

Slovensko má väčšinu negatívnych dôsledkov transformácie za sebou

Rozhovor s viceguvernérkou Národnej banky Slovenska
Elenou KOHÚTIKOVOU

Rád by som využil vašu ochotu k rozhovoru pre Ekonomický časopis na objasnenie niektorých *súvislostí medzi stavom slovenskej ekonomiky a menovým vývojom, resp. aktuálnou menovou politikou*

V súčasnosti sme svedkami vysokej nadbytočnej likvidity bankového sektora, a zároveň sa na všetkých úsekoch ekonomiky i verejného života pociťuje naliehavý nedostatok zdrojov. Nie je to paradox?

Nedostatok zdrojov v ekonomike je jav normálny. Vzácnosť zdrojov je podstatou ekonomiky. Nadbytočná likvidita v bankovom sektore je typická pre transformujúce sa krajiny. Tieto krajiny majú po obnovení dôvery v ich budúci ekonomický vývoj vysoký prílev zahraničného kapitálu. Deje sa tak rôznymi cestami – úvery podnikom a bankám, financovanie vládneho deficitu a dlhu, portfóliové investície alebo príjmy z privatizácie. Bankový sektor týchto krajín prešiel zväčša finančnou, vlastníckou a systémovou reštrukturalizáciou a banky vo svojej obchodnej politike dodržiavajú zásady obozretnosti. Nie všetky zdroje, ktoré sa do bánk dostanú, môžu banky okamžite aj efektívne a bezpečne umiestniť v domácej ekonomike. Vo verejnosti, najmä zo strany podnikateľov, sa často ozývajú kritické hlasy na adresu bánk, najmä kvôli ich opatrnému prístupu pri poskytovaní úverov malým a stredne veľkým podnikom. V niektorých jednotlivých prípadoch sa táto kritika môže ukázať ako opodstatnená. Ako ekonómka a predstaviteľka centrálnej banky som však, aj po skúsenostiach z minulosti, zdôrazňujem – drahých skúsenostiach, nútená postaviť sa na stranu komerčných bánk. Úverové riziko v časti podnikového sektora je ešte pomerne vysoké a úverovanie tejto časti ekonomiky by znamenalo návrat k problémovým úverom a, najmä, k obnoveniu problémov bankového sektora.

V rozhodovaní o umiestnení zdrojov hrá dôležitú úlohu úroková sadzba. Ak sú zdroje lacné, rastie po nich dopyt a banky, aj po započítaní prémie za príslušné riziká, majú väčší priestor na ich umiestnenie. Umiestnenie akéhokoľvek objemu zdrojov v ekonomike, ale nemusí byť v záujme stabilného ekonomického a menového vývoja. Rast zdrojov do ekonomiky musí byť v súlade so schopnosťou ekonomiky efektívne ich zhodnotiť. Ak je tento rast rýchlejší ako produkčná schopnosť

ekonomiky, môže priamo alebo sprostredkované podnecovať inflačné tlaky. Preto centrálna banka priebežne hodnotí situáciu a prostredníctvom svojich menových nástrojov zabezpečuje, aby zdroje, ktoré ekonomike poskytne bankový sektor, neohrozili splnenie jej hlavného cieľa. Tým je dosiahnutie adekvátneho vývoja inflácie. Dnes sú kľúčovým nástrojom NBS tri tzv. úrokové sadzby centrálnej banky (jednodňová sterilizačná a jednodňová refinančná sadzba a dvojtýždňová Repo sadzba). Práve Repo sadzba určuje rozhodujúcim spôsobom správanie bánk. Ovplyvňuje úrokové sadzby, za ktoré sa obchodujú peniaze na medzibankovom trhu, následne orientuje banky pri určovaní úrokových sadzieb na vklady, poskytuje oporu pri stanovení cien vládnych dlhopisov a štátnych pokladničných poukážok, úrokový diferenciál má vplyv pri rozhodovaní domácich a zahraničných subjektov o tom, či držať aktíva v korunách alebo v zahraničnej mene...

Pre transformujúce sa krajiny je typický aj postupný proces dezinflácie. Hoci vo viacerých z nich, aj na Slovensku, je celková inflácia pomerne vysoká v dôsledku deregulácií, systémovo zabudovaná tzv. jadrová inflácia v týchto krajinách postupne klesá k štandardnej úrovni okolo 2 %. Toto zníženie inflácie si vyžaduje aj adekvátnu menovú politiku. Poznamenajme len, že v dôsledku prebiehajúceho procesu tzv. reálnej konvergencie bude jadrová inflácia u nás v nasledujúcich rokoch približne o 1 percentuálny bod vyššia ako v krajinách EÚ, teda bude sa pohybovať okolo 3 %.

Ak sa mám vyjadriť stručne, keby NBS nadbytočnú likviditu komerčných bánk nestrerilizovala, malo by to za následok pokles úrokových sadzieb s následným rastom dopytu a oslabením koruny. Oboje môže mať – priamo alebo nepriamo – vplyv na znehodnotenie meny, ktoré by sa prejavilo vo vysokej inflácii a v nestabilnom kurze. Odkedy sme zaviedli úrokové sadzby centrálnej banky ako základný nástroj menovej politiky, ich úroveň výrazne poklesla. Tým sa zvýšila dostupnosť úverov v ekonomike. Pravda, deje sa tak ruka v ruke s poklesom inflácie.

Prečo nie je možné pomerne značné zdroje, ktoré NBS priebežne sterilizuje, použiť na efektívne investície – najmä keď priame zahraničné investície zatiaľ neprichádzajú v potrebnom rozsahu?

Čiastočne som Vám už odpovedala. O tom, na čo sa použijú zdroje komerčných bánk, rozhodujú predovšetkým subjekty v ekonomike a komerčné banky samotné. Tie posudzujú žiadosti o úvery, návratnosť požičaných prostriedkov, ich riziko... a súlad s pravidlami obozretnosti bánk. Centrálna banka len nastavuje latku pre uchádzačov o tieto zdroje tým, že stanovuje cenu peňazí (v prípade sterilizácie tou cenou je úroková sadzba, za ktorú je centrálna banka ochotná kúpiť zdroje od komerčných bánk). Okrem toho, predstava, že poskytnuté zdroje budú slúžiť len na investície, je vzdialená od reality. Úvery obyvateľstvu, hoci aj na

byty, úvery podnikom, hoci aj na technológie, financovanie štátneho dlhu – podnecujú aj bežnú spotrebu, ak je ich úroveň neprímeraná výkonnosti ekonomiky. Spôsobujú rast celkového dopytu, následný tlak na rast cien na domácom trhu a na oslabenie kurzu v dôsledku zhoršenia obchodnej bilancie. Naša ekonomika je totiž veľmi otvorená a jej dopyt sa vo veľkej miere zabezpečuje dovozom.

Postupujúca liberalizácia finančného sektora, v tom aj bankového sektora, neumožňuje, aby do alokácie zdrojov komerčných bánk vstupovala centrálna banka, hoci kedysi, a nie je to tak dávno, bola možná aj vecná a kvantitatívna regulácia poskytnutých úverov. Dnes môže alokáciu zdrojov čiastočne ovplyvniť vláda, prostredníctvom daňovej, odvodovej alebo odpisovej politiky.

Nepovedie vytvorenie fondov dôchodkového sporenia k rastu zdrojov, ktoré nebude možné v ekonomike efektívne využiť? Tieto úspory sa budú vytvárať na úkor bežného dopytu, vplývajúceho na dynamiku rastu HDP. Myslíte si, že súkromná správa týchto fondov môže ich efektívne použitie významnejšie rozšíriť – pravda, v rámci únosných rizik?

Vytvorenie dôchodkových fondov sa ešte len pripravuje a samotný reformný zámer v tejto oblasti sprevádza zatiaľ viacero nejasností. Národná banka Slovenska sa aktívne zúčastňuje na jeho príprave. Pre nás je dôležité, aký bude vplyv dôchodkovej reformy na finančnú a menovú stabilitu. V tejto súvislosti sme vzniesli viaceré otázky a na ich zodpovedaní a vyriešení príslušných problémov budeme dôsledne trvať. Predovšetkým, považujeme za potrebné, aby boli vyjasnené a prekonzultované podkladové výpočty tak, aby bolo možné spoľahlivo posúdiť finančné dôsledky reformy, najmä vplyv na verejné financie. Treba najmä vyjasniť, aké budú náklady transformácie a z akých zdrojov a ako majú byť uhradené. Za veľmi dôležité považujeme, aby boli vyjasnené garancie dôchodkov, najmä preto, aby nimi neboli nadmerne zaťažované verejné financie a aby nevznikali podnety k morálnemu hazardu správcov. Rovnako dôležitá je adekvátna regulácia a dohľad nad týmto špecifickým a spoločensky citlivým podnikaním. Vzhľadom na objem zdrojov, ktoré budú sústredené v penzijných fondoch, vzhľadom na ich povahu (ide o úspory občanov na zabezpečenie ich životnej úrovne v starobe) a vzhľadom na garancie štátu by príslušná legislatíva mala byť rovnako prísna, alebo prísnejšia ako banková.

Umiestnenie zdrojov penzijných fondov na domácom alebo zahraničnom kapitálovom trhu bude predovšetkým v rukách ich správcov. Nie je však bezproblémové.

Domáci akciový trh zatiaľ neposkytuje priestor na bezpečné a efektívne umiestnenie stoviek miliárd korún, ktoré sa v týchto fondoch naakumulujú už v priebehu nasledujúcich niekoľkých rokov. Aj umiestnenie na zahraničných akciových trhoch môže byť problematické. Súčasné ceny na týchto trhoch sú nízke a ich ďalší vývoj je stále neistý.

Aj domáci trh vládnych dlhopisov je malý a nedostatočne rozvinutý. Vysoké výnosy na tomto trhu v súčasnosti, ktoré sú dôsledkom poklesu úrokových sadziieb, sú minulosťou. Trh s bezpečnými dlhopismi v zahraničí poskytuje nízke výnosy, ktoré budú, navyše, v budúcnosti znížené posilňovaním reálneho kurzu koruny.

Trhy rozvojových krajín síce poskytujú vyššie zhodnotenie, avšak za cenu možného vyššieho rizika. Investície na týchto trhoch si vyžadujú špecifické know-how, spravidla za cenu vyšších nákladov. Neočakávame preto, že dôchodkové fondy budú dosahovať vysoké výnosy. Podstatné je, aby sa maximálne eliminovali tie cesty, ktoré by viedli k poklesu ich hodnoty.

Pre centrálnu banku bude situácia po naštartovaní dôchodkovej reformy zložitá. Pokiaľ sa do bankového sektora dostanú *nové zdroje* zo zahraničia v neprimeranom rozsahu, bude ich musieť NBS sterilizovať – či už pôjde o ďalšie výnosy z privatizácie, alebo prípadné pôžičky vlády na financovanie nákladov transformácie.

Aj prípad, keď sa náklady transformácie dôchodkového systému budú financovať z domácich zdrojov, môže predstavovať problém z hľadiska fiškálnej a menovej stability. Súčasná úroveň zadlženia štátu dosahuje viac ako 40 % HDP, pričom náklady na transformáciu sa odhadujú na viac ako 50 % HDP. Keďže len malú časť týchto nákladov pokryjú zdroje z privatizácie, financovanie transformácie a rast dlhovej služby budú vplývať na plnenie maastrichtských kritérií (deficit menší ako 3 % HDP a verejný dlh menší ako 60 % HDP) a neskôr, po vstupe do Európskej menovej únie, aj na plnenie záväzkov v rámci paktu stability a rastu. Preto je vyjasnenie týchto otázok veľmi dôležité.

Transformácia dôchodkového systému bude znamenať rast súkromných úspor, pravdepodobne čiastočne aj za cenu vplyvu na verejný dlh. Vplyv na úspory a spotrebu v strednodobom horizonte bude závisieť od toho, do akej miery vzrastú náklady dlhovej služby štátu a ako sa ich rast odrazí vo výdavkoch vlády. Ak vláda bude sledovať plnenie maastrichtských kritérií, bude musieť reštrukturalizovať rozpočtové výdavky. Zníženie domácej spotreby a dopytu môže byť preto pravdepodobným a nevyhnutným dôsledkom transformácie súčasného systému dôchodkového zabezpečenia na povinné sporenie na starobu.

Pred časom štát svojou potrebou úverových prostriedkov konkuroval na domacom trhu podnikom. Platí to aj teraz pri nadbytku likvidity?

Platí to vždy. Ako som uviedla, peniaze musia byť vzácne, ak nemajú spôsobovať infláciu. O to sa stará centrálna banka tým, že voľným zdrojom „dáva“ cenu a za túto cenu je ochotná ich od bánk kúpiť. Ak si peniaze požičia štát, vytláča z trhu podniky – nie(len) kvantitatívne, ale (najmä) prostredníctvom vyšších úrokov.

Nedostatok zdrojov v časti našich podnikov (ktorý sa prejavuje vysokým zadlžovaním, narastaním pohľadávok i záväzkov po dobe splatnosti, dekapitalizáciou, a napokon bankrotmi) a vysoký podiel stratových podnikov, spolu s nízkou rentabilitou časti ostatných, sú javy, ktoré spolu zrejme súvisia. Z daného stavu vyplýva, že ceny u nás v súhrne nekryjú celkové náklady výroby – v stratových ani len prevádzkové, v mnohých ostatných nepostačujú na obnovu kapitálu. Pretrváva tlak nákladov na ceny. Ceny rastú významnejšie iba v dôsledku deregulácií. Aj ohraničený dopyt na domácom trhu zvyšovanie cien brzdí. Štatistika každé zvýšenie cien eviduje a hodnotí ako infláciu. Ako inflácia sa kvalifikuje aj očakávaný pohyb cien po vstupe do EÚ, v ktorom fakticky pôjde o vyrovnávanie cien s nákladmi. Chcel by som sa v tejto súvislosti opýtať, či sa z menového hľadiska každé zvyšovanie cien považuje za nežiaducu infláciu, bez ohľadu na to, či ide iba o vyrovnanie cien s nákladmi, alebo či je vyvolané faktormi na strane dopytu?

Národná banka Slovenska hodnotí infláciu podľa metodiky, ktorá sa zaužívala v súvislosti s inflačným cíelením. Táto metodika rozlišuje inflačné vplyvy, vyvolané mimoriadnymi okolnosťami, ktorých inflačné prejavy nie je účelné úplne potlačiť, alebo ktorých úplné potlačenie by znamenalo neprimerané náklady pre ekonomiku vo forme spomalenia jej rastu. Takýto charakter má inflácia spôsobená administratívnou nápravou cien (dereguláciami), inflácia, ktorú spôsobujú daňové úpravy, alebo – do určitej miery – aj inflácia spôsobená zmenami cien energií.

Pre menové rozhodovanie je podstatná najmä tzv. jadrová inflácia. Rozumieme ňou tú časť inflácie, ktorá vyplýva zo zabudovaných mechanizmov cenového rozhodovania. Ide napríklad o mechanizmus, ktorým sa rast cien premieta do rastu miezd a ako sa ten spätne premieta do rastu cien (tzv. mzdová inflácia). Iný príklad je mechanizmus, ktorým sa tvoria ceny priemyselných výrobcov, alebo ceny služieb vo väzbe na náklady...

Rôzne krajiny, aj podľa predvídateľnosti niektorých cenových a nákladových zmien i podľa ich významu pre vývoj spotrebiteľských cien, používajú rôzne, zväčša však príbuzné ukazovatele na posúdenie inflácie. Rozlišujeme tzv. nákladovú (nákladmi vyvolanú – *cost push*) a dopytovú infláciu (dopytom vyvolanú – *demand pull*).

Ak sa z tohto hľadiska pozriem na Vami nastolenú otázku, potom odpoveď je zrejmä. Ani inflačné tlaky, ktoré vyvoláva zlá finančná situácia a podkapitalizovanosť podnikov na začiatku transformácie, ani inflačné tlaky, ktoré sprevádzajú reálnu konvergenciu, nie sú prejavom externých alebo mimoriadnych okolností a vplyvov, ale sú systémovo zabudované v ekonomike. To, či a v akej miere tieto tlaky povedú k vyššej inflácii, závisí aj od posúdenia možností neinflačného riešenia príslušných problémov.

Podkapitalizáciu a zlú finančnú situáciu je možné riešiť vstupom nového investora, čiastočným, resp. úplným prevzatím podniku a jeho reštrukturalizáciou.

Iné riešenie predstavuje zdržanlivá mzdová politika. Je zrejmé, že centrálna banka dá prednosť takémuto riešeniu, pred inflačným „nafukovaním“ ekonomických ukazovateľov. Inflačné tlaky, ktoré sprevádzajú reálnu konvergenciu, je možné akceptovať v rozsahu prejavov tzv. Balassovho-Samuelsonovho efektu (u nás cca 1 – 2 % ročne), alebo ju možno znížiť za cenu nominálnej apreciácie kurzu. Účinky na jednotlivé segmenty ekonomiky nie sú však rovnaké, a preto je potrebné obe riešenia (vyššia inflácia alebo nominálna apreciácia kurzu) zvážiť.

S úsilím o rozširovanie zahraničných trhov sa rôzne hodnotí úloha výmenných kurzov, pričom sa proti sebe stavajú vplyvy kurzu na náklady domácich dovozcov a vplyvy na tržby vývozcov. Z niektorých Vašich vyjadrení som usúdil, že skôr zdôrazňujete potrebu stability kurzov a ste zdržanlivá k eventuálnemu využívaniu kurzu na podporu vývozu či prílevu kapitálu. Ako hodnotíte vplyvy kurzu na vývoj vnútornej, resp. vonkajšej nerovnováhy u nás?

Od októbra 1998 uplatňuje NBS tzv. *interne riadený floating*. Naše úsilie vo vzťahu k stabilite kurzu je zamerané na elimináciu:

- výraznejšej volatility, pretože nadmerná volatilita zvyšuje transakčné náklady a zaťažuje ekonomiku;
- veľkých odchýlok od fundamentálnej rovnováhy, pretože veľké odchýlky od rovnovážneho kurzu môžu destabilizovať ekonomiku ako celok.

Nie je úlohou centrálnej banky posudzovať vplyv kurzu len z hľadiska obchodnej bilancie, hoci jej vývoj pozorne sledujeme. Naše hodnotenie kurzu vyplýva predovšetkým z posúdenia dôsledkov jeho vývoja na infláciu.

Predovšetkým, kurz určuje podstatným spôsobom ceny dovážaných tovarov. Tie priamo alebo sprostredkované určujú ceny na domácom trhu a ovplyvňujú infláciu. Stabilný kurz môže významne prispieť k nízkej inflácii, pretože pri stabilnom kurze ekonomika „dováža“ spolu s dovozmi aj nízku infláciu z krajín svojich dodávateľov – EÚ, USA, Japonska... Naopak, oslabujúca mena zvyšuje infláciu. Mena, ktorá nominálne posilňuje, síce infláciu znižuje, avšak môže mať negatívne dôsledky pre reálnu ekonomiku (rast a zamestnanosť).

Ekonomika funguje ľahšie a ekonomické rozhodovanie je jednoduchšie pri stabilnom kurze. Stabilný nominálny kurz tak predstavuje dobrú „nominálnu kotvu“ pre ekonomiku. Ak je stabilita kurzu sprevádzaná rastom produktivity alebo nákladovej efektívnosti, nevyplýva z nej ani hrozba pre konkurencieschopnosť ekonomiky. Naopak, ak náklady výrobcov vzrastú v dôsledku mimoriadnych okolností, napríklad daňových úprav alebo deregulácií, alebo ak ide o exogénnu zmenu, ale so špecifickým účinkom na domácu ekonomiku, môže byť stabilný kurz pre domácich výrobcov problém. Ide o tzv. asymetrický šok. Možný vznik asymetrických šokov predstavuje pre

niektorých ekonómov jeden z argumentov pre neskorší vstup do EMÚ. Pre iných ekonómov je to dôvod, prečo je nevyhnutné zvýšiť flexibilitu ekonomiky.

Skutočnosť, že vo všeobecnosti preferujeme stabilný nominálny kurz, neznamená, že nepripúšťame možnosť iného vývoja kurzu. Nominálna apreciacia kurzu môže byť dôsledkom rýchleho rastu produktivity a zdržanlivej mzdovej politiky alebo deflácie v zahraničí. Nominálna depreciačia kurzu môže byť adekvátnou reakciou na rast cien surovín s asymetrickými účinkami na vývozcov v porovnaní s ich konkurentmi, najmä ak výsledný vplyv na infláciu je nevýznamný.

Kým nominálny výmenný kurz SR dlhodobo od začiatku transformácie oslaboval (deprecioval), reálny kurz, napríklad voči indexu spotrebiteľských cien (CPI) alebo indexu cien priemyselných výrobcov (PPI), dlhodobo posilňoval (aprecioval). Toto reálne posilňovanie je dôsledkom vyššej inflácie na Slovensku ako v krajinách našich obchodných partnerov. Vysoká inflácia na Slovensku a z nej vyplývajúci inflačný diferenciál však nie je dôsledkom „uvolnenej“ menovej a fiškálnej politiky. Je spôsobená predovšetkým administratívnou nápravou cenových relácií (tzv. dereguláciami), ale aj postupnou trhovou nápravou cenových a mzdových relácií a vyrovnávaním cenových a mzdových hladín v procese dobiehania.

Každoročné deficity obchodnej bilancie a bežného účtu sa zvyknú vysvetľovať rôzne. Aká je však podľa Vás príčina opakovania tohto deficitu.

Predovšetkým, ani dlhodobý deficit obchodnej bilancie alebo pretrvávajúci deficit na bežnom účte nie je sám osebe problémom. Viaceré krajiny majú vonkajší deficit desiatky rokov. Dôležitá je relatívna výška deficitu (napríklad v pomere k HDP alebo k exportu), spôsob jeho financovania (dlhové, napríklad úvery, alebo nedlhové, napríklad PZI), časová štruktúra výsledného zadĺženia a schopnosť splácať (najmä výška devízových rezerv). Existujú rôzne odhady tzv. udržateľného deficitu. Tie pre SR hovoria (odhad MMF), že deficit bežného účtu by v súčasnosti nemal prekročiť cca 6 % HDP. Aj v budúcnosti môže byť vyšší ako obvyklé 2 – 3 %, pokiaľ bude súvisieť s prílevom priamych zahraničných investícií, ak bude financovať technologické dovozy a prispievať k rastu konkurencieschopnosti ekonomiky. Minulé deficity nie vždy mali tento charakter. Národná banka Slovenska často upozorňovala, že zahraničné zdroje financujú ekonomickú aktivitu a projekty, ktoré len nedostatočne prispievajú k rastu konkurencieschopnosti, nadmerne podnecujú spotrebu obyvateľstva a vlády, alebo ktorých ekonomická návratnosť je nedostatočná a dlhodobá. Jeden z dôvodov menovej krízy v roku 1998 bol práve rýchly rast, ktorý nebol dostatočne podporený rastom konkurencieschopnosti a ktorý bol financovaný dlhovými zahraničnými zdrojmi s krátkou dobou splatnosti. Iná jej interpretácia hovorí, že zahraničné zdroje neprispievali dostatočne k tvorbe ponuky, zvyšovali však absorpciu (spotrebu a investície).

Z toho, čo hovoríte, vyplýva, že v najbližších rokoch nie je možné znížiť závislosť od zahraničných zdrojov, je možné len spomaliť zadlžovanie. Aké sú v tomto smere Vaše očakávania a ako to môže napomôcť menová a fiškálna politika?

Dnešná situácia nie je celkom podľa našich predstáv. Ako som uviedla, v dôsledku nízkej miery zahraničného zadlženia podnikov a štátu na začiatku transformácie a veľkého objemu privatizačných, portfóliových a priamych zahraničných investícií sa do ekonomiky dostal zo zahraničia veľký objem zdrojov. Časť týchto zdrojov sa realizovala, bohužiaľ, v spotrebe, časť bola viac alebo menej investovaná v ekonomike a časť týchto zdrojov sterilizujeme za cenu nemalých nákladov, lebo by mohli ohroziť menovú stabilitu. Dali by sme prednosť takému ďalšiemu vývoju, pri ktorom sa budú podniky a vláda financovať na domácom trhu a zahraničný dlh a devízové rezervy sa primerane znížia. Takémuto vývoju môžu pomôcť klesajúce úrokové sadzby a výhľad ich ďalšieho poklesu vo väzbe na zníženie inflácie a kurzovú stabilitu v rámci EÚ (ERM II) a EMÚ. Z krátkodobého hľadiska je pre vládu a podniky dnes financovanie v zahraničí výhodnejšie (nízke úrokové sadzby a stabilná alebo apreciujúca koruna). Z dlhodobého hľadiska sa môže takáto dlhová stratégia ukázať ako nevýhodná, kvôli možným kurzovým stratám a (kvázi)fiškálnym dôsledkom sterilizácie nadbytočnej likvidity na hospodárenie centrálnej banky.

Problémy, ktoré sme otvorili v predchádzajúcej otázke, sa budú meniť v priebehu postupnej integrácie do EÚ a EMÚ. Mimoriadnu úlohu by mali podľa všeobecného očakávania zohrať priame zahraničné investície a integrácia trhov (tovaru a služieb, kapitálu i pracovnej sily). Jedno i druhé by mohlo byť kľúčom k prekonaniu zdrojových bariér. Teraz sa však nachádzame pod tlakom na redukcii deficitov štátnych a verejných rozpočtov, na spomalenie rastu miezd a dôchodkov a na znižovanie dlhov. Spreádzajú ho opatrenia v oblasti cien, daní, financovania verejnej spotreby, sociálneho zabezpečenia, ktoré hrozia krátiť vnútorný dopyt a spomaliť rast HDP. Očakávate, že vývoz bude schopný toto spomalenie kompenzovať a že sa tak podarí udržať primeranú dynamiku rastu HDP? Bude možné rast exportu podporiť nejakými menovými opatreniami?

Záujem o investovanie na Slovensku rastie. Prispela k tomu stabilizácia ekonomiky, realizované reformy aj perspektíva vstupu do NATO a EÚ. Napriek prijatým opatreniam, ktoré budú mať nevyhnutne vplyv na spotrebu domácností a štátu, je predpoklad rastu ekonomiky dobrý a očakávaný rast HDP sa pohybuje blízko 4 %. Spotreba domácností bude rásť aj vďaka úverom, hoci pomalšie ako v minulom roku. Rastúce vlastné zdroje podnikov a zahraničné investície budú stimulovať celkové investície. Rýchly rast exportu a spomalený rast dovozu vytvoria

predpoklady na celkovo rýchly rast ekonomiky. Redukcia deficitu verejných financií by mala vytvoriť podmienky pre zdravý rast. Ten by sa mal opierať o výkonnosť mikrosféry, a nie o jeho stimuláciu verejnými výdavkami za cenu rastu fiškálneho deficitu, verejného dlhu a deficitu bežného účtu platobnej bilancie.

Ako som uviedla, úloha menovej politiky pri podpore ekonomického rastu spočíva najmä v udržiavaní cenovej stability. Tá uľahčuje ekonomické rozhodovanie. Len sekundárne, ak to umožňujú ďalšie okolnosti v ekonomike, najmä dobré výsledky fiškálnej politiky a neohrozí to splnenie menových cieľov, môže uvoľnenie menovej politiky podporiť ekonomický rast.

Verejnosť dnes vníma vstup do EÚ ako čosi, čo je už viac-menej rozhodnuté, a čo sa so značnou zotrvačnosťou približuje k stanoveným etapám – najskôr potvrdenie prijatia, potom vstup do Európskeho systému výmenných kurzov (ERM II), a napokon i vstup do Európskej menovej únie. Pre každý prípad sa však spýtam – ráta menová či štátna finančná politika s možnosťou spomalenia či odkladu naprogramovaných krokov?

Na jednej strane treba súhlasiť, že viaceré procesy v ekonomike a spoločnosti akoby logicky smerovali k vstupu do EÚ a EMÚ. Napokon celý proces sa začal pred viac ako 10-timi rokmi a je dobre, že spoločnosť a ekonomika vo svojich dlhodobých úvahách a očakávaníach kalkulujú s jeho smerovaním.

Na druhej strane, procesy a vývoj nie sú až také predurčené. Národná banka Slovenska spolu s vládou SR (MF SR) pripravuje stratégiu nášho smerovania do EMÚ. Tá by mala skúmať očakávané kroky a úlohy, ktoré posilnia naše smerovanie do EMÚ a zvýšia dôveru ekonomických subjektov v úspech takéhoto zámeru. Z hľadiska menovej politiky je mimoriadne dôležité, aby sa posilnili dlhodobé očakávania v ekonomike vo vzťahu k inflácii, úrokovým sadzbám a kurzu. Tieto očakávania, ak sú dôveryhodné, môžu podstatne znížiť náklady nominálnej konvergencie a, špecificky, dezinflačného procesu. Aj preto považujeme za potrebné čo najskôr ukončiť diskusie o stratégii a začať ju realizovať. Spochybňovanie a odklad potrebných krokov celý proces výrazne predraží a predĺži.

Pri vstupe SR do EÚ treba stále rátať so značnou nerovnováhou medzi zdrojmi a ich potrebou, a teda vonkajšia nerovnováha bude pretrvávať, ba nedostatok zdrojov sa prehĺbi. Nemyslíte si, že tento fakt bude pre tzv. reálnu konvergenciu významnejší ako rozdiely v úrovni HDP na obyvateľa?

Áno. Tvrdé rozpočtové ohraničenia budú pôsobiť zrejme prísnejšie ako dnes. Týka sa to najmä verejných financií. Ak totiž hovoríme o vonkajšej nerovnováhe, máme na mysli jej zložky. Tvoria ju bilancia úspor a investícií v sektore domácností, v podnikovom sektore, v bankovom sektore a vo vládnom sektore. Dlhodobo nemôžu všetky

vytvárať len veľké deficity. Domácnosti, podniky a banky môžu zbankrotovať a ich zadlžovanie sa riadi súkromnými obchodnými zmluvami, štáty sú tzv. suverénni dlžníci. Európska únia kladie preto dôraz na finančnú stabilitu verejného sektora a požaduje, aby fiškálna politika smerovala k fiškálnej konsolidácii. Štát tým uvoľňuje zdroje pre ďalšie sektory a ich rozvoj, najmä rozvoj podnikového sektora. Touto cestou budeme musieť ísť aj my a podporiť tak proces reálnej konvergencie.

V pozadí otázok, ktoré sa často kladú pri rozhovoroch o našom vstupe do EÚ, a najmä o stave, ktorý sa očakáva po pripojení k EMÚ, je starosť o to, ako sa zmení životná úroveň, určená najmä pomerom domácej hladiny dôchodkov a hladiny cien.

Dlhodobé prognózy treba robiť opatrne, rast životnej úrovne však očakávame. Proces dobiehania bude znamenať približovanie úrovne produktu na obyvateľa k produktu na obyvateľa v EÚ v porovnateľnej parite kúpnej sily, rast miezd a dôchodkov a rast cenovej hladiny. Ale, čo je najdôležitejšie, rýchlejší rast produktivity prinesie aj reálny rast životnej úrovne a jej zblížovanie s úrovňou v EÚ. Nebude to však okamžite, harmonizácia cenových a mzdových hladín je dlhodobý proces. Jej rýchlosť závisí od rýchlosti, akou bude prebiehať transformácia celej ekonomiky. Len vtedy tento proces neohrozí konkurencieschopnosť ekonomiky.

Z Vašich verejných vyjadrení pri rôznych vystúpeniach sa zdá, že pokiaľ ide o náš vývoj po vstupe do EÚ, máte značný optimizmus. S ohľadom na Váš inak známy realizmus je tento Váš postoj povzbudzujúci. Môžete na záver nášho rozhovoru našim čitateľom prezradiť, o čo sa opiera?

Tento optimizmus má reálne základy. Opiera sa o presvedčenie, že Slovensko má väčšinu negatívnych dôsledkov transformácie za sebou. Úspešne sa integrovalo do regiónu vyspelých krajín a bude, po dokončení potrebných reforiem, pripravené a schopné využívať výhody tejto integrácie. Práve reálna konvergencia by mala byť tým procesom, ktorý priblíži naše cenové relácie, našu cenovú hladinu, ale najmä – a podstatne rýchlejšie – naše mzdy a dôchodky k úrovni a reláciám v EÚ. Hoci na začiatku transformačného procesu sme zaplatili za rozpad trhov RVHP a preorientovanie ekonomiky na vyspelé trhy EÚ značnú daň v podobe hlbokej recesie, dnes sa nachádzame na vzostupe. Centrálna banka môže k tomuto procesu prispieť najmä vytvorením stabilného menového prostredia pred našim vstupom do EMÚ.