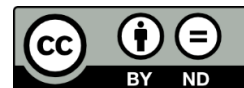


Prijaté/ Received: 08.01.2026

Recenzované/ Reviewed: 19.01.2026

DOI: <https://doi.org/10.24040/aap.2026.23.1.1-14>

Táto publikácia je šírená pod licenciou Creative Commons Attribution-NoDerivatives 4.0, International Licence CC BY-ND (uviedenie autora - bez odvodeného obsahu).



KREDIBILITA CENTRÁLNYCH BÁNK VO VYBRANÝCH EKONOMIKÁCH STREDNEJ A VÝCHODNEJ EURÓPY V KONTEXTE DVOCH KĽÚČOVÝCH KRÍZ 21. STOROČIA

CREDIBILITY OF CENTRAL BANKS IN SELECTED CENTRAL AND EASTERN EUROPEAN ECONOMIES IN THE CONTEXT OF TWO KEY CRISES OF THE 21ST CENTURY

ROMAN ŠAJTER

Ing. Roman Šajter, Katedra bankovníctva a medzinárodných financií, Národohospodárska fakulta, Ekonomická univerzita v Bratislave, Dolnozemska cesta 1, 85235 Bratislava, Slovenská republika, roman.sajter@euba.sk, ORCID: 0009-0004-5044-1477

Abstract: *This paper examines the evolution of central bank credibility in selected Central and Eastern European economies in the context of the global financial crisis and the Covid-19 pandemic. The aim is to compare how central bank credibility responded to two fundamentally different macroeconomic shocks of the 21st century. The empirical analysis employs a credibility index based on deviations of inflation expectations from time-varying inflation targets. The results reveal substantial cross-country heterogeneity, with the Covid-19 pandemic causing a more widespread and pronounced loss of credibility than the global financial crisis. The findings document notable differences in the magnitude and dynamics of credibility developments across the analyzed central banks.*

Key words: central bank, central bank credibility, central and eastern Europe, inflation, inflation expectations, inflation target, global financial crisis, Covid-19 pandemic

JEL Classification: E52, E58, E31, E37

ÚVOD

Ako výstižne poznamenala Alice Rivlin, bývalá podpredsedníčka Federálneho rezervného systému, úlohou centrálnej banky je „znepokojovať sa“ (Bhatt, 2023). Toto tvrdenie je dnes aktuálnejšie než kedykoľvek predtým. Centrálne banky čelia bezprecedentným výzvam vyplývajúcim z potreby prijímať nepopulárne rozhodnutia, rastúceho politického tlaku, rýchleho šírenia informácií, globalizácie finančných tokov a nástupu digitálnych aktív, čo výrazne zvyšuje význam ich dôveryhodnosti.

Tieto výzvy sa osobitne výrazne prejavujú v ekonomikách strednej a východnej Európy, ktorých centrálne banky prešli v posledných desaťročiach intenzívnym inštitucionálnym vývojom a čelili zvýšenej expozícii voči externým makroekonomickým šokom. V porovnaní s vyspelými ekonomikami sa tieto krajiny vyznačujú kratšou históriou menovo-politickej stability a vyššou citlivosťou inflačných očakávaní na hospodárske a finančné turbulencie.

Svetová ekonomika pritom v priebehu 21. storočia prešla dvoma zásadnými krízami, ktoré výrazne ovplyvnili aj krajiny strednej a východnej Európy. Globálna finančná kríza viedla k hlbokkej recesii a dlhodobému obdobiu veľmi nízkej inflácie, na ktoré centrálne banky

reagovali zavedením nekonvenčných menových nástrojov. Pandémia Covid-19 si následne vyžiadala ich ďalšie rozšírenie, pričom rýchle zásahy pomohli zmierniť hospodársky pokles. Po odznení pandemických obmedzení sa však kombinácia prudkého oživenia dopytu a pomalého prispôsobenia ponuky premietla do výrazného rastu inflácie, čo prinútilo centrálné banky v regióne po viac než dekáde prejsť od expanzívneho nastavenia menovej politiky k reštriktívnemu kurzu. K prudkému nárastu inflačných tlakov v postpandemickom období významne prispel aj vojenský konflikt na Ukrajine, ktorý od začiatku roka 2022 vyvolala rozsiahly energetický a komoditný šok v európskych ekonomikách. Nárast cien energií a potravín sa výrazne premietol do cenovej dynamiky vo všetkých analyzovaných krajinách strednej a východnej Európy a predstavoval jeden z hlavných zdrojov zvýšenej volatility inflácie a inflačných očakávaní v závere sledovaného obdobia.

1. TEORETICKÉ VÝCHODISKÁ

Záujem o problematiku kredibility centrálnych bánk nie je obmedzený výlučne na akademickú obec, ale zdieľajú ho aj samotní tvorcovia menovej politiky. Už skorá empirická štúdia Alana S. Blindera poukázala na širokú zhodu medzi centrálnymi bankármi a akademikmi v tom, že kredibilita predstavuje kľúčový predpoklad úspešného dosahovania cenovej stability. Respondenti pritom zdôrazňovali jej význam najmä v súvislosti s udržiavaním nízkej inflácie a znižovaním nákladov dezinflácie, pričom za rozhodujúce faktory jej budovania označili históriu čestnosti, nezávislosť centrálnej banky a transparentnosť (Blinder, 1999).

Následná literatúra, najmä po globálnej finančnej kríze, sa vo veľkej miere opiera o kvantitatívne ukazovatele kredibility založené na odchýlkach inflačných očakávaní od inflačných cieľov v rámci režimu inflačného cielenia. Tento prístup umožňuje zachytiť kredibilitu ako časovo premenlivú veličinu, ktorá reaguje na makroekonomické a finančné šoky, a preto je obzvlášť vhodný na analýzu krízových období (Bordo a Siklos, 2015). Zároveň však literatúra upozorňuje na to, že citlivosť takto konštruovaných indexov závisí od miery ukotvenia inflačných očakávaní, čo je charakteristický rys ekonomík s kratšou históriou menovo-politickej stability.

Práve krajiny strednej a východnej Európy predstavujú z tohto hľadiska špecifickú skupinu ekonomík. Ich centrálné banky prešli relatívne nedávnym inštitucionálnym vývojom, zavádzali režim inflačného cielenia v odlišných fázach hospodárskeho cyklu a čelili vyššej expozícii voči externým šokom. Napriek tomu je vývoj kredibility v tomto regióne v existujúcej literatúre často analyzovaný len okrajovo alebo je súčasťou širších globálnych vzoriek, ktoré môžu tieto špecifiká zakrývať.

Zvolený časový horizont rokov 2008 – 2024 umožňuje zachytiť správanie kredibility centrálnych bánk v CEE počas dvoch fundamentálne odlišných krízových epizód. Kým globálna finančná kríza bola charakteristická dlhodobým tlakom na veľmi nízku infláciu a využívaním nekonvenčných menových nástrojov, pandémie Covid-19 viedla k prudkému nárastu inflácie a k rýchlemu obratu menovej politiky smerom k reštrikcii. Analýza tohto obdobia tak poskytuje jedinečnú príležitosť porovnať, ako sa kredibilita centrálnych bánk vyvíja v prostredí, kedy sa inflácia nachádza pod úrovňou inflačného cieľa a následne v podmienkach výrazného inflačného prehriatia.

V nadväznosti na uvedené tento príspevok využíva index kredibility založený na rozdiel medzi inflačnými očakávaniami ekonomických subjektov a časovo premenlivými inflačnými cieľmi centrálnych bánk. Tento prístup umožňuje nielen kvantifikovať mieru odchýlky

očakávaní od cieľa, ale aj zohľadniť existenciu tolerančných pásiem okolo inflačného cieľa, ktoré sú v praxi centrálného bankovníctva bežne uplatňované. Vďaka tomu index poskytuje citlivejšie a inštitucionálne konzistentné meranie kredibility, ktoré je obzvlášť vhodné na analýzu vývoja kredibility centrálnych bánk v krajinách strednej a východnej Európy v období zvýšenej makroekonomickej volatility.

2. METODOLÓGIA

Empirická analýza vychádza z modelu, ktorý bol pôvodne predstavený autormi Bordo a Siklos (2015). Tento prístup umožňuje kvantifikovať kredibilitu centrálnych bánk prostredníctvom indexu kredibility, ktorý je definovaný ako rozdiel medzi očakávanou mierou inflácie a inflačným cieľom centrálnej banky. Ako aproximácia inflačných očakávaní sa používajú údaje očakávaní ekonomických subjektov s fixným horizontom dvoch kvartálov, zatiaľ čo inflačný cieľ je reprezentovaný časovo premenlivými cieľmi stanovenými centrálnymi bankami.

Keďže centrálné banky formulujú svoje inflačné ciele buď ako konkrétnu hodnotu doplnenú tolerančným pásmom, alebo ako interval, v rámci ktorého je cieľom dosiahnuť strednú hodnotu, aj v tejto analýze sa zohľadňuje určitá flexibilita pri cílení inflácie. Táto charakteristika sa v modeli premieta do spôsobu, akým sa určuje pokles kredibility v závislosti od veľkosti odchýlky inflačných očakávaní od stanoveného inflačného cieľa.

V prípade, že sa odchýlka inflačných očakávaní nachádza v intervale ± 1 %, zníženie kredibility je úmerné veľkosti tejto odchýlky. Ak však odchýlka presiahne uvedené rozpätie, pokles kredibility nadobúda výraznejší charakter a je vyjadrený druhou mocninou odchýlky. Takto diferencovaný prístup k penalizácii odchýlok reflektuje existenciu tolerančných pásiem, resp. šírku intervalov okolo strednej hodnoty inflačného cieľa, ktoré centrálné banky bežne uplatňujú v praxi.

Použitá kvadratická penalizačná funkcia vedie k nelineárnemu rastu indexu pri väčších odchýlkach inflačných očakávaní od cieľa, čo môže v extrémnych obdobiach generovať veľmi vysoké hodnoty indexu. Tieto hodnoty nie sú interpretované v absolútnom zmysle, ale slúžia ako relatívny ukazovateľ intenzity straty kredibility v čase a medzi jednotlivými centrálnymi bankami. Cieľom indexu nie je normalizované porovnanie úrovni kredibility, ale zachytenie dynamiky a rozsahu odklonu inflačných očakávaní od cieľovej trajektórie v reakcii na systémové šoky

Väčšina centrálnych bánk stanovuje tolerančné pásmo ako kladnú alebo zápornú odchýlku od inflačného cieľa vo výške 1 %. Hoci existujú aj prípady užších alebo širších pásiem, ide prevažne o výnimky, pričom štandardná hodnota ± 1 % je v praxi dominantná. Z tohto dôvodu je rovnaká veľkosť tolerančného pásma použitá aj v rámci nášho modelového prístupu. Grafické znázornenie modelu je uvedené nižšie:

$$CRED_t = |\pi_{t+0,5}^f - \pi_t^*|, \text{ ak } \pi_t^* - 1 \leq \pi_{t+0,5}^f \leq \pi_t^* + 1$$

$$CRED_t = |\pi_{t+0,5}^f - \pi_t^*|^2, \text{ ak } \pi_{t+0,5}^f < \pi_t^* - 1 \text{ alebo } \pi_{t+0,5}^f > \pi_t^* + 1$$

kde $\pi_{t+0,5}^f$ symbolizuje premennú inflačných očakávaní ekonomických agentov s pevným horizontom na dva kvartály dopredu;

π_t^* symbolizuje premennú časovo premenlivých inflačných cieľov centrálnej banky;

interval $\langle \pi_t^* - 1 \text{ a } \pi_t^* + 1 \rangle$ reprezentuje tolerančné pásmo $\pm 1\%$ okolo inflačného cieľa, resp. strednej hodnoty intervalu inflačného cieľa centrálnej banky.

V prípade, že sa inflačné očakávania nachádzajú v rámci tolerančného pásma, pokles kredibility je meraný absolútnou hodnotou odchýlky. Ak však odchýlka presiahne tolerančné pásmo, penalizácia nadobúda kvadratickú formu, čím sa výraznejšie zohľadňujú veľké a pretrvávajúce odchýlky inflačných očakávaní od cieľa.

Výstupy modelu nadobúdajú hodnoty v intervale $(0, \infty)$, pričom nulová hodnota indexu indikuje úplnú kredibilitu centrálnej banky, teda situáciu, v ktorej sa inflačné očakávania ekonomických subjektov plne zhodujú so stanoveným inflačným cieľom. Rastúce hodnoty indexu signalizujú klesajúcu úroveň kredibility centrálnej banky, keďže poukazujú na narastajúcu veľkosť odchýlky medzi očakávanou mierou inflácie a cieľovou infláciou, bez ohľadu na jej smer.

V súlade s prístupom Bordo a Siklos (2015) je index konštruovaný ako stratová funkcia založená na absolútnej, resp. kvadratickej odchýlke inflačných očakávaní od inflačného cieľa, čím je zabezpečené, že index nadobúda výlučne nezáporné hodnoty.

Rozdiely vyjadrené výrazmi $(\pi_{t+0,5}^f - \pi_t^*)$, $(\pi_{t+0,5}^f - \pi_t^*)^2$ sú v tomto kontexte interpretované ako bezrozmerné numerické hodnoty indexu kredibility centrálnych bánk.

Údaje o časovo premenlivých inflačných cieľoch centrálnych bánk sú čerpané z databázy Medzinárodného menového fondu IMF AREAER Database, ako aj z oficiálnych webových stránok jednotlivých centrálnych bánk (Medzinárodný menový fond, 2026); (Česká národní banka, 2026); (Európska centrálna banka, 2026); (Narodowy Bank Polski, 2026); (Magyar Nemzeti Bank, 2026); (Banka e Shqipërisë; 2026); (Banca Nationala Romaniei, 2026); (Narodna banka Srbije, 2026).

Údaje o inflačných očakávaniach ekonomických subjektov s fixným horizontom dvoch kvartálov dopredu pochádzajú z databázy OECD Inflation Forecast a z verejne dostupných zdrojov centrálnych bánk (OECD, 2026); (Česká národní banka, 2026); (Európska centrálna banka, 2026); (Narodowy Bank Polski, 2026); (Magyar Nemzeti Bank, 2026); (Banka e Shqipërisë; 2026); (Banca Nationala Romaniei, 2026); (Narodna banka Srbije, 2026).

V analytickej časti príspevku sú ďalej využívané údaje o skutočne dosiahnutej inflácii v mesačnej frekvencii, ktoré sú získané z oficiálnych webových stránok príslušných centrálnych bánk (Česká národní banka, 2026); (Európska centrálna banka, 2026); (Narodowy Bank Polski, 2026); (Magyar Nemzeti Bank, 2026); (Banka e Shqipërisë; 2026); (Banca Nationala Romaniei, 2026); (Narodna banka Srbije, 2026).

Centrálne banky tvoriace výskumný súbor museli spĺňať nasledovné podmienky:

I. Centrálna banka musela uplatňovať režim inflačného cielenia najneskôr k začiatku analyzovaného obdobia, t. j. k 1. januáru 2008.

II. Pre krajinu nachádzajúcu sa vo výhradnej menovej jurisdikcii centrálnej banky spĺňajúcej podmienku uvedenú v bode 1 museli byť počas celého analyzovaného obdobia rokov 2008 – 2024 dostupné oficiálne, konzistentné a dôveryhodné údaje o inflačných očakávaniach ekonomických agentov, a to na kvartálnej frekvencii.

Obe klasifikačné podmienky splnili nasledujúce centrálne banky tvoriace výskumný súbor zobrazené v tabuľke č. 1:

Tabuľka 1: Výskumný súbor

Názov centrálnej banky	Skratka centrálnej banky	Krajina / Menová oblasť pôsobnosti
Česká národní banka	ČNB	Česká republika
Magyar Nemzeti Bank	MNB	Maďarsko
Narodowy Bank Polski	NBP	Poľská republika
Banka e Shqipërisë	BeS	Albánsko
Banca Națională a României	BNR	Rumunsko
Narodna banka Srbije	NbS	Srbská republika
European central bank	ECB	Euro oblasť (Slovenská republika)

Zdroj: Vlastné spracovanie

3. VÝSLEDKY

V časti výsledkov je prezentovaná grafická analýza vývoja indexu kredibility centrálnych bánk prostredníctvom viacerých typov grafických zobrazení, ktorá umožňuje komparatívne vizuálne posúdenie vývoja kredibility medzi centrálnymi bankami výskumného súboru v rôznych časových úsekoch. Grafická analýza je následne doplnená deskriptívnym opisom identifikovaných vzorcov a prezentáciou hlavných kvantitatívnych výsledkov.

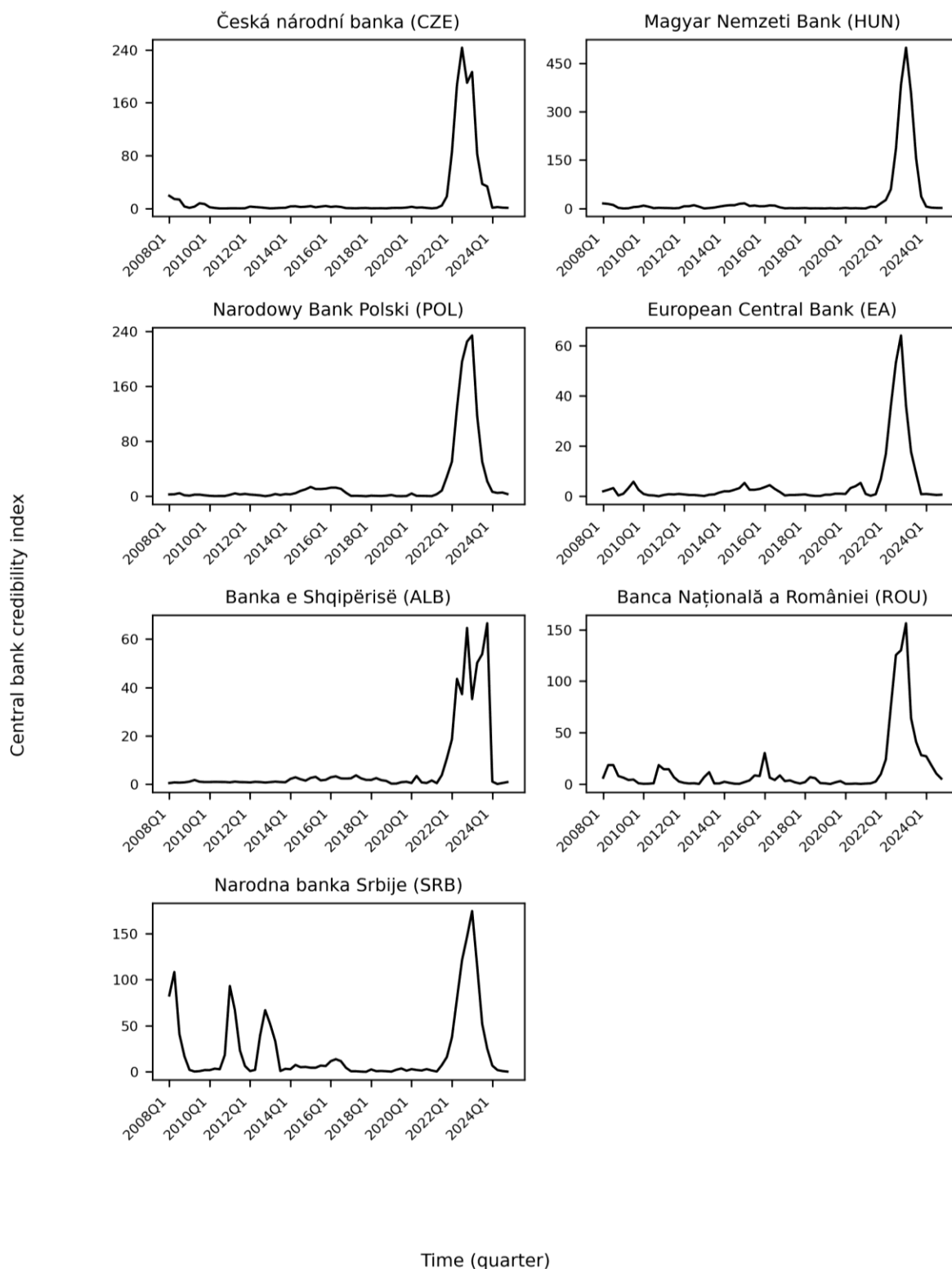
Graf č. 1 zachytáva vývoj kredibility centrálnych bánk vybraných krajín strednej a východnej Európy (CEE) v období rokov 2008 – 2024, meraný prostredníctvom indexu kredibility centrálnych bánk. Do výskumného súboru boli zahrnuté nasledujúce menovo-politické autority: Česká národní banka (ČNB) v Českej republike, Magyar Nemzeti Bank (MNB) v Maďarsku, Narodowy Bank Polski (NBP) v Poľsku, Banka e Shqipërisë (BeS) v Albánsku, Banca Națională a României (BNR) v Rumunsku a Narodna banka Srbije (NbS) v Srbsku. Európska centrálna banka (ECB) bola do analýzy zahrnutá ako aproximácia menovej politiky Národnej banky Slovenska, keďže Slovenská republika je súčasťou Eurosystému a menová politika je v rámci Európskej menovej únie formovaná a koordinovaná na úrovni ECB.

Na rozdiel od grafu č.1, graf č. 2 sústreďuje vývoj kredibility všetkých analyzovaných centrálnych bánk do jedného spoločného zobrazenia, čo umožňuje priamu komparáciu ich dynamiky v období rokov 2008 – 2024.

Grafy č. 3 a 4 sa následne zameriavajú na zúžené časové úseky, v rámci ktorých sú zachytené efekty globálnej finančnej krízy (GFC) a pandémie Covid-19, pričom tieto obdobia predstavujú dve najvýznamnejšie makroekonomické a menovo-politické epizódy sledovaného časového horizontu. Takto zvolené členenie umožňuje detailnejšie posúdiť reakciu kredibility centrálnych bánk na výrazné systémové šoky.

V prípade Českej národnej banky (ďalej ČNB) sa bezprostredne po vypuknutí globálnej finančnej krízy prejavilo výrazné oslabenie kredibility. Tento vývoj je reflektovaný prudkým nárastom hodnoty indexu kredibility, ktorý počas GFC dosiahol maximum 19,10. Pokles kredibility bol spôsobený výrazným rozchodom inflačných očakávaní ekonomických agentov s inflačným cieľom ČNB, pričom očakávania sa v tomto období nachádzali nad jeho úrovňou. Po odznení krízového šoku nasledovali roky 2010 – 2013, charakteristické vysokou mierou kredibility, keď boli inflačné očakávania stabilne ukotvené v blízkosti cieľa centrálnej banky. Zlom nastal začiatkom roka 2014 v prostredí klesajúcej reálnej inflácie, keď sa inflačné očakávania začali odchyľovať smerom nadol a pohybovali sa pod inflačným cieľom. Toto obdobie sprevádzala zvýšená deflačná hrozba, na ktorú ČNB reagovala zavedením nekonvenčných nástrojov expanzívnej menovej politiky zameraných na podporu inflácie. Reakcia inflačných očakávaní bola priaznivá, čo sa prejavilo obnovením stavu absolútnej kredibility v rokoch 2017 – 2019. Tento stav bol narušený až pandémiou Covid-19, počas ktorej došlo k najvýraznejšiemu odklonu inflačných očakávaní od inflačného cieľa v celom sledovanom období, pričom index kredibility dosiahol historicky najvyššiu hodnotu 207.

Vývoj kredibility Magyar Nemzeti Bank (ďalej MNB) vykazuje do veľkej miery analogický priebeh ako v prípade ČNB. Na začiatku analyzovaného obdobia dochádza k výraznému zníženiu kredibility v súvislosti s globálnou finančnou krízou, pričom index kredibility kulminuje na úrovni 15,38. Ďalšie epizódy oslabenia kredibility možno identifikovať v rokoch 2012 – 2013 a následne v období 2014 – 2016, keď v dôsledku nízkej reálnej inflácie inflačné očakávania ekonomických agentov klesli pod inflačný cieľ MNB. Podobne ako v prípade ČNB reagovala MNB implementáciou viacerých nekonvenčných menových opatrení v rámci expanzívneho nastavenia menovej politiky s cieľom stabilizovať infláciu. Tieto kroky prispeli k opätovnému ukotveniu inflačných očakávaní, čo sa odrazilo v období absolútnej kredibility v rokoch 2017 – 2020. Pandémia Covid-19 však viedla k najvýraznejšiemu poklesu kredibility v rámci celého referenčného obdobia, pričom hodnota indexu kredibility dosiahla maximum 498,86.

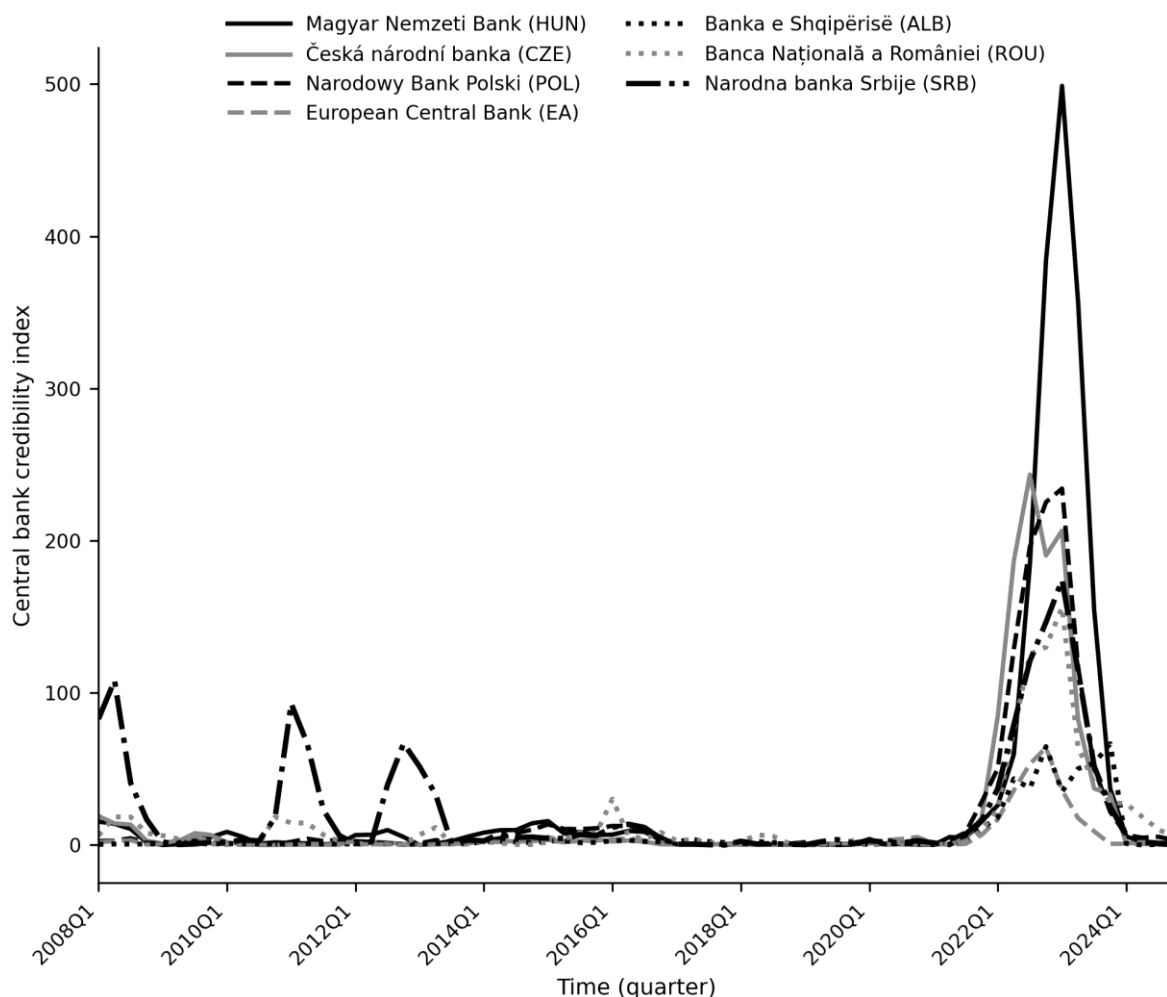


Graf 1: Kredibilita centrálných bank počas celého sledovaného obdobia

Zdroj: Vlastné spracovanie

V prípade Narodowy Bank Polski (NBP) možno pozorovať obdobný vývojový vzorec ako pri ČNB a MNB, avšak reakcia na globálnu finančnú krízu bola relatívne miernejšia. Počas GFC dosiahol index kredibility hodnotu 4,48, čo predstavuje druhú najnižšiu krízovú

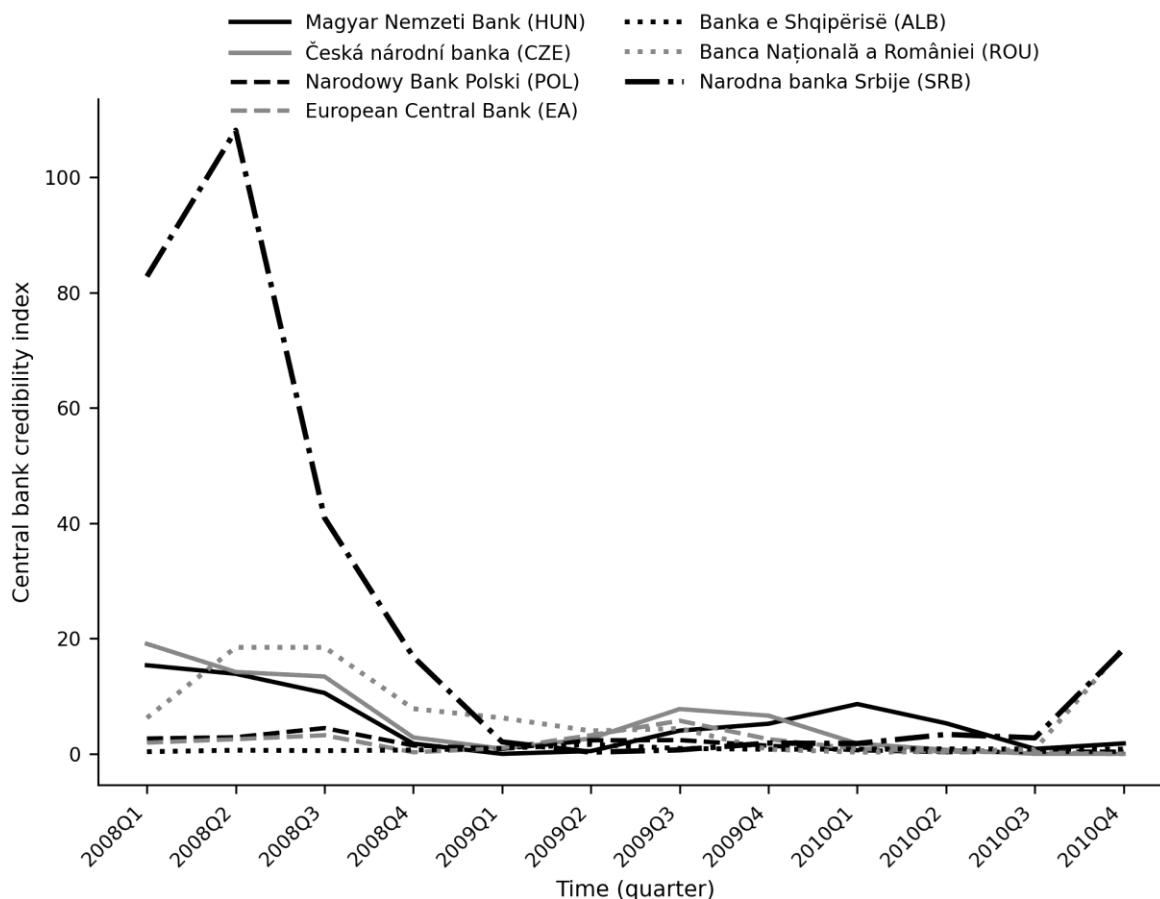
úroveň spomedzi analyzovaných centrálnych bánk. Nasledujúce obdobie sa vyznačovalo vysokou mierou kredibility, ktorá bola prerušená v rokoch 2014 – 2016 v dôsledku výrazného poklesu inflácie a odklonu inflačných očakávaní pod inflačný cieľ NBP. Reakciou centrálnej banky bolo prijatie viacerých nekonvenčných menových opatrení. V rokoch 2017 – 2020 dosahovala NBP stav absolútnej kredibility, ktorý bol narušený až pandémiou Covid-19, počas ktorej došlo k výraznému oslabeniu kredibility na úrovne porovnateľné s vývojom zaznamenaným v prípade ČNB.



Graf 2: Kredibilita centrálnych bánk počas celého sledovaného obdobia (spoločný graf)

Zdroj: Vlastné spracovanie

Vývoj kredibility Európskej centrálnej banky (ďalej ECB) taktiež poukazuje na výraznejšie oslabenie bezprostredne po vypuknutí globálnej finančnej krízy. Po tomto období nasledovali roky 2010 – 2013, ktoré sa vyznačovali relatívne vysokou úrovňou kredibility. Tá bola opätovne narušená v období rokov 2014 – 2016 v dôsledku pretrvávajúcej nízkej inflácie a rastúcej deflačnej hrozby, čo viedlo k odklonu inflačných očakávaní od inflačného cieľa ECB. Reakciou bola implementácia širokého spektra nekonvenčných menových opatrení zameraných na stabilizáciu inflácie v blízkosti cieľovej úrovne. Tieto opatrenia prispeli k obnoveniu vysokej kredibility v rokoch 2017 – 2020. Pandémia Covid-19 však viedla k ďalšiemu poklesu kredibility, ktorý bol v porovnaní s ostatnými centrálnymi bankami vo výskumnom súbore relatívne najmiernejší; hodnota indexu kredibility dosiahla v tomto období úroveň 64.



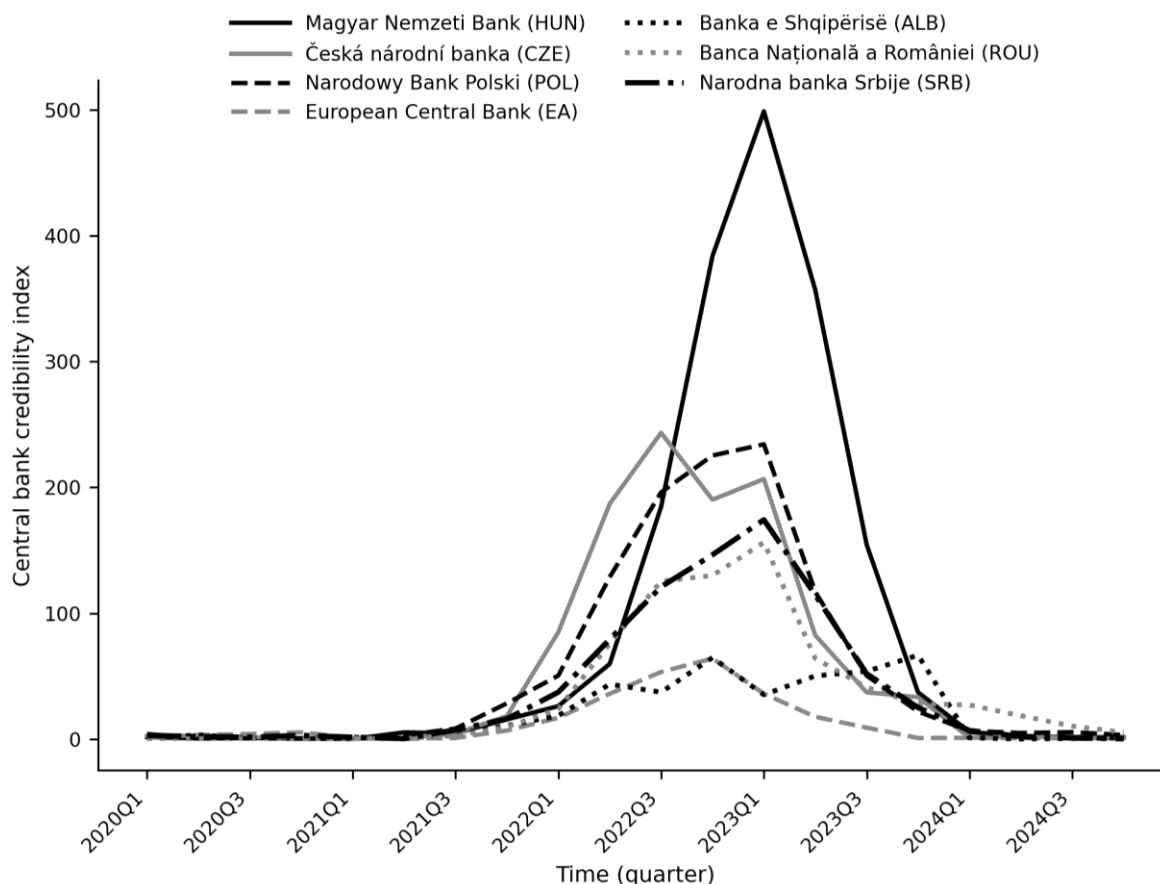
Graf 3: Kredibilita centrálných bank počas GFC (spoločný graf)

Zdroj: Vlastné spracovanie

Vývoj kredibility Banka e Shqipërisë (ďalej BeS) sa v porovnaní s ostatnými centrálnymi bankami vyznačuje nižšou úrovňou volatility počas globálnej finančnej krízy. V tomto období zaznamenávame len mierne zvýšenie indexu kredibility, čo poukazuje na relatívne stabilné inflačné očakávania ekonomických agentov. Výraznejšie zmeny v dynamike kredibility nastávajú až po roku 2020 v súvislosti s pandémiou Covid-19. V tomto období dochádza k nárastu indexu kredibility, pričom jeho hodnoty kulminujú v rokoch 2022 – 2023 na úrovni podobnej ECB. Zvýšené hodnoty indexu naznačujú výraznejší odklon inflačných očakávaní od inflačného cieľa BeS, čo indikuje oslabenie kredibility centrálnej banky v prostredí výrazných a prevažne externých inflačných tlakov. V závere sledovaného obdobia však možno pozorovať pokles indexu kredibility, čo signalizuje postupné opätovné ukotvovanie inflačných očakávaní.

V prípade Narodna banka Srbije (ďalej NbS) je vývoj kredibility charakteristický vyššou mierou volatility najmä v prvej časti sledovaného obdobia. Už v období globálnej finančnej krízy zaznamenávame výrazné zvýšenie indexu kredibility, ktoré je najvyššie spomedzi všetkých centrálnych bank vo výskumnom súbore, čo poukazuje na výrazné odchýlky inflačných očakávaní od inflačného cieľa. Hodnota indexu kredibility sa počas GFC dostala až na úroveň 108. Po roku 2010 však nasleduje obdobie postupnej stabilizácie, počas ktorého sa hodnoty indexu kredibility pohybujú na relatívne nízkych úrovniach. Najvýraznejší pokles kredibility v celom sledovanom období nastáva v súvislosti s pandémiou Covid-19, keď index kredibility prudko rastie a dosahuje hodnoty presahujúce 150. Tento vývoj indikuje výrazné narušenie ukotvenia inflačných očakávaní v prostredí silných externých šokov. V posledných

kvartáloch sledovaného obdobia však možno pozorovať výrazné zníženie indexu kredibility, čo naznačuje obnovu dôveryhodnosti menovej politiky NbS.



Graf 4: Kredibilita centrálnych bánk počas pandémie Covid-19 (spoločný graf)

Zdroj: Vlastné spracovanie

V prípade Banca Națională a României (ďalej BNR) zaznamenávame počas globálnej finančnej krízy výrazné oslabenie kredibility, ktoré patrí medzi najvýraznejšie v rámci analyzovaného súboru centrálnych bánk, s výnimkou NbS. Hodnoty indexu kredibility sa v tomto období prudko zvýšili, čo poukazuje na významný rozchod inflačných očakávaní ekonomických agentov s inflačným cieľom BNR. Napriek tomu však nedošlo k tak extrémnym výkyvom ako v prípade Srbska, pričom inflačné očakávania sa pohybovali v širšom, no stále ohraničenom pásme okolo cieľovej úrovne. Po odznení krízového šoku nasleduje obdobie relatívnej stabilizácie kredibility, ktoré pretrváva až do vypuknutia pandémie Covid-19. Práve v tomto období dochádza k opätovnému a výraznému nárastu indexu kredibility, signalizujúcemu výrazný odklon inflačných očakávaní od inflačného cieľa, pričom index dosahuje maximum na úrovni približne 150. V postpandemickom období však možno pozorovať postupnú obnovu kredibility BNR, sprevádzanú opätovným približovaním inflačných očakávaní k cieľovej úrovni.

Výsledky poukazujú na výraznú heterogenitu vo vývoji kredibility centrálnych bánk v krajinách strednej a východnej Európy v reakcii na dva dominantné makroekonomické šoky 21. storočia. Spoločným znakom väčšiny analyzovaných centrálnych bánk je oslabenie kredibility v bezprostrednej reakcii na globálnu finančnú krízu, avšak rozsah a intenzita tohto oslabenia sa medzi jednotlivými krajinami výrazne líšili. Relatívne miernejší nárast indexu kredibility počas GFC zaznamenali BeS, NBP a ECB, zatiaľ čo ČNB, MNB, BNR a najmä NbS čelili výraznejším odklonom inflačných očakávaní od inflačných cieľov.

Túto heterogenitu vo vývoji kredibility počas globálnej finančnej krízy sumarizuje aj tabuľka č. 2, ktorá prostredníctvom maximálnej hodnoty indexu kredibility zachytáva úroveň odchýlenia inflačných očakávaní od inflačného cieľa v krízovom období. Maximálne hodnoty indexu poskytujú prehľad o tom, pri ktorých centrálnych bankách došlo k najvýraznejšiemu nárastu indexu kredibility, a teda k najväčšej strate kredibility počas GFC.

Tabuľka 2: Maximum CREDt počas GFC

Názov centrálnej banky	Skratka centrálnej banky	Maximum
Česká národní banka	ČNB	19,10
Magyar Nemzeti Bank	MNB	15,38
Narodowy Bank Polski	NBP	4,48
Banka e Shqipërisë	BeS	1,65
Banca Nationala Romaniei	BNR	18,49
Narodna banka Srbije	NbS	108,16
European central bank	ECB	5,76

Zdroj: Vlastné spracovanie

Po odznení globálnej finančnej krízy sa vo väčšine krajín prejavilo obdobie obnovennej alebo vysokej kredibility, ktoré bolo charakteristické stabilným ukotvením inflačných očakávaní v blízkosti inflačných cieľov. Toto obdobie bolo najvýraznejšie v rokoch 2010 – 2013 a v prípade viacerých centrálnych bánk vyústilo až do stavu absolútnej kredibility. Následná epizóda nízkej inflácie a deflačných tlakov v polovici druhej dekády však opätovne narušila kredibilitu viacerých menovo-politických autorít, najmä v Českej republike, Maďarsku, Poľsku a eurozóne, čo poukazuje na citlivosť kredibility na pretrvávajúce odchýlky inflácie od cieľovej úrovne aj mimo krízových období.

Pandémia Covid-19 predstavovala z hľadiska vývoja kredibility ešte výraznejší a plošnejší šok než globálna finančná kríza. Tento vývoj bol v závere sledovaného obdobia ďalej zosilnený energetickým a komoditným šokom vyvolaným vojenským konfliktom na Ukrajine, ktorý sa premietol do prudkého rastu cien energií a následného nárastu inflačných očakávaní v celom regióne. Vo všetkých analyzovaných krajinách došlo k prudkému nárastu indexu kredibility, pričom rozsah tohto nárastu výrazne prevýšil hodnoty zaznamenané počas GFC. Najvýraznejšie oslabenie kredibility zaznamenali MNB, ČNB a NBP, zatiaľ čo ECB a BeS vykazovali v porovnaní s ostatnými centrálnymi bankami relatívne miernejší nárast indexu. Tento rozdiel naznačuje, že menová politika v rámci Eurosystemu mohla pôsobiť ako stabilizačný faktor v prostredí bezprecedentných pandemických šokov.

Rozsah a plošnosť straty kredibility počas pandémie Covid-19 sumarizuje aj tabuľka č. 3, ktorá prezentuje maximálne hodnoty indexu kredibility v pandemickom období. Maximálne hodnoty indexu umožňujú identifikovať centrálnu banku, pri ktorých bol nárast indexu

kredibility najvýraznejší, čím kvantifikujú rozsah straty kredibility v reakcii na pandemický šok.

Tabuľka 3: Maximum CREDt počas pandémie Covid-19

Názov centrálnej banky	Skratka centrálnej banky	Maximum
Česká národní banka	ČNB	243,40
Magyar Nemzeti Bank	MNB	498,86
Narodowy Bank Polski	NBP	234,22
Banka e Shqipërisë	BeS	66,59
Banca Nationala Romaniei	BNR	156,25
Narodna banka Srbije	NbS	174,24
European central bank	ECB	64

Zdroj: Vlastné spracovanie

Veľmi vysoké hodnoty indexu zaznamenané počas pandemického obdobia sú dôsledkom kvadratickej penalizácie väčších odchýlok inflačných očakávaní od cieľa a odrážajú mimoriadnu intenzitu rozkotvenia očakávaní v tomto období. Ich význam spočíva predovšetkým v relatívnom porovnaní medzi krajinami a v identifikácii epizód najvýraznejšej straty kredibility, nie v absolútnej interpretácii úrovne indexu.

Celkovo výsledky potvrdzujú, že kredibilita centrálnych bánk v krajinách CEE má výrazne časovo premenlivý charakter a je citlivá na veľké makroekonomické šoky. Zároveň však poukazujú na to, že rozsah straty kredibility sa medzi jednotlivými krajinami významne líšia, čo podporuje potrebu detailnej komparatívnej analýzy v rámci heterogénneho regiónu strednej a východnej Európy.

ZÁVER

Cieľom príspevku bolo analyzovať vývoj kredibility vybraných centrálnych bánk krajín strednej a východnej Európy v období rokov 2008 – 2024 a porovnať jej dynamiku v reakcii na dve zásadné krízové epizódy – globálnu finančnú krízu a pandémiu Covid-19. Využitím indexu kredibility založeného na odchýlkach inflačných očakávaní od časovo premenlivých inflačných cieľov bolo možné kvantitatívne zachytiť rozsah a intenzitu straty kredibility v jednotlivých ekonomikách a identifikovať výrazné rozdiely v správaní menovo-politických autorít.

Empirické výsledky poukazujú na výraznú heterogenitu reakcií centrálnych bánk v regióne CEE. Počas globálnej finančnej krízy zaznamenali relatívne miernejšie oslabenie kredibility Narodowy Bank Polski, Banka e Shqipërisë a Európska centrálna banka, zatiaľ čo Česká národní banka, Magyar Nemzeti Bank, Banca Națională a României a najmä Narodna banka Srbije čelili výraznejším odklonom inflačných očakávaní od inflačných cieľov. Tieto

rozdiely poukazujú na význam inštitucionálnych a štrukturálnych charakteristík jednotlivých ekonomík, ako aj na rozdielnu dôveryhodnosť menovo-politických rámcov v období akútnej finančnej nestability. Následné obdobie bolo vo väčšine krajín charakteristické obnovou vysokej úrovne kredibility, čo naznačuje schopnosť centrálnych bánk opätovne ukotviť inflačné očakávania v prostredí pretrvávajúcej nízkej inflácie a využívania nekonvenčných menových nástrojov.

Pandémia Covid-19 však predstavovala z hľadiska vývoja kredibility ešte výraznejší a plošnejší šok než globálna finančná kríza. Vo všetkých analyzovaných krajinách došlo k prudkému a často bezprecedentnému nárastu indexu kredibility, pričom jeho úrovne výrazne prevýšili hodnoty zaznamenané počas GFC. Najvýraznejšia strata kredibility bola identifikovaná v Maďarsku, Českej republike a Poľsku, zatiaľ čo Európska centrálna banka a Banka e Shqipërisë vykazovali v porovnaní s ostatnými centrálnymi bankami miernejší rozsah oslabenia. Tento výsledok naznačuje, že menová politika v rámci Eurosystému mohla v prostredí bezprecedentných pandemických šokov pôsobiť ako čiastočný stabilizačný mechanizmus. Zároveň sa ukazuje, že energetický a komoditný šok vyvolaný vojenským konfliktom na Ukrajine prispel k pretrvávaniu zvýšených inflačných očakávaní v závere sledovaného obdobia a k spomaleniu obnovy kredibility vo viacerých krajinách regiónu.

Získané výsledky poukazujú na to, že kredibilita centrálnych bánk v krajinách strednej a východnej Európy má výrazne časovo premenlivý charakter a je mimoriadne citlivá na veľké makroekonomické a geopolitické šoky. Rozsah straty kredibility, ako aj rýchlosť jej následnej obnovy, sa medzi jednotlivými krajinami významne líšia, čo odráža rozdiely v kvalite menovo-politických inštitúcií, v historickej dôveryhodnosti menovej politiky a v schopnosti efektívnej komunikácie s verejnosťou. Tieto zistenia podporujú argument, že kredibilita predstavuje kľúčový transmisný kanál menovej politiky, ktorého narušenie môže významne oslabiť účinnosť stabilizačných opatrení.

Z hľadiska hospodárskej politiky výsledky zdôrazňujú význam dôsledného ukotvovania inflačných očakávaní ako základného predpokladu úspešného dosahovania cenovej stability, najmä v prostredí zvýšenej makroekonomickej neistoty. Pre krajiny strednej a východnej Európy, ktoré sa vyznačujú vyššou citlivosťou na externé šoky, predstavuje budovanie a udržiavanie kredibility centrálnej banky jednu z kľúčových výziev menovej politiky.

Budúci výskum by sa mohol zamerať na rozšírenie analýzy o ďalšie krajiny regiónu, na podrobnejšie preskúmanie úlohy menovo-politickej komunikácie pri obnove kredibility alebo na využitie alternatívnych mier inflačných očakávaní a inflačných cieľov. Takéto rozšírenie by umožnilo hlbšie porozumenie mechanizmom formovania kredibility v podmienkach opakujúcich sa makroekonomických šokov.

POĎAKOVANIE

Tento článok je súčasťou riešenia projektu VEGA č. 1/0639/24.

LITERATÚRA

Banca Națională a României. Online. 2026. Dostupné z: <https://www.bnr.ro/>. [citované 2026-01-05].

Banka e Shqipërisë. Online. 2026. Dostupné z: <https://www.bankofalbania.org/>. [citované 2026-01-05].

BHATT, G. *New Worries for Central Bankers; Editor's Letter*. Online. In: FINANCE & DEVELOPMENT. A Quarterly Publication of the International Monetary Fund. 2023. ISSN 0015-1947. Dostupné z: <https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2023/03/editor-letter-new-worries-for-central-bankers>. [citované 2026-01-05].

BLINDER, A. S. *Central Bank Credibility: Why do we care? How do we build it?* Online. In: NBER Working Paper Series. Cambridge: National Bureau of Economic Research. June 1999, article 7161, s. 1-23. Dostupné z: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w7161/w7161.pdf. [citované 2026-01-05].

BORDO, M. D.; SIKLOS, P. L. *Central bank Credibility Before and After the Crisis*. Online. In: NBER Working Paper Series. November 2015, Revised July 2016, article Working Paper 21710, s. 1-41. ISSN 0898-2937. Dostupné z: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w21710/w21710.pdf. [citované 2026-01-05].

Česká národní banka. Online. 2026. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/>. [citované 2026-01-05].

Európska centrálna banka. Eurosystem. Online. 2026. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>. [citované 2026-01-05].

Magyar Nemzeti Bank. Online. 2026. Dostupné z: <https://www.mnb.hu/web/fooldal>. [citované 2026-01-05].

Medzinárodný menový fond. *The Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER)*. Online. 2026. Dostupné z: <https://www.elibrary-areaer.imf.org/Pages/ChapterQuery.aspx>. [citované 2026-01-05].

Narodna banka Srbije. Online. 2026. Dostupné z: <https://www.nbs.rs/>. [citované 2026-01-05].

Narodowy Bank Polski. Online. 2026. Dostupné z: <https://nbp.pl/>. [citované 2026-01-05].

OECD. *Inflation forecast*. Online. 2026. Dostupné z: <https://data.oecd.org/price/inflation-forecast.htm>. [citované 2026-01-05].