

Konvertibilita a devízový kurz slovenskej koruny vo vzťahu k Európskej únii

Anežka JANKOVSKÁ*

1. Pripravenosť Európskej únie na prijatie kandidátskych krajín

Rozširovanie Európskej únie o 10 krajín strednej a východnej Európy (Poľsko, Maďarsko, Česká republika, Slovinsko, Estónsko, Slovenská republika, Litva, Lotyšsko, Rumunsko a Bulharsko) a Cyprus a Maltu je spolu so zavedením Európskej menovej únie (EMÚ) hlavnou súčasťou komplexného procesu vytvárania novej úrovne ekonomickej integrácie. Nikdy v minulosti neašpiroval taký veľký počet krajín na členstvo v Európskej únii, navyše s takou rozdielnou úrovňou ekonomík. Okrem toho pridružené krajiny nedokončili proces ekonomických, a niektoré i politických reforiem, neukončili proces privatizácie, nemajú ukončenú reštrukturalizáciu ekonomiky, sú málo konkurencieschopné na trhoch EÚ a majú veľké nedostatky v štátnej správe. Od týchto krajín sa zároveň vyžaduje prijatie legislatívy EÚ a jej presadenie v kandidátskych štátoch.

Aj samotné členské štáty Európskej únie vidia riziká jednak v rýchlom rozšírení EÚ o uvedené krajiny, a to predovšetkým v *nevyhnutných dodatočných nákladoch*, ktoré vyvolávajú prerozdelenie existujúcich výdavkov z rozpočtu EÚ alebo zvýšenie príspevkov, jednak *vo veľkých rozdieloch ekonomickej úrovne pridružených krajín*, čo si bude tiež žiadať v prípade ich rýchleho vstupu do Európskej únie prijatie osobitných podmienok a prechodných opatrení, ale napokon aj v *nepripravenosti samotnej Európskej únie na ďalšie rozšírenie*. Domnievajú sa, že tieto riziká by mohli ohroziť súdržnosť Európskej únie a vyvolať konflikty a nespokojnosť jednotlivých krajín.

Predstavitelia členských štátov EÚ však dali na zasadaniach Európskej rady v posledných rokoch najavo, že sú pripravení prijať nových členov z krajín strednej a východnej Európy a že im budú vychádzať v ústrety.

Podľa záverov Helsinského samitu EÚ sa v decembri 1999 prijalo rozhodnutie pozvať na rokovania o vstupe do EÚ všetky stredoeurópske kandidátske krajiny, čím stratilo aktuálnosť dovtedajšie členenie kandidátskych krajín na krajiny „prvej“ a „druhej“ vlny.

* doc. Ing. Anežka JANKOVSKÁ, CSc., Ekonomická univerzita v Bratislave, Národohospodárska fakulta, Katedra bankovníctva a medzinárodných financií, Dolnozemska cesta 1, 852 35 Bratislava 5

Ďalšia prekážka vstupu týchto krajín do EÚ bola odstránená na rokovaní ministrov zahraničných vecí 15 členských štátov EÚ v Nice 28. februára 2001, keď – za účasti francúzskeho prezidenta Jacqua Chiraca a premiéra Lionela Jospina – bola oficiálne podpísaná nová *Zmluva o Európskej únii*. Táto zmluva je výsledkom päťdňových decembrových rokovaní na najvyššej úrovni o reformách inštitúcií EÚ.

Na slávnostnom podpise novej zmluvy v priestoroch prefektúry v starej časti Nice sa zúčastnil aj švédsky premiér Goran Persson, ktorého krajina v prvom polroku 2001 predsedá v EÚ, ako aj predsedovia Európskeho parlamentu a Európskej komisie Nicole Fontainová a Romano Prodi.

Nová zmluva nadobudne platnosť až po ratifikácii národnými parlamentmi členských štátov a Európskym parlamentom. Predstavitelia Francúzska prisľúbili, že Francúzsko chce ísť príkladom a ratifikovať zmluvu ako prvé z členov Únie, keďže dokument bol prijatý počas francúzskeho predsedníctva. Nová zmluva po ratifikácii umožňuje rozšírenie Európskej únie o krajiny strednej a východnej Európy.

Nedávny samit EÚ v Göteborgu, ktorý sa konal po neúspešnom referende o pokračovaní rozširovania EÚ v Írsku, potvrdil nezvratnosť tohto procesu. Súčasne určil nepriamo aj termíny vstupu kandidátskych krajín do EÚ, keď odporučil ukončiť rokovania s pripravenými kandidátskymi krajinami do konca roku 2002, aby sa prvé členské štáty mohli zúčastniť už volieb do Európskeho parlamentu v roku 2004.

2. Pripravenosť Slovenskej republiky na vstup do Európskej únie v oblasti menového kurzu slovenskej koruny

Miera pripravenosti Slovenskej republiky na vstup do EÚ bude ovplyvnená predovšetkým troma základnými faktormi, a to *ekonomickou úrovňou, mierou inflácie a stavom vonkajšej ekonomickej nerovnováhy*. Všetky uvedené oblasti sú silne ovplyvňované menovou a devízovou politikou Národnej banky Slovenska, ktorá prešla na novú stratégiu menovej politiky. Po opustení systému pevného menového kurzu s vymedzeným pásmom oscilácie, NBS stratila v istom zmysle oporný bod na rozhodovanie, pretože jej *konečný cieľ* (inflačný) a *sprostredkujúci cieľ* (peňažná masa) prestali byť prepojené transmisným mechanizmom systému pevného menového kurzu. Jej menová politika sa v súčasnosti vo viacerých publikáciách nesprávne charakterizuje ako inflačné cielenie. Je to dôsledok určenia nie dostatočne *transparentného cieľa súčasnej menovej politiky NBS, ktorý je určitým „hybridom“, skladajúcim sa z oznamovania krátkodobej prognózy inflácie NBS (ale nie ako cieľa) a ovplyvňovania kurzového prostredia*.

Vyšší dôraz na mieru inflácie zo strany NBS, predovšetkým na *jadrovú infláciu*, ktorá je vypočítaná z cenového indexu CPI (Current Price Index) a upravená o regulované ceny a spotrebné dane (obsahuje 82 % tovarov CPI), možno zdôvodniť nielen snahou o dosiahnutie hlavného dlhodobého cieľa menovej politiky – stability meny – ale aj zohľadňovaním nového fenoména Európskej menovej únie a úrovne inflácie v krajinách Európskej menovej únie.

Ďalšou dôležitou podmienkou vstupu Slovenskej republiky do EÚ je *vonkajšia peňažná rovnováha pri širokej externej konvertibilitate slovenskej koruny a pomerne stabilnom devízovom kurze*. Vonkajšia nerovnováha by mohla vyvolať obavy z možných devalvácií, z rastu zahraničnej zadlženosti, z neschopnosti pripojiť sa pri vstupe do EÚ k mechanizmu výmenných kurzov – *Exchange Rate Mechanism II* (ERM II) – a dodržať jeho pravidlá, aj keď vstup do uvedeného systému by mal byť dobrovoľný.

Mnohé novovznikajúce trhové ekonomiky v poslednom období začali používať riadený alebo voľne plávajúci menový kurz. To urobila 1. októbra 1998 aj Slovenská republika, ktorá od svojho vzniku v roku 1992 až do uvedeného obdobia používala *pevný systém menového kurzu s rôznymi pásmami oscilácie a metódu odvodzovania menového kurzu od menového koša*. Vývoj používania systémov menového kurzu slovenskej koruny znázorňuje tabuľka 1.

Tabuľka 1

Časový harmonogram systému menového kurzu slovenskej koruny

Obdobie platnosti	Metóda odvodzovania kurzu	Fluktučné pásmo
<i>a) Systém pevného (fixného) výmenného kurzu</i>		
08. 02. 1993 – 13. 07. 1994	menový kôš (USD, DEM, ATS, CHF, FRF)	± 0,5 %
14. 07. 1994 – 30. 09. 1998	menový kôš (60 % DEM, 40 % USD)	
14. 07. 1994 – 31. 12. 1995		± 1,5 %
01. 01. 1996 – 16. 07. 1996		± 3,0 %
17. 07. 1996 – 16. 07. 1996		± 5,0 %
01. 01. 1997 – 30. 09. 1998		± 7 %
<i>b) Systém riadeného floatingu (plávajúceho kurzu)</i>		
01. 10. 1998 – doteraz	zrušený menový kôš, riadenie stabilného kurzového kurzového prostredia NBS; určenie referenčnej meny	nie je určené žiadne
01. 10. 1998 – 31. 12. 1998	referenčná mena DEM	
01. 01. 1999 – doteraz	referenčná mena EUR	

Prameň: Menové prehľady NBS za roky 1993–2000.

Menový kurz po zavedení plávajúcich menových kurzov prestal slúžiť ako nominálna kotva menovej politiky a zabezpečovať jej dôveryhodnosť. Preto niektoré krajiny zaviedli, alebo o tom uvažujú, *menovú politiku založenú na inflačnom*

cielení. Iné krajiny prešli do ďalšieho extrému a zostali alebo začali používať ako základnú nominálnu kotvu menovej politiky prísny fixný menový kurz.

Výskum Medzinárodného menového fondu v oblasti politiky menových kurzov dospel k záveru, že nemožno aplikovať jeden jednoduchý systém menových kurzov pre všetkých členov a za každých okolností. Najmä po kríze v Ázii sa ukázalo, že fixné systémy menových kurzov sú silne a okamžite preverované finančnými trhmi, čo je veľmi nákladné v neusporiadaných podmienkach. Krajiny, ktoré sa rozhodnú pre pevný systém menových kurzov, majú pred sebou veľmi ťažkú úlohu, pretože takýto systém si vyžaduje neomylnosť a silnú a zdravú makroekonomickú politiku. V prípade, že existuje hrozba nesplnenia týchto podmienok, pre krajinu je prijateľnejším riešením systém plávajúcich menových kurzov.

Floating predstavuje väčšiu toleranciu k omylom a je vhodné, ak sa krajiny občas tiež prispôbia aj požiadavkám vonkajšieho trhu. Nehrozí riziko neudržateľného odlevu devízových rezerv z dôvodu zachovania stanoveného pásma oscilácie tak, ako je to pri pevných menových kurzoch. Aj keď jeho zachovanie dáva krajinám priestor pre nezávislejšiu menovú politiku, *vyžaduje si inflačné cielenie.*

Systém pevných menových kurzov je vhodný len za určitých okolností, ako napríklad v krajinách s dlhodobou vysokou infláciou, ktoré sú odhodlané zaviesť prísne a disciplinované makroekonomické politiky a náročné štruktúrne programy.

Pri výbere vhodného systému menového kurzu pomáha aj Medzinárodný menový fond, ktorý vychádza z potrieb danej krajiny a z podmienok, v akých sa krajina nachádza. V tejto súvislosti generálny riaditeľ Medzinárodného menového fondu Horst Kohler dochádza k záveru, že najlepšou voľbou pre mnohé krajiny ostáva systém plávajúcich menových kurzov, hoci v konečnom dôsledku o tom rozhoduje sila uskutočňovaných ekonomických politík a inštitúcií, ktorá je rozhodujúca pre nepretržitý ekonomický rast a finančnú stabilitu.

Voľba systému (režimu) menového kurzu je najvýznamnejšou časťou voľby systému menovej politiky. V tejto súvislosti viedli finančné krízy z 90. rokov spolu so zvyšujúcou sa integráciou finančných trhov k poznaniu, že životaschopné sú buď systémy veľmi prísnych fixných kurzov, napríklad *currency board* (menový výbor), alebo úplná dolarizácia, alebo neriadený plávajúci kurz (*independently floating*). Prevláda názor, že väčšina tvorcov menovej politiky vždy zápasila s problémami pri riadení menových kurzov. Napriek tomu existujú dôvody na to, že uvedené tvrdenie je trochu prehnané. Empirickým dôvodom na takýto názor je skutočnosť, že veľa krajín s otvoreným kapitálovým trhom dokázalo svoje menové kurzy riadiť bez toho, že by sa pripútali k jednému nepružnému cieľu.

Teoretickým dôvodom je to, že keď sa menový kurz stal cieľom tvorcov menovej politiky, jednoduché delenie medzi neodvolateľným *fixingom* a voľným *floatingom* zaniklo. To platí najmä v nových trhových ekonomikách, ktoré na šoky reagovali skôr úpravami úrokových sadzieb než ich menových kurzov.

Aké výhody majú pružné menové kurzy pred stabilnými v súčasnom období?

Jedným z faktorov pôsobiacich v prospech väčšej pružnosti kurzov je vyššia otvorenosť kapitálového účtu. Odstránenie reštrikcií na kapitálovom účte kombinované s technickým pokrokom znižujúcim transakčné a telekomunikačné náklady bolo dôvodom na hlbšie prepojenie nových trhových ekonomik so stále integrovanejšou svetovou ekonomikou.

Prehľbovanie finančnej integrácie bolo sprevádzané narastaním čistej zadlženosti v zahraničných menách. V krajinách, ktoré široko liberalizovali svoje kapitálové účty, sa udržanie fixného menového kurzu stávalo čoraz náročnejšou úlohou. Fixný kurz nielenže obmedzuje menovú politiku, ale navyše vyžaduje aj zdravú fiškálnu politiku a finančné štruktúry dostatočne silné na to, aby vzdorovali tlakom vyšších úrokových sadzieb najmä v obdobiach, keď je potrebné fixný kurz brániť.

Ak neexistujú takéto podporné faktory, potom menové a bankové krízy môžu viesť k veľkým stratám hrubého domáceho produktu. To sa jasne prejavilo počas nedávnej ázijskej krízy, keď prísny fixný kurz v kombinácii s relatívne vysokými úrokovými sadzbami podnietil záujem o zahraničné pôžičky, čím spôsobil, že viaceré krajiny museli nakoniec čeliť nielen menovej, ale aj bankovej kríze.

Ďalšou výhodou väčšej pružnosti menových kurzov je pokles inflácie spojený s rastúcou nezávislosťou a zodpovednosťou centrálnych bánk. V takýchto prípadoch sa potreba fixného menového kurzu ako hlavnej nominálnej kotvy a ako nástroja tvorby dôveryhodnosti menovej politiky stala menej zaujímavou. Niekoľko empirických štúdií ukazuje, že krajiny s fixným menovým kurzom majú tendenciu vykazovať nižšiu infláciu ako krajiny s plávajúcim kurzom. Tento výsledok je však vysoko citlivý na zvolenú vzorku krajín, uvažované časové obdobie a definovanie a hodnotenie kurzových systémov.

Napriek neurčitým dôsledkom zmien objemov a štruktúry zahraničného obchodu viedli uvedené argumenty mnohých pozorovateľov k záveru, že nové vznikajúce trhové ekonomiky by mali mať pružnejšie kurzové systémy než v minulosti. Tento záver však môže byť v prípade viacerých krajín predčasný.

Existujú tri skupiny krajín, pre ktoré by stále mohol byť vhodný prísny fixný menový kurz, alebo dokonca nejaká ďalšia medzipozícia:

• *Veľmi malé ekonomiky* – keď je možné fixovať kurz na menu hlavného obchodného partnera alebo (ak má krajina diverzifikovanejší zahraničný obchod) na menový kôš. Malé ekonomiky majú tendenciu byť veľmi otvorenými, z čoho vyplýva, že makroekonomické prínosy zo zníženia kurzového rizika a transakčných nákladov môžu byť významné. Naopak, náklady spojené s výkonom nezávislej menovej politiky sú pravdepodobne neúmerne vysoké. Hlavným dôvodom je to, že malé ekonomiky majú aj malý devízový trh a pohyby menového kurzu by mohli vyžadovať až zničujúco veľké zmeny úrokových sadzieb.

• *Krajiny s pretrvávajúcou vysokou infláciou, kde hlavným cieľom je zníženie inflácie* – fixovanie na menu krajiny s nízkou infláciou by mohlo byť najlacnejším spôsobom zníženia inflácie a zabezpečenia vybudovania dôveryhodnosti menovej politiky. Pre krajiny, ktoré sú hlbšie prepojené s globálnymi trhmi, a teda viac vystavené pohybu kapitálových tokov, by táto stratégia mohla predstavovať veľké riziká.

Dôležitá je tu však aj vhodná a dôveryhodná ústupová stratégia, pretože fixný kurz obyčajne zahŕňa postupnú stratu vonkajšej konkurenčnej schopnosti. Ak je miera inflácie podstatne vyššia ako u väčšiny obchodných partnerov, možno pred fixným kurzom dať prednosť plazivému menovému kurzu (*crawlingu*). V tomto prípade je dôležité, aby *crawling* bol založený skôr na očakávanej než na minulej inflácii. Inak by takýto fixný kurz stratil svoju kvalitu nominálnej kotvy.

• *Krajiny s plytkými a nerozvinutými finančnými trhmi; krajiny, ktoré regulačnými opatreniami prísne obmedzujú kapitálové toky do zahraničia a krajiny, ktoré majú veľké devízové rezervy* – môžu uprednostniť fixný menový kurz, ktorý možno tiež spojiť s istým stupňom nezávislosti menovej politiky. Typickým príkladom je Čína, ktorá zároveň ťaží z veľkých prebytkov bežného účtu.

Európska komisia už teraz, ešte pred presným stanovením termínov prijatia kandidátskych krajín do EÚ, od nich požaduje, aby svoju politiku menových kurzov prispôbili jednak kodanským kritériám z roku 1993 pre vstup do EÚ, jednak maastrichtským kritériám z roku 1991 pre vstup do Európskej menovej únie.

Deň predtým, ako Európska komisia vydala nové *Správy o pokroku kandidátskych krajín v ich prístupovom procese do Spoločenstva* (7. 11. 2000), došlo k dohode ministrov financií EÚ, ktorí rokovali na úrovni Rady EÚ pre ekonomiku a financie (ECOFIN) o tzv. *trojfázovej stratégii v oblasti menových kurzov* pre budúcich členov EÚ. Jej základnú bázu predstavuje *Správa Ekonomického a finančného výboru EÚ*.

Hoci z uvedenej správy vyplýva, že kandidátskym štátom by sa mala formálne ponechať v prvej, t. j. *predprípravnej fáze* možnosť voľby systému menového

kurzu, smerovanie ich ekonomickej a menovej politiky by už malo zodpovedať perspektíve nadchádzajúceho členstva v EÚ.

Systémy menových kurzov by sa naďalej mali posudzovať individuálne. Spomenutý výbor EÚ argumentuje, že ich voľba by mala zohľadniť viaceré faktory, ako napríklad makroekonomickú stabilitu, uľahčenie transformácie, prípadne mieru účasti na jednotnom trhu. Predpokladá sa, že kandidátske krajiny sa hneď po vstupe do EÚ stanú členmi európskeho mechanizmu výmenných kurzov (Európsky menový systém II). Ďalej sa predpokladá, že už v súčasnosti sa budú podľa toho správať.

Experti jednoznačne odmietajú scenár predčasného a jednostranného prebratia eura kandidátskymi krajinami. Obávajú sa nielen o to, aby sa v *Zmluve o založení ES* neobišlo predpokladané tzv. *stupňovité napredovanie*, ale aj o to, že krajiny v predvstupovom období nebudú dostatočne pripravené tento systém udržať. Predpokladá sa, že prebiehajúce štruktúrne zmeny, ako aj harmonizácia relatívnych cien (energií, práce, domácej meny a pod.) sa budú uskutočňovať dlhšie. Skoré naviazanie na euro by mohlo viesť k finančnému kolapsu, resp. k zastaveniu transformácie ekonomiky. Zároveň by vytvorilo príliš prísne podmienky pre domácich výrobcov a sťažilo ich prístup na svetové trhy.

V druhej fáze, už po pristúpení, bude sa od nových členov očakávať účasť na Európskom menovom systéme II. Tento mechanizmus bol pôvodne zriadený pre krajiny, ktoré sa nezúčastňovali zavedenia jednotnej meny euro (Grécko – od 1. 1. 2001 sa pripojilo k EMÚ, Dánsko). Obsahuje fluktučné pásmo $\pm 15\%$. Systém je dostatočne flexibilný na to, aby sa mu mohli prispôbiť v súčasnosti používané systémy menových kurzov v kandidátskych krajinách. Zásadne však odmieta voľný pohyb príslušnej meny, ako aj jej pevné naviazanie na inú menu ako euro.

V tretej fáze prevezmú terajšie kandidátske krajiny euro za rovnakých podmienok ako ostatní členovia, teda splnením podmienok Maastrichtskej zmluvy.

Slovenská republika používala až do 1. 10. 1998 systém pevného menového kurzu, metódu odvodzovanie kurzu od národného menového koša, ktorého vtedajšia skladba bola 60 % DEM a 40 % USD a pásmo oscilácie kurzu bolo $\pm 7\%$. Od uvedeného dátumu používa systém menového kurzu, ktorý je podľa klasifikácie Medzinárodného menového fondu zaradený do skupiny riadeného floatingu (*managed floating*). Referenčnou menou sa stalo euro (pôvodne to bola nemecká marka). Pozri tabuľku I.

Po zmene systému menového kurzu došlo k devalvácii slovenskej koruny, ktorá sa pohybovala od maximálnej úrovne 31,2 % po 19 % od predchádzajúcej centrálnej parity (maximálne znehodnotenie 48,10 SKK/EUR bolo 19. 5. 1999). Národná banka Slovenska doteraz intervenovala priamo za zhodnotenie

aj znehodnotenie kurzu. V poslednom období sa kurz slovenskej koruny pohybuje okolo 42,190 SKK/EUR a 49,898 SKK/USD (3. 7. 2001). Tento vývoj – vzhľadom na prepojenie koruny a eura – odráža znehodnotenie eura na medzinárodných finančných trhoch a zhodnotenie amerického dolára.

Možno tiež konštatovať, že ak nedôjde k nejakým nepredvídaným okolnostiam, súčasná úroveň menového kurzu by mohla spĺňať aj kritériá ERM II, t. j. väzbu na euro a pohyb kurzu v pásme oscilácie $\pm 15\%$. Dokazuje to vývoj menového kurzu slovenskej koruny na základe priemerných mesačných kurzov v období od júla 1999 do apríla 2001, teda za ostatné 22 mesačné obdobie. Pri vybraných zahraničných menách za sledované dvojročné obdobie nedošlo k väčším výkyvom ako $\pm 15\%$ (okrem JPY, ktorý sa zhodnotil oproti SKK o 19% – priemerný kurz za december 2000). Zhodnotenie alebo znehodnotenie jednotlivých mien za sledované obdobie znázorňuje tabuľka 2.

Za sledované obdobie sa slovenská koruna zhodnotila voči FRF, ITL, NLG, ATS, DEM, EUR a znehodnotila voči JPY, CAD, CHF, USD, GBP a CZK. Celkovo, okrem kurzu SKK voči USD a CZK, sa presadzovala tendencia zhodnocovania slovenskej meny.

Tabuľka 2

Prehľad o zhodnotení a znehodnotení zahraničných mien voči slovenskej korune za obdobie júl 1999 – apríl 2001

FRF – znehodnotenie	- 3.45 %	DEM – znehodnotenie	- 3.45 %
ITL – znehodnotenie	- 3.45 %	CHF – zhodnotenie	+ 1.35 %
JPY – znehodnotenie	+ 8.27 %	USD – zhodnotenie	+ 11.86 %
CAD – zhodnotenie	+ 6.40 %	GBP – zhodnotenie	+ 0.21 %
NLG – znehodnotenie	- 3.45 %	EUR	- 3.45 % ¹
ATS – znehodnotenie	- 3.45 %	CZK – zhodnotenie	+ 2.0 %

¹ Prehľad ukazuje aj naviazanie FRF, ITL, NLG, ATS, DEM na euro a rovnaký pohyb kurzov týchto mien ako eura. Zhodnotenie a znehodnotenie zahraničných mien je vypočítané na základe mesačných priemerov.

Zavedením riadeného floatingu došlo k vytvoreniu určitej objektívnejšej úrovne menového kurzu slovenskej koruny a k jej znehodnoteniu. Súčasný menový kurz slovenskej koruny prispieva k riešeniu vonkajšej nerovnováhy a k znižovaniu deficitu bežného účtu platobnej bilancie. Spolu s ďalšími ekonomickými opatreniami pomáha znižovať domáci dopyt a spotrebu obyvateľstva. Zastavil pokles devízových rezerv oficiálnych subjektov a umožnil ďalší postup pri liberalizácii devízovej politiky v SR.

Podľa posledných odporúčaní ministrov financií EÚ adresovaných kandidátskym krajinám bude potrebné, aby Slovenská republika ešte pred vstupom do Európskej únie prehodnotila svoj systém menového kurzu používaný v súčasnosti a prispôbila ho kritériám ERM II. Pri vstupe do EÚ by už mal systém

menového kurzu slovenskej koruny zodpovedať kritériám ERM II a následne by sa mal zmeniť pri vstupe krajiny do Európskej menovej únie.

Na stretnutí ministrov financií kandidátskych krajín EÚ v Sofii vo februári 2001 sa riešili aj otázky systémov menových kurzov a ich úloha pri zabezpečovaní makroekonomickej stability.

V súčasnosti Česká republika, Slovinsko, Slovenská republika a Rumunsko používajú systém riadeného floatingu, Lotyšsko a Malta pevný systém menového kurzu, Estónsko, Bulharsko a Litva systém *currency board*, Maďarsko a Poľsko používa *crawling peg* s pravidelne upravovanou centrálnou paritou a fluktuácnym pásmom a Cyprus používa systém devízového kurzu s väzbou na inú menu a s fluktuácnym pásmom širším ako $\pm 1\%$. Inflačné ciele v menovej politike z 12 kandidátskych krajín používa iba Poľsko a Česká republika (podľa Výročnej správy MMF za rok 2000).

Podľa vyjadrenia ministerky financií SR Brigity Schmögnerovej by sa pre Slovenskú republiku javil ako najvhodnejší pevný kurzový systém s pásmom oscilácie, čo by v podstate znamenalo návrat k pôvodnému systému, ktorý SR používala pred zavedením floatingu. Ministerka nevyklúčila ani možnosť zväziť využitie systému menového kurzu označovaného ako *currency board* (menová rada, resp. menový výbor), čo je vlastne fixný kurzový systém s naviazaním na niektorú z európskych mien. Pre tento systém je charakteristické, že tvorba domácej meny v krajine závisí od tvorby devízových rezerv v štáte. Ide o prísne rešpektovanie menových pravidiel bez takmer žiadneho priestoru na voľnosť v ekonomickej činnosti vlády. Aktívna menová a vo veľkom rozsahu aj fiškálna politika sú za takýchto podmienok zakázané. Pri *currency board* preberá úlohu domácej centrálnej banky centrálna banka krajiny, na menu ktorej je domáca mena naviazaná.

Problematika samotného výberu najvhodnejšieho systému menového kurzu je však plne v právomoci Národnej banky Slovenska, ktorá má možnosť zvoliť *systém menového kurzu s väzbou na euro a so širším fluktuácnym pásmom, v rámci ktorého sa môže kurz koruny pohybovať (exchange rate within horizontal bands), pokračovať v riadenom floatingu (managed floating) s väčším dôrazom na inflačné ciele, alebo zvoliť menový výbor (currency board)*.

Pre Slovenskú republiku sú možné v zásade dve cesty postupu v oblasti devízového kurzu v predvstupovom procese:

- *buď ísť cestou silného napojenia koruny na euro už v prvej predvstupovej fáze, napríklad pomocou currency board,*
- *alebo cestou voľnejšieho kurzového systému s kombináciou silnej centrálnej banky a jej jednoznačného silného mandátu zodpovednosti za cenovú stabilitu s explicitným alebo implicitným vyjadrením tejto úlohy v inflačnom celi.*

Pre menovú politiku NBS by stratégia založená na *currency board* mohla byť reálna v prípade výraznejších negatívnych zmien v doterajšom ekonomickom vývoji. Tento systém menového kurzu sa zavádza obyčajne vtedy, keď centrálna banka zápasí s problémami vysokej inflácie, ktorú nie je schopná buď kvôli nekonzistentnej hospodárskej, predovšetkým fiškálnej, politike znížiť, alebo jej makroekonomická politika je veľmi krehká, pretože nie je podporovaná zásadnou štruktúrnou adaptáciou mikrosféry.

Currency board sa zavádza i vtedy, keď krajina zápasí s finančnou krízou vyvolanou vonkajšími šokmi, s nedostatočne silným vnútorným ekonomickým potenciálom, keď domáce ekonomické authority (vláda a centrálna banka) nie sú schopné zaviesť dostatočne presvedčivé korekčné mechanizmy na zvládnutie krízy. V tom prípade je nevyhnutné, aby sa „vzdali“ svojej suverenity v rozhodovaní o menovej politike a plne prevzali politiku inej, kredibilnejšej centrálnej banky.¹

Podľa doterajších skúseností NBS a úvah o možných rizikách predvstupového procesu, v Slovenskej republike by mohla nastať takáto situácia iba vtedy, ak by sa nedokončili začaté ekonomické reformy. V dôsledku toho by vzrástla nedôvera domácich subjektov i zahraničia voči slovenskej korune, ktorá by sa mohla dostať pod nezvládnuteľný tlak a príslušné authority by neboli schopné túto situáciu riešiť vlastnou hospodárskou a menovou politikou.

Podľa doterajších úvah, štúdií MMF a názorov mnohých expertov sa pre Slovenskú republiku javí ako prijateľnejšie riešenie NBS, a to *ponechať doterajší voľnejší systém menového kurzu a posilniť zodpovednosť centrálnej banky za cenovú stabilitu s explicitne alebo implicitne vyjadreným inflačným cieľom*. Podľa jej konkretizovaného menového programu na rok 2001 si stanovuje za cieľ menového programu – *dosiahnutie jadrovej inflácie v rozmedzí 3,6–5,3 %; celkovej koncoročnej inflácie 6,7–8,2 % a priemernej inflácie 7,1–8,3 %*. V oblasti menového kurzu uvažuje s relatívne stabilným menovým kurzom voči euru, pričom predpokladá reálnu apreciaciu kurzu v rámci doterajšieho systému menového kurzu – riadeného floatingu. Inflačné ciele, hoci zatiaľ iba implicitne vyjadrené, na rozdiel od prísneho fixného kurzu umožňujú centrálnej banke zamerať sa na domáci vývoj a reagovať na domáce i vonkajšie šoky, pričom oznámený cieľ zakotví inflačné očakávania v oblasti inflácie lepšie než menový agregát alebo úverový cieľ. Zvýšená zodpovednosť NBS upravená legislatívne v kombinácii s jej zameraním na infláciu zmenší i problém rizika, že politické tlaky prinútiť centrálnu banku sledovať ciele, ktoré menová politika nemôže udržateľne dosahovať.

¹ Podľa Výročnej správy MMF za rok 2000 *Currency board* používalo 8 krajín, a to: Argentína, Bosna a Hercegovina, Brunej, Bulharsko, Hong kong, Džibutí, Estónsko a Litva, ktoré používajú menový kurz ako kotvu menovej politiky.

V súčasnosti NBS vidí ešte značné prekážky pre explicitne vyjadrené inflačné ciele. Za nevýhodu explicitne stanoveného inflačného cieľa ako neodvolateľného záväzku považuje to, že reformný proces ešte zďaleka nie je vo svojej podstate ukončený. V súčasnosti má menová politika NBS vysokú dôveru domácej verejnosti i zahraničia a predčasný prechod na explicitné inflačné ciele v prípade nedosiahnutia cieľa by mohol jej dôveryhodnosť vážne naštříbiť. K ďalším argumentom proti explicitne určenému inflačnému cieľu patrí aj skutočnosť, že dosiahnutie inflačného cieľa nezávisí len od centrálnej banky, ale od celkovej hospodárskej politiky vlády, že v SR je vysoký podiel regulovaných cien v spotrebnom koši (dnes cca 20–21 %), ktorých prudké zmeny spolu s rastom nepriamych daní nemôže NBS ovplyvňovať, že pre stanovenie záväzného inflačného cieľa na dlhšie obdobie je nevyhnutné poznať vopred všetky opatrenia vlády a termíny ich realizácie v oblasti regulovaných cien, v oblasti daňovej politiky a iné.

Dôvodmi malej úspešnosti plnenia stanovených cieľov inflácie v transformujúcich sa ekonomikách sú aj vonkajšie rozdiely vo vzťahu k EÚ, ktoré spočívajú v rozdielnych cenových hladinách tovarov, v spotrebe domácností, v nominálnych a reálnych mzdách, vo výkonnosti ekonomik, v produktivite práce a pod.

Významným faktorom, ktorý ovplyvňuje cenovú hladinu v súčasnosti, sú výrazné štruktúrne zmeny, ktoré v slovenskej ekonomike prebiehajú a ktoré sú spojené nielen so zmenami vlastníckych vzťahov a s veľkým prílevom zahraničného kapitálu, ale aj s konkurzmi, s rastúcou nezamestnanosťou a tlakom na deficit verejného sektora.

Vzhľadom na uvedené skutočnosti by sa k prechodu na explicitne stanovené inflačné ciele, pokiaľ sa o tejto stratégii rozhodne, malo pristúpiť po uskutočnení výrazných štruktúrnych zmien v mikrosfére a doznení základných vln zvyšovania regulovaných cien, čo sa predpokladá najskôr v období 2002–2003. Preto v súčasnosti NBS považuje za vhodné vykonávať menovú politiku založenú na implicitne stanovenom inflačnom ciele vo forme prognózy inflácie s kombináciou kurzovej politiky založenej na riadenom floatingu s intervenciami NBS proti jeho nadmernej volatilitě.

3. Súčasná úroveň konvertibility slovenskej koruny a jej perspektívy

Formovanie konvertibility československej koruny a neskôr samostatnej slovenskej koruny sa začalo hneď po vstupe Českej a Slovenskej Federatívnej republiky do Medzinárodného menového fondu. Postupným odbúravaním devízových obmedzení, vytváraním devízového trhu a jednotného jednozložkového

kurzu dochádza k liberalizácii devízovej politiky a k zavedeniu vnútornej konvertibility koruny.

Po rozdelení ČSFR, a neskôr aj československej koruny na českú a slovenskú korunu (8. 2. 1993), začína sa samostatné riadenie devízovej politiky v oboch nástupníckych štátoch. Dňa 1. 10. 1995 bola zavedená vonkajšia voľná vymeniteľnosť slovenskej koruny pre oblasť bežného účtu platobnej bilancie, čím boli splnené požiadavky Medzinárodného menového fondu na konvertibilitu mien členských štátov. Medzinárodný menový fond požaduje od svojich členov vonkajšiu konvertibilitu pre oblasť bežných transakcií, bežného účtu platobnej bilancie, nie pre oblasť kapitálových transakcií, teda finančného a kapitálového účtu platobnej bilancie.

Slovenská republika ďalej pokračovala v postupnom uvoľňovaní devízového hospodárstva právne zakotveného v devízovom zákone. So zreteľom na vytváranie trhového prostredia, integračné ciele, úroveň peňažných nástrojov menovej a fiškálnej politiky postupovala od uvoľňovania najskôr bežných obchodných a neobchodných platieb k uvoľňovaniu kapitálových pohybov, od uvoľňovania dlhodobých finančných vzťahov ku krátkodobým, od uvoľňovania priamych zahraničných investícií k nepriamym zahraničným investíciám.

V súčasnosti konvertibilitu slovenskej koruny určuje Devízový zákon č. 202/1995 Z. z. a jeho novelizácie – č. 45/1998 Z. z., č. 388/1999 Z. z., ako aj č. 442/2000 Z. z. a ďalšie vykonávacie vyhlášky a opatrenia Národnej banky Slovenska a Ministerstva financií SR, a to vykonávacia vyhláška č. 390/1999 Z. z. a jej novelizácia č. 477/2000 Z. z. Cieľom týchto zákonov bola harmonizácia nášho devízového zákona s podmienkami v krajinách OECD a priblíženie sa k právnej úprave v Európskej únii.

Devízový zákon upravuje práva a povinnosti tuzemcov a cudzozemcov pri obchodovaní s devízovými hodnotami, pri nadobúdaní nehnuteľností, pri poskytovaní finančných úverov do zahraničia, pri prijímaní finančných úverov zo zahraničia, pri investovaní v zahraničí, pri ohlasovacej povinnosti, pri povinnosti prevodu peňažných prostriedkov do tuzemska a pri iných devízovo-právnych vzťahoch, upravuje aj pôsobnosť devízových a colných orgánov a devízovú kontrolu, udeľovanie devízových licencií a devízových povolení. Jeho filozofia je taká, že upravuje len tie finančné transakcie, ktoré sa realizujú medzi tuzemcami a cudzozemcami a sú regulované štátom, resp. na ktoré tuzemec potrebuje devízové povolenie od Národnej banky Slovenska. Postupne sa tieto devízové obmedzenia odbúravajú a dochádza k rozširovaniu konvertibility slovenskej koruny.

Poslednou novelou Devízového zákona č. 442/2000 Z. z. došlo k ďalšiemu uvoľneniu devízových vzťahov, predovšetkým v oblasti poskytovania a prijímania

finančných úverov do a zo zahraničia, v oblasti nákupu a predaja zahraničných cenných papierov, v oblasti nadobúdania nehnuteľností v tuzemsku cudzozemcami a nákupu nehnuteľností v zahraničí, v oblasti ručenia tuzemcov za záväzky obchodného partnera – cudzozemca, v oblasti ohlasovacej povinnosti.

Konkrétne išlo o uvoľnenie nasledujúcich opatrení:

Došlo k úplnému uvoľneniu poskytovania finančných úverov od tuzemcov cudzozemcom a prijímania finančných úverov tuzemcov od cudzozemcov bez ohľadu na lehotu splatnosti. Naďalej zostala ohlasovacia povinnosť pri prijatí finančného úveru od cudzozemca alebo pri poskytnutí finančného úveru cudzozemcovi.

Pri zahraničných cenných papierov sa uvoľňuje nákup a predaj zahraničných cenných papierov vydaných cudzozemcom v zahraničí, ak boli nadobudnuté:

- z portfólia tuzemských bánk, z portfólia nebankových subjektov (obchodníkov s cennými papiermi, ktorí majú na obchodovanie so zahraničnými cennými papiermi devízovú licenciu NBS);
- od zahraničného obchodníka s cennými papiermi, ktorý získal povolenie Ministerstva financií SR a NBS na verejné obchodovanie so zahraničnými cennými papiermi v tuzemsku;
- od zahraničného emitenta, ktorý má povolenie Ministerstva financií SR vydať zahraničné cenné papiere na ich obchodovanie na tuzemskom trhu;
- ak ide o zahraničné cenné papiere vydané emitentom, s ktorého cennými papiermi sa obchoduje na burze cenných papierov v zahraničí (ide o kótované cenné papiere na zahraničnej burze);
- ak ide o štátne dlhopisy cudzieho štátu;
- ak ide o zamestnanecké akcie, ktoré vydal zahraničný emitent pre tuzemských zamestnancov jeho organizačnej zložky umiestnenej na Slovensku, alebo ak pracujú v tuzemskej spoločnosti so zahraničnou majetkovou účasťou;
- ak ide o zamestnanecké akcie, ktoré vydal zahraničný emitent s majetkovou účasťou tuzemského podnikateľa v zahraničí pre jeho tuzemských zamestnancov.

Devízový zákon neupravuje, resp. nereguluje zahraničné cenné papiere, ak ide o ich získanie formou daru alebo dedením. Upravuje len nákup alebo predaj zahraničných cenných papierov v prípadoch, ak ide o prijatie šeku alebo zmenky od cudzozemca ako úhradu peňažnej pohľadávky tuzemcovi, cenné papiere, ktoré emitovala zahraničná akciová spoločnosť, aj keď ich emituje v zahraničí a znejú na slovenskú menu, dovoz alebo vývoz cenných papierov. Tuzemec neporuší devízový zákon, ak v súvislosti s nadobudnutím takého cenného papiera je pre neho zriadený alebo vedený majetkový účet v zahraničí. Ak však dôjde k platbe za nákup alebo predaj cenného papiera, musí sa finančná transakcia realizovať len z bankového účtu tuzemca, ktorý je vedený v tuzemskej banke.

Na zahraničné cenné papiere získané akoukoľvek formou v zahraničí sa vzťahuje transferová povinnosť výnosu s výnimkou výdavkov spojených s úschovou a so správou cenných papierov v zahraničí.

Novela devízového zákona ďalej uvoľňuje *nadobúdanie nehnuteľností pre podnikateľov – právnické osoby, ktoré majú sídlo v členských štátoch Európskej únie a v členských štátoch Organizácie pre hospodársku spoluprácu a rozvoj za podmienky, že si založia na účely podnikania na území Slovenskej republiky organizačnú zložku*. Kúpenú nehnuteľnosť môžu podnikatelia využívať len na účely prevádzkových priestorov, súvisiacich s vykonávaním ich podnikateľskej činnosti na území SR. Zároveň sa musí splniť podmienka zápisu tejto organizačnej zložky v rozsahu predmetu podnikania do Obchodného registra SR.

Ruší sa *ohlasovacia povinnosť za finančné transakcie, súvisiace s nákupom nehnuteľností v zahraničí v štátoch OECD*. Novela Devízového zákona ruší aj *ohlasovaciu povinnosť pri finančných transakciách súvisiacich s emisiou tuzemských cenných papierov v zahraničí*.

Po 1. januári 2001 *zostávajú ešte regulované tieto finančné transakcie do zahraničia:*

- priame investície mimo štátov OECD,
- portfóliové investície v zahraničí,
- nákup nehnuteľností mimo členských štátov OECD,
- zriadenie a vedenie účtov v zahraničných bankách, s výnimkou možností uvedených v § 10, ods. 4 Devízového zákona č. 202/1995 Z. z.,
- obchodovanie s finančnými derivátmi,
- nákup zahraničných cenných papierov nad rámec prípadov uvedených v § 15, ods. 4 novely zákona č. 388/1999 Z. z.,
- uvoľnenie nákupu nehnuteľností pre cudzozemcov v tuzemsku,
- ohlasovacia a transferová povinnosť.

Na všetky regulované finančné transakcie potrebuje tuzemec devízové povolenie Národnej banky Slovenska.

Slovenská republika bude pokračovať v ďalšom uvoľňovaní regulovaných finančných transakcií až do ich úplnej liberalizácie, a to najneskôr ku dňu vstupu do Európskej únie.

Aj po poslednej novelizácii sa zachovali dve základné povinnosti tuzemcov, a to *ohlasovacia povinnosť a transferová povinnosť pre tuzemcov*. Ohlasovacia povinnosť po 1. 1. 2001 sa rozšírila na všetkých tuzemcov, teda aj na fyzické osoby a organizačné zložky cudzozemca v tuzemsku, ktoré podnikajú na Slovensku a obchodujú menom materskej firmy so sídlom v zahraničí. Novela zákona č. 388/1999 Z. z. a vyhlášky č. 390/1999 Z. z. upravuje rozsah, lehotu a spôsob plnenia ohlasovacej povinnosti. Táto povinnosť sa týka inkás a úhrad spojených

s priamymi zahraničnými investíciami, finančným úverom, cennými papiermi vydanými tuzemcom v zahraničí, s úhradami za nákup zahraničných zamestnaneckých akcií, za kúpu nehnuteľností v zahraničí, týka sa aj dovozu a vývozu hotovosti v cudzej alebo slovenskej mene nad 150 000,- Sk alebo 20 000,- Sk v poštovej zásielke a zahraničných záväzkov tuzemcov v cudzej mene voči cudzozemcovi v zahraničí, ak ide o štátom regulované dlhy a ich splatnosť je dlhšia ako jeden rok.

Ďalšou zostávajúcou povinnosťou tuzemcov je transferová povinnosť, ktorá je upravená v § 10 Devízového zákona č. 202/1995 Z. z. a jeho novely č. 388/1999 Z. z. *Transferová povinnosť* je povinnosť previesť peňažné prostriedky zo zahraničia do tuzemska. Platí aj vtedy, ak *podnikateľ prijme úver zo zahraničia* s podmienkou, že poskytovateľ úveru trvá na otvorení účtu podnikateľovi v zahraničnej banke, odkiaľ bude tento úver čerpať, aj keď napríklad samotné prijatie úveru je voľné.

Ak má podnikateľ organizačnú zložku v zahraničí, môže mať na účely úhrady prevádzkových nákladov *otvorený účet v zahraničnej banke bez povolenia*. Vzhľadom na transferovú povinnosť je nevyhnutné previesť zahraničné inkaso, ktoré presahuje výšku prevádzkových nákladov, najneskôr do 30 dní od ich nadobudnutia do tuzemska.

Z transferovej povinnosti sú možné určité úľavy v týchto prípadoch:

- ak tuzemec prijme v zahraničí v hotovosti cudziu menu a použije ju počas pobytu v zahraničí buď na úhradu svojich nákladov, alebo na nákup tovarov (transferová povinnosť sa vzťahuje len na nespotrebované peňažné prostriedky pri návrate do tuzemska);
- ak Slovenská republika má uzatvorené dvojstranné medzinárodné dohody o vzájomnej ochrane a podpore investícií, ktoré garantujú tuzemcovi voľný prevod peňažných prostriedkov do tuzemska, aj keď právny poriadok druhého štátu takýto prevod neumožňuje (tieto dohody sa uplatňujú predovšetkým pre štáty, ktoré nie sú členmi OECD); ide najmä o prevod zisku, dividend, úrokov, výnosov z predaja investícií a pod.;
- transferová povinnosť sa netýka ani organizačnej zložky cudzozemca, umiestnenej v tuzemsku, ktorá podniká menom svojej materskej krajiny, pretože má štatút cudzozemca.

Tieto a ďalšie právne úpravy tiež smerujú k podpore priamych zahraničných investícií. Národná banka Slovenska a Ministerstvo financií SR by mali vytvoriť podmienky na liberalizáciu priamych zahraničných investícií v Slovenskej republike, a to umožnením pôsobenia pobočiek všetkých typov zahraničných finančných inštitúcií na princípe národného zaobchádzania a nediskriminácie.

Slovenská republika pokročila aj v liberalizácii ďalších kapitálových pohybov (iných ako priamych investícií), pretože vstup do OECD si vyžaduje liberalizáciu v zásade všetkých dlhodobých a strednodobých kapitálových pohybov. *Liberalizovali sa prakticky všetky položky Zákonníka kapitálových pohybov OECD s výnimkou nadobúdania nehnuteľností cudzozemcami, ktorí nevykonávajú podnikateľskú činnosť na Slovensku.*

Zostávajúce krátkodobé pohyby kapitálu, pre ktoré je charakteristické vysoké menové a devízové riziko, bude Slovenská republika pripravená liberalizovať do dvoch rokov od vstupu do OECD, ale najneskôr v horizonte do konca roka 2003. Iba dve položky, ktoré sa nachádzajú v zozname B operácií Zákonníka kapitálových pohybov, a to *transferová povinnosť* a *operácie v zahraničnej mene*, budú založené určitou výhradou aj po uplynutí obdobia dvoch rokov od vstupu do OECD.

S liberalizáciou v oblasti *finančných derivátov* sa uvažuje najneskôr v roku 2002. Liberalizovanie *výmeny zahraničných mien tuzemcami za devízy alebo slovenskú menu sa uskutoční najneskôr v roku 2003.*

Operácie v cudzej mene vykonávané v zahraničí tuzemcami, akými sú nákup alebo predaj devízových prostriedkov za domácu menu, alebo výmena devízových prostriedkov za iné devízové prostriedky, sú voľné, ak sa vykonávajú prostredníctvom tuzemských subjektov v rámci ich licencie.

V súvislosti s pripravovaným vstupom Slovenskej republiky do Európskej únie bude veľmi náročné úplné uvoľnenie kapitálových pohybov, a to najmä umožnenie nákupu nehnuteľností devízovým cudzozemcom v tuzemsku. Vláda SR pôvodne uvažovala s postupným dlhodobejším uvoľňovaním nákupu nehnuteľností devízovým cudzozemcom v tuzemsku tak, aby nákup bytov a ostatných nehnuteľností sa uvoľnil do 5 rokov a nákup lesov a poľnohospodárskej pôdy do 10 rokov. Ich okamžité uvoľnenie by mohlo viesť k veľkému nárastu cien nehnuteľností, čo by nepriaznivo vplývalo na domáce subjekty. V dôsledku toho chcela žiadať Európsku úniu o výnimku.

V súčasnosti však badať zo strany kandidátskych krajín ústup od požadovaných výnimiek, ak by to malo ohroziť rýchlosť ich vstupu do EÚ. Preto sa Slovenská republika Uznesením vlády č. 254/2001 z 15. marca 2001 rozhodla, že nebude žiadať výnimku pri nákupe bytov a ostatných nehnuteľností devízovými cudzozemcami, ale bude žiadať výnimku, pokiaľ ide o prechodné 10-ročné obdobie na nákup lesov a poľnohospodárskej pôdy.

Podľa posledných rokovaní s Európskou úniou sa dohodlo zníženie požadovanej výnimky len na 7 rokov. Celkový priebeh liberalizácie pohybu kapitálu znázorňuje tabuľka 3.

T a b u l k a 3

Časový harmonogram liberalizácie pohybu kapitálu

1. október 1995:
– priame investície členských štátov EÚ;
1. december 1996:
<ul style="list-style-type: none"> • priame investície krajín OECD, • nákup nehnuteľností tuzemcami v krajinách OECD, • export a import bankoviek a mincí denominovaných v slovenskej alebo zahraničnej mene – ohlasovacia povinnosť pri viac ako 150 00 Sk (turistika) alebo 20 000 Sk (poštové poukážky), • finančné úvery od cudzozemcov tuzemcom so splatnosťou dlhšou ako 3 roky, • finančné úvery od tuzemcov cudzozemcom (OECD) so splatnosťou dlhšou ako 5 rokov, finančné úvery na úhradu za tovar alebo služby, ak medzi odberateľom a dodávateľom vstupuje tretí financujúci subjekt – tzv. medzinárodné obchodné úvery;
1. apríl 1998:
<ul style="list-style-type: none"> • vydanie zahraničných cenných papierov na obchodovanie v tuzemsku alebo ich uvedenie na tuzemský trh, ak má emitent sídlo v členskom štáte OECD a s uvedenými cennými papiermi sa obchoduje na hlavnom trhu zahraničnej burzy cenných papierov, • obchodovanie s vládnymi dlhopismi členského štátu OECD v tuzemsku, • povolenie pre tuzemcov obchodovať s uvedenými papiermi, • zrušenie ponukovej povinnosti tuzemcov, • nadobúdanie nehnuteľností pobočkami zahraničných bánk;
1. január 2000:
<ul style="list-style-type: none"> • vydanie zahraničných cenných papierov na obchodovanie v tuzemsku emitentom, ktorého cenné papiere sú obchodované na hlavnom trhu zahraničnej burzy cenných papierov, • obchodovanie s vládnymi dlhopismi, • povolenie pre tuzemcov obchodovať s uvedenými cennými papiermi, • nákup nehnuteľností v tuzemsku pobočkami zahraničných finančných inštitúcií na účely podnikania, • finančné úvery od cudzozemcov tuzemcom so splatnosťou dlhšou ako 1 rok, • finančné úvery od tuzemcov cudzozemcom so splatnosťou dlhšou ako 1 rok;
1. január 2001:
<ul style="list-style-type: none"> • finančné úvery od cudzozemcov tuzemcom bez ohľadu na ich splatnosť, • finančné úvery od tuzemcov cudzozemcom bez ohľadu na ich splatnosť, • zabezpečenie záväzkov cudzozemcov tuzemcami s lehotou splatnosti do 1 roka; • emisia tuzemských dlhopisov v zahraničí;
Budúce liberalizačné kroky:
<ul style="list-style-type: none"> • zvyšné operácie s cennými papiermi – nákup zahraničných cenných papierov nad rámec novely zákona č. 388/1999 Z. z., • priame investície mimo krajín OECD, • portfóliové investície v zahraničí, • zriadenie a vedenie účtov v zahraničných bankách, s výnimkou možností uvedených v § 10, ods. 4 Devízového zákona č. 202/1995 Z. z., • operácie s finančnými derivátmi, • uvoľnenie nákupu nehnuteľností pre tuzemcov mimo štátov OECD, • nadobúdanie nehnuteľností cudzozemcami (okrem lesov a poľnohospodárskej pôdy) v SR, • zrušenie transferovej povinnosti.

* * *

Slovenská republika má pred sebou aktuálnu úlohu postupného úplného zavedenia vonkajšej konvertibility aj na finančnom a kapitálovom účte platobnej bilancie, čím sa odstránia devízové obmedzenia a rozšíri sa priestor na podnikanie slovenských ekonomických subjektov v zahraničí a zahraničných ekonomických subjektov na Slovensku.

Došlo 28. 2. 2001

Literatúra

- [1] Annual Report IMF. Washington, D. C., International Monetary Fund 1999, 2000.
- [2] GONDA, V.: Cielenie inflácie ako nová stratégia menovej politiky. *Ekonomické rozhľady*, 2001, č. 1, s. 68–78.
- [3] PAUTOLA, M. – BACKE, P.: Currency Boards in Central and Eastern Europe: Past Experience and Future Perspectives. *Focus on Transition*, 1998, č. 1, s. 72–112.
- [4] ŠMÍDKOVÁ, K. – HRNČÍŘ, M.: Přejchod na strategii cílování inflace. *Finance a úvěr*, 48, 1998, č. 4, s. 205–222.
- [5] CHOVANCOVÁ, B. – JANKOVSKÁ, A. – HÁJNIKOVÁ, J. – MAJCHER, M. – ŠTURC, B.: Finančný trh. Bratislava, EUROUNION 2000.
- [6] JANKOVSKÁ, A.: Medzinárodné financie. Bratislava, Elita 1997.
- [7] MANDEL, M.: Cílování inflace a peňežní zásoby při exogenních šocích. *Finance a úvěr*, 48, 1998, č. 4, s. 237–251.
- [8] SIVÁK, R.: Determinanty vývoja devízových kurzov a ich vplyv na podnikateľské riziko. *International Business Cooperation*, 2001, č. 3.
- [9] SIVÁK, R.: Devízové kurzy – riziká a determinanty ich vývoja. *Ekonomická revue*, 2001, č. 3.
- [10] SIVÁK, R.: Začiatky a východiská vývoja finančného trhu v SR. *Acta academica karvinien-sia*, 2001, č. 1.
- [11] Menové prehľady NBS. [Interné materiály MMF a NBS.] Bratislava, NBS 1993–2001.
- [12] Odporúčania ministrov financií členských štátov Európskej únie kandidátskym krajinám, [Správa ekonomického a finančného výboru EÚ.] Bratislava 7. 11. 2000.
- [13] SPONER, M.: Měnová koncepce Euvropské unie. Brno, Ekonomicko-sociální fakulta Masarykovy univerzity 1999.
- [14] Devízový zákon č. 202/1995 Z. z.; jeho novely č. 45/1998 Z. z., č. 200/1998 Z. z., č. 388/99 Z. z., č. 442/2000 Z. z.
- [15] Vyhláška MF SR a NBS č. 390/1999 Z. z. a č. 477/2000 Z. z.
- [16] Štátny rozpočet Slovenskej republiky v roku 2000. Bratislava, Ministerstvo financií SR, marec 2000.
- [17] Remarks by Horst KOHLER: New Challenging for Exchange. Rate policy. ASEM, Kobe, január 2001.
- [18] BERG, A. – BORENZSTEIN, E.: The Pros and Cons – Full Dolarization. Research Department IMF 2000.

CONVERTIBILITY AND CURRENCY EXCHANGE RATE OF THE SLOVAK CROWN IN RELATION TOWARDS THE EUROPEAN UNION

Anežka JANKOVSKÁ

The paper consists of the three parts. The first one is addressed to the problems of the EU preparedness to its extension and to the admission of associated countries. It points out at the acceleration of the process and at the requirements of the EU in the sphere of currency exchange rates and convertibility of the candidate countries' currencies.

The second part reflects the preparedness of the Slovak Republic to enter the EU in the sphere of currency policy and the system of currency exchange rate in the context of the EU requirements and possible standards of the IMF.

The degree of preparedness of the Slovak Republic to enter the EU will be influenced above all by the three basic factors, namely by the *economic level, inflation rate and state of external economic unbalance*. All the listed factors are strongly influenced by the monetary and currency policy of the National Bank of the Slovakia (NBS). NBS went over to the new strategy of currency policy – the Bank abandoned the system of fixed currency exchange rate with a defined oscillation range as an anchor of the monetary policy and introduced controlled floating and implicitly defined inflation aim. NBS monetary policy is currently in numerous publications incorrectly characterised as inflation aiming. This is a result of the inadequately specified *aim of the current monetary policy of the NBS, which is a certain „hybrid“, consisting of the information on the short-term inflation prediction by NBS (though not as an aim) and influencing the exchange rate environment*. Higher accentuation of the inflation rate by the NBS, above all the emphasis on the *core inflation* can be explained by the efforts to achieve main long-term aim of the monetary policy, e.g. stable currency. One also respects the new phenomenon of the European Monetary Union (EMU) and the level of inflation in the EMU countries. The selection of the appropriate exchange rate system is an important part of the choice of the NBS monetary policy.

The important condition of the entry of the Slovak Republic into the EU is also *an external monetary balance along with the wide external convertibility of the Slovak Crown and relatively stable currency exchange rate*. External unbalance could provoke fears of possible devaluation, the growth of foreign indebtedness and at the moment of EU admission the inability to accede also the exchange rate mechanism – Exchange Rate Mechanism II - and observe its rules, however voluntary the entry into this system might be.

Even before the exact specification of the dates of entrance of candidate countries into the EU the European Commission requires that candidate countries should adjust their currency exchange policies both to the Copenhagen criteria of entry published in the year 1993, and to the Maastricht criteria of 1991 for the entry into the EMU. On 7th

November 2000 the Ministers of finance of the EU countries sitting as the EU Board for Economy and Finance (ECOFIN) reached an agreement *on the so called three phase strategy in the currency exchange rates* for the future EU members. Even if from the report of ECOFIN follows that candidate countries should be formally left to decide their system of currency exchange rate *in the first, e. g. pre-preparatory phase*, direction of their economic and monetary policies should already correspond to the prospect of their expected EU membership. The systems of currency exchange rates should be considered individually and their choice should take into account various factors as for instance macro-economic stability, transformation relief, and eventually the rate of participation in the common market. One expects that the candidate countries immediately after their entrance into the EU will enter the European exchange rate mechanism (European monetary system II). One expects further, that these countries will behave accordingly to day already.

In the second phase, already after their admission, new members will be expected to take part in the European exchange rate system II. This mechanism was originally established for countries that did not participate at the common currency Euro and contains the fluctuation range ± 15 per cent. The system is sufficiently flexible to enable currency exchange rate systems currently used in candidate countries to adapt themselves to it. It however definitely rejects free floating of the relevant currency as well as its fixed linkage to any other currency except to Euro.

In the third phase current candidate countries will take over Euro on the same conditions as the other members, e.g. by the fulfilment of the Maastricht agreement conditions.

Slovak Republic used until the 1st October 1998 the system of the fixed currency exchange rate, and the method of deriving the exchange rate from the national currency basket. This basket consisted then of 60 per cent DEM and 40 per cent USD, and the currency exchange oscillation range was ± 7 per cent. Since the date listed above one use the system of currency exchange rate, which after the definition of the IMF is ranked into the group of *managed floating*. Euro has become the reference currency (originally German Mark DEM served as a reference currency).

The paper positively evaluates the implementation of the current currency exchange rate system and envisages possible solution for the future. In principle there are two possible ways for the Slovak Republic in the sphere of the currency exchange rate during the pre-entry process. One is *the way of a strong link of the Crown to Euro already in the pre-entry phase, for instance by means of the currency board*. The other way is *that of looser currency exchange system in combination with the strong central bank and its distinct strong responsibility mandate for the price stability with an explicitly or implicitly expressed this role in the inflation aim*.

In compliance with current considerations, IMF studies and views of many experts, more acceptable for the Slovak Republic is the solution *to retain current looser system of*

the currency exchange rate and to strengthen the responsibility of the central bank for the price stability with an explicitly or implicitly expressed of its role in the inflation aim.

Thus in the sphere of currency exchange rate NBS envisages a relatively stable currency exchange rate towards Euro, and at the same time expects real appreciation of the exchange rate within the framework of current exchange rate system – controlled floating and inflation aiming for the time being only implicitly expressed. This will enable the central bank to pay its attention to the internal development and to react to the internal and external shocks, while the declared aim will anchor the inflationary expectations in the sphere of inflation better than monetary aggregate or credit aim.

In the third part the paper deals with *the liberalisation of the foreign currency policy of the Slovak Republic through the abolition of foreign currency limitations in the sphere of liberalisation of foreign current and capital transfers*. The course of liberalisation of the foreign economic operations, which extends Slovak Crown convertibility is presented in the paper in detail by means of the timing chart.

In the conclusion of the paper remaining currency constraints are listed. These should be dealt with still before the EU entry. After the 1st of January 2001 *the following controlled financial transactions to abroad still remain*: direct investments outside the OECD countries, portfolio investments abroad, purchase of estates outside the OECD countries, opening and management of accounts in foreign banks (with the exception of possibilities listed in § 10, article 4 of Currency Act No 202/1995 Z. z.), trading with foreign derivatives, purchase of foreign bonds (over case limits defined in § 15 art. 4 Amendment of the Act No 388/1999), release of inland estate purchase for foreigners, reporting and transfer obligation.

Slovak Republic will continue to relax controlled financial transactions until their full liberalisation at the very latest till the day of entry into the EU.