifikovaným regresným modelom sme na 69,36 % vysvetlili zmeny v chovaní závisle premennej y

(HDP). Môžeme teda konštatovať, že jednoduchý lineárny regresný model na hladine spoľahlivosti $\alpha = 0,05$ dostatočne dobre popisuje závislosť vývoja HDP na zmene ZÚS za sledované desaťročné obdobie.

Significance F <0,01 – to znamená, že model ako celok je štatisticky vysoko významný, preukázaný a teda môžeme s ním pracovať.

Coefficients (koeficienty):

vypočítaná hodnota pre a: 53589

vypočítaná hodnota pre b: -2532,5

Rovnica nášho modelu má potom tvar: $HDP = 53589 - 2532,5 * ZÚS$

Interpretácia: Ak by základná úroková sadzba NBS bola nulová, hrubý domáci produkt by sa predstavoval 53589 mil. eur. Ak by sa základná úroková sadzba NBS zvýšila o 1 %, poklesol by hrubý domáci produkt o 2532,5 mil. eur.

Na základe dosiahnutých výsledkov sme potvrdili závislosť medzi základnou úrokovou sadzbou NBS a HDP SR a dokázali sme tak vplyv monetárnej politiky na výkonnosť ekonomiky SR.

4.5 Nástroje menovej politiky Eurosystemu

Vstupom Slovenska do eurozóny stratila NBS možnosť realizovať nezávislú menovú politiku. Menovú politiku dnes stanovuje jednotne pre všetky krajiny eurozóny, a teda od 1. 1. 2009 aj pre Slovensko, ECB. Na rozhodovaní o nastavení menovej politiky pre celú eurozónu sa zúčastňuje aj guvernér NBS Jozef Makúch, ktorý sa stal od 1. januára 2009 členom Rady guvernérov ECB.

Štruktúra nástrojov Eurosystemu je do značnej miery identická so štruktúrou nástrojov, ktoré používala NBS s tým rozdielom, že domáci bankový sektor sa ako celok pri vstupe do eurozóny nachádzal vo výraznom prebytku likvidity a teda NBS využívala najmä sterilizačné operácie na odčerpanie likvidity a nástroje Eurosystemu sú primárne orientované na dodávanie likvidity. Na plnenie svojich cieľov má Eurosystem k dispozícii tento súbor nástrojov menovej politiky:

Operácie na voľnom trhu

Operácie na voľnom trhu zohrávajú v menovej politike Eurosystemu dôležitú úlohu z hľadiska usmerňovania úrokových sadziieb, riadenia likvidity na trhu a signalizovania nastavenia menovej politiky. Operácie na voľnom trhu sa delia na:

- a) *Hlavné refinančné operácie* – sú pravidelné reverzné obchody na dodanie likvidity, ktoré sa realizujú týždenne a ich splatnosť je obvykle jeden týždeň. Tieto obchody vykonávajú národné centrálné banky prostredníctvom štandardných tendrov.
- b) *Dlhodobejšie refinančné operácie* – sú reverzné operácie na dodanie likvidity, ktoré sa uskutočňujú mesačne a zvyčajne majú trojmesačnú splatnosť. Ich účelom je poskytnúť zmluvným stranám dodatočné dlhodobejšie refinancovanie. Vykonávajú ich národné centrálné banky prostredníctvom štandardných tendrov.
- c) *Dolaďovacie operácie* – vykonávajú sa účelovo v prípade potreby a ich cieľom je riadenie likvidity na trhu a regulovanie úrokových sadziieb, najmä na zmiernenie vplyvu nečakaných výkyvov likvidity na úrokové sadzby. Obvykle ich uskutočňujú národné centrálné banky prostredníctvom rýchlych tendrov alebo dvojstranných postupov.
- d) *Štrukturálne operácie* – Eurosystem môže tieto operácie vykonávať prostredníctvom emisie dlhových certifikátov, reverzných obchodov a priamych obchodov. Tieto obchody sa vykonávajú vtedy, keď chce ECB upraviť štrukturálnu pozíciu Eurosystemu voči finančnému sektoru (pravidelne alebo nepravidelne).

Automatické operácie

Automatické operácie slúžia na dodávanie a sťahovanie jednodňovej likvidity. Signalizujú všeobecné nastavenie menovej politiky a ohraničujú jednodňové trhové úrokové sadzby. Za predpokladu splnenia určitých prevádzkových prístupových podmienok môžu zmluvné strany z vlastnej iniciatívy využívať dva druhy automatických operácií:

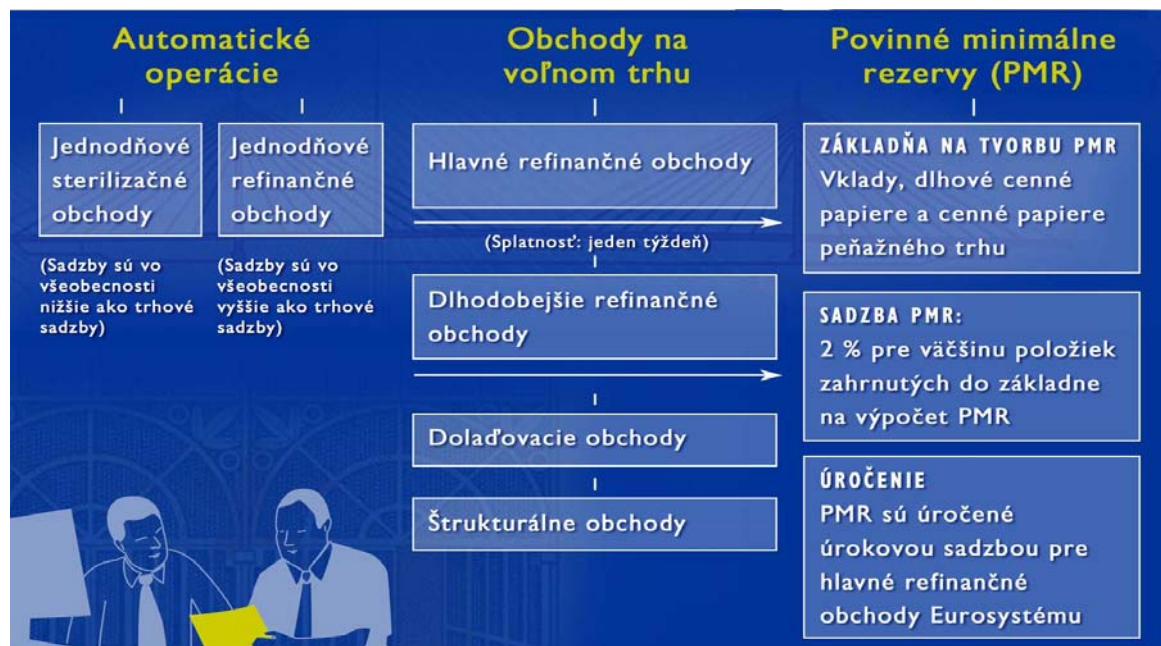
- a) *Jednodňové refinančné operácie*, prostredníctvom ktorých môžu proti akceptovateľným aktívam získať od národných centrálnych bánk jednodňovú likviditu. Za normálnych okolností neexistujú žiadne úverové či iné obmedzenia prístupu zmluvných strán k týmto operáciám, s výnimkou požiadavky predložiť dostatok podkladových aktív. Úroková sadzba jednodňových refinančných operácií obvykle predstavuje hornú hranicu jednodňovej trhovej úrokovej sadzby.

- b) *Jednodňové sterilizačné operácie*, prostredníctvom ktorých môžu v národných centrálnych bankách cez noc uložiť nadbytočnú likviditu. Za normálnych okolností nie sú žiadne vkladové či iné obmedzenia pre prístup zmluvných strán k týmto operáciám. Úroková sadzba jednodňových sterilizačných operácií obvykle tvorí dolnú hranicu jednodňovej trhovej úrokovej sadzby. Automatické operácie vykonávajú decentralizovane národné centrálné banky.

Povinné minimálne rezervy

Poslednou súčasťou balíka nástrojov menovej politiky Eurosystemu sú minimálne rezervy, ktoré sú úverové inštitúcie povinné viesť na účtoch v národných centrálnych bankách. Každá úverová inštitúcia musí mať počas približne mesačnej periódy udržiavania povinných minimálnych rezerv uložené určité priemerné percento časti vkladov svojich klientov (ako aj niektorých iných záväzkov banky) na vkladovom účte v príslušnej národnej centrálnej banke. Eurosystem zostatky na týchto účtoch úročí krátkodobou úrokovou sadzbou. Účelom systému povinných minimálnych rezerv je stabilizovať úrokové sadzby na peňažnom trhu a vytvoriť (resp. zväčšiť) štrukturálny deficit likvidity v bankovom sektore. (Európska centrálna banka, Eurosystem, Európsky systém centrálnych bánk, 2009; Uskutočňovanie menovej politiky v eurozóne, 2008)

Obr. 5 Nástroje menovej politiky eurosystemu



Zdroj: *Nástroje menovej politiky, ECB, 2009*

4.6 Analýza vplyvu sadzby hlavnej refinančnej operácie ECB na vývoj inflácie v eurozóne

Od 1. januára 2009, v súvislosti so zavedením eura v Slovenskej republike, odvodzujú banky na Slovensku svoje úrokové miery od úrokových mier, ktoré vyhlasuje ECB. Eurosystem plní úlohy centrálného bankovníctva pre eurozónu. Hlavným cieľom Eurosystemu je udržiavať cenovú stabilitu. Cenovú úroveň, a tým v konečnom dôsledku i hospodársku aktivitu ovplyvňuje Eurosystem určením základných úrokových sadzieb. Za základnú úrokovú sadzbu sa považuje sadzba hlavnej refinančnej operácie.

Ak ECB, v štandardnej ekonomickej situácii, zvýši kľúčovú úrokovú sadzbu, varuje pred hrozbou zvýšenej inflácie. Komerčné banky na toto zvýšenie reagujú zvýšením svojich úrokových sadzieb pre klientov, čo následne utlmí investičné zámery podnikov i spotrebiteľské plány obyvateľstva. Keďže sa zníži objem úverov v ekonomike, zníži sa tiež spotreba podnikov a obyvateľstva, čo sa prejaví poklesom inflácie.

Na druhej strane, ak je rast cien nízky, ECB znižuje kľúčovú úrokovú sadzbu, čo vyvolá pokles úrokových sadzieb komerčných bánk pre ich klientov. Nízke úrokové sadzby stimulujú u podnikateľov i obyvateľstva dopyt po úveroch. Zvýšený objem úverov podporí spotrebu a investovanie podnikov i obyvateľstva, čo sa následne prejaví v hospodárskom raste.

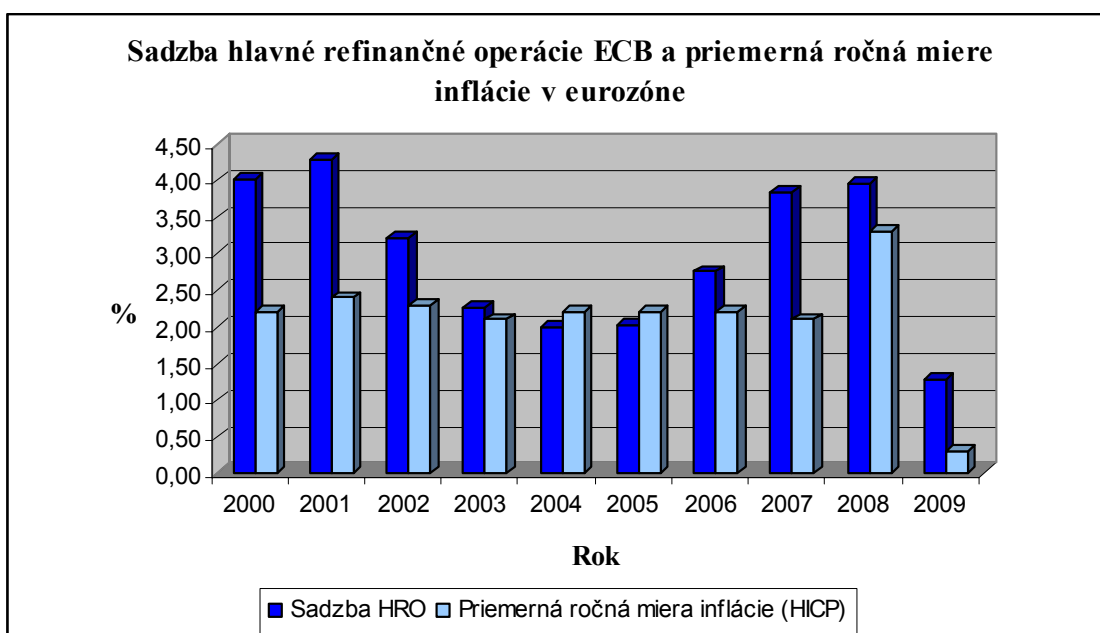
Ako sme už spomenuli, výkon ekonomiky môžeme posudzovať aj na základe makroekonomického ukazovateľa, akým je miera inflácie. Kľúčovým indikátorom vývoja cenovej hladiny (inflácie) je v EMÚ harmonizovaný index spotrebiteľských cien (HICP).

V rámci eurozóny sme sa preto zamerali na to, aký vplyv mala sadzba hlavnej refinančnej operácie, nástroj jednotnej menovej politiky, na mieru inflácie počas desaťročného obdobia. Prostredníctvom regresnej analýzy sme tak chceli dokázať vplyv jednotnej monetárnej politiky na výkonnosť ekonomiky v eurozóne.

Aj v tomto prípade sme zvolili jednoduchý lineárny regresný model, na základe ktorého sme popísali závislosť miery inflácie (závislá premenná y) od sadzby hlavnej refinančnej operácie ECB (nezávislá premenná x). Rovnica priamky má potom nasledovný tvar:

$$\text{Miera inflácie} = a + b * \text{Sadzba HRO}$$

Graf 6 Vývoj sadzby HRO a priemernej ročnej miery inflácie v rokoch 2000 - 2009



Zdroj: ECB, Eurostat, vlastné spracovanie

Po dosadení údajov do regresie sme dostali nasledovný výstup:

Multiple R (korelačný koeficient) = 0,66, čiže môžeme povedať, že existuje dostatočne silná závislosť medzi premennou y (miera inflácie) a premennou, ktorá ju vysvetľuje (HRO).

R Square (koeficient determinácie), $R^2 = 43,46 \%$, čo znamená, že kvantifikovaným regresným modelom sme na 43,46 % vysvetlili zmeny v chovaní závisle premennej y (miera inflácie). Na základe tohto výsledku môžeme ale povedať, že vypočítaným regresným modelom sme vysvetlili variabilitu vzájomných premenných na 43,46 % a 56,54 %-ný podiel nevysvetlenej variability nám zostal.

Significance F <0,05 – to znamená, že model ako celok je štatisticky významný, preukázaný a teda môžeme s ním pracovať.

Coefficients (koeficienty):

vypočítaná hodnota pre a: 0,7618

vypočítaná hodnota pre b: 0,4618

Rovnica nášho modelu má potom tvar: Miera inflácie = 0,7618 + 0,4618 * Sadzba HRO

Interpretácia: Ak by sadzba HRO bola nulová, miera inflácie by bola rovná 0,7618 %. Ak by sa sadzba HRO zvýšila o 1 %, vzrástla by miera inflácie o 0,4618 %.

Z hľadiska signifikantnosti modelu ako celku môžeme konštatovať, že model je významný. Avšak hodnotu koeficientu determinácie, ktorá nám vyšla nepovažujeme za

optimálnu, nakoľko sme lineárnym regresným modelom vysvetlili variabilitu miery inflácie od sadzby hlavné refinančné operácie na 43,46 %. Treba si však uvedomiť, že na konečnú úroveň rastu cenovej hladiny vplyvajú aj viaceré faktory, ktoré žiadna centrálna banka na svete nedokáže v plnej miere ovplyvniť, sú to faktory mimo jej pôsobnosti. Sú to tzv. exogénne šoky výkonu menovej politiky, najmä zmeny fiškálnej politiky, zmeny globálnej ekonomickej aktivity, klimatické vplyvy, cenové šoky na trhu komodít (napr. rýchlo rastúce ceny ropy, kovov, potravín a iných základných komodít). Tieto faktory sa výraznou mierou pričínili o výrazné výkyvy cenovej hladiny v eurozóne aj v SR v rokoch 2008 a 2009.

4.7 Spoločná menová politika od roku 2009 a výkonnosť ekonomiky SR

Zavedením eura sme teda stratili kontrolu nad našou monetárnou politikou a SR sa od roku 2009 stala subjektom spoločnej menovej politiky ECB vychádzajúcej z potrieb eurozóny ako celku.

V roku **2009** pôsobila ECB v náročnom prostredí spôsobenom globálnou finančnou krízou. Tento rok sa začal rýchlym poklesom hospodárskej aktivity na celom svete. V priebehu roka sa potom prejavovalo veľmi pozvoľné oživovanie, pričom inflácia zostala na veľmi nízkej úrovni. Celkovo sa reálny HDP eurozóny znížil o 4 % a priemerná ročná inflácia dosahovala 0,3 %, čo bola najnižšia hodnota v histórii eurozóny. Bol to opačný extrém ako v roku 2008, kedy inflácia výrazne prekročila inflačný cieľ a bola najvyššia v histórii eurozóny (3,3 %). Od októbra 2008 ECB razantne znižovala hlavnú refinančnú sadzbu. Posledné zníženie bolo uskutočnené v máji 2009 a základná sadzba ECB odvtedy zotrúva na historickom minime 1 %. Tým, že ECB rýchlo znižovala základnú úrokovú sadzbu chcela stimulovať ekonomickú aktivitu a medzibankové toky peňazí v súvislosti s finančnou krízou a hospodárskou recesiou.

V čase keď bolo výrazne narušené fungovanie finančného systému centrálna banka nebola schopná realizovať štandardnú menovú politiku a ovplyvňovať ňou cenu peňazí a teda celú reálnu ekonomiku. ECB preto zvolila cestu špeciálnych opatrení, ktorých cieľom bolo zlepšiť podmienky financovania a tok úverov do ekonomiky v rozsahu, aký by nebol možný len samotným znížením základných úrokových sadzieb ECB. Za tým účelom ECB poskytovala likviditu prostredníctvom hlavných refinančných operácií, ktoré uskutočňovala formou tendrov s pevnou úrokovou sadzbou a neobmedzeným objemom pridelených prostriedkov a predĺžila maximálnu splatnosť svojich refinančných operácií.

Ďalej zvýšila počet úverových inštitúcií, ktoré sa kvalifikovali pre tieto obchody a rozšírila kolateráty, ktorými mohli zabezpečovať svoje pôžičky. Vďaka tomu došlo počas roka k značnému zlepšeniu podmienok financovania v eurozóne.

Z pohľadu výkonnosti slovenskej ekonomiky bol rok **2009** nepochybne najťažším v existencii samostatnej SR. Výkonnosť ekonomiky SR zaznamenala v tomto roku pomerne vysoký prepad, kedy sa medziročný pokles reálneho HDP pohyboval v rozpätí 5-6 % a zároveň sa miera evidovanej nezamestnanosti v období január – november zvýšila o 3,4 % a dosiahla 12,4 %. K prepadu výkonnosti slovenskej ekonomiky prispeli všetky zložky agregátneho dopytu s výnimkou verejných financií.

Ekonomika pocítila tvrdé dopady finančnej a hospodárskej krízy, ktorá začala v druhej polovici roka 2008 v USA a postupne prerástla do globálnej economickej krízy s negatívnymi dopadmi na ekonomiku krajín EÚ, vrátane Slovenska. Prenos hospodárskej krízy na Slovensko spôsobil najmä výrazný pokles slovenského exportu, ktorý pri vysokej otvorenosti ekonomiky mal tvrdý dopad aj na pokles HDP. Príčinou recesie bolo tiež výrazné zníženie objemu zahraničných investícií.

Zavedenie eura v tomto období malo pre slovenskú ekonomiku veľký význam. Napriek tomu, že bol rok 2009 pre Slovensko ťažkou skúškou, práve vďaka prijatiu eura bolo na ňu pripravené v porovnaní so susedmi o čosi lepšie. Naše ekonomické prostredie je vďaka vstupu do eurozóny stabilnejšie a predvídateľnejšie v porovnaní s okolitými krajinami. Na Slovensku sa zavedením eura vytvorila stabilizačná kotva, ktorá redukovala mieru neistoty podnikania, investovania a tiež pôsobila stabilizačne na prílevy a odlevy zahraničných investícií v SR. Takisto sa odstránili kurzové, transakčné a rôzne administratívne náklady, z čoho vyplýva ešte lepšie prepojenie Slovenska s trhmi eurozóny. Slovensko má teda voči okolitým krajinám, ktoré používajú vlastnú národnú menu, výhodu predovšetkým vďaka odstráneniu kurzového rizika.

V druhej polovici roka 2009 sa začala ekonomická situácia stabilizovať v globálnom meradle a v nadväznosti na to aj v SR. Výhody novej meny by sa mali výraznejšie prejavíť, keď sa ekonomická situácia oživí, a teda v roku 2010 a v ďalších rokoch možno očakávať pozitívne efekty členstva v eurozóne.

5 Záver

Hlavným cieľom bakalárskej práce bolo zhodnotiť vplyv monetárnej politiky na výkonnosť ekonomiky SR. Vykonávateľom monetárnej politiky je centrálna banka, ktorá má k dispozícii nástroje prostredníctvom ktorých dokáže ovplyvňovať základné makroekonomické ukazovatele.

V prvej časti práce sme popísali teoretické východiská pre monetárnu politiku a objasnili sme, akým spôsobom môže monetárna politika ovplyvniť hospodársky vývoj. V ďalšej časti sme charakterizovali nástroje monetárnej politiky NBS, zosumarizovali výkon monetárnej politiky NBS, jej opatrenia a zásahy do ekonomiky v rokoch 2000 - 2008 a vytvorili sme prehľad vývoja výkonnosti ekonomiky SR so zameraním na HDP.

Splnenie hlavného cieľa bakalárskej práce sme dosiahli prostredníctvom jednoduchého lineárneho regresného modelu, pomocou ktorého sme analyzovali vplyv základnej úrokovej sadzby NBS na vývoj HDP SR počas rokov 1999 – 2008. Na základe dosiahnutých výsledkov môžeme konštatovať, že ZÚS NBS mala v sledovanom období štatisticky preukázaný vplyv na vývoj HDP SR a potvrdil sa nám aj predpoklad, že so znižujúcou sa ZÚS veľkosť HDP rastie.

Aj vďaka rozvážnej menovej politike NBS sa podarilo Slovensku naplniť konvergenčné kritériá ako kľúčovú podmienku pre zavedenie eura. Po vstupe Slovenska do eurozóny stratila NBS menovú autonómiu a rozhodovacie právomoci sa presunuli na ECB.

V druhej časti práce sme preto popísali nástroje menovej politiky ECB a zamerali sme sa na analýzu a kvantifikovanie vplyvu ZÚS ECB (sadzba hlavné refinančné operácie) na mieru inflácie v eurozóne. Aj v tomto prípade sme pomocou regresnej analýzy potvrdili, v súlade s teóriou, závislosť miery inflácie od sadzby hlavné refinančné operácie. Avšak hodnotu koeficientu determinácie, ktorá nám vyšla, nepovažujeme za optimálnu, nakoľko sme lineárnym regresným modelom vysvetlili variabilitu miery inflácie od sadzby hlavné refinančné operácie na 43,46 % a 56,54 %-ný podiel nevysvetlenej variability nám zostal. Tento podiel pripisujeme tomu, že vývoj cien môžu z krátkodobého hľadiska ovplyvniť aj iné faktory, ktoré sú mimo dosah centrálnej banky, napr. komoditné cenové šoky, zmeny fiškálnej politiky, globálnej ekonomickej aktivity atď. Nakoľko je medzi zmenou menovej politiky a jej dopadom na ceny určitý časový sklz, nedokáže menová politika zabrániť určitému krátkodobému vplyvu týchto faktorov na infláciu. Avšak z dlhodobého hľadiska sa prispôbovaním menovej politiky dajú účinky neočakávaných šokov kompenzovať.

6 Zoznam použitej literatúry

ANDRESIČ, P. 2010. Výkon a zmeny menovej politiky po prijatí eura. In *Biatec : odborný bankový časopis*. Bratislava : NBS, roč. 18, 2010, č. 2, s. 6-9. ISSN 1335-0900.

ÁRENDÁŠ, M. 2007. *Makroekonómia I*. Nitra : SPU, 2007. 273 s. ISBN 978-80-8069-914-7.

BEŇOVÁ, E. – HÁČIK, V. – ROMANČÍKOVÁ, E. a i. 2007. *Financie a mena*. 2. dopln. a preprac. vyd. Bratislava : IURA EDITION, 2007. 391 s. ISBN 978-80-8078-142-2.

BRACJUN, A. 2008. *Hospodárska politika Európskej únie*. Bratislava : Sprint dva, 2008. 221 s. ISBN 978-80-969927-8-2.

DUFALA, V. – ORVISKÁ, M. – IZÁKOVÁ, K. 2006. *Financie a mena : vybrané problémy*. Banská Bystrica : Univerzita Mateja Bela, 2006. 176 s. ISBN 80-8083-275-7.

Európska centrálna banka. 2008. Vymedzenie rámca menovej politiky. In *Uskutočňovanie menovej politiky v Eurozóne : Všeobecná dokumentácia o nástrojoch a postupoch menovej politiky Eurosystemu*. [online]. 2008 [cit. 2010-04-30], s. 8-10. Dostupné na internete: <<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/gendoc2008sk.pdf>>. ISSN 1830-284X.

Európska centrálna banka. 2009. *Európska centrálna banka, Eurosystem, Európsky systém centrálnych bánk*. [online]. Frankfurt nad Mohanom : Európska centrálna banka, 2009 [cit. 2010-05-04]. 34 s. Dostupné na internete: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/escb_sk_websk.pdf>. ISBN 978-92-899-0403-2.

GERDESMEIER, D. 2009. *Cenová stabilita: prečo je dôležitá aj pre teba?* [online]. Frankfurt nad Mohanom : Európska centrálna banka, 2009 [cit. 2010-04-30]. 78 s. Dostupné na internete: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/whypricestability_sk.pdf>. ISBN 978-92-899-0425-4.

KOLLÁR, M. – MESEŽNIKOV, G. – BÚTORA, M. 2009. *Slovensko 2008 : Súhrnná správa o stave spoločnosti*. Bratislava : Inštitút pre verejné otázky, 2009. 749 s. ISBN 978-80-89345-15-1.

KONEČNÁ, R. 2010. Znamená vstup SR do eurozóny potrebu prehodnotenia názvu odboru menovej politiky, resp. opodstatnenia jeho existencie? In *Biatec : odborný bankový časopis*. Bratislava : NBS, roč. 18, 2010, č. 2, s. 3-5. ISSN 1335-0900.

Kríza dočasne zmierni pozitíva eura. 2009 [online] [cit. 2010-03-04]. Dostupné na internete: <<http://hnonline.sk/c1-33469830-kriza-docasne-zmierni-pozitiva-eura>>.

LISÝ, J. – BORZOVÁ, A. – ČAPLÁNOVÁ, A. a i. 2002. *Ekonomía : všeobecná ekonomická teória.* 4. preprac. a dopln. vyd. Bratislava : IURA EDITION, 2002. 507 s. ISBN 80-89047-35-1.

LISÝ, J. – PETRIČOVÁ, J. – ČAPLÁNOVÁ, A. 1999. *Dejiny ekonomických teórií : vývoj ekonomickej vedy.* II. dopln. a rozš. vyd. Bratislava : ELITA, 1999. 356 s. ISBN 80-85323-93-1.

MAJEROVÁ, M. 2008. *Vysvetlenie pojmov v tabuľke Regresia v Tools/Data Analysis v Exceli* [online] [cit. 2010-05-09]. Dostupné na internete: <<http://www.fem.uniag.sk/Martina.Majorova/files/em-cviko2-doplnok.pdf>>.

Národná banka Slovenska – jej úlohy v Eurosysteme. 2009 [online] [cit. 2010-03-04]. Dostupné na internete: <<http://www.nbs.sk/sk/publikacie/publikacie-nbs/ostatne-publikacie>>.

Nástroje menovej politiky. 2009 [online] [cit. 2010-03-04]. Dostupné na internete: <http://www.ecb.int/ecb/educational/facts/monpol/html/mp_007.sk.html>.

NOVÁK, J. – ŠLOSÁR, R. 2008. *Základy ekonómie a ekonomiky pre stredné školy.* Bratislava : SPN, 2008. 232 s. ISBN 978-80-10-01346-3.

OBTULOVIČ, P. 2005. *Regresná a korelačná analýza (RaKA) resp. Korelačný počet* [online] [cit. 2010-05-09]. Dostupné na internete: <www.fem.uniag.sk/cvicenia/ksov/obtulovic/.../prednaska9.ppt>.

OCHOTNICKÝ, P. – AUTNER, R. 2010. *Základné makroekonomické rámce vývoja slovenskej ekonomiky v roku 2010.* [online]. Bratislava : Slovenská obchodná a priemyselná komora, 2010 [cit. 2010-05-06]. 70 s. Dostupné na internete: <http://www.eprogress.sk/domain/eprogress/files/temy_foto/mgmt/sopk_makroanaliza_2010.pdf>. ISBN 978-80-89105-40-3.

Právna a inštitucionálna konvergencia [s.a.] [online] [cit. 2010-03-04]. Dostupné na internete: <[http://www.rokovania.sk/appl/material.nsf/0/4A81C6F0F4602B91C1256D63003BF91E/\\$FILE/Zdroj.html](http://www.rokovania.sk/appl/material.nsf/0/4A81C6F0F4602B91C1256D63003BF91E/$FILE/Zdroj.html)>.

- REVENDA, Z. – MANDEL, M. – KODERA, J. a i. 1996. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. Praha : MANAGEMENT PRESS, 1996. 613 s. ISBN 80-85943-06-9.
- SAMUELSON, P. A. – NORDHAUS, W. D. 1992. *Ekonomía I*. 13. vyd. Bratislava : BRADLO, 1992. 419 s. ISBN 80-7127-030-X.
- SAMUELSON, P. A. – NORDHAUS, W. D. 2000. *Ekonomía*. 1. vyd. Bratislava : ELITA, 2000. 820 s. ISBN 80-8044-059-X.
- SERENČEŠ, P. 2006. *Financie a mena*. Nitra : SPU, 2006. 151 s. ISBN 80-8069-768-X.
- SOBEK, O. 1999. *Menová teória a politika*. Bratislava : EKONÓM, 1999. 125 s. ISBN 80-225-1087-4.
- SZABÓ, I. – TURANSKÝ, V. – KOVÁČ, J. a i. 2008. Stratíme nezávislú menovú politiku. In *Hospodárske noviny : magazín Euro – mimoriadna príloha o eure*. Bratislava : ECOPRESS, roč. 16, 2008, č. 183, s. 41. ISSN 1335-4701.
- ŠEVČOVIC, P. 2010. Postavenie centrálnej banky po zavedení eura. In *Biatec : odborný bankový časopis*. Bratislava : NBS, roč. 18, 2010, č. 2, s. 2. ISSN 1335-0900.
- ŠRAMKO, I. 2010. Spoločná mena – iniciátorka hospodárskych a organizačných zmien. In *Biatec : odborný bankový časopis*. Bratislava : NBS, roč. 18, 2010, č. 2, ISSN 1335-0900.
- VINCÚR, P. – BACOVÁ, V. – BARÁNIK, M. a i. 1997. *Hospodárska politika*. Trnava : KON-PRESS, 1997. 358 s. ISBN 80-85413-30-2.
- VINCÚR, P. – BLAŠKOVÁ, M. – FIFEKOVÁ, E. a i. 2006. *Teória a prax hospodárskej politiky*. Bratislava : SPRINT, 2006. 432 s. ISBN 80-89058-60-1.
- Výročná správa 2000. 2001 [online] Bratislava : Národná banka Slovenska. [cit. 2010-04-30]. Dostupné na internete: <<http://www.nbs.sk/sk/publikacie/publikacie-nbs/vyrocna-sprava/vs-2000-kapitoly>>.
- Výročná správa 2001. 2002 [online] Bratislava : Národná banka Slovenska. [cit. 2010-04-30]. Dostupné na internete: <<http://www.nbs.sk/sk/publikacie/publikacie-nbs/vyrocna-sprava/vs-2001-kapitoly>>.
- Výročná správa 2002. 2003 [online] Bratislava : Národná banka Slovenska. [cit. 2010-04-30]. Dostupné na internete: <<http://www.nbs.sk/sk/publikacie/publikacie-nbs/vyrocna-sprava/vs-2002-kapitoly>>.

Výročná správa 2003. 2004 [online] Bratislava : Národná banka Slovenska. [cit. 2010-04-30]. Dostupné na internete: <<http://www.nbs.sk/sk/publikacie/publikacie-nbs/vyrocna-sprava/vs-2003-kapitoly>>.

Výročná správa 2004. 2005 [online] Bratislava : Národná banka Slovenska. [cit. 2010-04-30]. Dostupné na internete: <<http://www.nbs.sk/sk/publikacie/publikacie-nbs/vyrocna-sprava/vs-2004-kapitoly>> ISBN 80-8043-095-0.

Výročná správa 2005. 2006 [online] Bratislava : Národná banka Slovenska. [cit. 2010-04-30]. Dostupné na internete: <<http://www.nbs.sk/sk/publikacie/publikacie-nbs/vyrocna-sprava/vs-2005-kapitoly>> ISBN 80-8043-105-1.

Výročná správa 2006. 2007 [online] Bratislava : Národná banka Slovenska. [cit. 2010-04-30]. Dostupné na internete: <<http://www.nbs.sk/sk/publikacie/publikacie-nbs/vyrocna-sprava/vs-2006-kapitoly>> ISBN 978-80-8043-113-6.

Výročná správa 2007. 2008 [online] Bratislava : Národná banka Slovenska. [cit. 2010-04-30]. Dostupné na internete: <<http://www.nbs.sk/sk/publikacie/publikacie-nbs/vyrocna-sprava/vs-2007-kapitoly>> ISBN 978-80-8043-125-9.

Výročná správa 2008. 2009 [online] Bratislava : Národná banka Slovenska. [cit. 2010-04-30]. Dostupné na internete: <<http://www.nbs.sk/sk/publikacie/publikacie-nbs/vyrocna-sprava/vs-2008-kapitoly>> ISBN 978-80-8043-133-4.

ZIMKOVÁ, E. 2009. *Neštandardná menová politika Európskej centrálnej banky* [online] [cit. 2010-05-06]. Dostupné na internete: <http://www.derivat.sk/files/konferencia_forfin2009/Zimkova.pdf>.

Webové stránky:

<http://www.nbs.sk>

<http://www.ecb.int>

<http://www.statistics.sk>

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu>

<http://www.finance.sk>

7 Prílohy

Príloha 1 Základná úroková sadzba NBS (do 31. 12. 2002 diskontná sadzba) a limitná úroková sadzba NBS pre dvojtýždňové REPO tendre

Od	Do	Diskontná sadzba (p. a.)	Základná úroková sadzba NBS (p. a.)	Limitná úroková sadzba NBS pre dvojtýždňové REPO tendre (p. a.)
10.12.2008	31.12.2008	-	2,50 %	2,50 %
12.11.2008	09.12.2008	-	3,25 %	3,25 %
29.10.2008	11.11.2008	-	3,75 %	3,75 %
25.04.2007	28.10.2008	-	4,25 %	4,25 %
28.03.2007	24.04.2007	-	4,50 %	4,50 %
27.09.2006	27.03.2007	-	4,75 %	4,75 %
26.07.2006	26.09.2006	-	4,50 %	4,50 %
31.05.2006	25.07.2006	-	4,00 %	4,00 %
01.03.2006	30.05.2006	-	3,50 %	3,50 %
01.03.2005	28.02.2006	-	3,00 %	3,00 %
29.11.2004	28.02.2005	-	4,00 %	4,00 %
01.07.2004	28.11.2004	-	4,50 %	4,50 %
29.04.2004	30.06.2004	-	5,00 %	5,00 %
29.03.2004	28.04.2004	-	5,50 %	5,50 %
22.12.2003	28.03.2004	-	6,00 %	6,00 %
26.09.2003	21.12.2003	-	6,25 %	6,25 %
18.11.2002	25.09.2003	6,50 %		6,50 %
30.10.2002	17.11.2002	8,00 %	-	8,00 %
27.04.2002	29.10.2002	8,25 %	-	8,25 %
01.01.2002	26.04.2002	7,75 %	-	7,75 %
26.03.2001	31.12.2001	8,80 %	-	7,75 %
27.12.2000	25.03.2001	8,80 %	-	8,00 %
31.08.2000	26.12.2000	8,80 %	-	8,25 %
29.05.2000	30.08.2000	8,80 %	-	8,50 %
13.01.1996	28.05.2000	8,80 %	-	-
06.10.1995	12.01.1996	9,75 %	-	-
17.03.1995	05.10.1995	11,00 %	-	-
20.12.1993	16.03.1995	12,00 %	-	-
01.01.1993	19.12.1993	9,50 %	-	-

Vysvetlivky: ■ Banková rada NBS na svojom 26. rokovaní dňa 12. decembra 2002 rozhodla o zavedení základnej úrokovej sadzby Národnej banky Slovenska od 1.1.2003. Základná úroková sadzba Národnej banky Slovenska je úroková sadzba Národnej banky Slovenska pre dvojtýždňové REPO tendre. Ak sa vo všeobecne záväzných právnych predpisoch používa pojem „diskontná úroková sadzba Národnej banky Slovenska“, alebo „diskontná úroková sadzba Štátnej banky česko-slovenskej“, rozumie sa tým základná úroková sadzba Národnej banky Slovenska. ■ Úroveň diskontnej sadzby Národnej banky Slovenska je počnúc 1. januárom 2002 totožná s úrovňou "limitnej úrokovej sadzby NBS pre dvojtýždňové REPO tendre".

Zdroj: www.nbs.sk

Príloha 2 Historický časový rad sadzieb ECB

Platné od	Jednodňové sterilizačné operácie	Hlavné refinančné operácie		Jednodňové refinančné operácie
		Tendre s fixnou úrokovou sadzbou	Tendre s variabilnou úrokovou sadzbou	
		Fixná sadzba	Minimálna akceptovaná sadzba	
13.5.2009	0,25%	1,00%		1,75%
8.4.2009	0,25%	1,25%		2,25%
11.3.2009	0,50%	1,50%		2,50%
21.1.2009	1,00%	2,00%		3,00%
1.1.2009	2,00%	2,50%		3,00%
12.11.2008	2,75%	3,25%		3,75%
15.10.2008 ⁵⁾	3,25%	3,75%		4,25%
9.10.2008 ⁴⁾	3,25%			4,25%
8.10.2008	2,75%			4,75%
9.7.2008	3,25%		4,25%	5,25%
13.6.2007	3,00%		4,00%	5,00%
14.3.2007	2,75%		3,75%	4,75%
13.12.2006	2,50%		3,50%	4,50%
11.10.2006	2,25%		3,25%	4,25%
9.8.2006	2,00%		3,00%	4,00%
15.6.2006	1,75%		2,75%	3,75%
8.3.2006	1,50%		2,50%	3,50%
6.12.2005	1,25%		2,25%	3,25%
6.6.2003	1,00%		2,00%	3,00%
7.3.2003	1,50%		2,50%	3,50%
6.12.2002	1,75%		2,75%	3,75%
9.11.2001	2,25%		3,25%	4,25%
18.9.2001 ³⁾	2,75%		3,75%	4,75%
31.8.2001	3,25%		4,25%	5,25%
11.5.2001	3,50%		4,50%	5,50%
6.10.2000	3,75%		4,75%	5,75%
1.9.2000	3,50%		4,50%	5,50%
28.6.2000 ²⁾	3,25%		4,25%	5,25%
9.6.2000	3,25%	4,25%		5,25%
28.4.2000	2,75%	3,75%		4,75%
17.3.2000	2,50%	3,50%		4,50%
4.2.2000	2,25%	3,25%		4,25%
5.11.1999	2,00%	3,00%		4,00%
9.4.1999	1,50%	2,50%		3,50%
22.1.1999	2,00%	3,00%		4,50%
4.1.1999 ¹⁾	2,75%	3,00%		3,25%
1.1.1999	2,00%	3,00%		4,50%

1) Dňa 22. decembra 1998 ECB oznámila, že v období 4. až 21. januára 1999 v rámci výnimočného opatrenia znižuje rozpätie medzi jednodňovými sadzbami na 50 základných bodov, aby umožnila trhovým účastníkom prispôbiť sa novému režimu.

2) Dňa 8. júna 2000 ECB oznámila, že od vysporiadania operácií 28. júna 2000 budú hlavné refinančné operácie vykonávané ako tendre s variabilnou úrokovou sadzbou. Minimálna akceptovaná sadzba predstavuje minimálnu úrokovú sadzbu, ktorú môže protistrana ponúknuť v tendri.

3) Zmena zo dňa 18. septembra 2001 začala platiť pri tendri uskutočnenom v rovnaký deň.

4) Od 9. októbra 2008 znížila ECB rozpätie medzi jednodňovými sadzbami z 200 základných bodov na 100 základných bodov.

5) Dňa 8. októbra 2008 vyhlásila ECB, že počnúc operáciami vysporiadanými 15. októbra 2008 budú hlavné refinančné operácie vykonávané ako tendre s fixnou úrokovou sadzbou pri plnej akceptácii ponúk s úrokom sadzbou pre hlavné refinančné operácie. Táto zmena nahradzuje prechádzajúce rozhodnutie (z rovnakého dňa) o znížení minimálnej akceptovanej sadzby o 50 základných bodov pre hlavné refinančné operácie vykonávané ako tendre s variabilnou sadzbou.

Zdroj: www.nbs.sk