

ANALÝZA OPTIMÁLNEJ MONETÁRNEJ STRATÉGIE PRE NBS Z HĽADISKA BEZPROSTREDNÝCH CIEĽOV

Marianna Neupauerová
Ekonomická fakulta TU
Slovensko
Marianna.Neupauerova@tuke.sk

ABSTRAKT

Cieľom tohto článku je porovnanie silných a slabých stránok jednotlivých monetárnych stratégií centrálnych bánk z hľadiska bezprostredných cieľov a návrh optimálnej stratégie NBS. Národná banka Slovenska využíva v súčasnosti explicitné inflačné ciele v súlade s existujúcimi svetovými trendmi. Táto stratégia prináša pre národné hospodárstvo ako celok, pre jednotlivé regióny ako aj konkrétne ekonomické subjekty viacero výhod. Bolo však zavedené inflačné ciele včas? Je žiaduce sledovať dosiahnutie inflačného cieľa za každých okolností? Aj na tieto otázky sa tento príspevok pokúša odpovedať.

KLÚČOVÉ SLOVÁ

monetárna stratégia, bezprostredný cieľ, centrálna banka, monetárne ciele, ciele menového kurzu, inflačné ciele

1. Úvod

Vplyv centrálnych bánk na priaznivé makroekonomické ale aj mikroekonomické prostredie v jednotlivých regiónoch je nesporný, a to predovšetkým z dlhodobého hľadiska. Vhodná a transparentná monetárna stratégia vytvára predpoklady pre účinnejšie dosahovanie monetárnych cieľov. To následne podporuje podnikateľské aktivity na národnej i regionálnej úrovni. Centrálné banky vo svete aplikovali rozličné stratégie monetárnej politiky. Monetárne stratégie môžu byť formulované aj z hľadiska sprostredkujúcich (bezprostredných) cieľov. Hodnotenie týchto stratégií sa realizuje predovšetkým na základe dosahovania konečných cieľov.

2. Komparácia monetárnych stratégií z hľadiska bezprostredných cieľov

V posledných rokoch mnohé centrálné banky začali uprednostňovať cenovú stabilitu ako konečný cieľ svojej

stratégie. Existuje niekoľko dôvodov pre takúto stratégiu [1]:

- nízka inflácia podporuje ekonomický rast,
- problémy v súvislosti s časovou nekonzistenciou sú menšie,
- lepšia súčinnosť monetárnej a fiškálnej politiky, a pod.

No na druhej strane ani ciele cenovej stability za každú cenu nie je priaznivé. Obzvlášť sa to týka tranzitívnych ekonomík, ktoré skôr či neskôr museli alebo musia prejsť dezinfláciou. Preto vysokú mieru inflácie v 90-tych rokoch napr. v SR nemusíme hodnotiť negatívne.

Postupne sa pri aplikácii monetárnej politiky vyvinuli tri hlavné stratégie odvodené na základe sprostredkujúcich resp. bezprostredných cieľov monetárnej politiky:

- a) monetárne ciele (monetary targeting),
- a) ciele menového kurzu (exchange rate targeting),
- c) inflačné ciele (inflation targeting).

2.1 Monetárne (menové) ciele

Monetárne ciele predstavuje stratégiu, pri ktorej centrálna banka sleduje a ciele peňažné agregáty (tzn. menovú bázu, M1, M2 alebo M3 agregát). Konečným cieľom je nízka a stabilná miera inflácie.

Monetárne ciele je založené na troch základných aspektoch:

- Centrálna banka sa musí vedieť spoľahnúť na informácie signalizované vývojom menových agregátov.
- Centrálna banka oznamuje ciele úrovne menových agregátov.
- Centrálna banka by mala disponovať sledovateľným mechanizmom, ktorý by umožňoval odstraňovať veľké a systematické odchýlky od stanovených monetárnych cieľov.

Výhody monetárneho ciele sú najmä nasledujúce:

- Centrálna banka sa zameriava hlavne na domáce záujmy.
- Ekonomika je značne nezávislá z hľadiska uplatňovania monetárnej politiky od iných krajín.

- Pôsobenie centrálnej banky je transparentné.
- Čitateľnosť pôsobenia centrálnej banky rastie, časová nekonzistencia klesá.
- Menová báza a agregát M1 sú lepšie kontrolovateľné ako miera inflácie.

Nevýhody monetárneho cielenia sú napr. tieto:

- Neexistuje stabilný a predikovateľný vzťah medzi operatívnymi premennými a infláciou.
- Širšie menové agregáty M2 a M3 sú ťažko kontrolovateľné.
- Vzťah medzi menovými agregátmi a mierou inflácie je otázný.

V tranzitívnych ekonomikách môže byť použitie monetárneho cielenia ešte nevýhodnejšie vzhľadom na to, že dopyt po peniazoch býva veľmi nestály kvôli početným štrukturálnym a inštitucionálnym zmenám, cenovým šokom, prenikaniu nových finančných aktív a hráčov. Preto si mnohé tranzitívne ekonomiky zvolili radšej cielenie menového kurzu.

2.2 Cielenie menového kurzu

V prípade cielenia menového kurzu slúži výmenný kurz ako nominálna kotva. Konečným cieľom je nízka a stabilná miera inflácie.

Hlavné výhody stratégie založenej na celení menového kurzu sú [1]:

- Centrálna banka tu využíva automatický mechanizmus:
- Depreciačné faktory spôsobia sprísnenie monetárnej politiky.
- Apreciačné faktory vedú k uvoľneniu menovej politiky.
- Centrálna banka sa vyznačuje vysokou transparentnosťou, následne je časová inkonzistencia nižšia.
- Výhodou pre tranzitívne krajiny usilujúce sa o dezinfláciu je, že cielenie menového kurzu je dobrým signálom pre formovanie očakávaní súkromného sektora.

Nevýhody tejto stratégie sú napr.:

- Domáce záujmy sú sledované veľmi málo.
- Ekonomika stráca úplnú nezávislosť v monetárnej oblasti.
- Ekonomické šoky sú prenášané z vonkajšieho prostredia.
- Zvýšená zraniteľnosť finančnými krízami.
- Nevyhnutné sú kontroly kapitálu, aby sa zabránilo špekulatívnym útokom v kapitálovej oblasti.
- Cieľ nízkej a stabilnej miery inflácie sa preto ukazuje byť nedosiahnuteľný.

2.3 Inflačné cielenie

Inflačné cielenie predstavuje monetárnu stratégiu, ktorá je založená na absencii sprostredkujúcich cieľov monetárnej politiky. Centrálna banka sa snaží dosiahnuť konečný cieľ, ktorým je aj tentoraz nízka a stabilná miera inflácie, priamo pôsobením monetárnych nástrojov, najčastejšie úrokových sadzieb.

Bernanke, Laubach, Mishkin, Posen [2] definujú inflačné cielenie ako rámec pre monetárnu politiku charakterizovaný verejným oznámením oficiálnych kvantitatívnych cieľov (alebo rozsahov cieľa) pre mieru inflácie na jeden alebo viac časových horizontov a explicitným potvrdením, že nízka a stabilná inflácia je primárnym dlhodobým cieľom monetárnej politiky.

Päť základných prvkov inflačného cielenia [1]:

- Verejné oznámenie strednodobých inflačných cieľov numerickým spôsobom.
- Cenová stabilita je primárnym konečným a dlhodobým cieľom, ostatné ciele majú podriadenú úlohu a sú brané do úvahy len z krátkodobého hľadiska.
- Transparentná a jasná komunikácia plánov, cieľov a rozhodnutí smerom k verejnosti. Monetárne opatrenia sú tiež oznamované verejnosti. Všetky zmeny v monetárnej politike sú ekonomickým subjektom vysvetlené.
- Vysoká miera sledovateľnosti monetárnych autorít.
- Ekonomické subjekty poznajúce dôsledne stratégiu centrálnej banky sa správajú konzistentne s primárnym cieľom a tým posilňujú pôsobenie monetárnej autority.

Podmienky pre zavedenie inflačného cielenia sú nasledovné [1]:

- Centrálna banka by mala disponovať dostatočnou nezávislosťou, a tak môže plne niesť zodpovednosť za dosiahnuté výsledky.
- Centrálna banka sa musí vzdať ďalších nominálnych kotiev, aby neexistoval konflikt medzi rešpektovaním týchto kotiev a dosahovaním cenovej stability ako konečného cieľa. Preto býva režim fixných výmenných kurzov väčšinou nekompatibilný s menovou stratégiou inflačného cielenia.
- Samotné vyhlásenie cenovej stability za konečný cieľ ešte nie je jednoznačne definovaným konceptom. Je potrebné ustanoviť explicitnú nominálnu kotvu, v tomto prípade explicitný numerický inflačný cieľ.
- Inflačné cielenie je charakterizované závislosťou cieľov, ale nezávislosťou nástrojov. Inflačné ciele by mali byť spoločne vyhlásené centrálnou bankou ako aj vládou. To by predstavovalo nepriamy záväzok vlády posilňovať inflačné cielenie svojou fiškálnou politikou.
- V ekonomike by nemala dominovať fiškálna politika, čo je rizikom najmä v tranzitívnych ekonomikách. Preto môže dochádzať k vysokej inflácii kvôli priamemu alebo nepriamemu financovaniu rozpočtového deficitu. Z tohto dôvodu by použitie financií centrálnej banky vládou malo byť obmedzené (obmedzenie tzv. úverových liniek). Monetárna a fiškálna politika by

- mali byť koordinované, čo v praxi znamená absenciu fiškálnych inflačných tlakov [3]
- Sledovateľnosť, transparentnosť, zrozumiteľnosť monetárnej stratégie.
 - Predpoklady finančnej stability, rozvoja finančného systému a inštitucionálneho rozvoja. To umožní nezávislosť pri aplikácii nástrojov. Vyspelejšie finančné trhy umožnia lepšie fungovanie transmisných kanálov, a teda aj efektívnejšie pôsobenie monetárnej politiky.
 - Schopnosť centrálnej banky predikovať budúci vývoj makroekonomických veličín, aby bola cieľná inflácia reálne dosiahnuteľná. Čím lepšie dokáže centrálna banka predpovedať vývoj, tým skôr zvolí vhodnejší monetárny nástroj. Správne predikcie si vyžadujú dostatočné pochopenie pôsobenia mechanizmov transmisných kanálov monetárnej politiky, ale aj dostatočne dlhé časové rady makroekonomických ukazovateľov a najmä malú citlivosť ekonomiky na rôzne externé a transformačné šoky.
 - Dôležitá je aj vonkajšia stabilita, čiže čo najmenejšie fluktuácie menového kurzu.

Monetárna stratégia vo forme inflačného cieleňa sa môže realizovať v dvoch modifikáciách. Rozlišujeme teda:

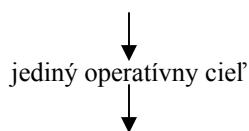
- a) Explicitné inflačné cieleňa („full-fledged inflation targeting = „riadne inflačné cieleňa“)
- b) Implicitné inflačné cieleňa („inflation targeting lite = „odľahčené inflačné cieleňa“)

Explicitné inflačné cieleňa

Pri tejto monetárnej stratégii centrálna banka plne dodržiava všetkých päť prvkov inflačného cieleňa uvedených vyššie. Monetárna autorita explicitne predpovedá mieru inflácie a explicitne verejne oznamuje numerickú hodnotu inflačného cieľa v strednodobom horizonte. Prísne a záväzne dodržiava vytýčený kvantifikovaný cieľ.

Monetárna politika je relatívne priamočiara, jednoznačná:

používanie jedného hlavného monetárneho nástroja



jediná nominálna kotva (tzn. jediný konečný cieľ)

Implicitné inflačné cieleňa

Pri tejto monetárnej stratégii centrálna banka dodržiava iba niektoré z piatich základných prvkov inflačného cieleňa. Monetárna autorita realizuje krátkodobé a explicitné predikcie. Implicitne, neverejne stanoví hodnoty konečných cieľov v krátkodobom horizonte. Nemusi prísne a záväzne dodržiavať hodnoty vytýčených

cieľov. Neexistuje taká veľká kontrola odbornou či laickou verejnosťou.

Monetárna politika je menej priamočiara, jednoznačná:

používanie viacerých hlavných monetárnych nástrojov



viacero nominálnych kotiev (tzn. viac konečných cieľov)

Hlavným dôvodom pre zavedenie implicitného inflačného cieleňa namiesto explicitného je úplná alebo čiastočná absencia nevyhnutných podmienok monetárnej stratégie vo forme inflačného cieleňa. Centrálna banka má napr. nedostatočné znalosti o fungovaní transmisných kanálov, a preto používa viacero nástrojov a cieľov.

Implicitné inflačné cieleňa by malo byť len prechodnou stratégiou k riadnemu, tzn. explicitnému inflačnému cieleňu. Napokon, tak to bolo aj v prípade Slovenska. V roku 2002 aplikovala NBS implicitné inflačné cieleňa [4] a od januára 2005 aj explicitné cieleňa. Po vstupe SR do mechanizmu ERM II 29.11.2005 prijala NBS špecifickú formu inflačného cieleňa, ktorá sa nazýva ako *explicitné inflačné cieleňa v podmienkach ERM II*, pri ktorom NBS musí zároveň sledovať stabilný menový kurz SKK voči euru s fluktuáčnym pásmom +/- 15% okolo centrálnej parity počas obdobia dvoch rokov.

3. Monetárne stratégie v SR z hľadiska bezprostredných cieľov

SR do októbra 1998 využívala režim fixného kurzu. Fixný menový kurz bol pre SR teda nominálnou kotvou, ktorá uľahčovala dosahovanie konečného cieľa – cenovej stability. Od októbra 1998 prešlo Slovensko na riadený floating (managed floating), a tak Slovensko stratilo nominálnu kotvu. Nahradilo ju až od roku 2000 v rámci stratégie inflačného cieleňa. Je otázne, či vyše ročné obdobie bez nominálnej kotvy bolo pre transformujúcu sa krajinu prospešné. Na jednej strane bolo zrejmé, že Slovenská republika ešte nespĺňala všetky podmienky pre zavedenie explicitného inflačného cieleňa, avšak aspoň implicitné inflačné cieleňa už bolo zrealizovateľné.

Tabuľka 3.1: Režimy menového kurzu NBS

| rok | Režim menového kurzu | Hranice oscilačného pásma | Referenčné meny |
|-----------|--|--|-----------------|
| 1993-1997 | fixný kurz so symetrickými hranicami oscilácie | +/- 0,5 (1993/94) +/- 1,5 (1994/95) +/- 3,0 (1996) | menový kôš |

| | | | |
|---------------------------|---|--|-----------------------|
| | | +/- 5,0 (1997) | |
| 1998 | - fixný kurz so symetrickými hranicami oscilácie, - riadený floating | +/- 7,0 (do októbra) - bez oscilačných hraníc | -menový kôš, -euro |
| 1999-do súčasnosti | riadený floating | bez oscilačných hraníc | euro |

Zdroj: [4]

Stratégia centrálnej banky a režim menového kurzu ponúkajú niekoľko možných kombinácií, ktoré sa pri realizácii monetárnej politiky môžu vyskytnúť. Kombinácie, ktoré existujú všeobecne ako aj tie, ktoré NBS počas svojej histórie využila sú znázornené v nasledujúcej tabuľke [5]:

Tabuľka 3.2: Strategické možnosti NBS

| Politický rámec / Kurzový režim | Fixný peg | Crawling peg | Riadený floating | Čistý floating |
|---------------------------------|-----------------|--------------|--------------------|----------------|
| Explicitné inflačné ciele | | | od konca roka 2004 | |
| Implicitné inflačné ciele | | | od roku 2000 | |
| Kurzové ciele | do októbra 1998 | | od októbra 1998 | |
| Menové ciele | | | | |

Zdroj: [5] a [6]

Prekážky zavedenia inflačného cielea v začiatkoch existencie SR a všeobecne v tranzitívnych ekonomikách:

Slovenská republika ako aj iné tranzitívne ekonomiky nespĺňala podmienky inflačného cielea uvedené vyššie. V prípade SR k najdôležitejším prekážkam patrili:

- Malá a otvorená ekonomika je oveľa náchylnejšia na externé šoky ako iné krajiny. Preto je komplikovanejšie prognózovať makroekonomický vývoj a udržiavať vonkajšiu stabilitu ekonomiky, napr. čo sa týka výmenného kurzu. Mnohým neštandardným šokom sú tranzitívne ekonomiky vystavené aj kvôli samotnému procesu transformácie (napr. cenové deregulácie, politické a spoločenské zmeny).
- Ďalšie komplikácie v prognózovaní súvisia s krátkymi časovými radmi tranzitívnych ekonomik, ktoré disponujú s relevantnými makroekonomickými údajmi až po prechode na trhovú ekonomiku. Pre Slovensko sú

tieto časové rady ešte kratšie, z dôvodu krátkej histórie Slovenskej republiky. Avšak tieto ťažkosti budú postupom času eliminované.

- Prekážkou zavedenia inflačného cielea bolo aj nedostatočné porozumenie pôsobenia transmisných kanálov monetárnej politiky.
- Častejšie využívanie priamych netrhových nástrojov ako nepriamych, čiže trhových najmä v prvých rokoch existencie SR. Používanie priamych monetárnych nástrojov sa všeobecne podľa ekonomickej teórie aj praxe považuje za menej efektívne ako použitie nepriamych nástrojov. Avšak kvôli nedostatočnému rozvoju finančných trhov, systémov a inštitúcií, aplikácia trhových nástrojov v počiatkoch ani nebola možná v takom rozsahu, ako by bolo žiaduce.
- Menej rozvinuté a menej stabilné finančné trhy spôsobujú, že zmeny v cenách aktív neposkytujú dostatok informácií a dokonca nie vždy správne údaje o ekonomických fundamentoch a trhových očakávaniach.
- Do roku 1998 nebola fiškálna politika vlády vždy v súlade s monetárnou politikou centrálnej banky. Aj z tohto dôvodu bolo dosahovanie vytýčených cieľov zložitejšie. Monetárna stratégia vo forme inflačného cielea by v takomto nesúrodnom prostredí ani nemohla fungovať.

Veľmi dôležitou prekážkou inflačného cielea je nemožnosť plnej kontroly konečného cieľa centrálnou bankou. Ak je konečným cieľom napr. index spotrebiteľských cien (CPI) a zmeny v nepriamych daniach, cenové deregulácie a iné zmeny sú často realizované vládou, centrálna banka dokáže kontrolovať a ovplyvňovať len relatívne malú frakciu CPI. V prípade tranzitívnych ekonomik sú zmeny v nepriamych daniach a deregulácie cien pomerne časté. Preto niektoré krajiny cielea skôr jadrovú, prípadne čistú infláciu. Napr. Česká republika v počiatkoch zavedenia inflačného cielea, teda od roku 1998 cieľila mieru rastu indexu čistej inflácie. No zároveň sa usilovala o cielea CPI do budúcnosti, hneď ako to zmiernenie rozdielov medzi čistou a celkovou infláciou dovolí. A tak od apríla 2001 prešla ČNB na cielea celkovej inflácie prostredníctvom indexu CPI [7], resp. neskôr prostredníctvom HICP. Zmeny v jadrovej alebo čistej inflácii sú lepšie predikovateľné než zmeny v celkovej inflácii. Avšak na druhej strane sú ukazovatele jadrovej, resp. čistej inflácie pre verejnosť menej čitateľné a zrozumiteľné, a to narušuje základnú podmienku transparentnosti inflačného cielea. Preto niektoré krajiny cielea CPI už od samého začiatku, napr. Poľsko od r. 1998 [3]. Všeobecne možno povedať, že voľba ukazovateľa inflačného cielea je kompromisom medzi transparentnosťou a zodpovednosťou centrálnej banky. Voľba ukazovateľa jadrovej, prípadne čistej inflácie môže tiež znamenať, že cieľom centrálnej banky je predovšetkým dlhodobý trend inflačného vývoja. Voľba indikátora CPI predstavuje záujem centrálnej banky

eliminovať aj krátkodobé fluktuácie inflácie. SR cieľila hneď po zavedení inflačného cieľenia ukazovateľ CPI. Po vstupe do Európskej únie bol CPI nahradený harmonizovaným indexom spotrebiteľských cien (HICP), nakoľko sa SR zaviazala naplňať stratégiu prijatia eura a z hľadiska konvergenčných podmienok je HICP relevantným ukazovateľom. Index CPI, resp. HICP je síce menej pod kontrolou NBS v porovnaní s jadrovou alebo čistou infláciou. No rozdiely medzi nimi sú čoraz menšie ako už bolo vysvetlené vyššie.

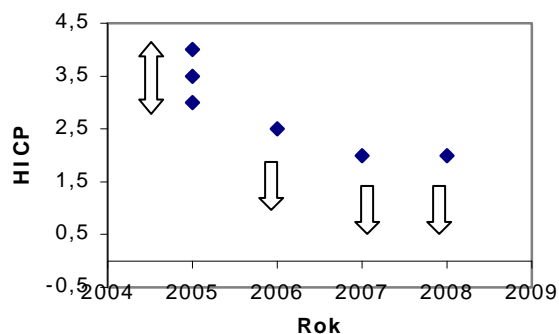
Pre efektívne uplatňovanie inflačného cieľenia by mala NBS realizovať **aktívnu a otvorenú komunikačnú stratégiu**, ktorá by mala pozostávať z čo najväčšieho počtu nasledujúcich prvkov [3]:

- a) Pravidelne publikované správy o ukazovateľoch inflácie sú dôležitým zdrojom informácií. NBS publikuje pravidelne každý mesiac Menový prehľad, ktorý je od roku 1996 dostupný aj na internetovej stránke NBS. Sú v ňom publikované dosiahnuté hodnoty rôznych ukazovateľov inflácie za sledované obdobie, príspevky k celkovej inflácii jej jednotlivých zložiek, možné budúce zdroje inflácie. O vývoji inflácie informuje NBS aj v rámci od roku 2004 pravidelne publikovaných Komentárov k rozhodnutiu Bankovej rady NBS o určení úrokových sadzieb.
- b) Súčasťou komunikačnej stratégie by mali byť informácie o princípoch monetárnej politiky. V prípade NBS sa možno oboznámiť s niektorými jej princípmi vo Výročných správach NBS, v mesačných Menových prehľadoch a v Menových programoch na nasledujúce obdobie.
- c) Pravidelné publikovanie inflačných prognóz. Od apríla roku 2005 NBS publikuje Strednodobú kvartálnu predikciu, ktorú chce publikovať aj v budúcnosti na nasledujúce štvrtroky.
- d) Publikovanie použitej metodológie prognózovania. NBS v dokumente o Strednodobej kvartálnej predikcii nepriamo vysvetľuje, ktoré faktory pri predikcii zohľadňuje. NBS charakterizuje východiskovú pozíciu ekonomiky, Index reálnych menových podmienok, vstupné exogénne ukazovatele a napokon endogénne faktory.
- e) Centrálna banka by mala v rámci svojej komunikačnej stratégie poskytovať vysvetlenie k opatreniam, ktoré prijme v prípade nedosiahnutia krátkodobých monetárnych cieľov. NBS takéto vysvetlenia týkajúce sa budúcich možných opatrení publikuje v Menových prehľadoch, v Menových programoch ako aj v Komentároch k rozhodnutiu BR NBS o určení úrokových sadzieb a tiež ich proklamuje vo forme Správ z rokovaní Bankovej rady, prípadne vo forme verbálnych vyhlásení guvernéra NBS, ktoré môžu niekedy pôsobiť ako slovné intervencie.
- f) Komunikačná stratégia by mala obsahovať aj vysvetlenia minulých krokov, respektíve prípadnú absenciu korekčných opatrení. Podobné vysvetlenia vzťahujúce sa na minulé kroky NBS sa nachádzajú

najmä vo Výročných správach, prípadne v Menových prehľadoch.

- g) Monetárna autorita by mala obozretne predvídať možné budúce monetárne riziká budúceho vývoja. Tieto možné budúce riziká bývajú uvedené predovšetkým v Menových programoch na nasledujúce obdobie.
- h) Včasné oznámenia o zmenách v monetárnej politike a vysvetlenia odôvodňujúce tieto zmeny. Tieto oznámenia NBS zvyčajne publikuje v rámci Správ z rokovaní Bankovej rady, prípadne vo forme verbálnych vyhlásení guvernéra NBS.

Stratégia explicitného inflačného cieľenia predpokladá **optimálne zvolenie koridorov inflačného cieľa**, tzn. pásma cieľenej inflácie. Príliš úzky koridor vedie k nestabilite monetárnych nástrojov, na druhej strane príliš široký koridor môže znižovať kredibilitu centrálnaj banky. V roku 1998 si určila ČNB koridor iba +/- 0,5 %. V roku 1999 ho rozšírila na +/- 1,5 %. Poľská národná banka si v roku 1999 stanovila pásmo +/- 0,25 %, ktoré neskôr rozšírila na +/- 0,6% [3]. NBS si v roku 2005 zvolila koridor +/-0,5 okolo cieľenej inflácie 3,5% harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien. Tento cieľ aj splnila. Hodnota HICP bola k decembru 2005 3,9; zatiaľ čo priemerná ročná inflácia bola 2,73%. V nasledujúcich rokoch je určená skôr horná hranica ako to vyplýva z nasledujúceho grafu. Graf vyjadruje cieľenú hodnotu HICP ku koncu príslušného roka:



Zdroj: [8]

Graf 3.3: Inflačný cieľ NBS do roku 2008

Časový horizont prognózovania v rámci inflačného cieľenia by mal byť tiež **optimálny**. Ak je časový horizont príliš krátky, centrálna banka reaguje na zmeny pričasto. Zmeny v úrokových mierach sa hneď prejavujú v outpute aj inflácii a podľa druhého Taylorovho predpokladu inflačné cieľenie bude krátkodobou v neprospech rastu HDP. Ak je zase časový horizont veľmi dlhý, pôsobenie monetárnej politiky je neúčinné. Časový horizont by mal zodpovedať dobe opozdenia (time-lags) transmisných mechanizmov. Ako ukazujú viaceré štúdie, napr. od

Batini, Haldane; [9]; optimálnym horizontom je jeden kvartál. To zodpovedá aj časovému horizontu, ktorý si zvolila NBS.

Zodpovednosť centrálnej banky by mala byť jasne definovaná. Predpokladáme, že centrálna banka môže ovplyvňovať infláciu len v obmedzenom rozsahu. Niekedy je zložité určiť, či nesplnenie vytýčeného inflačného cieľa je spôsobené šokmi a faktormi mimo pôsobenia monetárnej autority alebo či je to spôsobené nevhodnými opatreniami monetárnej politiky. Preto je vhodné špecifikovať **situácie, v ktorých môže byť inflačný cieľ modifikovaný, prípadne nesplnený**. Ide o tzv. **únikovú klauzulu** (escape clause) [3].

V roku 1998 minula ČNB vytýčený cieľ, a preto na nasledujúce obdobie definovala niekoľko výnimiek, keď je možné stanovený cieľ nedodržať [3]:

- Výrazná odchýlka svetových cien surovín a energií v porovnaní s prognózovanými hodnotami.
- Výrazné fluktuácie výmenného kurzu, ktoré nesúvisia s vývojom základných domácich ukazovateľov ani s monetárnou politikou.
- Významné zmeny v podmienkach poľnohospodárskej produkcie s dopadom na cenu poľnohospodárskych výrobkov.
- Výskyt prírodných pohrôm a podobných výnimočných situácií s nákladovými a dopytovými vplyvmi na ceny.

Výnimky z plnenia inflačného cieľa v SR sú nasledujúce [8]:

- Plnenie inflačného cieľa je podmienené znižovaním fiškálneho deficitu podľa deklarovanej trajektórie na úroveň pod 3% v roku 2007 (vrátane nákladov dôchodkovej reformy). Vyšší fiškálny deficit v jednotlivých rokoch, respektíve celková zmena smerovania fiškálnej politiky môže ohroziť plnenie inflačného cieľa.
- Dopad administratívnych zásahov (úpravy regulovaných cien a nepriamych daní) do cenovej hladiny presahujúci 1,0 percentuálneho bodu v roku 2005, 0,6 p.b. v roku 2006, 0,8 p.b. v 2007 a 1,1 p.b. v 2008.
- Výrazné výkyvy cien energetických surovín.
- Výrazný pohyb výmenného kurzu (najmä voči USD), ktorý nesúvisí s opatreniami menovej politiky a vývojom ekonomických fundamentov, ale môže byť celoregionálnym dôsledkom.
- Ceny potravín (v dôsledku neočakávaných klimatických podmienok, možných zmien v jednotnej poľnohospodárskej politike).
- Rozsiahle životné pohromy.

Možno predpokladať, že ak by vymedzenie výnimiek z inflačného cielenia chýbalo, hodnotenie NBS resp. akejkoľvek centrálnej banky v monetárnej oblasti by bolo značne sťažené. Presné určenie tzv. únikových klauzúl prispieva k transparentnosti monetárnej politiky, naopak, vágne vymedzenie by mohlo oslabiť zodpovednosť

centrálnej banky. Výnimky definované pre NBS možno považovať za dostatočne presne vymedzené. No v nasledujúcich obdobia spolu s rastúcou štandardizáciou makroekonomického prostredia by bolo žiaduce ich ešte viac zúžiť a skonkretizovať.

4. Záver

Výber optimálnej monetárnej stratégie NBS nemá pozitívny dopad len na samotnú centrálnu banku ale aj na jednotlivé ekonomické subjekty. Explicitné inflačné cielenie vo funkcii transparentnej nominálnej kotvy by malo podporiť dlhodobé dosahovanie cenovej stability ako hlavného monetárneho cieľa. Následne sa vytvárajú predpoklady pre stabilitu finančných a peňažných trhov, pre zvýšenie úverových možností podnikateľských subjektov, a teda celkovo aj pre podnikateľské aktivity v rámci všetkých regiónov Slovenska rovnako. Vhodná monetárna stratégia centrálnej banky má paušálne priaznivé účinky, tzn. prináša rovnaké výhody pre všetky regióny. Tento príspevok bol vypracovaný v rámci projektu VEGA 1/2561/05.

Clearly indicate advantages, limitations, and possible applications.

Použitá literatúra:

- [1] Nell, M. 2004a. *Monetary Policy Strategies – Overview and Evaluation*. Working paper NBS. Marec. s. 1-21.
- [2] Bernanke, B., Laubach, T., Mishkin F. S., Posen A. S. 1999. *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. Princeton.
- [3] Brucháčová, A. 2000. *Comparison of the Economic and Monetary Development of Slovakia, the Czech Republic, Hungary, Poland and Slovenia*. Inštitút menových a finančných štúdií NBS. Bratislava. Február, s. 12 – 33.
- [4] NBS. 2003. *Výročná správa 2002*. Bratislava, NBS. s. 22.
- [5] Nell, M. 2004c. *Implicitné inflačné cielenie a výber optimálneho režimu výmenného kurzu*. Biatec, september. s.14-16.
- [6] Marcinčin, A. a Beblavý, M. 2000. *Hospodárska politika na Slovensku 1990 – 1999*. Bratislava: Centrum pre spoločenskú a mediálnu analýzu. ISBN 80-968147-1-0. s.117.
- [7] Česká národní banka. 2006. *Cílování inflace v ČR*. http://www.cnb.cz/cz/menova_politika/cilovani.html#inflacni_cile. Publikované január 2006.
- [8] NBS. 2004. *Menový program NBS do roku 2008*. <http://www.nbs.sk> Národná banka Slovenska. s. 1-36. Publikované december 2004.

[9] Batini, N., a Haldane, A. G. 1999. *Forward-Looking Rules of Monetary Policy*. In Bank of England, Working Paper Series no. 91, január.