

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
OBCHODNÁ FAKULTA

Evidenčné číslo: 102003/D/2016/2469447162

VPLYV FINANČNEJ A HOSPODÁRSKEJ KRÍZY NA
EKONOMIKY ZÁPADNÉHO BALKÁNU

Dizertačná práca

2016

Ing. Ján Dráb

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
OBCHODNÁ FAKULTA

VPLYV FINANČNEJ A HOSPODÁRSKEJ KRÍZY NA
EKONOMIKY ZÁPADNÉHO BALKÁNU

Dizertačná práca

Študijný program: *Manažment medzinárodného podnikania*

Študijný odbor: *Medzinárodné podnikanie*

Školiace pracovisko: *Katedra medzinárodného obchodu*

Školiteľ: *doc. Ing. Ľuboš Pavelka, PhD.*



Ekonomická univerzita v Bratislave
Obchodná fakulta

ZADANIE ZÁVEREČNEJ PRÁCE

Meno a priezvisko študenta: Ing. Ján Dráb
Študijný program: Manažment medzinárodného podnikania (Jednoodborové štúdium, doktorandské III. st., denná forma)
Študijný odbor: 3.3.18 Medzinárodné podnikanie
Typ záverečnej práce: Dizertačná záverečná práca
Jazyk záverečnej práce: slovenský
Sekundárny jazyk: anglický

Názov: Vplyv finančnej a hospodárskej krízy na ekonomiky západného Balkánu

Cieľ: Práca bude posudzovať vplyv monetárnej politiky jednotlivých centrálnych bánk na hospodárstvo krajín a určovať vplyv a rozsah negatívnych dôsledkov z vývoja svetového hospodárstva na ekonomiky západného Balkánu ako aj špeciálne na teritoriálnu a komoditnú štruktúru zahraničného obchodu. Výsledkom výskumu by mal byť súbor aplikačných záverov a konkrétnych odporúčaní, ktorých obsah by mal byť relevantný pre odhady budúceho vývoja hospodárstva krajín západného Balkánu.

Anotácia: Práca bude smerovať do sféry skúmania najdôležitejších vývojových tendencií v hospodárstve krajín západného Balkánu ovplyvnených finančnou a hospodárskou krízou. Stanovené pracovné hypotézy by mali diagnostikovať zmeny v oblasti makroekonomických ukazovateľov a štruktúry medzinárodného obchodu krajín regiónu vplyvom rozdielnej monetárnej politiky reagujúcej na finančnú a hospodársku krízu vo svetovej ekonomike. Práca bude skúmať dosah fundamentálnych zmien vo vývoji ekonomík z pohľadu verejných financií v dôsledku dlhovej krízy ekonomík EÚ a testovať, aký má vplyv na fiškálnu politiku i zahraničnú zadlženosť krajín západného Balkánu.

Školiteľ: doc. Ing. Ľuboš Pavelka, PhD.
Katedra: KMO OF - Kat. medzinárodného obchodu OF
Vedúci katedry: prof. Ing. Peter Baláž, PhD.
Dátum zadania: 08.02.2013

Dátum schválenia: 27.03.2013

prof. Ing. Peter Baláž, PhD.
predseda odborovej komisie

Čestné vyhlásenie

Čestne vyhlasujem, že záverečnú prácu som vypracoval samostatne a že som uviedol všetku použitú literatúru.

Dátum: 25.5.2016

Ján Dráb

Pod'akovanie

Na tomto mieste by som sa chcel veľmi poďakovať svojmu školiteľovi dizertačnej práce doc. Ing. Ľubošovi Pavelkovi, PhD. za jeho cenné rady, pomoc, návrhy a podporu pri spracovávaní problematiky a za pripomienky pri kompletizácii dizertačnej práce.

Ďalej by som sa chcel poďakovať Ing. Danielovi Dujavovi, PhD. za nespočetné diskusie o problematike a podnetné pripomienky k dizertačnej práci.

V neposlednom rade by som sa chcel poďakovať zástupcom Banky Albánska, Národnej banky republiky Macedónsko a Národnej banky Srbska za konzultácie a poskytnutie kvartálnych dát k ekonometrickému výskumu.

ABSTRAKT

DRÁB, Ján: *Vplyv finančnej a hospodárskej krízy na ekonomiky západného Balkánu*. – Ekonomická univerzita v Bratislave. Obchodná fakulta; Katedra medzinárodného obchodu. – Školiteľ záverečnej práce: doc. Ing. Ľuboš Pavelka, PhD. – Bratislava: OF EU, 2016, 144s.

Dizertačná práca sa zaoberá vývojom stabilizačnej politiky krajín západného Balkánu s dôrazom na proces budovania kredibility a na vplyv týchto faktorov na výkonnosť jednotlivých ekonomík počas finančnej a hospodárskej krízy. Hlavným cieľom je bude posudzovať vplyv monetárnej politiky jednotlivých centrálnych bánk na hospodárstvo krajín a určovať vplyv a rozsah negatívnych dôsledkov z vývoja svetového hospodárstva na ekonomiky západného Balkánu ako aj špeciálne na teritoriálnu a komoditnú štruktúru zahraničného obchodu. Práca je rozdelená do štyroch kapitol. Obsahuje 55 grafov, 2 tabuľky a 5 príloh. Prvá kapitola je venovaná vývoju teoretických prístupov k hospodárskej politike v časoch krízy. V druhej kapitole sú definované ciele, hypotézy a metodológia výskumu. Nosná časť práce je tretia kapitola, ktorá sa zaoberá vývojom inštitúcií fiškálnej a monetárnej politiky v regióne s dôrazom na proces budovania kredibility a analýzu hospodárskeho vývoja a stabilizačnej politiky od začiatku finančnej a hospodárskej krízy. Nachádzajú sa tu aj závery a odporúčania pre budúci vývoj a vyhodnotenie hypotéz. Vo štvrtej kapitole sú teoretické a praktické prínosy práce ako aj limity zistení a námety pre ďalší výskum. Výsledkom výskumu je súbor aplikačných záverov a konkrétnych odporúčaní, ktorých obsah by mal byť relevantný pre odhady budúceho vývoja hospodárstva krajín západného Balkánu.

Kľúčové slová: západný Balkán, finančná a hospodárska kríza, monetárna politika, menové režimy, kredibilita

ABSTRACT

DRÁB, Ján: *The Impact of The Great Recession on the Western Balkans Economies*. – The University of Economics in Bratislava. Faculty of Commerce; Department of International Trade. – Thesis Supervisor: doc. Ing. Ľuboš Pavelka, PhD. – Bratislava: FC UE, 2016, 144p.

The scope of the dissertation thesis is the development of the stabilization policy of the western Balkan countries with the impact on the process of the gaining of the credibility and the impact of these factors on the performance of the individual economies during the Great Recession. The main objective is to evaluate the impact of monetary policy of the individual central banks on the economy of the countries and it will define the impact and scope of negative outcomes of the development in the world economy on the economies of the western Balkans and especially on the territorial and commodity structure of foreign trade. The thesis is divided in four chapters. It includes 55 graphs, 2 tables and 5 annexes. The first chapter is devoted to the development of the theoretical aspects of the economic policy during the crisis. In the second chapter there are defined objectives, hypotheses and the methodology of the research. The main part of the thesis is the third chapter which deals with the development of the institutions of the fiscal and monetary policy in the region with the impact on the process of gaining the credibility and analysis of the economic development and stabilization policy since the beginning of the Great Recession. There are mentioned conclusions and recommendations for the future development and the evaluation of hypotheses, too. In the fourth chapter there are theoretical and practical contributions of the dissertation as well as the limits of the findings and the ideas for further research. The result of the research is the base of applicable conclusions and specific recommendations relevant for the estimation of the future development of the economies of the western Balkans.

Keywords: western Balkans, the Great Recession, monetary policy, monetary regimes, credibility

Obsah

Úvod	5
1 Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí.....	8
1.1 Fiškálna politika.....	11
1.1.1 Dôvody vzniku a základné predpoklady fiškálnej politiky	11
1.1.2 Nevýhody fiškálnej politiky.....	13
1.2 Monetárna politika	15
1.2.1 Východiská fungovania monetárnej politiky	15
1.2.2 Vplyv M. Friedmana a A. Schwartzovej na modernú monetárnu politiku.....	17
1.3 Medzinárodný rozmer stabilizačnej politiky	19
1.3.1 Modely šírenia sa finančných a hospodárskych kríz	20
1.3.2 Mundellov-Flemingov model	23
1.3.3 Teória optimálnej menovej oblasti	28
1.4 Stabilizačná politika v súčasnosti, jej historické príčiny a paralely	32
1.4.1 Obmedzenia stabilizačnej politiky v podmienkach pasce likvidity a dlhovej krízy	32
1.4.3 Teória racionálnych očakávaní	38
1.4.4 Dilema výberu optimálneho menového režimu v malej otvorenej ekonomike ..	40
1.4.5 Stabilizačná politika založená na vývoji trhových ukazovateľov.....	45
2 Cieľ a metódy práce.....	48
3 Výsledky práce a diskusia	54
3.1 Formovanie kredibilnej monetárnej a fiškálnej politiky krajín západného Balkánu ..	54
3.1.1 Budovanie kredibility monetárnej politiky	55
3.1.1.1 Rozpad inštitúcií	57
3.1.1.1 Udržovanie kredibility	64
3.1.2 Štandardizácia fiškálnej politiky.....	69
3.1.2.1 Tranzitívna terapia šokom	69
3.1.2.2 Unifikácia fiškálnych politík	72
4.1.2.3 Dvadsať rokov trvajúca patová situácia v Bosne a Hercegovine	75
3.2 Vplyv finančnej a hospodárskej krízy ekonomiky jednotlivých krajín	78
3.2.1 Vplyv krízy na Čiernu Horu	78
3.2.2 Vplyv krízy na Bosnu a Hercegovinu.....	81
3.2.3 Vplyv krízy na Macedónsko	83
3.2.4 Vplyv krízy na Srbsko	86

3.2.5 Vplyv krízy na Albánsko	89
3.2.6 Vplyv krízy na teritoriálnu štruktúru zahraničného obchodu	92
3.2.7 Vplyv krízy na komoditnú štruktúru zahraničného obchodu.....	95
3.2.8 Komparatívna analýza	97
3.3 Vektorová autoregresia	107
3.3.1 Reakčné funkcie a variančná dekompozícia v Albánsku.....	108
3.3.2 Reakčné funkcie a variančná dekompozícia v Srbsku.....	110
3.3.3 Reakčné funkcie a variančná dekompozícia v Macedónsku	112
3.3.4 Porovnanie a sumarizácia výsledkov modelu VAR	114
3.4 Zhodnotenie stanovených hypotéz.....	117
3.5 Závěry a odporúčania pre budúci vývoj	119
4 Teoretické a praktické prínosy dizertačnej práce	123
Záver	127
Zoznam bibliografických odkazov	133
Prílohy	144

Zoznam grafov

Graf 1 Makroekonomická rovnováha v krátkom a dlhom období.....	9
Graf 2 Vývoj vybraných makroekonomických ukazovateľov v časoch Veľkej hospodárskej krízy	18
Graf 3 Krivka IS* v Mundellovom-Flemingovom modeli	24
Graf 4 LM* krivka v Mundellovom-Flemingovom modeli	25
Graf 5 Rovnováha v rámci Mundellovho-Flemingovho modelu.....	26
Graf 6 Mundellov-Flemingov model aplikovaný na krajinu s fixným menovým kurzom..	26
Graf 7 Mundellov-Flemingov model aplikovaný na krajinu s plávajúcim menovým kurzom	27
Graf 8 Menová báza Japonska v rokoch 1986 – 2005 (v stovkách mil. jenov).....	33
Graf 9 Cenová hladina meraná CPI v Japonsku (1960 = 100 %)	34
Graf 10 IS-LM model v podmienkach pasce likvidity	35
Graf 11 NHDP USA v časoch Veľkej hospodárskej krízy (v miliardách USD).....	39
Graf 12 Menová báza Japonska (v stovkách miliónoch jenov)	40
Graf 13 Index vývoja M1 a M2 v Čiernej Hore (v %)	78
Graf 14 Index vývoja jednotlivých zložiek HDP v Čiernej Hore	79
Graf 15 Podiel jednotlivých zložiek HDP na raste HDP Čiernej Hory	79
Graf 16 Vývoj vládneho dlhu a bilancie štátneho rozpočtu Čiernej Hory (v % HDP).....	80
Graf 17 Index vývoja jednotlivých zložiek HDP v Bosne a Hercegovine	81
Graf 18 Index vývoja M0, M2, HDP a nominálneho HDP v Bosne a Hercegovine (v %) .	82
Graf 19 Index vývoja častí HDP Macedónska.....	83
Graf 20 Podiel jednotlivých zložiek HDP na raste HDP Macedónska	84
Graf 21 Vývoj referenčnej úrokovej sadzby, inflácie a medziročného tempa rastu vládnej spotreby (v %).....	85
Graf 22 Index vývoja častí HDP Srbska	87
Graf 23 Podiel jednotlivých zložiek HDP na raste HDP Srbska	88
Graf 24 Úrokové sadzby a index M0.....	90
Graf 25 Index vývoja častí HDP Albánska.....	90
Graf 26 Podiel jednotlivých zložiek HDP na raste HDP Albánska	91
Graf 27 Vývoj cenovej hladiny v Čiernej Hore, Grécku a Taliansku.....	93
Graf 28 Vývoj podielu exportu a importu Talianska (ITA) a Grécka (GRE) na zahraničnom obchode Čiernej Hory v porovnaní s ostatnými krajinami s eurom alebo fixáciou k euru (EUR).....	94
Graf 29 Podiel krajín s eurom a členských krajín CEFTA na exporte Čiernej Hory	94
Graf 30 Index vývoja HDP krajín západného Balkánu	98
Graf 31 Index vývoja spotreby a investícií krajín západného Balkánu	99
Graf 32 Index vývoja vládnych výdavkov a verejného dlhu krajín západného Balkánu ..	100
Graf 33 Index vývoja importu a exportu krajín západného Balkánu.....	101
Graf 34 Index vývoja čistého exportu krajín západného Balkánu	101
Graf 35 Vývoj reálneho výmenného kurzu (index; 2008 = 100).....	102
Graf 36 Podiely na raste HDP v roku 2009 a medzi rokmi 2008 až 2014.....	103

Graf 37 Zmena položiek HDP medzi rokmi 2008 a 2009 a medzi rokmi 2008 až 2014 ..	104
Graf 38 Tempo rastu HDP (2009 - 2014)	105
Graf 39 Podiely na raste HDP v roku 2012	106
Graf 40 Reakcia repo sadzieb na šok v inflácii (1) a reakcia reálneho výmenného kurzu na šok v repo sadzbách (2)	108
Graf 41 Reakcia reálneho výmenného kurzu na šok v inflácii (1) a outputu (2).....	109
Graf 42 Podiel šokov do repo sadzieb z dôvodu šokov do inflácie (1) a reálneho výmenného kurzu (2) a podiel šokov do reálneho výmenného kurzu z dôvodu šokov do inflácie (3).....	109
Graf 44 Reakcie repo sadzieb na šok do vládnych výdavkov (1) a reálneho výmenného kurzu na repo sadzby	110
Graf 45 Reakcia repo sadzieb na šok do inflácie (1) a reakcia M3 na šok do repo sadzieb (2).....	111
Graf 46 Podiel šokov do M3 z dôvodu šokov do repo sadzieb	111
Graf 47 Reakcia inflácie na šok do reálneho výmenného kurzu (1) a reakcia reálneho výmenného kurzu na šok do inflácie (2).....	112
Graf 48 Reakcia repo sadzieb na šok do inflácie (1) a reakcie reálneho výmenného kurzu na šok do inflácie (2)	112
Graf 49 Podiel šokov do reálneho výmenného kurzu z dôvodu šokov do inflácie	113
Graf 50 Reakcia M4 na šok do outputu (1) a vládnych výdavkov (2).....	113
Graf 51 Reakcie reálneho výmenného kurzu na šok do inflácie v Albánsku (1), Srbsku (2) a Macedónsku (3).....	115
Graf 52 Reakcie reálneho výmenného kurzu na šok do repo sadzieb v Albánsku (1), Srbsku (2) a Macedónsku (3).....	115
Graf 53 Reakcie inflácie na šok do reálneho výmenného kurzu v Albánsku (1), Srbsku (2) a Macedónsku (3).....	116
Graf 54 Reakcie M3 (resp. M4) na šok do repo sadzieb v Albánsku (1), Srbsku (2) a Macedónsku (3)	116
Graf 55 Podiel šokov do M3 (resp. M4) z dôvodu šokov do repo sadzieb v Albánsku (1), Srbsku (2) a Macedónsku (3).....	117

Zoznam tabuliek

Tabuľka 1 Rozdiely medzi federatívnymi republikami a autonómnymi oblasťami Juhoslávie (1989-1990).....	70
Tabuľka 2 Podiel vybraných ukazovateľov za obdobia pred a od roku 2009	97

Zoznam skratiek

ALL	albánsky lek
BA	Banka Albánska
BAM	konvertibilná marka
BH	Bosna a Hercegovina
BHD	bosniansko-hercegovský dinár
CBA	currency board arrangement
CEFTA	Stredoeurópska dohoda o voľnom obchode
CPI	index spotrebiteľských cien
DB	distrikt Brčko
DMK	nemecká marka
DPH	daň z pridanej hodnoty
ECB	Európska centrálna banka
EMS	európsky menový systém
EÚ	Európska únia
EUR	euro
FBH	Federácia Bosny a Hercegoviny
Fed	federálny rezervný systém
HDP	hrubý domáci produkt
MKD	macedónsky dinár
MMF	Medzinárodný menový fond
MRF	mimorozpočtové fondy
NBBH	Národná banka Bosny a Hercegoviny
NBJ	Národná banka Juhoslávie
NBRM	Národná banka republiky Macedónsko
NBS	Národná banka Srbska
NHDP	nominálny hrubý domáci produkt
OMO	optimálna menová oblasť
OSN	Organizácia spojených národov
RS	Republika srbská
RSD	srbský dinár
TIPS	cenné papiere indexované k inflácii
USD	americký dolár
VAR	vektorová autoregresia

Úvod

Od roku 2008 zápasí svetová ekonomika s finančnou a hospodárskou krízou, ktorá medzičasom dostala pomenovanie Veľká recesia. Napriek tomu, že vo väčšine krajín už hospodárstvo opäť rastie, vývoj svetovej ekonomiky je stále mimo predkrízový trend.

Veľká recesia bola výzvou tak pre monetárnu, ako aj fiškálnu politiku. Samotnej monetárnej politike niektorí ekonómovia ako S. Sumner, či L. Christensen pridávajú veľký diel viny na tom, v akom stave je súčasné hospodárstvo. Svetové ceny ropy sa od začiatku roku 2007 rapídne zvyšovali, čo vytváralo inflačné tlaky na vyspelé ekonomiky, ktoré sú čistými dovozcami tejto komodity. Lenže bol tu ešte jeden problém, a to praskajúca bublina na finančnom trhu. 9. augusta 2007 BNP Paribas oznámil svojim klientom, že si už nemôžu vyberať peniaze zo svojich rizikových fondov (subprime funds). Z dôvodu toho, že každý na trhu do určitej miery vlastnil toxické aktíva, narástla nedôvera medzi bankami, a tým sa na trhu začala úverová tieseň.

Obdobie od konca roku 2007 do polovice roku 2008 bolo obdobím dvoch kontrastných ekonomických situácií. Na jednej strane hrozil ponukový šok ako dôsledok zvyšujúcich sa cien ropy, na strane druhej hrozil dopytový šok z dôvodu praskajúcej hypotekárnej bubliny v USA. Kontrastnosť situácie leží najmä na poli inflácie, keďže ponukový šok vedie k vysokej inflácii a nožnej stagflácii, kým dopytový šok vedie k deflácií a hlbkej hospodárskej kríze.

Napriek rastúcim cenám ropy indikátory očakávanej inflácie varovali, že žiadne zvyšovanie cenovej hladiny nehrozí. Centrálné banky ako Fed a ECB zle vyhodnotili túto situáciu a utiahli svoju monetárnu politiku v časoch, keď finančný trh potreboval likviditu. Keď 15. septembra 2008 zbankrotoval Lehman Brothers, bolo už neskoro. Finančný trh upadol do najväčšej krízy od roku 1929.

Podobné to bolo aj s monetárnou politikou samotnou. Tá azda od sedemdesiatych (a možno aj od tridsiatych) rokov dvadsiateho storočia nestála pred takou dilemou. Situácia bola dohnaná do extrému tým, že mnohé západné ekonomiky padli na nulové úrokové sadzby, teda dostali sa do pasce likvidity, kedy štandardné nástroje monetárnej politiky nefungujú. Centrálné banky boli nútené inovovať svoju politiku a siahnuť po neštandardných opatreniach a nástrojoch.

Záchrana finančného sektora vytvorila tlak na verejné financie, ktoré sa ocitli pred historickou krízou. Najextrémnejšia bola situácia v eurozóne. Jasné pravidlá definované

v Maastrichtských kritériách a Pakte stability a rastu boli často porušované a integračné inštitúcie pre prípad dlhovej krízy neboli ani len vybudované.

Keď oslabená výkonnosť ekonomiky podľa štandardnej teórie potrebovala zásah fiškálnej politiky, tá bola paradoxne nútená k reštrikcii. Rozvinuté ekonomiky sa totižto pred krízou v časoch expanzie celé desaťročia zadlžovali a finančná a hospodárska kríza vzbudila medzi investormi dohady, či sú krajiny schopné ďalej financovať svoje narastajúce dlhy. A tým pádom fiškálna politika ostala do veľkej miery nefunkčnou.

Svetová ekonomika sa teda koncom prvej dekády tretieho tisícročia ocitla pred dilemou, ako čeliť globálnej kríze, ktorá vohnala úrokové sadzby do nebezpečného teritória pasce likvidity a zadlžené verejné financie zatlačili krajiny do dlhovej krízy. Fiškálna i monetárna politika tým pádom ostali značne paralyzované a málokto z ekonomiky sa podarilo udržať sa vo svojom trende, či aspoň vrátiť sa do dlhodobého trendu hospodárskeho vývoja.

Vlády a centrálné banky odvtedy uplatnili rôzne monetárne a fiškálne politiky. Na základe rôznorodosti ekonomík, ako aj rozdielných externých šokov, je často ťažké kvantifikovať skutočný efekt jednotlivých politík. Región západného Balkánu je v tomto ohľade unikátnou príležitosťou na štúdium.

Štáty regiónu sa vyznačujú podobnou históriou, kultúrou, charakteristikou hospodárstva, ako aj štruktúrou zahraničného obchodu. Jednotlivé ekonomiky regiónu po stabilizácii hospodárstva v deväťdesiatych rokoch rástli približne rovnakým tempom. Hospodárska kríza, ktorá sa v regióne naplno prejavila v roku 2009, postavila krajiny pred veľkú výzvu ako čeliť nepriaznivým okolnostiam.

Spoločný predkrízový trend sa narušil. Na jednej strane Čierna Hora padla do hlbokkej recesie, na strane druhej Albánsko zaznamenalo na európske pomery unikátny rast. Kým hospodárstvo Srbska od krízy nerastie, Macedónsku sa podarilo ako jednej z mála európskych ekonomík naštartovať rast investícií a obnoviť aj samotný rast ekonomiky.

Jednotlivé krajiny uplatnili rôzne politiky. Krajiny sa líšia v jednej základnej premennej, ktorou je monetárna politika. V tomto malom regióne je možné analyzovať vplyvy najpoužívanějších menových režimov. Nachádza sa tu inflačné cielenie (Albánsko a Srbsko), cielenie nominálneho menového kurzu (Macedónsko), currency board arrangement (Bosna a Hercegovina) i dolarizácia, teda používanie cudzej meny ako zákonného platidla (Čierna Hora).

Fiškálna politika zase prebehla procesom štandardizácie a daňové systémy jednotlivých krajín vykazujú relatívne podobné kontúry, no i tu sa jednotlivé vlády počas obdobia Veľkej recesie vydali rôznymi smermi politik.

Západný Balkán môžeme teda považovať za relatívne homogénny región s nesmierne pestrou stabilizačnou politikou. To nám poskytuje unikátnu príležitosť skúmať efekty jednotlivých politik či už v časoch finančnej krízy, alebo v procese strednodobej až dlhodobej obnovy hospodárstva.

Práca pozostáva zo štyroch kapitol. V prvej kapitole sme zhrnuli vývoj teoretických prístupov k hospodárskej politike v časoch krízy a osobitne sme sa venovali, akým okolnostiam musí čeliť vrátane špecifik pre malé ekonomiky. V druhej kapitole sú definované ciele, hypotézy a metodológia výskumu.

Nosná časť práce je tretia kapitola. Tá sa skladá z troch podkapitol. V prvej sme sa venovali chronologickému vývoju inštitúcii fiškálnej a monetárnej politiky v regióne s dôrazom na proces budovania kredibility. Druhá podkapitola rozoberá hospodársky vývoj od začiatku finančnej a hospodárskej krízy. Je spracovaná po jednotlivých krajinách (s osobitným dôrazom na štruktúru zahraničného obchodu) a poznatky v závere sumarizuje. Tretia podkapitola obsahuje ekonometrický výskum vybraných krajín metódou vektorová autoregresia. Koniec kapitoly je venovaný vyhodnoteniu hypotéz a záverom a odporúčaniam pre budúci vývoj. V štvrtej kapitole sú uvedené teoretické a praktické prínosy práce ako aj limity zistení a námety pre ďalší výskum.

Predkladaná dizertačná práca prináša súbor aplikačných záverov a konkrétnych odporúčaní, relevantný nielen pre odhady budúceho vývoja hospodárstva krajín západného Balkánu, ale aj pre vhodnú voľbu hospodárskej politiky v ďalších podobných ekonomikách.

1 Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí

Hospodársky cyklus bol v devätnástom storočí iba marginálnou témou ekonomickej teórie. Snaha zmierniť jeho negatívne dopady sa ale stala hlavnou ekonomickou témou nasledujúceho storočia. Korene tejto radikálnej zmeny pozornosti ekonomického myslenia nájdeme na začiatku dvadsiateho storočia.

N. W. Peaslee bol profesorom ekonómie na Miskatonic University, keď v roku 1908 uprostred svojej prednášky upadol do bezvedomia. Na nič, čo sa udialo od tohto okamihu až do jeho návratu k vedomiu, si nepamätal. Keď sa v roku 1913 prebral, nevediac, že sa vlastne niečo stalo, plynulo pokračoval v tom, čo prednášal v ten osudný moment, keď stratil kontakt s okolitým svetom. Jeho slová boli: „... z ortodoxných ekonómov tejto doby Jevons predstavuje prevládajúci trend smerujúci k vedeckej korelácii. Jeho snaha prepojiť hospodársky cyklus prosperity a krízy s fyzikálnym cyklom slnečných škvrn predstavuje pravdepodobne vrchol...“ (s. 953, Lovecraft, 2011).

To sú zároveň jeho jediné zaznamenané slová zaoberajúce sa ekonómiou. N. W. Peaslee totižto nikdy nebol skutočným ekonómom, bol len hlavným hrdinom novely Tieň z hlbín času (The Shadow out of Time) jedného z najvýznamnejších amerických spisovateľov žánru horor H.P. Lovecrafta.

Nie je známe, čo viedlo Lovecrafta k tomu, aby urobil profesora ekonómie hlavným hrdinom novely a prečo ako jeho jedinú odbornú repliku použil popis priekopníka v úvahách o hospodárskom cykle W. S. Jevonsa. Zrejme už nikdy sa zmienka o Jevonsovi neocitla v podobnom žánri, podobne ako N. W. Peaslee ostane možno navždy jediným profesorom ekonómie, ktorý je zároveň hlavným hrdinom hororovej novely.

Dôvod zrejme tkvie v kontexte doby. Kniha bola napísaná na prelome rokov 1934 a 1935, teda na sklonku Veľkej hospodárskej krízy. Tá je doteraz považovaná za najväčšiu hospodársku krízu v dejinách ľudstva. Celková nezamestnanosť v USA stúpila z 5,5 % v roku 1929 na 25,2 % v roku 1933 (Jensen, 1989). Priemyselná produkcia sa prepadla o 47 % a celkový produkt sa za toto obdobie znížil o zhruba 30 % (Pells, 2014). Svetová ekonomika zažívala čosi, čo nemalo obdobu a čo spochybnilo všetky dovtedajšie poznatky o hospodárskom cykle i ekonómii samotnej.

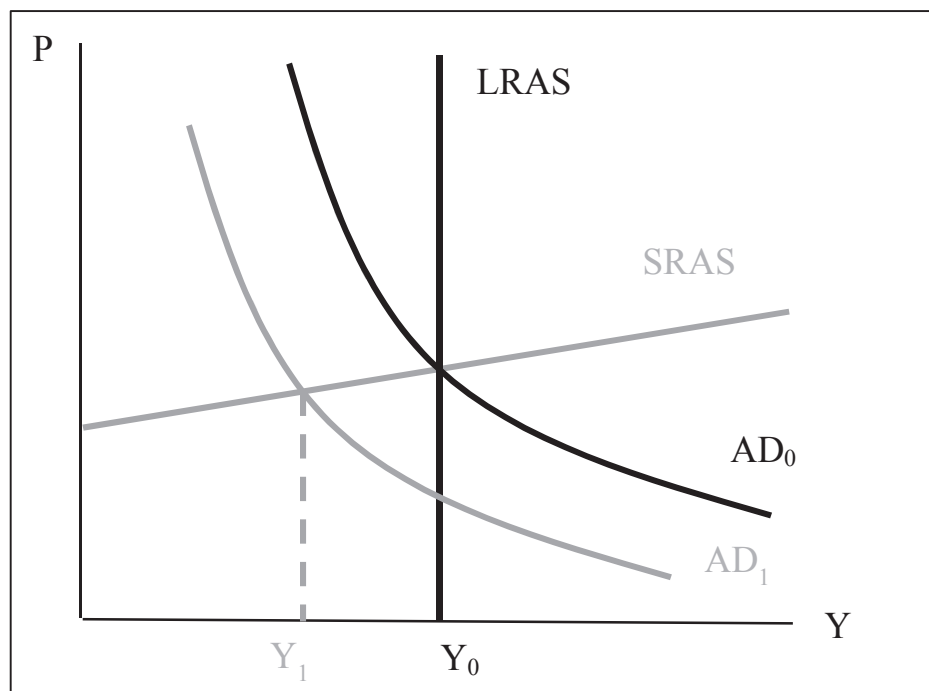
Je teda pravdepodobné, že to je ten dôvod, prečo si Lovecraft vybral do svojej novely práve ekonóma, ktorý rozprával zhodou okolností o Jevonsovi. Bolo to stále dva roky predtým ako J. M. Keynes vydal svoju prelomovú Všeobecnú teóriu o zamestnanosti, úroku

a peňazí, ktorou položil základný kameň makroekonómii i novodobému skúmaniu hospodárskych cyklov. Teda stále v čase, kedy sa ľudstvo na vtedajší hospodársky vývoj nechápavo pozeralo ako Jevons na škvrny na slnku, či tie náhodou nie sú za nevysvetliteľným cyklickým vývojom hospodárstva.

V roku 1938 napísal J. M. Keynes list americkému prezidentovi F. D. Rooseveltovi. V ňom sa ho pýta nasledovne: „*Prečo to robíte? Ved' to je štrukturálna politika pre dlhé obdobie, ale vy musíte vyriešiť krátkodobé cyklické problémy a to je to, na čo by ste mali míňať svoj politický kapitál*“ (DeLong, 2013a). Keynesova poznámka sumarizuje prvé závažné zistenie, ktoré priniesla Veľká hospodárska kríza: ekonomika sa správa inak v krátkom a dlhom období.

Graf 1 zobrazuje rovnováhu agregátnej ponuky (AS)¹ a agregátneho dopytu (AD)² v krátkom (SR) a dlhom (LR) období. Rozdiel je v reakcii ponuky na dopytový šok. Kým v najkratšom možnom období je cenová hladina (P) maximálne rigidná (pevná, nemenná) a zmena agregátneho dopytu (pokles z AD_0 na AD_1) spôsobí zmenu výsledného produktu ekonomiky (z Y_0 na Y_1); v dlhom období sú ceny pružné a zmena AD nemá vplyv na produkt. Nominálne výdavky (AD) tak v dlhom období neovplyvňujú, koľko sa vyrobí. To závisí iba od dostupných zdrojov a produktivity.

Graf 1 Makroekonomická rovnováha v krátkom a dlhom období



Prameň: vlastné spracovanie

¹ Celková ponuka tovarov a služieb v ekonomike pri danej cenovej hladine.

² Celkový dopyt po tovaroch a službách v ekonomike pri danej cenovej hladine.

Ekonomovia sa pred Veľkou hospodárskou krízou domnievali, že v prípade negatívneho dopytového šoku sa cenová hladina bez problémov tejto zmene prispôsobí. Vychádzali z toho, že za každých podmienok platí tzv. Sayov zákon trhu. Ten v skratke hovorí o tom, že ponuka automaticky vytvára dopyt. Aj keď spotrebitelia presunú svoje výdavky z jedného sektora do druhého a spôsobia tým úpadok prvého odvetvia, na druhej strane ich konanie zapríčini rozmach druhého odvetvia. V konečnom dôsledku je to teda operácia s nulovým súčtom; kým jedno odvetvie zaniklo, druhé odvetvie vzniklo (Sloman, 2006).

V ekonomickej teórii platí úzus o tom, že ekonomika takto skutočne funguje, no iba v dlhom období. Veľká hospodárska kríza poukázala na jeden závažný problém pri uvažovaní o krátkom a dlhom období. Nie je jasné, ako dlho trvá krátke obdobie. A keďže krátke obdobie môže trvať mesiac, rok, či desaťročie a možno aj dlhšie, zrazu je dôležité konať aj v krátkom období a nečakať, kým sa ekonomika v dlhom období vráti do rovnováhy. Lebo, ako hovorí J. M. Keynes: „*V dlhom období sme všetci mŕtvi*“ (s. 183, Krugman, 2009).

Základným problémom, ktorý z toho vyplýva, je, že čím dlhšie je toto „krátke obdobie“ krízy, tým viac ovplyvňuje pracovnú silu v „dlhom období“. Tento jav sa nazýva hysteréza. Ako sa stávajú ľudia nezamestnanými, čím dlhšie trvá tento stav, tým viac pracovných zručností strácajú. A môže to dôjsť až do momentu, kedy úplne stratia vôľu vrátiť sa na trh práce. Prirodzená miera nezamestnanosti sa tým pádom natrvalo zvyšuje (Mankiw, 2012).

Nastáva otázka, kde sa berie ten rozdiel, že sa ceny nedokážu v krátkom období prispôbiť posunu krivky agregátneho dopytu, alebo inak povedané: prečo sú ceny v krátkom období rigidné a podniky nemenia svoj cenník v závislosti od zmeny agregátneho dopytu. Podobnú otázku položil americký ekonóm A. Blinder z Princeton University priamo manažérom firiem. Spýtal sa ich, ako často a na základe čoho prispôbujú svoj cenník. Výsledok bol, že 10,2 % firiem upravuje svoje ceny menej často ako raz za rok, 39,3 % firiem ich upravuje raz ročne, 15,6 % jeden až dvakrát ročne, 12,9 % dva až štyrikrát ročne a zvyšných 22 % ceny upravuje častejšie ako v priemere raz za štvrtrok. Dobrým príkladom rigidných cien sú mzdy - teda cena práce - ktoré sa určujú často iba raz ročne.³ Je teda zrejmé,

³ Ďalším problémom miezd je, že zamestnanci sú neochotní prijať na nasledujúci rok nižšiu nominálnu mzdu, ako mali v roku uplynulom. Aj preto centrálné banky cieľia min. 2 % infláciu, lebo nízka inflácia „maže kolesá trhu práce“, teda pomáha v čase krízy znižovať reálne mzdy a to bez zmeny miezd nominálnych.

že ceny sú skutočne v krátkom období rigidné a agregátnemu dopytu sa prispôsobujú iba pomaly.

Blinder sa manažérov pýtal, prečo tomu tak je. Najčastejším dôvodom (vyše 60 % opýtaných) bolo, že firmy čakajú, kým k takému kroku pristúpi konkurencia. Vyše polovica manažérov svoje pomalé reakcie opodstatnila aj nasledovnými dôvodmi: čakajú na rast/pokles nákladov; firmy preferujú zmeny ostatných atribútov produktov/služieb (servis, dodacia doba...); firmy takticky súhlasia so stabilizáciou cien, prevažne z dôvodu „férovosti“ k zákazníkom (Mankiw, 2012).

Výsledkom pôsobenia týchto síl je recesia, ktorú môžeme zadefinovať ako *„pretrvávajúce obdobie, kedy klesá reálny produkt“*. (s. 609, Mankiw, 2012) Recesiou môžeme podľa tradičnej definície nazvať len taký pokles produktu, ktorý trvá minimálne dve po sebe idúce kvartály.

Dôraz v ekonomickej teórii je kladený na dopytové šoky – tak negatívne (hospodárska kríza) ako aj pozitívne („prehrievanie“ ekonomiky). Na zmiernenie až eliminovanie ich vplyvov sa využíva aktívna stabilizačná politika a jej dva hlavné nástroje: monetárna a fiškálna politika. Tie majú za cieľ vrátiť ekonomiku do rovnováhy a to ovplyvňovaním agregátneho dopytu.

1.1 Fiškálna politika

Od konca druhej svetovej vojny (teda, odkedy sa ekonomika Spojených štátov dostala po Veľkej hospodárskej kríze opäť do predkrízového trendu) spotreba federálnej vlády USA predstavuje okolo 20 % HDP. Pred krízou to ale bolo nanajvýš 5 % HDP (DeLong, 1998). Koreň toho, prečo fiškálna politika získala takýto význam v ekonomike a aká je jej úloha dnes, sa nachádza opäť v období Veľkej hospodárskej krízy.

1.1.1 Dôvody vzniku a základné predpoklady fiškálnej politiky

Dovtedy sa vlády mimo časov vojen nezadlžovali. Následné deficity z vojen splácali prebytkami v období mieru. Medzi ekonómami vládlo všeobecné presvedčenie, že v časoch recesie expanzívna fiškálna politika ekonomike nepomôže, naopak, jej iba uškodí. Logika bola nasledovná: zvýšenie daňového zaťaženia v dlhom období poškodí produkciu a bohatstvo a podporí nebezpečné tendencie v politike.

Ďalším dôvodom nevyužívania fiškálnej politiky bol názor, že kríza je len dôsledkom „preinvestovania“, prehriatia ekonomiky a prílišného optimizmu. Kríza bola považovaná za prirodzenú reakciu hospodárstva na zlé rozhodnutia a využívanie hospodárskej politiky na zmiernenie následkov by viedlo iba k predĺženiu mizérie (DeLong, 1998).

Túto politiku sa snažila sprvu realizovať aj americká vláda na čele s prezidentom H. Hooverom. Ten sa snažil udržať vyrovnaný rozpočet, no to, čo ušetril na výdavkoch, bolo ďalší rok zmazané poklesom daňových príjmov v dôsledku poklesu produktu americkej ekonomiky. Jeho nástupca F. D. Roosevelt bol síce tiež skeptický k vytváraniu deficitov, no politikou New Deal zvýšil výdavky federálnej vlády, ktoré čiastočne kryl zvýšenými daňami (DeLong, 2013a). V časoch Veľkej hospodárskej krízy tak federálna vláda zdaňovala 5-7 % a míňala 8-10 % HDP.

Počiatky fiškálnej politiky ako nástroja pre stabilizáciu ekonomiky môžeme teda nájsť v časoch prezidenta F. D. Roosevelta. Tento koncept doviedol do úplnosti J. M. Keynes. Ten nebol nikdy zástancom deficitného financovania v čase hospodárskeho rastu, čo sa mu často mylne pripisuje. Podľa neho má mať vláda v strednodobom hľadisku vyrovnaný rozpočet, no ten má byť v čase nerovnomerne rozložený. Ak je ekonomika v recesii, štát má generovať deficit, ktoré má splácať z prebytkov v období expanzie.

V čase, keď spotreba domácností a investície podnikov poklesnú, majú podľa Keynesa tento výpadok zastúpiť zvýšené vládne výdavky. Ako to neskôr rozvinuli jeho nasledovníci: výsledný efekt sa nebude rovnať iba sume výdavkov, ale navýši sa aj o ďalší – vládnymi výdavkami vyvolaný – nárast v spotrebe. Jedno euro minúte vládou na postavenie kúska cesty sa dostáva do rúk firmy, ktorá si najíma nového zamestnanca, ktorý dostáva plat a za neho si kupuje výrobok... a tak to ide dookola. V krátkom období, keď je ekonomika pod potenciálom, tento rast výdavkov vedie k rastu reálneho HDP. Zmena HDP (ΔY) je teda väčšia ako zmena vládnych výdavkov (ΔG). Podiel $\Delta Y / \Delta G$ sa nazýva fiškálny multiplikátor a popisuje, koľkokrát viac stúpnu agregátne výdavky v porovnaní s rastom G.

Teória o fiškálnom multiplikátore a využívaní cyklických deficitov na tlmenie efektov kríz sa stala po druhej svetovej vojne štandardom. Na svoj účel využívala zabudované stabilizátory, ktoré fungovali tak, že v čase krízy sa zvyšovali výdavky (napríklad príspevky pre nezamestnaných) a v čase expanzie príjmy štátneho rozpočtu (napríklad kvôli progresívnemu zdaneniu zamestnanci pri raste miezd odvádzajú do rozpočtu viac). A úloha štátu v ekonomike sa zmenila. A zosilnela.

Fiškálna politika v Keynesovom ponímaní pokračovala až do sedemdesiatych rokov. Deficity boli prevažne cyklické a neboli permanentnou súčasťou hospodárenia vlád. Štrukturálne deficity, ako sa inak hovorí deficitom, ktoré sú prítomné v ekonomike bez ohľadu na fázu ekonomického cyklu, sa stali súčasťou štandardnej fiškálnej politiky na začiatku sedemdesiatych rokov dvadsiateho storočia.

Prvým problémom bolo spomalenie produktivity americkej ekonomiky, ktoré začalo v roku 1973 a trvalo do deväťdesiatych rokov (jav známy aj ako „The Big Slowdown“⁴). Znížené príjmy do štátneho rozpočtu sa dostali do kolízie s už skôr zavedeným systémom sociálneho poistenia a federálna vláda začala vykazovať chronické deficity. Tie sa ešte prehĺbili s nástupom prezidenta R. Reagana v roku 1980.⁵ Základom jeho politiky bolo zvýšenie výdavkov na zbrojenie a súbežné zníženie daní, čo radikálne navýšilo štrukturálne deficity a celkový verejný dlh. To všetko nielen v čase mieru, no dokonca v čase expanzie (DeLong, 1998).

Tento trend sa následne preniesol aj do ďalších ekonomík. Pre väčšinu týchto krajín sú osemdesiate a deväťdesiate roky dvadsiateho storočia desaťročiami nárastu verejného dlhu, ktorý v časoch mieru nemá obdobu. Kým dôvody sa u jednotlivých krajín líšia (napr. v Nemecku bol nárast zadlženia vo výraznej miere spojený so zjednotením Nemecka v roku 1990), trend je rovnaký a odzrkadľuje fakt, že permanentné deficitné financovanie rozpočtu sa stalo štandardom väčšiny ekonomík (Clayton, 2000).

1.1.2 Nevýhody fiškálnej politiky

Štátny sektor a jeho deficitné financovanie nabrali v druhej polovici dvadsiateho storočia nesporne na rozsahu. Pôvod tohto trendu možno ale len ťažko hľadať v ekonomickej teórii. Ako podotýkajú Buchanan s Wagnerom, nebezpečenstvo deficitného financovania verejnej správy spočíva v krátkozrakosti voličov. Ak je zvýšenie výdavkov vlády spojené so zvýšením daní, voliči sú priamo konfrontovaní s výnosmi i nákladmi daného kroku. No, ak je zvýšenie výdavkov hrazené dlhom, voliči vidia iba zvýšenie blahobytu, nie cenu zaň (DeLong, 1998).

⁴ Viac v (Mankiw, 2012).

⁵ Osemdesiate roky dvadsiateho storočia sú aj desaťročím masívneho nárastu zadlženia súkromného sektora, na čo mala nemalý podiel popularizácia kreditných kariet. Niektorí autori nazývajú túto dekádu aj „desaťročím dlhu“. Dlh súkromných nefinančných subjektov v tomto období v USA narastal dvojnásobným tempom ako podkladové aktíva. Zdroj: (Clayton, 2000).

Výsledkom deformovanej verejnej mienky je, že v bankrotom ohrozených krajinách sa voliči nevedia stotožniť s tým, že by mali platiť za nahromadené dlhy. Momentálne totiž zažívajú druhú fázu permanentného deficitného financovania rozpočtu. Po fáze prijímania výnosov bez platenia musia teraz čeliť plateniu účtov bez výnosov.⁶

Na prvý pohľad to vyzerá, že popri rozsahu štátneho aparátu a náraste deficitného financovania, sila fiškálnej politiky od druhej svetovej vojny vzrástla. No z viacerých dôvodov realita ukazuje opak.

Prvým dôvodom je, že diskrečná politika (cieľené prispôsobovanie fiškálnej politiky podmienkam hospodárstva) je vysoko neefektívna. V prvom rade dáta, ktorými sa zákonodarcovia riadia, ukazujú svet ako odraz v spätnom zrkadle. Neukazujú súčasnú realitu, ale nameranú štatistiku spreď niekoľkých mesiacov. Následne prichádza často aj niekoľkomesačné rozhodovanie o vhodnej politike, spojené ešte s dlhým legislatívnym procesom. Až potom je fiškálna politika účinná a to už môže byť medzičasom hrozba zažehnaná a fiškálna politika môže mať nakoniec opačný efekt a ekonomike iba uškodiť.

Tento časový nesúlad spôsobuje, že máloktoré fiškálne opatrenie má skutočný prínos v boji proti nepriaznivým ekonomickým udalostiam. Všetky recesie po druhej svetovej vojne boli nečakané a reakcia nebola dostatočne rýchla a je otázne, či vôbec bola možná (DeLong, 1998). Expanzívnej fiškálnej politike sa navyše pripisuje tzv. crowding out effect (alebo vytlačací efekt), čo znamená, že vládne investície vytlačujú súkromné investície, keďže zvýšený dopyt po kapitále (z dôvodu fiškálnej expanzie) zvyšuje úrokovú sadzbu.

Ďalším dôvodom je tzv. monetary offset. Keď B. Clinton v roku 1993 prevzal úrad prezidenta USA, zaoberal sa tým, či znížiť alebo neznižovať verejný dlh. Bolo to po dvanástich rokoch republikánskych prezidentov, ktoré boli spojené s rozsiahlym nárastom zadlženia. Viacerými ekonómami bol varovaný, že takéto rozhodnutie (či už znížením výdavkov alebo zvýšením daní) bude spojené minimálne s krátkodobým poklesom rastu HDP, či nebudaj až recesiou (Sumner, 2015a).

Napriek tomu sa Clinton rozhodol znížiť deficit verejných financií i celkový verejný dlh. Výsledok? Prebytkový rozpočet, nižší verejný dlh, zníženie nezamestnanosti a hospodársky rast a to napriek tomu, že základný vzorec $Y = C + G + I + NX$ hovorí, že zníženie G by malo mať za následok zníženie Y .

⁶ Opak tvrdí tzv. teória rikardiánskej ekvivalencie, podľa ktorej tvorba deficitov nemá význam, lebo spotrebiteľia pri oznámení zvýšenia deficitu uvažujú o tom, že ho raz budú musieť splatiť, a preto prispôbia svoju spotrebu danej situácii. Viac: (s. 554, Mankiw, 2012).

Rozdiel bol v politike centrálnej banky. Ak je jej hlavnou úlohou cielenie inflácie, ako je to u väčšiny rozvinutých krajín, nezohľadňuje priority fiškálnej politiky. Fiškálna reštrikcia je kompenzovaná expanzívnou monetárnou politikou a naopak. Aby Fed udržal inflačný cieľ, na zníženie vládnych výdavkov reagoval znížením úrokových sadzieb, čo podporilo ostatné zložky HDP a agregátny dopyt nevybočil z trendu. To znamená ale aj opak. Expanzívna fiškálna politika nemá pri inflačnom cílení žiaden efekt, lebo je vykompenzovaná reštriktívnou monetárnou politikou. Tento efekt koexistencie monetárnej a fiškálnej politiky sa volá monetary offset (Sumner, 2013a).

Výsledok približne osemdesiatich rokov fiškálnej politiky je nasledovný: štátne výdavky sa radikálne zvýšili, miesto cyklických deficitov tvoria vlády chronické štrukturálne deficity a následne sa výrazne zvýšilo zadlženie verejného sektora. Na druhej strane efektívnosť diskrečnej fiškálnej politiky bola výrazne spochybnená a fiškálny multiplikátor, základný pilier fiškálnej politiky, je vo väčšine ekonomík v podstate úplne nefunkčný.

1.2 Monetárna politika

V šesťdesiatych rokoch dvadsiateho storočia sa M. Friedman a A. Schwartzová so svojím výskumom Veľkej hospodárskej krízy snažili získať odbornú verejnosť na ich stranu. Podľa nich kríza vôbec nebola o tom, čo vtedajšia ekonómia predpokladala. Ich niekoľkoročný výskum, ktorý bol publikovaný v knihe *A Monetary History of United States*, poskytoval revolučný pohľad na rolu centrálnej banky v čase krízy a postavil základy modernej monetárnej politiky.

1.2.1 Východiská fungovania monetárnej politiky

M. Friedmana bol zástancom štátom regulovaného trendu likvidity, kým pri ostatných veciach žiadne kvantitatívne cielenie neschvaľoval. Keď sa ho J. B. DeLonga pýtal prečo, M. Friedman odpovedal, že sám si nie je istý a verí, že raz niekto odhalí, prečo moderná trhová ekonomika potrebuje silnú štátnu reguláciu bankovému trhu – no žiadneho iného. Ako spomína B. DeLong, bolo to „*niečo o spoločenskom plytvaní skrz nepotrebné bankroty a katastrofické dôsledky pádov bánk, deflácie dlhov a faktu, že cena za likviditu je*

úzko zviazaná s účtovnými jednotkami, ktoré sme použili na denomináciu siete dlhov“ (DeLong, 2013b).

Inými slovami, trh s peniazmi je „iný“ ako trh ostatnými tovarmi a službami a to preto, lebo cez bankový systém prechádzajú všetky ostatné transakcie s tovarmi a službami a sú na ňom tým pádom závislé. Lebo peniaze sú prostriedkom výmeny a ak nastane nedôvera, či rovno pád trhu s peniazmi, padá všetko ostatné, hoci na to niet relevantných dôvodov. To je známe už od roku 1825. Po vtedajšej finančnej kríze sa tzv. Bagehotovo pravidlo stalo návodom centrálnych bánk pri poskytovaní pomoci komerčným bankám v časoch krízy. Podľa neho mali poskytovať likviditu tým, ktorí ju potrebujú na splatenie záväzkov; len čestným bankám, nie tým fungujúcim podľa Ponziho schémy; majú si pritom účtovať penalizačnú sadzbu, aby sa banky poučili, a tak predísť morálnemu hazardu; a v neposlednom majú takto požičovať, až/iba dovtedy, kým sa úrokové sadzby neznorlizujú.

Keď v roku 1929 nastal krach na burze a odštartoval Veľkú hospodársku krízu, subjekty na trhu sa okamžite začali zbavovať svojich akcií a dlhopisov a vymieňali ich za peniaze. Každý chcel likviditu. Nastala panika. V rámci Fedu prevládala nerozhodnosť, ako túto krízu riešiť. Rozdielnosť názorov bola taká, že, ako uvádza M. Friedman a A. Schwartzová, niektorí presadzovali domnienku, že *„pády bánk boli poľutovaniahodné následky zlého manažmentu a zlých bankových praktík, alebo až nevyhnutné reakcie na predošlé špekulatívne excesy, alebo až dôsledky, no ťažko príčinou prebiehajúceho finančného a hospodárskeho kolapsu“* (s. 358, Friedman-Schwartz, 1971).

Na druhej strane stála newyorská pobočka Fedu a jej prezident G. L. Harrison, ktorý presadzoval expanzívnu monetárnu politiku. S ostatnými členmi úzkeho vedenia americkej centrálnej banky bol v podstate počas celej krízy v ostrom názorovom konflikte. V júli 1930 takto vyjadril názor, že ak centrálna banka stiahne z obehu hoci len malé množstvo peňazí, bude to takou silnou reštrikciou, akoby stiahla oveľa väčšie množstvo rok predtým (Friedman-Schwartz, 1971). O viac ako rok neskôr, napriek tomuto varovaniu, Fed (ako dôsledok odlevu zlata z krajiny) zvýšil sadzby z 1,5 % na 2,5 %, čo ešte viac prehĺbilo hospodársku krízu.

To všetko napriek tomu, že konanie Fedu bolo v podstate v súlade s Bagehotovým pravidlom. Ako uvádzajú M. Friedman a A. Schwartzová, až do päťdesiatych rokov dával Fed *„dôraz exkluzívne na úverové podmienky ako na peňažnú zásobu“* (s. 371, Friedman-Schwartz, 1971). A tak nechal poklesnúť peňažnú zásobu o tretinu, v dôsledku čoho jedna tretina bánk pozastavila svoju činnosť, čo malo katastrofické dôsledky na output

hospodárstva. Kríza zmazala štvrtstoročie hospodárskeho vývoja a HDP na obyvateľa do roka 1933 kleslo na úroveň roku 1908.

Problém spočíval v tom, že americká centrálna banka sledovala iba úroveň úrokových sadzieb. Keďže boli nízke, predpokladali, že viac už pre peňažný trh nemôžu spraviť. Akékoľvek ďalšie expanzívne aktivity by podporovali nebezpečenstvo „špekulácií“.

Chyba bola, že Fed sledoval iba nominálne úrokové sadzby (i). Tie sa od reálnych úrokových sadzieb (r) líšia o úroveň inflácie (π). Možno to vyjadriť aj nasledovne:

$$i = r + \pi$$

To možno aplikovať na vyššie spomínaný príklad zvýšenia nominálnych úrokových sadzieb Fedu v roku 1931 na 2,5 %. V októbri, kedy sa zmena odohrala, bola v USA deflácia 9,7 %. Reálna úroková sadzba bola teda 12,2 %.⁷ Je viac než zrejmé, že monetárnu politiku Fedu nemožno napriek nízkym nominálnym sadzbám považovať za expanzívnu. No dobové vnímanie bolo, že Fed už „viac“ spraviť nemôže. Ten názor bol ale mylný.

1.2.2 Vplyv M. Friedmana a A. Schwartzovej na modernú monetárnu politiku

Pre pochopenie podstaty práce M. Friedmana a A. Schwartzovej je nutné pripomenúť si kvantitatívnu teóriu peňazí. Základná rovnica znie:

$$M \times V = P \times Y,$$

kde

M = množstvo peňazí v obehu;

V = rýchlosť obehu peňazí⁸;

P = cenová hladina;

Y = produkt ekonomiky

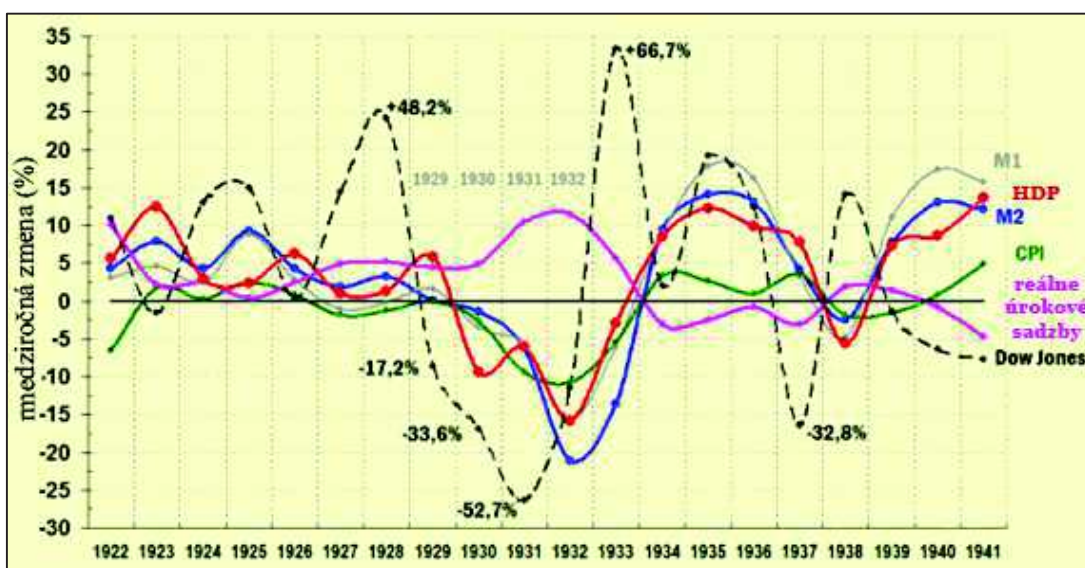
⁷ Pre porovnanie, v septembri bola úroková sadzba Fedu 1,5 % a deflácia 9,6 %, teda reálna sadzba bola 11,1 %.

⁸ Popisuje, koľkokrát sa jedno euro otočí v ekonomike.

Z hľadiska ďalšej analýzy je ešte potrebné pripomenúť peňažný multiplikátor. Ten vyjadruje, aký nárast peňažnej ponuky spôsobí jedna dodatočná jednotka peňažnej bázy. Môžeme ho vypočítať ako podiel menových agregátov $M2/M0$.

V časoch Veľkej hospodárskej krízy Fed sledovaním nominálnych sadzieb (ktoré svojím spôsobom stotožňoval so „zdravím“ finančného trhu) prehliadal stav menových agregátov. Na Grafe 2 vidieť tak pokles priemyslu (Index Dow Jones), HDP i inflácie a menových agregátov. Naopak, reálne úrokové sadzby výrazne narástli.

Graf 2 Vývoj vybraných makroekonomických ukazovateľov v časoch Veľkej hospodárskej krízy



Prameň: Vreymans

Keď nastala panika na burze, každý chcel držať likviditu a dopyt po aktívach poklesol. Ako vyplýva z kvantitatívnej teórie peňazí, zníženie množstva peňazí v obehu vohňalo ekonomiku do deflácie. Nedostatok likvidity zvýšil reálne úrokové sadzby, čo skomplikovalo poskytovanie úverov a s tým spojené investície a spotrebu. Ekonomika sa dostala do recesie.

M. Friedman a A. Schwartzová poukázali na to, že centrálna banka nemôže sledovať iba nominálne úrokové sadzby, no má sa zamerať na menové agregáty. Centrálna banka má podľa nich úlohu cieľiť rovnomerný prírastok M2 a dopĺňať peňažnú zásobu vzhľadom na vývoj dopytu po nej.

Časy krízy sú výnimočné tým, že ľudia nedopytujú peniaze len na transakčné účely, aby mohli vykonať bežné nákupy, ale aj ako bezpečnú formu úspor, lebo sa obávajú

negatívneho vývoja. To sa stalo počas Veľkej hospodárskej krízy. A na to Fed nezareagoval správne.

Práca M. Friedmana a A. Schwartzovej, ktorá im neskôr vyniesla aj Nobelovu cenu za ekonómiu, teda priniesla revolúciu vo vnímaní monetárnej politiky. Podľa nich má centrálna banka úlohu sledovať vývoj monetárnych agregátov a operáciami na voľnom trhu cielieť ich stabilný rast. V čase krízy, keď stúpne dopyt po likvidite, centrálna banka začne na sekundárnom trhu odkupovať štátne dlhopisy, a tým pádom zásobuje trh dopytovanou likviditou. A dostáva finančný trh do rovnováhy.

Cielenie monetárnych agregátov neprežilo svoju dobu a centrálné banky časom prešli k inflačnému cieleniu, ktoré zase dnes prežíva svoje obdobie krízy a nevedno, či ho časom nevystrieda niečo iné (napríklad cielenie nominálneho HDP). Napriek tomu ostatné zistenia M. Friedmana a A. Schwartzovej sa považujú za všeobecne platné a tvoria základ súčasného vnímania monetárnej politiky. Ich analýza Veľkej hospodárskej krízy zo šesťdesiatych rokov 20. storočia tvorí základ modelovej stabilizačnej politiky.

O štyridsať rokov neskôr, v roku 2002, ďakoval guvernér Fedu M. Friedmanovi a A. Schwartzovej, že vďaka ich štúdii Veľkej hospodárskej krízy sa už nikdy podobná kríza nezopakuje. „*Boli sme to my [Fed], kto to spravil. Je nám to veľmi ľúto. Ale vďaka vám sa nám to už nestane*“ (DeLong, 2013a).

No neuplynulo ani desať rokov a stalo sa *to* opäť.

1.3 Medzinárodný rozmer stabilizačnej politiky

M. Friedman prvýkrát výrazne vstúpil do debaty o fungovaní svetového menového systému v roku 1948. Vtedy v debate so zástupcom guvernéra kanadskej centrálnej banky D. Gordonom diskutovali o kurze kanadského dolára, ktorý bol v tom čase v rámci Bretton-Woodskeho menového systému fixný. D. Gordon obhajoval tento stav a presadzoval jeho udržanie aj za cenu obmedzenia importu. M. Friedman s tým nesúhlasil a Kanade odporúčal plávajúci menový kurz. D. Gordon to odmietol a vyjadril odhodlanie udržať fixný kurz aj za cenu protekcionizmu a prípadných mzdových a cenových kontrol.

Uplynulo 18 mesiacov a kanadský minister financií oznámil rozhodnutie odstúpiť od fixného kurzu a uplatniť určovanie ceny kanadského dolára na základe „*podmienok ponuky a dopytu po zahraničných menách v Kanade*.“ Bolo to prvé víťazstvo M. Friedmana v debate o budúcnosti menového systému. Druhé prišlo v roku 1971, kedy svet aj na základe

jeho vytrvalých argumentov upustil od Bretton-Woodskeho menového systému (Christensen, 2011).

M. Friedman bol dlhoročným odporcom fixných kurzových režimov a veľkým zástancom plávajúcich kurzov. V teoretickej obci je v súčasnosti všeobecný konsenzus o tom, že tragédia Veľkej hospodárskej krízy bola násobne prehĺbená a znásobená práve existenciou zlatého štandardu, ako režimu striktne fixných menových kurzov. A práve toho si bol vedomý M. Friedman, ktorý značnú časť svojho profesijného života strávil štúdiom Veľkej hospodárskej krízy, jej príčin a následkov.

1.3.1 Modely šírenia sa finančných a hospodárskych kríz

Hospodárske krízy (v dôsledku negatívneho dopytového šoku) sa začínajú prevažne finančnou krízou, presnejšie povedané finančnou panikou. Finančnú krízu môžeme definovať ako *„veľké narušenie vo finančnom systéme, ktorý znižuje schopnosť ekonomiky sprostredkovať výmenu medzi tými, ktorí chcú sporiť a tými, ktorí si chcú požiť a investovať“*. (s. 604, Mankiw, 2012)

Tá môže mať viaceré podoby. Jednou možnosťou je tzv. úverová tieseň (credit crunch), kedy zamrzne medzibankový trh, jednotlivé banky si odmietajú požíčovať, lebo sa boja likvidnosti či dokonca solventnosti ostatných bánk. Historicky najznámejší je ale „run na banky“, kedy nastáva medzi ľuďmi (často neopodstatnená) panika, že ich peniaze nie sú v banke v bezpečí, a tak sa ich rozhodnú vybrať. Pri frakčnom bankovníctve ale banka nie je schopná vyhovieť naraz všetkým žiadateľom. Iracionálna panika sa premieňa do reality. Tento jav sa nazýva „samonaplnujúce sa proroctvo“ (self-fulfilling prophecy) a je spoločným menovateľom všetkých finančných paník.

V modernom ponímaní, ako to bolo aj pri páde na burze v rokoch 1929 a 2008, ide v podstate o „run na akcie“. Na trhu nastane panika ohľadom budúcej ceny akcií, každý sa ich začne zbavovať a dopytuje likviditu, čo zvyšuje ponuku akcií a znižuje ich cenu. Aj keď prvotná informácia nemusí byť pravdivá, v konečnom dôsledku nastáva pokles cien a panika je opodstatnená.

Podľa ekonóma H. Minského sa takýmto situáciám nemožno vyhnúť. Pripisuje to výmenám generácií s rozdielnym sklonom k riziku. Tesne po kríze majú ľudia vysoký sklon k bezpečnosti (preferujú bezpečné aktíva, ako sú hotovostné peniaze). No čím viac času uplynie od krízy, tým vyšší sklon k riziku ľudia majú. A to vedie k hromadeniu rizika, ktoré

v jednom momente praskne. A cyklus sa začína odznova. Podľa neho je takýto proces nezvratný, lebo tak ako ľudia majú po kríze sklon voliť politikov, ktorí regulujú trhy, tak ďalšia generácia volí politikov, ktorí presadzujú dereguláciu a vyššie zisky spojené s vyšším rizikom (DeLong, 2013a).

Ekonom P. Temin uvádza okrem iného dva modely presunu finančnej paniky za hranice, ktoré sú aplikovateľné aj na modernú ekonomiku. Prvý popisuje paniku, ktorá nepozná hranice. Domáci šok vedie k zahraničnému šoku tým, že zahraniční vkladatelia spanikária a začnú vyberať peniaze vo svojej domácej krajine i v iných krajinách. Druhý model hovorí o tom, že prvotná panika vedie k lacnému predaju aktív. Tie sa dostávajú do rúk zahraničným držiteľom, ktorí z dôvodu vysokých úrokových sadzieb obmedzujú spotrebu (Temin, 1993).

Teória o samonaplňujúcich sa proroctvách (nespočetnekrát historicky potvrdená) i obe Teminom zmienené modely popisujú presun paník medzi krajinami. Základným modelom makroekonomickej rovnováhy otvorenej ekonomiky je tzv. Mundellov-Flemingov model. Ten postupne odvodíme z príkladu šírenia sa Veľkej hospodárskej krízy.

Zlatý štandard je menový systém, v ktorom sú peniaze kryté zlatom. Centrálna banka určuje výmenný pomer jednej unce zlata a presnej sumy domácej meny. Keďže je tento pomer fixný, krajina má de facto fixný kurzový režim so všetkými krajinami, ktoré tiež uplatňujú zlatý štandard.

Keďže počas medzivojnového obdobia tiež existovalo frakčné bankovníctvo a peňažný multiplikátor, bolo úlohou centrálnej banky svojou politikou úrokových sadzieb zabezpečovať rovnováhu medzi zásobou zlata a peniazmi v obeh.

Ako uvádza vo svojej eseji neskorší guvernér Fedu B. Bernanke (2004), v roku 1928 Fed usúdil, že na burze sa deje priveľa špekulácií a bude treba schladiť prehriatu ekonomiku. Začal uplatňovať reštriktívnu monetárnu politiku, čím prilákal zlato z iných krajín. Medzi júnom 1928 a 1930 padla peňažná zásoba v USA o 6 %. Podstatné je, že krajiny, z ktorých odišlo zlato do USA, museli uskutočniť podobne reštriktívnu monetárnu politiku, aby udržali pomer zlata a domácej meny, a tým pádom aj fixný kurz medzi domácou menou a americkým dolárom (a ďalšími menami v „zlatom bloku“). Ďalšia reštrikcia nastala v dôsledku hromadenia zlata centrálnymi bankami vo svete, ktoré sa tak chceli brániť budúcim špekulatívnym útokom na ich domáce meny.

Táto paralela je v podstate totožná so súčasným systémom fixných menových kurzov. V situácii, keď krajina A fixuje kurz svojej domácej meny k mene krajiny B a krajina B vykoná reštriktívnu monetárnu politiku (a teda stiahne z trhu časť peňažnej

zásoby), ak chce krajina A udržať fixný kurz, musí vykonať rovnakú reštrikciu. Inak by jej kurz voči kurzu meny krajiny B deprecioval – teda znehodnotil sa.

Tento mechanizmus poslúžil v časoch Veľkej hospodárskej krízy ako mechanizmus pre šírenie dopytového šoku. Koreň problému leží ešte pred krízou. Vtedy USA a Francúzsko začali hromadiť zlaté rezervy. USA s cieľom utlmiť prehriatu ekonomiku, Francúzsko koncentrovalo zlato do rezervy pre prípad vysokej inflácie, ktorá krajinu tesne predtým postihla. V roku 1932 vlastnili USA a Francúzsko 70 % svetových zlatých rezerv. Odlev zlata prinútil ostatné krajiny k reštriktívnym menovým politikám, aby si udržali potrebné zlato na krytie meny, a teda aj výmenného kurzu. Uprednostnili defláciu pred devalváciou (Krugman – Obsfeld - Melitz, 2015).

Tento proces ešte viac prehĺbila dvojnásobná asymetria zlatého štandardu. Napriek tomu, že sa centrálné banky zaviazali vymieňať peniaze za zlato, to, koľko zlata držali v rezervách, záviselo len od ich vlastného rozhodnutia, a tak každá centrálna banka držala iný pomer zlata k emitovanej peňažnej báze. Centrálné banky mohli držať ako rezervy aj devízy vymeniteľné za zlato, no práve Francúzsko sa rozhodlo, že tie vo svojich rezervách preferovať nebude, a tak začalo vo svojich rukách koncentrovať svetové zásoby zlata.

Druhá asymetria spočívala v tom, že keď sa centrálnej banke znížili zásoby, bola nútená (aby udržala pomer krytia, a teda aj fixný kurz) znížiť peňažnú zásobu. No to neplatilo, ak nastal prílev zlata do krajiny. Ak sa zvýšili zlaté rezervy, centrálna banka mohla, no nemusela, zvýšiť peňažnú zásobu. To v konečnom dôsledku znamenalo, že sa znižovalo množstvo peňazí vo svete. Keď krajina X kryje v rezervách menu dvakrát väčším množstvom zlata ako krajina Y, tak prílev zlata z Y do X znamená zmenšenie peňažnej zásoby vo svete, aj keď oficiálny kurz je 1:1 (Bernanke, 2000).

Napriek tomu sa mnohé krajiny snažili udržať v systéme zlatého štandardu a podriadili tomu aj kurz svojej meny, ktorý udržiavali umelo nadhodnotený reštriktívnou menovou politikou. Za všetko spomeňme dva absurdné príklady z histórie. Počas eskalácie krízy v roku 1930 sa Fed rozhodol udržať kurz dolára zvýšením úrokových sadzieb. Podobne Veľká Británia v roku 1932 zvýšila úrokové sadzby s cieľom znížiť infláciu. To všetko uprostred Veľkej hospodárskej krízy. Krátkozraké politiky doviedli mnohé krajiny do deflačnej pasce, z ktorej zdanlivo nebolo úniku (Temin, 1993).

Dobрым príkladom šírenia deflácie počas krízy je zahraničný obchod. Tým, že v USA bola deflácia a výmenné kurzy medzi krajinami boli fixné, americké výrobky z pohľadu zahraničia lacneli. To zvyšovalo prebytky obchodnej bilancie USA. Zahraničie kupovalo americké výrobky a na ich zaplatenie potrebovalo zlatom kryté americké doláre.

V USA tak nastával prílev zlata, no USA nemuselo zvýšiť svoju peňažnú bázu. Naopak v zahraničí nastával úbytok zlata, čo viedlo centrálné banky k reštriktívnym opatreniam. A deflácia sa ako nákaza šírila ďalej vo svete.

Kvôli zníženému agregátnemu dopytu v USA sa navyše znížil dopyt po zahraničných výrobkoch. To v ostatných krajinách spôsobilo pokles exportu. Aby mohla krajina hradiť svoje importy, potrebovala prilákať zlato, resp. investície (inak by prišla o časť svojich domácich zásob zlata a musela by devalvovať menu). Aj to motivovalo centrálné banky zvýšiť úrokové sadzby, čo viedlo k deflácií a poškodeniu domácej produkcie (Romer, 2003).

Dôsledkom s podobným účinkom boli protekcionistické opatrenia s cieľom obmedziť import. Krajiny neboli schopné ani ochotné vyrovnávať schodky platobnej bilancie v zlate, čo by ohrozilo ich fixný výmenný kurz. Cieľom teda bolo obmedziť import, a teda zlepšiť čistý export. Málokterá krajina v tom bola úspešná. O to horšie následky to malo na ostatné krajiny.

V roku 1930 bol v USA zavedený tzv. „Smoot-Hawley Tariff Act“, špeciálna colná sadzba s cieľom ochrániť americké pracovné miesta, čo v konečnom dôsledku výrazne poškodilo pracovné miesta v zahraničí. Zahraničie reagovalo podobnými reštrikciami a následnými preferenčnými dohodami medzi skupinami krajín. Mnohé krajiny začali uplatňovať obmedzenia na súkromné transakcie na bežnom účte. Svetový obchod skolaboval. P. Krugman (2015) to dáva ako vzorový príklad tzv. „beggar-thy-neighbor policy“, teda politiky ožobračovania svojho suseda, politiky, ktorá zvyšuje domáce bohatstvo na úkor zhoršenia bohatstva v zahraničí. V konečnom dôsledku, keď takéto opatrenia príjmu všetci, poškodená je každá jedna krajina.⁹

1.3.2 Mundellov-Flemingov model

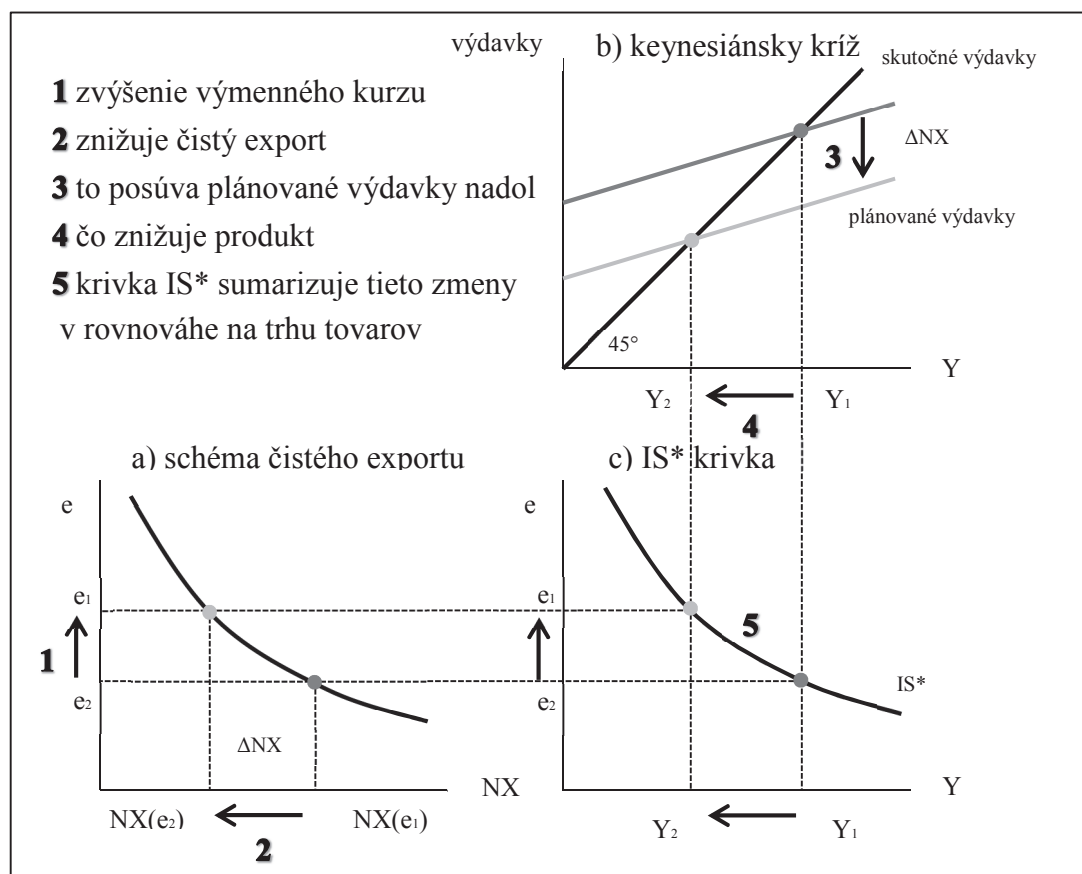
Krajiny po celom svete boli v časoch Veľkej hospodárskej krízy negatívnym externým dopytovým šokom nútené upraviť domáce ceny a stáli pred dilemou, či nechať svoju menu depreciovať alebo voviesť krajinu do deflácie. Inými slovami, vyberali si medzi plávajúcim kurzom, ktorý je určený dopytom a ponukou a centrálnou bankou fixne stanoveným kurzom. Presne tieto situácie popisuje Mundellov-Flemingov model, ktorý je rozšírením keynesiánskeho IS-LM modelu.

⁹ Rozsah protekcionizmu bol jedným z dôvodov podpisu Bretton-Woodskeých dohôd. Tie upravovali medzinárodné menové vzťahy, viedli k podpisu zmlúv GATT a následnej liberalizácii zahraničného obchodu.

Mundellov-Flemingov model¹⁰ aplikuje IS-LM model na medzinárodné trhy. Miesto úrokovej sadzby sa v ňom nachádza nominálny výmenný kurz (e), ktorý vyjadruje cenu domácej meny vyjadrenú v cudzej mene (nepriamy kurz). V základnom modeli malej otvorenej ekonomiky sa predpokladá, že úroková sadzba na domácom trhu (r) je determinovaná úrokovou sadzbou na celom svete (r^*).

Krivka IS^* je determinovaná kurzom (e) tým, že ak domáca mena posilní voči cudzej mene, predražia sa exporty, čo vedie k zníženému čistému exportu (NX). Na keynesiánskom kríži môžeme súbežne vidieť, ako sa zmena premietne do výdavkov v ekonomike. Nižší NX znamená nižší príjem/produkt, čo znižuje plánované výdavky v ekonomike (napr. firmy očakávajú, že nepredajú toľko, koľko predpokladali), čo multiplikačným efektom ešte viac znižuje produkt. Finálna IS^* krivka sumarizuje tieto udalosti ako kombinácie rôznych výmenných kurzov (e) a produktu (Y). Má klesajúci trend, pretože čím je kurz nižší, tým sú domáce tovary z pohľadu zahraničia lacnejšie, tým pádom je po nich väčší dopyt, čo zvyšuje NX a celkový Y .

Graf 3 Krivka IS^* v Mundellovom-Flemingovom modeli

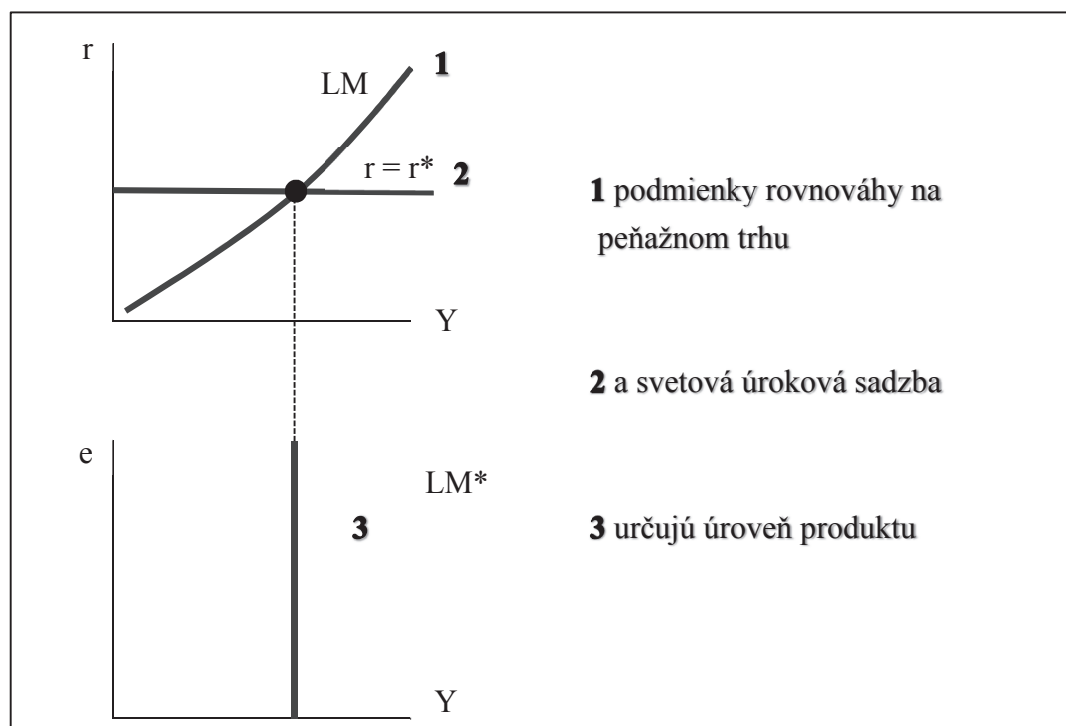


Prameň: vlastné spracovanie podľa Mankiw, 2012

¹⁰ V tejto práci sme použili verziu, ktorú používa N. G. Mankiw z Harvardskej univerzity.

Kým IS^* krivka v Mundellovom-Flemmingovom modeli vyzerá podobne ako v základom IS-LM modeli, LM krivka sa výrazne líši. Je to tým, že úroková sadzba na domácom trhu (r) je daná svetovou úrokovou sadzbou (r^*). Rovnováha na peňažnom trhu je teda stanovená r^* a nezávisí od výmenného kurzu (e). Domáce subjekty si môžu vo svete požíčať peniaze za jednotnú svetovú úrokovú sadzbu a na tú nemá výmenný kurz žiaden vplyv.

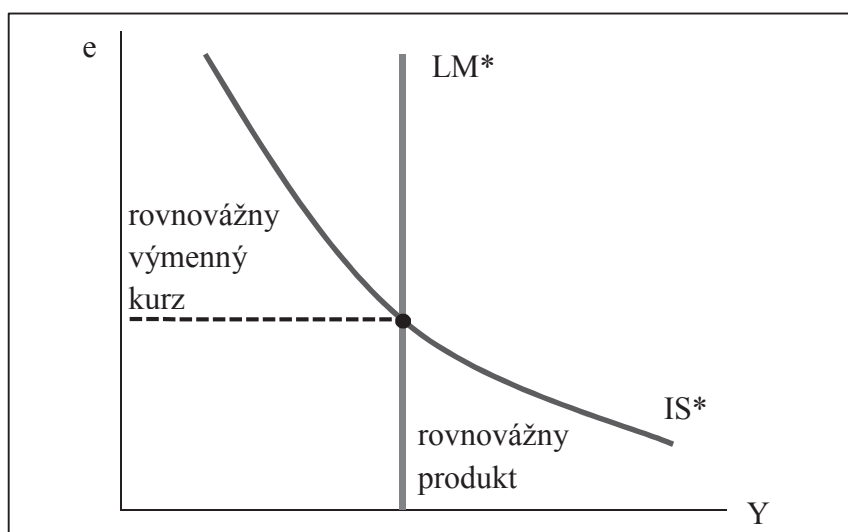
Graf 4 LM^* krivka v Mundellovom-Flemmingovom modeli



Prameň: vlastné spracovanie podľa Mankiw, 2012

Rovnováha medzi trhom s tovarmi a službami IS^* a peňažným trhom LM^* je teda stanovená kombináciou reálneho menového kurzu (e) a produktom ekonomiky (Y). Negatívny dopytový šok posúva krivku IS^* doľava, pozitívny doprava. Menová expanzia posúva krivku LM^* doprava a menová reštrikcia zase doľava. Za každej situácie sa rovnováha trhov odzrkadlí na zmene (e) a/lebo (Y).

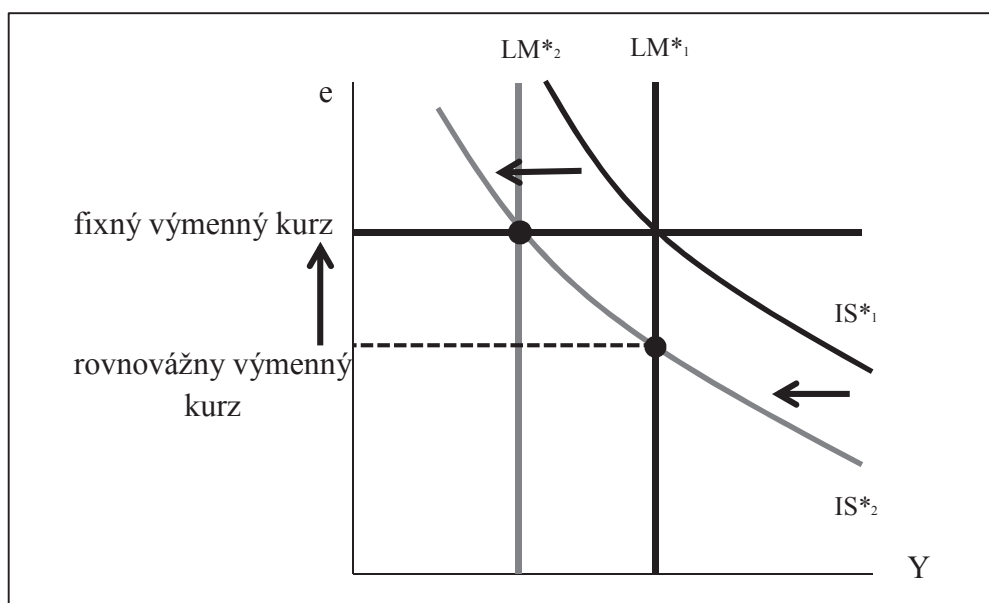
Graf 5 Rovnováha v rámci Mundellovho-Flemingovho modelu



Prameň: vlastné spracovanie podľa Mankiw, 2012

V prípade Veľkej hospodárskej krízy sa z USA do sveta šíril negatívny dopytový šok. Ten vyústil do posunu krivky IS^* doľava. Nový rovnovážny výmenný kurz by mal byť nižší ako predošlý. V tomto prípade by nárast exportu vynahradil pokles ostatných položiek HDP. No keďže centrálné banky chceli za všetkých okolností udržať fixný kurz (resp. naviazanie meny k zlatu, ku ktorému sú zase naviazané ostatné meny v zlatom bloku), musí vykonať monetárnu reštrikciu a obmedziť peňažnú zásobu, čo odzrkadľuje posun krivky LM^* doľava. To sa odzrkadlí v poklese produktu ekonomiky (Y)

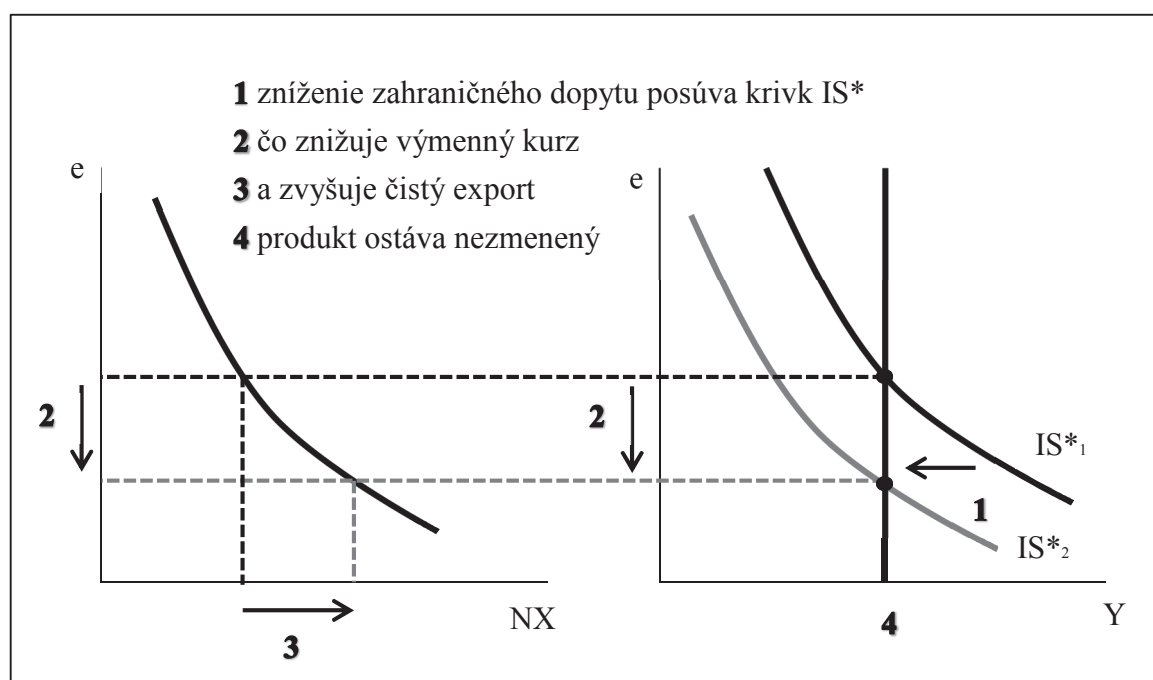
Graf 6 Mundellov-Flemingov model aplikovaný na krajinu s fixným menovým kurzom



Prameň: vlastné spracovanie podľa Mankiw, 2012

Z daného modelu vyplýva, že ak by krajina opustila zlatý štandard, resp. by nechala kurz prispôbiť sa situácii na trhu, nedošlo by v ekonomike k recesii. To možno vidieť na nasledujúcom grafe, ktorý popisuje, čo sa deje pri negatívnom externom dopytovom šoku v ekonomike s plávajúcim menovým kurzom. Prvotný pokles zahraničného dopytu je vynahradený poklesom výmenného kurzu, ktorý zvyšuje čistý export (z NX_1 na NX_2), keďže domáce tovary sú teraz pre zahraničie lacnejšie.¹¹

Graf 7 Mundellov-Flemingov model aplikovaný na krajinu s plávajúcim menovým kurzom



Prameň: vlastné spracovanie podľa Mankiw, 2012

Konfrontácia tejto teórie s realitou Veľkej hospodárskej krízy potvrdila predpoklady Mundellovho-Flemingovho modelu. Čím dlhšie krajina ostala pri zlatom štandarde a teda s fixným kurzom, tým hlbšia kríza ekonomiku postihla. Naopak krajiny, ktoré nemali zlatý štandard, ostali krízou zasiahnuté menej.

Zo všetkého spomeňme tri najznámejšie príklady: Čínu, Španielsko a Japonsko. Čína nebola súčasťou zlatého bloku, ale v časoch krízy uplatňovala strieborný štandard. To znamenalo, že výmenný kurz medzi čínskou domácou menou a zahraničnými menami krajín v zlatom bloku de facto „voľne plával“ tak, ako sa vyvíjal vzájomný kurz zlata a striebra.

¹¹ Pre pripomenutie, centrálna banka nemá nechať peňažnú zásobu „len tak“, ale v kontexte teórií M. Friedmana a A. Schwartzovej má udržiavať jej stabilný rast.

Keďže cena striebra sa voči zlatu znížila, čínsky juan deprecioval, čo obmedzilo import a zvýšilo export. Čistý export sa zvýšil (Lai-Gau, 2003).¹²

Španielsko z viacerých vnútropolitických dôvodov nikdy neobnovilo zlatý štandard. Názory na to, aké to malo dôsledky sa rôznia. Čo sa týka obdobia pred krízou, viacero autorov sa zhoduje, že neúčast' v zlatom bloku znevýhodnila Španielsko. Kvôli tomu, že nemalo integrovaný svoj menový systém, sa dostávalo do problémov s prispôsobovaním platobnej bilancie. Nevymeniteľnosť za zlato a variabilita menového kurzu zvyšovala riziko pre španielske medzinárodné transakcie, ako aj obmedzovala využívanie výhod z rozmachu medzinárodného obchodu a zahraničných investícií na konci devätnásteho storočia. To malo za následok relatívnu izoláciu španielskej ekonomiky a nižšiu úroveň industrializácie než u ostatných krajín západnej Európy. Naopak neprítomnosť zlatého štandardu ochránila Španielsko pred viacerými medzinárodnými šokmi, na ktoré sa mohlo lepšie adaptovať. Napríklad na rozdiel od susedného Portugalska, ktoré zažívalo permanentné šoky. Suma summarum, neúčast' Španielska v zlatom bloku bola pre krajinu nevýhodou pred rokom 1914, no veľkou výhodou v období 1929-33.

Najprogresívnejšie v tomto smere bolo Japonsko. To síce do krízy vstupovalo so zlatým štandardom, no ako prvá veľká ekonomika ho opustilo, čoho následok bola deprecia jenu. Zároveň japonská vláda spustila rozsiahlu expanzívnu fiškálnu politiku. De facto uplatňovali keynesiánsku politiku ešte pred vydaním Všeobecnej teórie. Väčšina ekonómov sa zhoduje, že najväčší podiel na obnove ekonomiky malo práve opustenie zlatého štandardu. Shibamoto a Shizume (2011) zdôrazňujú taktiež význam očakávanej inflácie už niekoľko mesiacov pred opustením zlatého štandardu.

1.3.3 Teória optimálnej menovej oblasti

Negatívna skúsenosť so zlatým štandardom nabáda, že nemôže byť odvtedy ani pomyslenie nad podobným systémom. Ako napovedá príbeh z úvodu kapitoly, trvalo ešte ďalšie desaťročia, kým sa fixovanie meny na zlato a následné fixovanie kurzov aj vďaka výskumu a dlhoročnému presviedčaniu M. Friedmana, nestalo minulosťou.

Aj v súčasnosti existujú ekonomiky, ktoré z rôznych dôvodov uplatňujú fixný menový kurz. Častokrát je to kvôli nedôveryhodnosti inštitúcii v krajine, nezriedka spojenej s minulou hyperinfláciou, či štátnym bankrotom. Vtedy sa centrálna banka snaží získať na

¹² Tento efekt sa výrazne znížil, keď Británia a Japonsko opustili zlatý štandard.

svoju stranu zahraničné trhy tým, že fixuje kurz domácej meny k vybranej svetovej mene (prípadne košu mien). Na to ale centrálna banka musí mať dostatočné veľké devízové rezervy, aby dokázala cenu na trhu ovplyvniť, či už smerom nahor alebo nadol.

Je nesporné, že v krátkom až strednom období to takýmto ekonomikám (s nižšou dôverou) pomáha. Dlhodobá efektívnosť, ako uvádza P. Krugman na viacerých prípadoch (napr. Thajsko, či Argentína), je už pomyselná, najmä keď je krajina pod tlakom znehodnotiť menu (Krugman, 2009). Udržať umelo nízky kurz je relatívne jednoduché, lebo sa to uskutočňuje nákupom devíz za „novovytláčenú“ domácu menu. No schopnosť udržať nadhodnotený kurz je limitovaný rozsahom devízových rezerv centrálnej banky. Tak ako to bolo kedysi so zlatom. Nehovoriac o tom, že práve takéto situácie priťahujú špekulantov a zvyšok je len otázkou času, kedy budú *proroctvá naplnené*.

Napriek tomu sa v poslednej dobe zlatý štandard a jeho vplyv na Veľkú hospodársku krízu skloňuje relatívne často. A to v kontexte inej krízy. Ako uvádza slovenský ekonóm B. Žúdel (2012), *„každá krajina, ktorá sa pridá k zlatému štandardu, nutne fixuje kurz svojej meny k ostatným menám naviazaným na zlato. S faktom, že svet by používal jednu monopolnú menu, si spojte nielen súčasné problémy v Eurozóne (ktorej krajiny majú de facto fixované kurzy medzi sebou), ale najmä Veľkú depresiu. A ak niekto kritizuje zavedenie Eura a zároveň obhajuje zavedenie zlatého štandardu, tak sa pred jeho výrokmi majte na pozore, lebo pravdepodobne nevie, o čom hovorí.“*

Práve kríza v eurozóne je akousi trpkou spomienkou na beznádejnú bezvýchodiskovosť krajín v zlatom štandarde počas Veľkej hospodárskej krízy. Súvisí to hlavne s prehnaným optimizmom a ignorovaním teoretických základov popisujúcich efektívne fungovanie menových únií.

Práve tie popisuje tzv. teória optimálnej menovej oblasti (OMO). Táto teória prešla viacerými zmenami a najviac do nej prispeli R. Mundell (1961), R. McKinnon (1963), P. Kenen (1967) a Ingram (1973). Ako optimálna menová oblasť sa chápe „*región s ekonomikami úzko prepojenými obchodom s tovarmi a službami a faktorovou mobilitou*“ (Krugman – Obsfeld - Melitz, 2015). Pre tieto ekonomiky je výhodnejšie zdieľať jednu menu, keďže z jej zavedenia pre nich plynú väčšie výhody ako nevýhody.

Táto teória časom prešla významnými zmenami. V prvom rade pôvodne jej autori ako Mundell, či McKinnon nevideli veľký rozdiel medzi jednotnou menou a fixnými kurzmi v rámci regiónu. V súčasnosti je skôr úzus, že pri jednotnej mene sú väčšie výhody než pri fixných kurzoch a to nasledovné: transakčné náklady ako eliminácia menovej konverzie a hedgingu miznú (naopak prichádzajú náklady so zavedením jednotnej meny); ceny sú

porovnateľnejšie a transparentnejšie; jednotná mena dodáva OMO vyššiu kredibilitu, keďže je z nej ťažšie odísť (to má význam pre dlhodobé investície) a prináša externé benefity (zvýšenie významu meny na medzinárodnej scéne). (Maes, 1992)

R. Mundell preferuje regionálne meny, resp. únie pred národnými. Región vníma z pohľadu mobility faktorov ako priestor, kde sú faktory interne mobilné a externe nemobilné. V takomto prípade má väčší význam flexibilný kurz medzi regionálnymi menami než medzi národnými menami. Hlavným kritériom optimálnej menovej oblasti je podľa Mundella teda mobilita faktorov. (Mundell, 1961) Koncept mobility pracovnej sily kritizoval W. M. Corden, ktorý argumentoval, že je nízka a nie je ani žiadaná, keďže spoločenské a ekonomické náklady padajú na pracovníkov, ktorí migrujú, kým benefity na ostatných. (Corden, 1972) J. Meade a T. Scitovsky zase prinášajú význam voľného pohybu tovarov a služieb ako aj nevyhnutnosť monetárnej a fiškálnej autority s medziregionálnou solidaritou a federálnym sociálnym zabezpečením a daňovým systémom. (Maes, 1992)

Význam spoločnej fiškálnej a monetárnej politiky a flexibilného kurzu s ďalšími (regionálnymi) menami zdôrazňuje aj R. McKinnon. Jeho príspevok je najmä v podobe kritéria otvorenosti, ktoré definuje pomerom obchodovateľných a neobchodovateľných tovarov. (McKinnon, 1963) Podľa P. Kenena je zase dôležitým kritériom diverzifikácia, teda množstvo jedno-produktových regiónov obsiahnutých v rámci jednej krajiny. To má podľa neho väčší význam než mobilita pracovnej sily. (McKinnon, 1963)

Súčasný konsenzus je, aby mohla byť menová únia považovaná za OMO, musia výhody z menovej integrácie prevýšiť nevýhody, pričom za hlavnú nevýhodu môžeme považovať stratu vlastnej monetárnej politiky. (Krugman, 2012). OMO je následne definovaná ako *„optimálna geografická oblasť s jednotnou menou, alebo viacerými krajinami s neodvratne pevnými výmennými kurzmi, ktoré môžu byť zjednotené.“* Mongeli ďalej sumarizuje nevyhnutné podmienky úspešnej OMO nasledovne: *„mobilita pracovnej sily a ostatných produkčných faktorov, cenová a mzdová flexibilita, otvorená ekonomika, diverzifikácia v produkcii a spotrebe, podobná miera inflácie, fiškálna integrácia a politická integrácia.“* (s.5, Mongelli, 2002) Najdôležitejšou podmienkou je relatívne rovnaký hospodársky cyklus, teda, že menová únia netrpí asymetrickými šokmi.

Asymetrický šok je udalosť, ktorá má rôzny vplyv na rôzne regióny únie. Typickým príkladom je krízový vývoj Španielska. To vďaka liberalizácii pohybu kapitálu a jednotnej mene euro (čo znížilo transakčné náklady) zaznamenalo po prijatí eura masívny prílev kapitálu, ktorý sa koncentroval do sektoru stavebníctva. Rozmach odvetvia tlačil cenovú

hladinu nahor, čo malo za následok stratu konkurencieschopnosti ostatných sektorov ekonomiky. Napríklad španielske potraviny boli z dôvodu relatívne vyššej inflácie drahšie ako nemecké. V období pred krízou to ale problémom nebolo, lebo zamestnanosť a rast HDP držalo stavebníctvo. Radikálna zmena nastala po príchode finančnej a hospodárskej krízy do eurozóny. Stavebný priemysel padol a ostatné odvetvia ostali kvôli vysokej cenovej hladine nekonkurencieschopné. Keďže sa tieto negatívne dopady týkali iba Španielska a nemali dopad napr. na Nemecko, hovoríme o tzv. asymetrickom šoku (Krugman, 2010a).

Menová únia môže mať obranné mechanizmy proti asymetrickému šoku, no tie sú v eurozóne výrazne obmedzené. Napríklad fiškálna integrácia (tzv. euroval) sa začala realizovať až po vypuknutí dlhovej krízy. Tá v prípade asymetrického šoku pomáha tak, že peniaze daňových poplatníkov z nezasiahnutej časti menovej únie financujú fiškálnu expanziu v zasiahnutej časti (teoreticky napríklad vo forme príspevkov k nezamestnanosti, v konkrétnom prípade dlhovej krízy uhradením záväzkov za členský štát apod.).

Veľmi dôležitým faktorom je mobilita pracovnej sily. Kým v prípade recesie v USA Američan z Massachusetts nemá problém presťahovať sa za prácou trebárs do New Yorku alebo Kalifornie, v eurozóne tu vyvstávajú jazykové a kultúrne bariéry (Krugman, 2012).

Prehnaný optimizmus ale ovládol niektorých ekonómov (i samotného R. Mundella) ako aj zástupcov Európskej únie (McKinnon, 2000). Pritom dostali minimálne dve reálne varovania. P. Temin spomína, že ešte na začiatku budovania menovej oblasti, boli niektoré krajiny EMS nútené dvakrát opustiť svoje pozície v rámci systému vzájomných fixných výmenných kurzov. Prvýkrát to bolo po zjednotení Nemecka, čo si vyžiadalo rozsiahle investície vo východnej časti krajiny. Tie boli financované na dlh, čo viedlo k zvýšeniu úrokových sadzieb, prílevu kapitálu a tlaku na zhodnotenie marky. Druhý prípad sa týka očakávaní francúzskeho referenda o Maastrichtskej zmluve, čo vyvolalo značný nepokoj trhov. Fínsko, Taliansko a Veľká Británia boli vtedy nútené dočasne opustiť EMS, lebo zotrvanie by malo negatívny dopad na ich ekonomiku (Temin, 1993).

Mnoho ekonómov videlo hrozby už pred prijatím eura. Za všetkých spomeňme M. Friedmana. Ten vo svojom článku „The Euro: Monetary Unity To Political Disunity?” z roku 1997 okrem iného uvádza, že eurozóna je zložená z viacerých národov, ktoré hovoria rôznymi jazykmi, majú rozdielne zvyky, väčšiu lojalitu a spätosť k vlastnej krajine než k idei spoločnej Európy. Napriek voľnému obchodu v únii sa tovar i kapitál pohybujú v EÚ menej slobodne než trebárs v USA. Pokračuje v porovnávaní so Spojenými štátmi a pripomína, že regulácie sú v EÚ rozsiahlejšie a navyše sa viac ako v prípade USA líšia členský štát od

členského štátu. Podobne i mzdy a ceny sú v Európe rigidnejšie. Pracovná sila je taktiež menej mobilná.

To všetko by podľa M. Friedmana efektívne nahradili flexibilné výmenné kurzy. Na záver dodáva, že projekt eura bol skôr hnaný politickými ako ekonomickými dôvodmi. Účel previazať Nemecko a Francúzsko tak, aby sa navždy zamedzila možnosť ďalšej vojny v Európe, bude mať podľa Friedmana opačný efekt: *„Zväčší sa politické napätie spojením rôznych šokov, ktoré by mohli byť ľahko upravené zmenami výmenných kurzov a to bude mať za následok politickú nejednotnosť. Politická jednota môže vydláždiť cestu pre menovú jednotu. Menová únia založená za nepriaznivých podmienok sa ukáže ako prekážka k dosiahnutiu politickej jednoty“* (Friedman, 1997). V roku 2009 sa slová M. Friedmana naplnili.

1.4 Stabilizačná politika v súčasnosti, jej historické príčiny a paralely

V osemdesiatych rokoch bolo Japonsko symbolom úspešnej, technologicky vyspelej a dynamicky rastúcej ekonomiky. Tento prehnaný entuziazmus sa ale pretavil do cenových bublín. Veľký vplyv na to mala aj „výnimočná“ spolupráca medzi vládou a súkromnými firmami, ktorej dôsledkom bol morálny hazard a následne riskantné investície vedúce k nevyhnutnému prasknutiu bubliny na prelome osemdesiatych a deväťdesiatych rokov. Centrálna banka sa rozhodla pre monetárny stimul a úrokové sadzby v nasledujúcom období dosiahli svoje dno. Napriek tomu (či je to už kvôli starnúcej populácii, či kvôli všeobecnej nervozite) Japonci začali obmedzovať výdavky a japonská ekonomika sa dostala do pasce likvidity.

1.4.1 Obmedzenia stabilizačnej politiky v podmienkach pasce likvidity a dlhovej krízy

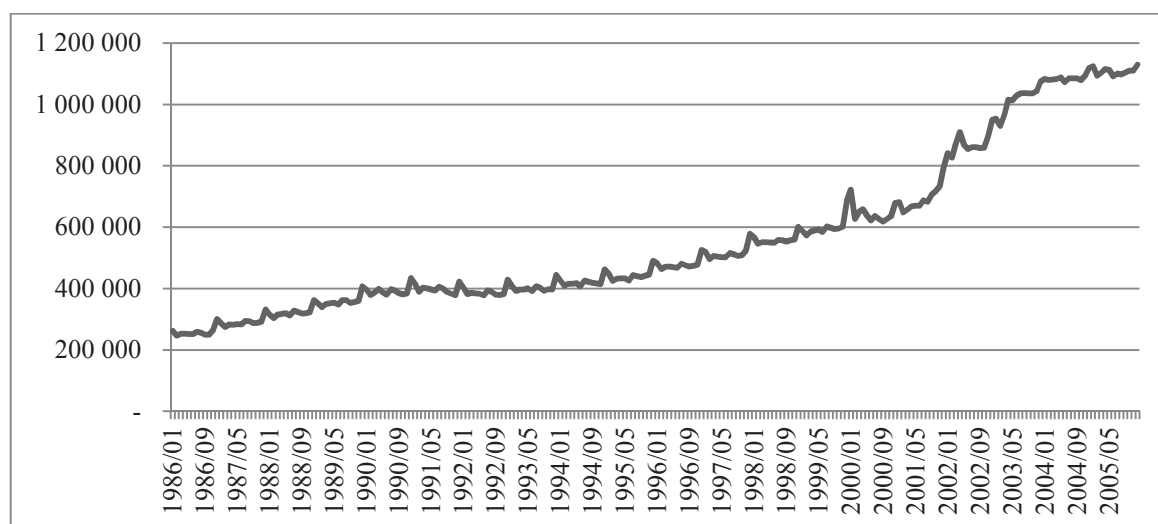
Japonsko sa zdalo byť akousi anomáliou, no stalo sa nevyslyšaným varovaním. Prvú chybu urobila centrálna banka. Tá bola príliš pomalá v uvoľňovaní monetárnej politiky. Po prasknutí bubliny jej trvalo relatívne dlho, kým začala významne znižovať úrokové sadzby. O to rýchlejší bol pád až na nulu, pod ktorú už nemohla ísť.

V nasledujúcom období Japonsko na svoju ekonomiku aplikovalo skoro všetko, čo so sebou makroekonómia a skúmanie Veľkej hospodárskej krízy prinieslo. Vláda v priebehu deväťdesiatych rokov produkovala jeden deficit za druhým. Kým v roku 1991 vláda vykázala prebytok 2,9 % HDP, v roku 1996 to bol už deficit 4,3 % (Krugman, 2009). Stavala

cesty, mosty, investovala do ďalšieho technologického rozvoja, všade, kde to malo aký taký zmysel i tam, kde to zmysel nemalo. Len aby minula peniaze, ktoré sa budú multiplikovať a to rozhybe ekonomiku. No to všetko malo iba malý efekt. Navyše v roku 1997 bol premiér R. Hashimoto dotlačený do zvýšenia daní, aby zredukoval deficit rozpočtu. Tieto skutočnosti uvalili krajinu do recesie, ktorú vláda začala znovu riešiť fiškálnymi deficitmi. Tie medzičasom presiahli 10 % HDP. A dlh krajiny presiahol 100 % HDP. No ani to nepomohlo.

Bank of Japan sa snažila uplatniť všetko, čo priniesol šesťdesiat rokov dlhý výskum Veľkej hospodárskej krízy i hospodárskych cyklov všeobecne. Ako uvádza P. Krugman, je potrebné infláciou znehodnotiť úspory, aby ich ľudia začali už dnes míňať. (Krugman, 2009). Japonsko začalo realizovať masívne kvantitatívne uvoľňovanie – Bank of Japan na trhu skupovala aktíva, a tým naň dolievala likviditu. Medzi rokmi 1993 až 2005 tak zvýšila menovú bázu o 200 %.

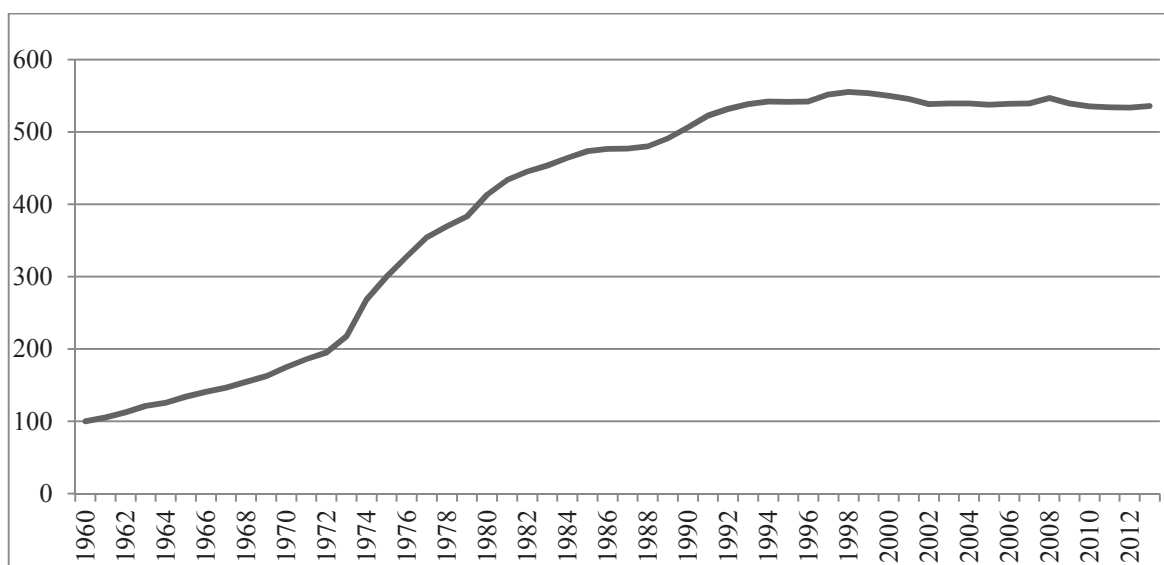
Graf 8 Menová báza Japonska v rokoch 1986 – 2005 (v stovkách mil. jenov)



Prameň: vlastné spracovanie podľa Bank of Japan

Na prvý pohľad sa zdá, že takéto navýšenie peňažnej bázy musí mať za následok hyperinfláciu. Opak je pravdou. Ako je vidieť na Grafe 9, v období rekordného „tlačenia peňazí“ nastáva v Japonsku deflácia. Nepochopiteľný paradox. Štandardné i neštandardné opatrenia nezabrali. Napriek všetkým snahám agregátny dopyt stagnoval a nič sa ho nedarilo naštartovať.

Graf 9 Cenová hladina meraná CPI v Japonsku (1960 = 100 %)



Prameň: vlastné spracovanie údajov World Bank

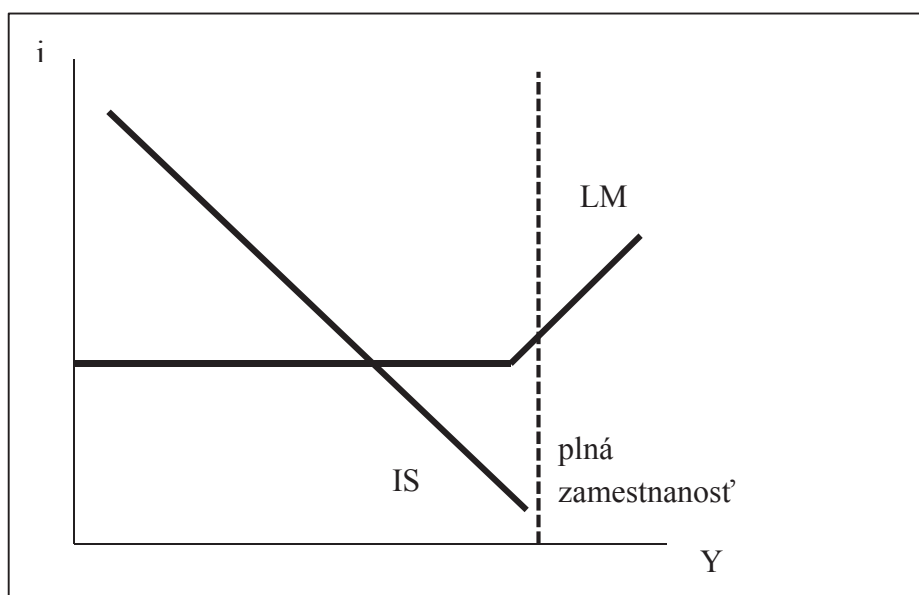
V tomto období sa dokonca spomínal aj termín „sekulárna stagnácia“. Ten popisuje pesimistickú víziu budúcnosti, kedy budú domácnosti spotrebovať stále menšiu časť svojich príjmov. To povedie k zvýšeným úsporám. No kvôli klesajúcemu trendu spotreby nebude dosť ziskových investícií, kde by mohli byť nahromadené úspory využité. To povedie k dlhotrvajúcej hospodárskej kríze (Mankiw, 2012).

Patová situácia Japonska vyzerala ako výnimočná udalosť, až kým v roku 2008 nedošlo k prasknutiu hypotekárnej bubliny na americkom trhu. A bankrotu Lehman Brothers. Svetová ekonomika sa ocitla v najhlbšej kríze za posledných osemdesiat rokov.

Podobne ako Japonsko, aj USA sa najprv snažilo oživiť ekonomiku fiškálnym stimulom. Neúspešne. Následne došlo aj na kvantitatívne uvoľňovanie. Trikrát. S vyše šesťročným oneskorením nakoniec aj v ultrakonzervatívnej eurozóne. Všetko bez úspechu dostať ekonomiky z recesie. A začalo sa povrávať, že ekonomická teória zlyhala a jej chápanie Veľkej hospodárskej krízy bolo mylné.

Zo štandardného IS-LM modelu v podmienkach pasce likvidity, z hľadiska teórie, žiadna monetárna politika nezaberá, lebo krivka LM je zalomená. Je zalomená preto, lebo keď úrokové sadzby dosiahnu nulu, niet rozdielu medzi peniazmi a cennými papiermi. Všetko prináša nulový výnos.

Graf 10 IS-LM model v podmienkach pasce likvidity



Prameň: vlastné spracovanie podľa Krugman, 2011b

Akákoľvek monetárna expanzia vedie iba k ďalšiemu navýšeniu menovej bázy, ktorá sa nikdy neprenesie do reálnej ekonomiky. Banky si síce vymenia cenné papiere za relatívne likvidnejšie peniaze, no tie sa cez úvery nemultiplikujú, lebo tak banky ako aj firmy a domácnosti predpokladajú negatívny vývoj a nechcú si na seba brať riziko.

Napriek tomu sa naprieč celým spektrom mainstreamových ekonómov – od trhových monetaristov, cez novokeynesiáncov až po klasických keynesiáncov – kvantitatívne uvoľňovanie stretlo so všeobecnou podporou. Jeho efekt na ekonomiku sa odhaduje ako obmedzený, no nezanedbateľný. J. B. DeLong upozorňuje, že kým počas Veľkej hospodárskej krízy v USA stúpala nezamestnanosť o 18 percentuálnych bodov, teraz to bolo iba o 6 (DeLong, 2013a).

Z monetárnych opatrení ostáva ešte oslabenie kurzu nákupom devíz za „novovytlačené“ peniaze. Túto politiku uplatnili centrálné banky Švajčiarska, Česka, či samotná Bank of Japan. Japonský jen oproti doláru padol o polovicu svojej hodnoty, no ani to významne nenaštartovalo agregátny dopyt. Nárast exportu nebol, aký sa čakať. Naopak rozsah firiem, ktoré vyhlásili platobnú neschopnosť kvôli predraženým importom, bol vyšší, než sa predpokladalo (Campbell, 2014). S. Sumner predpokladá, že úspech abenomiky¹³ závisí od budúceho rozhodnutia centrálnej banky ďalej oslabiť kurz, alebo aspoň ho len udržať a nenechať jen posilniť. Akákoľvek apreciacia by totiž viedla k deflácií (Sumner,

¹³ Hospodárska za vlády premiéra Shinzo Abe.

2014a). Úspech tejto hospodárskej politiky bude závisieť od odhodlania centrálnej banky pokračovať vo vytýčenej politike. Vzhľadom na to, že ide o relatívne novú politiku, ťažko ju hodnotiť, i keď pozitívom sú zvýšené inflačné očakávania v Japonsku (Krugman, 2013).

Mnoho ekonómov sa domnieva, že fiškálna politika je to jediné, čo môže ekonomiku dostať z pasce likvidity. Rozsiahle fiškálne deficity presadzujú najmä keynesiánci. Jeden z ich hlavných oponentov S. Sumner, predstaviteľ trhového monetarizmu (market monetarism), úlohu fiškálnej politiky spochybňuje. Podľa neho vraj nulové úrokové sadzby odzrkadľujú odhad trhu, či bude fiškálny stimul úspešný. Ako príklad používa november 2008, kedy bol oznámený Obamov fiškálny stimul. Účinok stimulu bol očakávaný až na rok 2009, no novokeynesiánsky ekonómovia ako P. Krugman už vtedy ohlasovali, že stimul bol neúspešný. Podľa Sumnera to bolo preto, lebo na reakcii trhu videli, že trhy fiškálny stimul považujú za neadekvátne (Sumner, 2015b).

Jedným z dôvodov neefektívnosti fiškálnej politiky je už spomínaný monetary offset. To sa zvykne pripisovať aj pod dôvody neúspechu fiškálneho stimulu v Japonsku v deväťdesiatych rokoch. Politika centrálnej banky sledovala svoje vlastné ciele nehládajúc na fiškálnu politiku. Za takýchto okolností má fiškálna expanzia ako aj fiškálna reštrikcia rovnaký efekt: žiaden. S. Sumner ale uvádza jeden príklad, kedy môže mať fiškálna expanzia pozitívny efekt a to vtedy, ak je zacielená na zvýšenie agregátnej ponuky. Vtedy nie je centrálna banka pod žiadnym tlakom na znižovanie inflácie. Týka sa to napríklad znižovania daňovo-odvodového zaťaženia miezd na strane zamestnávateľa. To by nepodporilo nárast miezd ani cien, no náklady práce by sa znížili, čo by mohlo zvýšiť agregátnu ponuku. (Sumner, 2013a)

Veľká recesia je ale všeobecne sprevádzaná skôr snahou znižovať vládne výdavky ako fiškálnou expanziou stimulovať agregátny dopyt. Niektorí autori tomu pripisujú hlavný dôvod takého dlhého ozdravenia ekonomiky. S. Wren-Lewis namodeloval vývoj HDP USA s prihliadnutím na to, ako by sa vyvíjal output bez znižovania vládnych výdavkov. Podľa jeho prepočtov by sa ekonomika USA vrátila do trendu už v roku 2012. (Wren-Lewis, 2015)

Dôvod týchto opatrení nie je samoúčelný, ale odzrkadľuje históriu fiškálnej politiky. Práve trend odvrátenia sa od cyklických deficitov k deficitom až chronicky štrukturálnym a prehĺbenie zadlženia, ktoré nabralo celosvetový trend, môžu za to, že v niektorých krajinách nebola ani len možnosť uplatniť fiškálnu politiku.

To sa týka najmä eurozóny, ktorá je vo výnimočnom postavení, keďže jedna centrálna banka uplatňuje jednotnú politiku pre viacero rôznych ekonomík s rôznymi

fiškálnymi politikami a s nedostatočnou mobilitou pracovnej sily. Predpoveď M. Friedmana, že ignorovanie ekonomickej teórie pri budovaní menovej únie, bude mať za následok politické nepokoje, sa naplnila. Už prvá kríza donútila krajiny eurozóny prehodnotiť podmienky svojho fungovania. A viedla k eskalácii napätia a vzájomným rozporom.

Eurozóna sa totižto ocitla v klasickom negatívnom dopytovom šoku, ktorý zasahuje iba časť oblasti a to prioritne južné členské štáty. Centrálna banka v tom momentne nedokáže uplatniť jednotnú menovú politiku, ktorá by vyhovovala všetkým. Ak zvýši infláciu, pomôže južným štátom splácať svoje dlhy a navýši ich agregátny dopyt, no vyššia cenová hladina poškodí krajiny, ktoré nemajú problémy so splácaním dlhov.

No vyššia inflácia, to je to posledné, čo sa v spojení s politikou ECB v posledných siedmych rokoch vynára. ECB je v súčasnosti symbolom reštriktívnej politiky. Dôkazom toho je aj dlhé čakanie na oznámenie kvantitatívneho uvoľňovania. S. Sumner poukazuje na to, že eurozóna bola v kríze už pred pádom Lehman Brothers. V júli 2008 ECB zvýšila svoje už vtedy relatívne vysoké úrokové sadzby. A potom prišla kríza. Úrokové sadzby stále nenašli dno, eurozóna sa ocitla vo finančnej, hospodárskej a dlhovej kríze, no ECB opäť zvýšila úrokové sadzby (Sumner, 2014b). Déjà vu z obdobia Veľkej hospodárskej krízy.

Pripisuje sa to hlavne tlaku konzervatívnej Bundesbank, ktorá má kľúčový vplyv na politiku ECB. Nemecká vláda navyše núti južné krajiny na čele s Gréckom do reštriktívnej fiškálnej politiky. Z prípadu znižovania deficitov za prezidenta B. Clintona je zrejmé, že v prípade, ak by NHDP rástol, reštrikcia nie je problém a nemá žiaden dopad na hospodárstvo. No eurozóna je v situácii, kedy agregátny dopyt stagnuje (v Grécku dokonca strmo klesá), inflácia je od krízy mimo cieľ a ECB zlyháva vo svojich monetárnych cieľoch.

Je to hlavne dôsledok toho, že ECB nerealizuje jednotnú politiku pre celú eurozónu, ale je len kompromisom viacerých kľúčových členských štátov, navyše so silným vplyvom Európskej komisie. Podľa Sumnera by sa politika ECB i EÚ samotnej mala prestať zaoberať vinníkmi a obeťami, lebo tí sú na oboch stranách (napr. Gréci vo svojej nezodpovednej predkrízovej fiškálnej politike a Nemci v tvrdohlavej reštriktívnej menovej politike). Mali by začať uplatňovať politiku, ktorá pozerá na výsledok celej únie (Sumner, 2015c). Ak by to tak bolo, ECB by nikdy nevyšla z inflačného cieľu a nedovolila by agregátnemu dopytu stagnovať. Navyše ECB dosiahla dno úrokových sadzieb a je momentálne v pasci likvidity a pokusy uvoľniť monetárnu politiku inými spôsobmi bolo neefektívne, čoho dôkazom bola nežiadúca akumulácia likvidity v bankách a následná sterilizácia v ECB. (Pavelka, 2014a) To P. Krugman predpovedal už v roku 1998 a to z dôvodu starnúcej populácie a už vtedy nízkym úrokovým sadzbám. (Krugman-Dominquez-Rogoff, 1998).

1.4.3 Teória racionálnych očakávaní

Súčasnú situáciu môžeme prirovnať presne k tej z časov Veľkej hospodárskej krízy. Svet sa domnieva, že sa nič nedá robiť. No už malé náznaky na uplynulých stranách naznačujú, že budúcnosť nie je taká čierna.

Písali sme, že abenomika bude mať úspech, ak bude Japonsko pokračovať vo vytýčenej politike, že dôležité sú inflačné *očakávania* v Japonsku a že na základe vývoja úrokových sadzieb už dnes možno vidieť efekt fiškálneho stimulu v nasledujúcom roku. Na otázku, ako je to možné, odpovedá teória racionálnych očakávaní.

P. Krugman konštatuje, že M. Friedman sa mýlil tak ohľadom Japonska, ako aj Veľkej hospodárskej krízy a to z rovnakého dôvodu: myslel si, že všetko potrebné bolo, aby centrálna banka zvýšila ponuku peňazí. No, ako sme spomenuli vyššie, to Bank of Japan urobila. (Krugman, 2010b)

Zvýšili monetárnu bázu, no to nemalo žiaden efekt na ponuku peňazí. Podľa P. Krugmana v časoch pasce likvidity centrálna banka jednoducho neovláda peniaze, nieto infláciu, či dokonca agregátny dopyt. S. Sumner s týmto pohľadom nesúhlasí. Pri pozornejšom pohľade na dáta je totižto zrejmý jeden fakt. A to, že vždy po masívnom kvantitatívnom uvoľňovaní v Japonsku, nasledoval za nejaký čas pokles v menovej báze – Bank of Japan jednoducho zdvihla úrokové sadzby hneď pri náznaku zvýšenej inflácie. Z tohto dôvodu trhy očakávajú, že nová likvidita nie je trvalá a po čase bude nasledovať reštriktívna menová politika. (Sumner, 2011)

Aj T. Ito a F. S. Mishkin uvádzajú rétoriku Bank of Japan ako jeden z hlavných neúspechov japonského kvantitatívneho uvoľňovania v rokoch 1998-2003 (Ito-Mishkin, 2004). Práve preto je dôležitá udržateľnosť a odhodlanosť Abeho menovej politiky. Nebude mať efekt, ak trhy neuveria, že je trvalá.

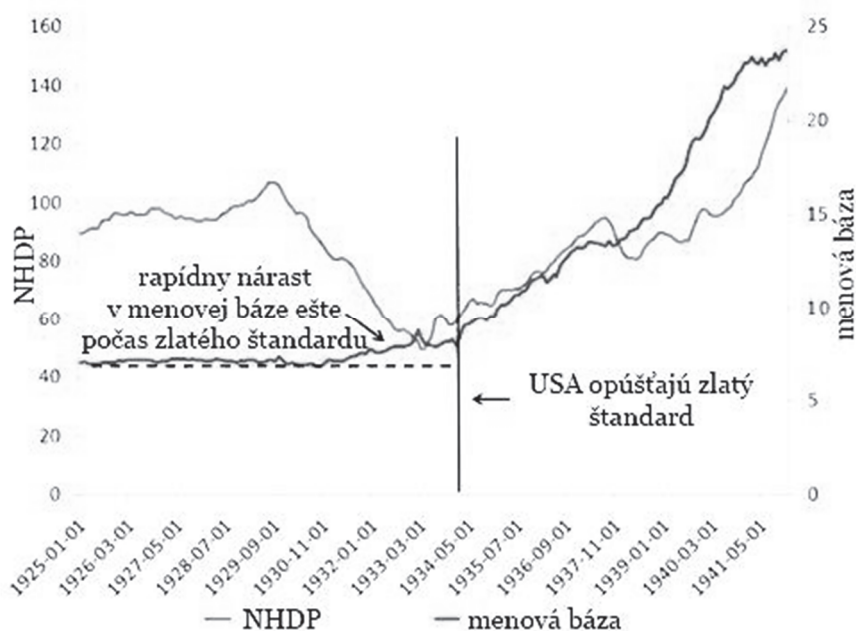
Teória racionálnych očakávaní predpokladá, že trhy využívajú všetky dostupné informácie k vyhodnoteniu svojho predpokladu o budúcom vývoji (Mankiw, 2012). Ak si trhy myslia, že monetárna expanzia je len dočasná a v prípade prvého zvýšenia inflácie centrálna banka zavedie reštriktívne opatrenia, expanzia nebude mať žiaden efekt, lebo trhy vedia, že je iba dočasná.

Predstavme si jedinca, ktorý si ide brať hypotéku. Napriek tomu, že úrokové sadzby sú nízke, ak má znalosti z makroekonómie a sleduje monetárnu politiku ECB, predpokladá, že úrokové sadzby sú nízke iba teraz a pri prvom náznaku zvýšenia inflácie ich ECB zvýši.

Preto si rozmyslí, či si bude brať hypotéku. Dnes má síce nízku úrokovú sadzbu, no neverí, že taká sadzba bude aj neskôr. Neverí, že expanzívna monetárna politika ECB je trvalá.

S. Sumner uvádza konkrétne príklady z histórie, ktoré túto teóriu potvrdzujú. Prvý sa dotýka Veľkej hospodárskej krízy, teda obdobia vyše tridsať rokov pred formulovaním tejto teórie. Medzi marcom 1933 a februárom 1934 vzrástol Veľkoobchodný index cien v USA o 20 % a to napriek tomu, že v tomto období nenastala žiadna menová expanzia. Stalo sa tak v očakávaniach trhu, že plánovaná devalvácia dolára povedie k vyššej ponuke peňazí v budúcnosti. To zvýšilo rýchlosť peňazí, znížilo dopyt po reálnych peňažných zostatkoch a to skoro okamžite zvýšilo ceny. (Sumner, 2013b)

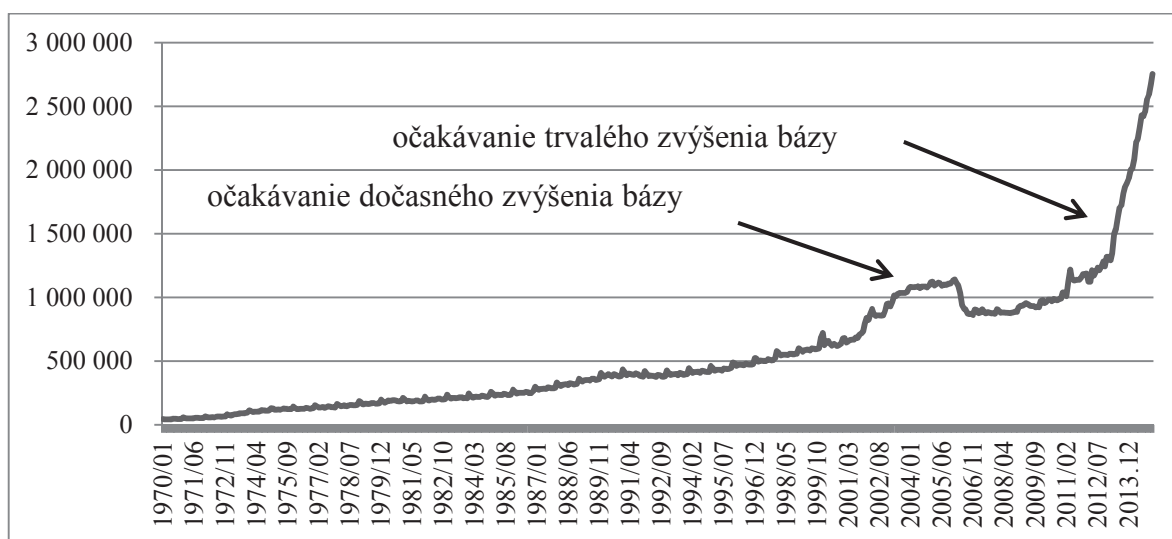
Graf 11 NHDP USA v časoch Veľkej hospodárskej krízy (v miliardách USD)



Prameň: Beckworth, 2013

Druhým príkladom je práve Japonsko a jeho dočasná menová expanzia na začiatku nového milénia, ktorá v roku 2006 viedla k spätnému 20 % zníženiu menovej bázy. S. Sumner podotýka, že Japonsko de facto cielilo 0 % infláciu. Totižto vždy, keď očakávaná inflácia prekročila túto hranicu, centrálna banka sa uchýlila k reštrikcii, čo malo za následok ustálenie sa inflácie na čísle nula (Sumner, 2010a). Rozdiel medzi doterajšou politikou Japonska a očakávaniami z dosahu abenomiky možno vidieť na Grafe 12.

Graf 12 Menová báza Japonska (v stovkách miliónoch jenov)



Prameň: vlastné spracovanie podľa Bank of Japan

Ľudia si nezačnú kupovať domy, len preto, že na nich vláda dnes dáva zľavu na dani, ak vidia, že kvôli deflácií budú ceny domov zajtra nižšie. Aj to je dôvod, prečo očakávaná deflácia znefunkčňuje fiškálny stimul (Sumner, 2015b).

S. Sumner si preto nemyslí, že pasca likvidity existuje. Ten tento pojem definuje ako situáciu, kedy „centrálna banka s fiat peniazmi a voľne plávajúcim menovým kurzom nedokáže nakopnúť nominálne výdavky, lebo nominálne úrokové sadzby padli na nulu“ (Sumner, 2010b). Naopak, myslí si, že to iba centrálna banka nie je ochotná využiť všetky svoje dostupné nástroje a to ani v situácii, keď ešte nepadli úrokové sadzby na nulu. S. Sumner zdôrazňuje, že úspech kvantitatívneho uvoľňovania bol práve v tom, že trhy uverili, že Fed to zrazu myslí vážnejšie so zvýšením NHDP.

1.4.4 Dilema výberu optimálneho menového režimu v malej otvorenej ekonomike

Pojem malá otvorená ekonomika popisuje takú ekonomiku, ktorá je príliš malá na to, aby mala vplyv na svetovú úrokovú mieru a zároveň sa otvorene zapája do medzinárodného obchodu. Takáto ekonomika tým pádom nemá vplyv na svetové ceny, ale iba ich prijíma. Naopak, kým šok vo veľkej ekonomike môže ovplyvniť celé svetové hospodárstvo (ako sa to stalo aj napríklad v prípade Veľkej hospodárskej krízy v USA), negatívny hospodársky vývoj v malej otvorenej ekonomike má veľmi obmedzený (regionálne ohraničený) alebo žiaden dosah na svetové hospodárstvo.

Vhodnou voľbou menového režimu sa takáto ekonomika snaží zabezpečiť stabilný menový kurz a hospodársky rast, ako aj odolnosť voči externým šokom. Dosiahnuť to všetko naraz je ale v podstate nemožné, preto pri výbere menového režimu podstupuje daná ekonomika dilemu, čo z toho uprednostní.

Ak sa malá otvorená ekonomika rozhodne stabilizovať produkt a infláciu pomocou monetárnej politiky, musí tolerovať fluktuácie menového kurzu alebo kontrolu kapitálových tokov. Volatilný výmenný kurz môže byť zdrojom ďalších dodatočných nákladov. Kontroly kapitálu do určitej miery uzatvárajú ekonomiku. Tým pádom, argumenty v prospech monetárnej politiky sú o niečo slabšie. Avšak väčšina autorov porovnávajúcich flexibilný a fixný kurz poznamenáva, že plávajúci výmenný kurz je lepším variantom aj pri malej otvorenej ekonomike. P. Krugman, M. Obstfeld a M. J. Melitz považujú autonómiu monetárnej politiky (lepšiu schopnosť kontrolovať peňažnú zásobu) za dôležitú výhodu plávajúcich výmenných kurzov. Navyše výmenný kurz funguje aj ako automatický stabilizátor. (Krugman – Obstfeld - Melitz, 2015) Tieto dve vlastnosti plávajúceho výmenného kurzu sú popísané v Mundellovom-Flemingovom modeli, ktorý sme charakterizovali vyššie.

Vo väčšine prípadov, ak sa centrálna banka rozhodne necieľiť výmenný kurz, štandardne si za cieľ vyberá infláciu. Tým pádom väčšina štúdií zaoberajúcich sa optimálnou menovou politikou porovnáva práve cielenie výmenného kurzu a inflačné cielenie.

Výhod inflačného cielenia je viacero. Asi najhlavnejšou je flexibilita kurzu meny, ktorá sa tým pádom dokáže prispôbovať šokom v hospodárstve. Medzi stabilizáciou domácej inflácie a medzerou produktu na jednej strane a stabilizáciou nominálneho výmenného kurzu a výmenných relácií na strane druhej je vzájomný vzťah a optimálna volatilita výmenného kurzu priamoúmerná otvorenosti ekonomiky (Galí – Monacelli, 2005).

N. Batini, P. Levine a J. Pearlman považujú inflačné cielenie za lepšie pre stabilizáciu výmenného kurzu a tvrdia, že finančne nestabilné rozvíjajúce sa trhovú ekonomiky by mali mať skôr „strach fixovať“ než „strach nechať plávať“. (Batini – Levine – Pearlman, 2009) Pohyby výmenného kurzu sú zdrojom dôležitých informácií a zohľadňovanie výmenného kurzu pri rozhodovaní o monetárnej politike môže viesť k lepším hospodárskym výsledkom. (Dennis, 2001)

Je nevyhnutné uvedomiť si, že rôzne menové režimy majú rôzne výsledky počas rôznych šokov. E. Parrado porovnáva inflačné cielenie a režimy výmenného kurzu. Poznamenáva, že v prípade externého a reálneho šoku sú spoločenské náklady oveľa vyššie,

keď je výmenný kurz riadený. Na druhej strane v prípade nominálnych šokov je strata vyššia pri flexibilnom menovom kurze. (Parrado, 2004) B. De Paoli taktiež sumarizuje, že reakcie tvorcov politik by sa mali líšiť podľa zdroja negatívneho šoku. (De Paoli, 2004)

Vyspelé ekonomiky s flexibilným výmenným kurzom využívajú zväčša infláciu ako cieľ svojej monetárnej politiky. Avšak, to nie je jediná možnosť. Podľa R. Meroly, cielenie cenovej hladiny zabezpečuje menšiu volatilitu úrokových mier a výmenných kurzov. Cielenie cenovej hladiny znižuje riziko deflácie a zabezpečuje súkromnému sektoru také očakávania, že následne fungujú ako automatický stabilizátor. (Merola, 2010).

Napriek mnohým argumentom v prospech flexibilných výmenných kurzov si mnohé krajiny vyberajú práve fixné výmenné kurzy. L. Christensen zastáva názor, že kým pri veľkých ekonomikách je ideálnym režimom cielenie nominálneho HDP, tento režim je ťažšie realizovateľný v prípade malej ekonomiky. V ich prípade odporúča cielenie kurzu s ohľadom na exportné ceny. (Christensen, 2012) Podľa P. Krugmana, M. Obstfelda a M. J. Melitza fixný výmenný kurz funguje ako garancia exportérom a importérom, ako aj zahraničným investorom, že nenastane žiadne neočakávané zhodnotenie či znehodnotenie kurzu. (Krugman – Obsfeld - Melitz, 2015)

Využívanie monetárnej politiky je ešte komplikovanejšie v krajinách s populistickou vládou a v krajinách s vážnou hrozbou, že sa k moci dostanú populistické strany. V týchto prípadoch môže byť „tlačenie peňazí“ ľahko použité nie ako stabilizačný nástroj, ale čisto ako spôsob na zvýšenie príjmov. Vysoká inflácia sa stáva permanentnou hrozbou a nie je vylúčené, že sa premietne aj do hyperinflácie, ktorá zvyčajne ide ruka v ruke s ďalšími dodatočnými politickými rizikami (napr. riziko vyvlastňovania).

V tomto prípade sa vláda môže rozhodnúť cieľiť výmenný kurz domácej meny napríklad k doláru či euru (alebo nedávno aj k marke) alebo prijať currency board, kedy je každá jednotka domácej meny krytá cudzou menou. Ešte extrémnejší prípad je vzdanie sa vlastnej meny, tzv. dolarizácia. To síce znamená vzdanie sa vlastnej monetárnej politiky, na druhej strane poskytuje garanciu pre zahraničných investorov, že sa vláda bude „správať zodpovedne“. Mnoho rozvíjajúcich sa krajín sa musí rozhodovať medzi váhou výhod z garancie finančnej stability a nevýhod zo vzdania sa silného nástroja makroekonomickej stabilizácie. Na realizáciu efektívnej monetárnej politiky ale centrálna banka musí byť kredibilnou, teda musí byť schopná dosiahnuť svoj cieľ.

Termín „inflation targeting lite“ (teda akési odľahčené inflačné cielenie) popisuje situáciu, kedy ekonomika cieľi infláciu, ale kvôli nízkej kredibilitate centrálnej banky nie je

schopná dodržať stanovený záväzok. Podľa M. R. Stonea sa tento pojem týka ekonomík, ktorých prvotný cieľ je znížiť infláciu do jednočíselných hodnôt a udržať finančnú stabilitu v krajine. Majú sklon k menej trhovo-orientovanej politike výmenného kurzu a realizujú intervencionistické operácie. Tieto ekonomiky sa zväčša boja fixovať výmenný kurz kvôli hrozbe špekulatívnych útokov, no na druhej strane sú neschopné úplne kontrolovať dopyt po peniazoch a podriať inflačný cieľ ďalším cieľom. Po získaní kredibility väčšina týchto ekonomík nakoniec prejde buď k plnohodnotnému inflačnému cieleniu alebo tvrdému cieleniu meny. V niektorých prípadoch je možná aj dolarizácia, no tá je považovaná za príliš radikálny krok, keďže necháva ekonomiku do veľkej miery zraniteľnú. (Stone, 2002)

Kľúčový vplyv na to, akou cestou sa menový režim v danej krajine vydá, má teda kredibilita centrálnej banky. Jej získanie je najväčšou výzvou tranzitívnych ekonomík, ktoré si budujú svoje funkčné trhovo-orientované inštitúcie. M. D. Bordo a P. L. Siklos definujú kredibilitu ako „*záväzok dodržiavať jasne formulované a transparentné pravidlá a ciele politiky*“. Podľa nich ekonomické šoky a spôsob, akým centrálna banka využíva nástroje svojej monetárnej politiky, determinujú, ako sa kredibilita časom vyvíja. (Bordo – Siklos, 2015) A. S. Blinder používa priamejšiu definíciu kredibility, podľa neho je „*centrálna banka kredibilná vtedy, keď ľudia veria, že vykoná to, čo vraví*.“ (Blinder, 1999)

Od začiatku existencie centrálneho bankovníctva prechádzala kredibilita centrálnych bánk rôznymi fázami. Pred rokom 1914, v časoch zlatého štandardu, bola pomerne vysoká, následne ale zlyhala a bola obnovená až počas osemdesiatych rokov dvadsiateho storočia, do veľkej miery práve vďaka cieleniu inflácie. Práve schopnosť kontrolovať infláciu je často spomínaná ako jedna z kľúčových podmienok kredibility centrálnej banky a to nie iba schopnosť dezinflácie, ale aj udržať cieľ. Podľa G. Kožetinaca veľká časť kredibility leží v schopnosti komunikovať svoju politiku verejnosti. (Kožetinac, 2011)

Nezávislosť a kredibilita centrálnej banky, rozvinutý finančný trh a fiškálna disciplína sú považované za kľúčové kritéria úspešného inflačného cielenia. Okrem toho sú aj iné faktory, ktoré majú silný dosah na mieru efektivity menového režimu. Primárne je to štruktúra finančného systému, špekulatívni investori a miera dolarizácie. Osobitne vysoká miera dolarizácie výrazne znefunkčňuje realizáciu inflačného cielenia. (Bungin – Reljić – Ivković, 2015) Podľa A. Chaillouex, F. Ohnsorge a D. Vavra vysoká miera dolarizácie oslabuje menový transmisný mechanizmus, obmedzuje použitie výmenného kurzu ako nástroj krízového manažmentu a obmedzuje schopnosť centrálnej banky fungovať ako ručiteľ poslednej inštancie. (Chailloux – Ohnsorge – Vavra, 2010)

Ak je centrálna banka pod tlakom, krajným krokom na získanie kredibility môže byť

tak úplná dolarizácia, alebo o niečo menej radikálny režim Currency board arrangement (CBA). Ten je režimom s fixným výmenným kurzom, v ktorom je každá vydaná jednotka domácej meny stopercentne krytá cudzou menou. Kvôli tomu sa mu niekedy hovorí aj „super-fixný výmenný kurz“.

Tým centrálna banka v CBA môže mať voči svojim záväzkom v menovej báze len aktíva v cudzej mene, tradičné centrálné banky môžu držať aj domáce aktíva ako napríklad vládny dlh a obchodné cenné papiere. V prípade zavedenia CBA teda centrálna banka nie je schopná priamo kontrolovať svoje aktíva a iba pasívne čaká na požiadavky na predaj či kúpu cudzej meny za domácu menu. Tým pádom trhové sily determinujú, aká je menová báza v CBA a jediným tradičným nástrojom centrálnej banky sú povinné minimálne rezervy. (Gedeon, 2010)

Najradikálnejším spôsobom, ako môže centrálna banka upokojiť neistotu v jej monetárnu politiku (napr. z dôvodu hyperinflácie), je dolarizácia ekonomiky. Dolarizácia (niekedy aj „euroizácia“) je *„široké používanie cudzej meny ako prostriedok výmeny pre formálne alebo neformálne transakcie.“* (Fabris – Vukajlović-Grba – Radunović– Janković, 2004) Tá môže byť oficiálna i neoficiálna (teda bez odsúhlasenia pôvodnou centrálnou bankou), čiastočná i úplná, či vo forme menovej únie. Zavedenie cudzej meny ako platidla je zvyčajne spojené s históriou vysokej inflácie, či dokonca hyperinflácie a slúži v prvom rade na získanie kredibility a stability inštitúcií.

Hlavnou nevýhodou tohto režimu je strata monetárnej politiky, a tým pádom neschopnosť reagovať na exogénne šoky a nedobrovoľné preberanie chýb zahraničnej menovej politiky. Ak sa krajina rozhodne dolarizovať svoju ekonomiku, mala by si byť vedomá podmienok optimálnej menovej oblasti. Problémy sa znásobujú, ak je ekonomika v inej fáze ekonomického cyklu ako hlavná ekonomika.

Prípadný proces opúšťania dolarizácie je extrémne zriedkavý, špeciálne ak je dolarizácia oficiálna. Podľa C. L. Mann je koreň týchto komplikácií v tom, že ľudia *„si nemôžu byť istí, úplne istí, že sa nevrátia späť k starým zlým zvykom“*. (Mann, 1999) Taktiež hrozí strata získanej kredibility. V prípade neformálnej dolarizácie, kedy je cudzia mena neoficiálne vo veľkej miere využívaná na danom území, to môže byť vykonané, ak sa adresne zameria na koreň problému, teda posilnenie inštitúcií, a zabezpečí sa makroekonomická stabilita, nízka inflácia a volatilita výmenného kurzu. (Bungin – Reljić – Ivković, 2015)

Pravdaže, celý tento prístup je výsostne technokratický. V realite čelia tvorcovia politik viacerým okolnostiam, ktoré komplikujú ich rozhodnutie o tom, ktorú politiku

schvália. Zaoberá sa tým tzv. teória verejnej voľby. Tá aplikuje ekonomické metódy do analýzy politického správania. J. Buchanan toto odvetvie ekonómie charakterizuje ľudovo ako „*politiku bez romantiky*“. Jej základným konceptom je, že ľudia zodpovední za rozhodnutia o jednotlivých politikách sú takí istí ako bežní ľudia, ktorí majú svoje súkromné túžby a záujmy. Preto verejné rozhodovanie nie je výsostne racionálne, ale je často ovplyvňované súkromnými záujmami tých, ktorí tie rozhodnutia vykonávajú. (Shughart II, 2008)

1.4.5 Stabilizačná politika založená na vývoji trhových ukazovateľov

Ak chce byť centrálna banka kredibilná, musí byť *odhodlaná neprestať v realizácii monetárnej expanzie*, kým nedocieli o 2 % vyššiu infláciu. A ak jej trh uverí, nemusí minúť ani jeden dolár, lebo keď oznámi, že ďalší rok bude inflácia 2 %, očakávania sa už v tom momente prispôbia zmenenej politike. Naopak, v súčasnosti je možné, že aj keby centrálna banka *urobila nekonečnú expanziu*, ani to by nemuselo trhy presvedčiť, že rozhodnutie zvýšiť úrokové sadzby myslí trvalo a vážne.

Centrálna banka musí mať cieľ a musí byť odhodlaná dodržať ho za každých okolností. A to je to, čo sa už od roku 2008 nedeje. Centrálna banka sa rozhodujú konsenzom na základe dlhých diskusií. Bolo to tak v časoch Veľkej hospodárskej krízy, je tomu tak aj dnes. Vstupné dáta sú analyzované počítačmi, no rozhodnutia robia ľudia.

Začiatkom roka 2014 zverejnil Fed prepisy zo svojich rokovaní (Federal Open Market Committee) v roku 2008. Tie boli veľmi podobné tým z časov Veľkej hospodárskej krízy, ktoré v kapitole The Great Contraction reprodukovali M. Friedman a A. Schwartz. Ako uvádza M. O'Brien, Fed na sklonku krízy v roku 2008 vykonával de facto reštriktívnu menovú politiku a to v strachu z vysokej inflácie, aj keď vývoj TIPS¹⁴ ukazoval presný opak. (O'Brien, 2014).

Napriek tomu, že tak vtedy ako aj v roku 2008 boli vo vedení Fedu viacerí pokrokoví ekonómovia¹⁵ chápujúci situáciu, konsenzuálne rozhodovanie im nedovolilo presadiť svoje rozhodnutie proti vôli ostatných. No ani to nie je riešenie. Jeden vnímavý guvernér, ktorý

¹⁴ TIPS = Treasury inflation protected securities. Cenné papiere, ktoré poskytujú zaručený bezrizikový výnos, keďže sú indexované k inflácii. Sekundárny trh s TIPS teda ukazuje, aké sú inflačné očakávania trhu.

¹⁵ Napr. G. L. Harrison a newyorský Fed v časoch VHK a B. Bernanke, či E. R. Rosengren v roku 2008.

takto dokáže zachrániť ekonomiku, môže byť čochvíľa vystriedaný iným, ktorý presne tým istým spôsobom môže hospodárstvo uvrhnúť do hlbkej recesie.

Zdá sa, že ak niečo súčasná kríza ukázala, tak to je neschopnosť a zastaranosť diskrečnej politiky a potrebu zaviesť politiku založenú na vývoji trhových ukazovateľov. Jeden z lídrov trhového monetarizmu L. Christensen to popisuje ako „efekt Chucka Norrisa“. Ak sa politika centrálnej banky riadi vopred určenými pravidlami, je úplne jedno, kto je šéfom Fedu, nech je ním hoci aj Chuck Norris (Christensen, 2013).

Stanovený cieľ sa udržiava sledovaním vývoja vybraných indikátorov na trhu (napr. TIPS, či navrhované NGDP-futures¹⁶). Ak dochádza k zmene vo vývoji cien, centrálna banka automaticky robí opatrenia, aby udržala cieľ. Ak dochádza k poklesu očakávanej inflácie, centrálna banka na trhu odkupuje cenné papiere a dodáva naň likviditu. Ak trhy vykazujú očakávania vyššej inflácie, ako je cieľ, centrálna banka robí presný opak, tj. likviditu sterilizuje. To všetko automaticky bez chýb ľudského faktora.

V takomto systéme by potom tento „počítačový Milton Friedman“ nemusel nič robiť, lebo trhy automaticky očakávajú cielenú infláciu. Lebo vedia, že nech sa stane čokoľvek, centrálna banka zasiahne a dosiahne svoj cieľ. K tomu sa prikláňa aj slovenský ekonóm D. Roháč. Ten odporúča systém slobodného bankovníctva a zrušenie monopolu centrálnej banky nad ponukou peňazí, no ak nie je vôľa na to, mali by byť aspoň obmedzené diskrečné právomoci centrálnych bankárov a to úzkym viazaním politiky na konkrétny ukazovateľ: nominálny hrubý domáci produkt (suma všetkých nominálnych príjmov v ekonomike). Centrálna banka by tak nemala mandát konať mimo stanovený cieľ (Roháč, 2011).

Týmto spôsobom budú monetárna a fiškálna politika (ktorá by sa mala čím viac riadiť podobnými zásadami) realizovať skutočne to, čo majú: predchádzať problémom. Podľa S. Sumnera tieto politiky nie sú na riešení problémov. Výkyvy agregátneho dopytu sa podľa neho stávajú, keď tvorcovia politík zlyhávajú s generovaním adekvátneho rastu nominálneho HDP. Ak má centrálna banka problém, ktorý treba riešiť, znamená to, že vo svojej práci zlyhala (Sumner, 2015b).

¹⁶ NGDP futures – navrhované cenné papiere, ktorých výnos sa zvyšuje s rastom NHDP. Ich cena na sekundárnom trhu poskytuje informáciu o očakávanom NHDP, ktorou sa má následne centrálna banka riadiť pri celení NHDP.

Preto sa treba pozrieť na začiatok; na to, ako realizátori fiškálnych a hlavne monetárnych politík zvládajú svoju úlohu, ktoré kroky v boji s dopytovými šokmi, či inými problémami zabrali a ktoré uvrhli krajinu do ešte hlbšej krízy.

Keď N. W. Peaslee, hlavný hrdina novely V tieni času, stratil vedomie, jeho myseľ sa presunula do ďalekej budúcnosti do tela mimozemšťana, ktorý zbieral informácie o histórii sveta. N. W. Peaslee tak celé roky skúmal, čo sa udialo a ešte len udeje, no keď sa prebral, trvalo mu dlhú dobu, kým zistil, čo sa za ten čas, čo bol v bezvedomí, stalo.

To môžeme použiť ako trefnú metaforu vývoja makroekonómie v posledných rokoch. R. Lucas sa v roku 2003 neslávne vyjadril: „*Makroekonómia v svojom pôvodnom účele uspela: jej hlavný problém a to prevencia kríz bola vyriešená a to pre všetky praktické účely a na mnoho desaťročí vopred*“ (Lucas, 2003). Lucas ďalej pokračoval s víziou toho, že makroekonómia má odteraz riešiť dlhodobý rast bohatstva. Obdobne ako N. W. Peaslee aj poprední ekonómovia pri hľadaní riešení dlhodobých problémov stratili spojitosť so súčasnosťou a potom im pridlho trvalo, kým pochopili, čo sa vlastne stalo.

Preto je potrebné sa vrátiť do roku 2008. Teoretický základ je nutné empiricky overiť a zistiť, aké politiky v rokoch 2008 a 2009 a v nasledujúcom období fungovali a aké nie. A to najlepšie na vzorke, ktorá je dostatočne homogénna a kde sa mení čím menej premenných. Našťastie je však aspoň jeden región na svete, ktorý je dostatočne celistvý (tak po historickej, kultúrnej i ekonomickej stránke) a pritom taký rozličný, čo sa týka hospodárskych politík (najmä monetárnej) v čase krízy.

Tým regiónom je západný Balkán.

2 Cieľ a metódy práce

Hlavný cieľ dizertačnej práce bol v jej zadaní zadefinovaný nasledovne:

„Práca bude posudzovať vplyv monetárnej politiky jednotlivých centrálnych bánk na hospodárstvo krajín a určovať vplyv a rozsah negatívnych dôsledkov z vývoja svetového hospodárstva na ekonomiky západného Balkánu ako aj špeciálne na teritoriálnu a komoditnú štruktúru zahraničného obchodu. Výsledkom výskumu by mal byť súbor aplikačných záverov a konkrétnych odporúčaní, ktorých obsah by mal byť relevantný pre odhady budúceho vývoja hospodárstva krajín západného Balkánu.“

So zámerom naplniť zadaný cieľ sme si zadefinovali čiastkové ciele:

Čiastkový cieľ 1:

Zistiť rozsah vplyvu finančnej a hospodárskej krízy na vývoj kľúčových ekonomických ukazovateľov ekonomík západného Balkánu.

Čiastkový cieľ 2:

Syntetizovať poznatky o vývoji fiškálnej a monetárnej politiky krajín západného Balkánu so zreteľom na proces budovania kredibility politik.

Čiastkový cieľ 3:

Posúdiť vplyv rozdielnych menových režimov, ktoré jednotlivé centrálné banky využívajú, na ekonomiky západného Balkánu.

Čiastkový cieľ 4:

Určiť vplyv negatívnych dôsledkov vo vývoji svetového hospodárstva na teritoriálnu a komoditnú štruktúru zahraničného obchodu.

Čiastkový cieľ 5:

Na základe hospodárskeho vývoja krajín západného Balkánu zhodnotiť, aký je ideálny menový režim pre malú otvorenú ekonomiku.

Hypotézy sme si stanovili nasledovne:

Hypotéza 1:

Ak centrálna banka nechá lokálnu menu depreciovať, v kontexte s Mundellovým-Flemingovým modelom nastáva nárast v čistom exporte, čo vynahradí výpadok ostatných komponentov HDP.

Hypotéza 2:

Kľúčovým faktorom hospodárskeho rastu v časoch krízy a neistoty je kredibilita politik, a preto v rámci našej vzorky krajiny s vyššou kredibilitou monetárnej politiky zaznamenávajú vyšší rast HDP.

Hypotéza 3:

Pri krajinách bez vlastnej meny a s fixáciou meny k euru má kríza vplyv na teritoriálnu štruktúru zahraničného obchodu v neprospech exportu do krajín s menou euro, resp. s fixáciou k tejto mene.

Na dosiahnutie stanoveného cieľa sme si ako prvé museli zadať vzorku krajín, ktoré budeme porovnávať. Geograficky a historicky zahŕňa región Balkán široký zoznam krajín, no jeho západná časť je historicky vymedzená bývalou Juhosláviou a Albánskom a zahŕňa Macedónsko, Albánsko, Srbsko, Čiernu Horu, Chorvátsko, Slovinsko, Bosnu a Hercegovinu a Kosovo. (Weithmann, 1996) Keďže naším zámerom je využiť to, že jednotlivé štáty sú si relatívne podobné, museli sme si určiť základné kritéria na určenie dostatočne homogénnej a teda porovnateľnej vzorky.

Prvým kritériom bola výška HDP per capita. Na základe toho sme zo vzorky vylúčili Slovinsko a Chorvátsko, ktorých HDP per capita je výrazne (až niekoľkonásobne) vyššie než v prípade ostatných krajín.

Druhým selektívnym kritériom bola dostupnosť údajov. Na základe tejto podmienky sme zo vzorky museli odstrániť Kosovo, ktoré nemá ešte vybudované dostatočné inštitúcie pripravujúce štatistiky a často chýbajú dokonca mnohé základné ročné údaje.

Po selekcii nám teda ostala nasledovná vzorka krajín: Albánsko, Bosna a Hercegovina, Macedónsko, Čierna Hora a Srbsko. Tieto krajiny majú podobnú históriu, kultúru, charakteristiky hospodárstva, ako aj štruktúru zahraničného obchodu a HDP na obyvateľa a disponujú dostatkom dát na výskum.

Po stanovení základnej vzorky krajín sme museli stanoviť sledované obdobie. Vzhľadom na to, že jednotlivé krajiny prechádzali v deväťdesiatych rokoch turbulentným

vývojom, ktorý zahŕňal hyperinfláciu i občianske vojny, boli tieto údaje pre náš výskum nepoužiteľné, a tak sme ustálili začiatok pozorovania (v závislosti od dostupnosti údajov za jednotlivé krajiny) na prelom tisícročí. Pri niektorých ukazovateľoch sme museli časový rad ešte viac skrátiť a niektoré ďalšie ukazovatele sa nám za niektoré krajiny nepodarilo získať.

Základné ukazovatele, ktoré sme sledovali, boli: HDP, nominálny HDP, inflácia, menové agregáty, podiely zložiek HDP, výmenný kurz domácej meny a eura, úrokové (repo) sadzby jednotlivých centrálnych bánk, ceny ropy, vývoj HDP EÚ 12, úrokové sadzby ECB, príjmy a výdavky štátneho rozpočtu, úroveň verejného dlhu a iné. Tieto ukazovatele sme následne prepočítavali na ďalšie, ako sú napríklad reálny výmenný kurz, reálna výnosnosť kapitálu, bilancia štátneho rozpočtu, či rôzne indexy, priemery, trendy, či podiely na raste a ďalšie sekundárne ukazovatele, ktoré sa do finálnej podoby práce sa nedostali.

Zdrojmi našich dát boli prevažne medzinárodné databázy Svetovej banky a Medzinárodného menového fondu a štatistiky jednotlivých centrálnych bánk a štatistických úradov v našej vzorke.

Keďže nám chýbali dostatočne podrobné dáta na realizovanie vektorovej autoregresie, kontaktovali sme jednotlivé centrálné banky, ktoré nám poskytli údaje. Bohužiaľ, nie všetky boli použiteľné a niektoré zase boli za príliš krátke časové obdobie, čo nám skrátilo časový rad, a tým pádom aj skomplikovalo prácu.

Okrem toho sme pri štúdiu literatúry využívali relevantné knižné i časopisecké zdroje, ako aj publikácie jednotlivých centrálnych bánk, či svetových organizácií ako je Medzinárodný menový fond. Kde to bolo vhodné, použili sme aj názory prestížnych domácich i svetových ekonómov z internetových zdrojov.

Na túto tému boli vypracované analýzy pre jednotlivé krajiny, ktoré sme v priebehu výskumu zapracovali aj do našej práce, ale žiadna nám známa práca nesystematizovala výsledky, rovnako ako sa žiadna z nich nesústredila na výskum vplyvov monetárnej politiky a kredibility.

Na tento účel sme si našli už realizované podobné články, za všetky menujeme Mirdala, 2012; Pelin Berkmen, 2012; Vinayagathan, 2014; Vizek, 2007; Lovrinović – Bezanić, 2004; Oros – Romocea-Turcu, 2009 a Dumičić – Čibarić – Horvat, 2010. Na ich základe sme sa rozhodli realizovať výskum metódou VAR (vektorová autoregresia; vector autoregression) a slúžili nám aj ako inšpirácia pre výber premenných.

Mirdala, 2012 využíva model VAR na analýzu pôsobenia reálneho menového kurzu na vývoj ekonomiky SR a ako endogénne premenné stanovuje reálny output, peňažnú

zásobu, jadrovú infláciu, krátkodobé nominálne úrokové miery, reálny menový kurz a saldo bežného účtu platobnej bilancie. Na identifikáciu štruktúrnych šokov využíva Choleskyho prístup a sleduje reakčné funkcie jednorázových šokov.

Pelin Berkmen, 2012 sleduje efektivitu kvantitatívneho a úverového uvoľňovania v Japonsku. Do svojho VAR modelu vkladá nasledovné endogénne premenné: rast HDP, jadrovú infláciu bez čerstvých potravín, dennú úrokovú sadzbu, nominálny efektívny výmenný kurz, 5-ročný spread japonských dlhopisov a bilanciu bežného účtu v pomere k HDP. Taktiež sleduje reakčné funkcie.

T. Vinayagathan si na výskum vzťahu monetárnej politiky a reálnej ekonomiky v Srí Lanke ako endogénne premenné stanovil HDP, infláciu, úrokové sadzby, peňažnú bázu a výmenný kurz a ako exogénne federal funds rate (dennú úrokovú sadzbu Fedu pre medzibankový trh) a svetové ceny ropy. Sledoval výhradne reakčné funkcie.

M. Vizek skúmala monetárne transmisné kanály v Chorvátsku a ako endogénne premenné vybral index priemyselnej produkcie, M1, úrokové sadzby jednodenných úverov a kurz chorvátskej kuny a eura. K. Dumičić, I. Čibarić a N. Horvat tiež skúmajú monetárny transmisný mechanizmus v Chorvátsku v modeli VAR s premennými reprezentujúcimi output, menovú bázu, úrokové sadzby, výmenný kurz (všetko pre Chorvátsko) a output v eurozóne.

I. Lovrinović a M. Benazić modelom VAR sledujú transmisný mechanizmus v EÚ. Ich endogénne premenné sú index industriálnej produkcie v EÚ, inflácia, euribor (3-mesačný) a reálny výmenný kurz. Exogénne premenné sú svetové ceny komodít, index industriálnej produkcie v USA a krátkodobé úrokové sadzby T-bills. Autori v rámci analýzy sledujú tak reakčné funkcie ako aj variančnú dekompozíciu.

C. Oros a C. Romocea-Turcu sledujú monetárny transmisný mechanizmus na Slovensku, v Českej republike, Maďarsku, Poľsku, Rumunsku a Slovinsku. Vektor endogénnych premenných sa v ich modele skladá z indexu priemyselnej produkcie, spotrebiteľských cien, nominálnych úrokových sadzieb, nominálneho výmenného kurzu a domácej úverovej aktivity. Vektor exogénnych premenných tvoria index priemyselnej produkcie a spotrebiteľské ceny v EÚ-25 a nominálne úrokové sadzby v eurozóne.

Na základe týchto výskumov a dostupnosti údajov sme si stanovili endogénne a exogénne premenné. Základné endogénne premenné vychádzajú z vyššie uvedených prác skúmajúcich monetárne transmisné mechanizmy a aby sme zistili účinky fiškálnej politiky, zahrnuli sme tam aj vládne výdavky. Endogénne premenné sme zadali v nasledovnom poradí (podľa miery exogenity): HDP (v reálnych cenách), vládne výdavky, CPI, repo sadzby, M3

(v prípade Macedónska M4, keďže M3 NBRM nevykazuje; vo všetkých troch krajinách je to finálny agregát vykazovaný centrálnou bankou) a reálny výmenný kurz domácej meny a eura.

Ako exogénne premenné sme jednotne stanovili vývoj cien ropy, úrokových sadzieb ECB (hlavná refinančná sadzba) a vytvorili sme si umelú premennú (dummy variable) pre vplyv finančnej a hospodárskej krízy (od Q4/2008 s hodnotou 1, pred týmto kvartálom s hodnotou 0). S výnimkou umelej premennej sú všetky premenné vyjadrené ako medzikvartálne diferencie

Časť výskumu, ktorá pozostávala z analýzy metódou VAR, bola realizovaná v programe EViews 9. Keďže údaje, ktoré sme mali k dispozícii, neboli sezónne očistené, bola to prvá vec, ktorú sme museli vykonať. To sme vykonali cez funkciu Census-X13.

Následne sme údaje diferencovali, aby sme z nich odstránili trendovú zložku. Aby sme sa uistili, že sa tam už nenachádza trendová zložka, testovali sme stacionaritu údajov. Tú sme zisťovali pomocou test jednotkového koreňa, konkrétne „Augmented Dickey–Fuller test“, počet oneskorení bol vybratý na základe informačných kritérií a test sme vykonali tak na hodnotách ako aj diferenciách. Ak bola p-value vyššia ako 0,05, považovali sme údaje za stacionárne. Vyššia hodnota nám vyšla pri CPI a M3 v Srbsku (ale stále v rámci 10% intervalu).

Následne sme vytvorili samotný objekt VAR, kde sme si navolili exogénne i endogénne premenné ako aj počet oneskorení. Sledovali sme štruktúru oneskorení (cez kritéria dĺžky), ktorá nám hovorila o počte oneskorení, ktoré by sme mali použiť. Skontrolovali sme koreňový graf v rámci testu reziduí, kde sme sledovali polozenie jednotlivých premenných. Ak by boli mimo oblast, šoky by nám explodovali, čo by urobilo odhad nepoužiteľným. Ako poslednú vec sme robili LM test autokorelácie, kde sme sledovali, či presahujú hodnoty 0,05. Hlavnou časťou bolo porovnávanie reakčných funkcií, teda sledovanie, či sú reakcie premenných signifikantné. Na záver sme otestovali variančnú dekompozíciu, kde sme porovnávali rozdiely v jej štruktúre medzi krajinami.

Ďalšími metódami, ktoré sme využili, boli analýza, syntéza, komparácia a historicko-logická metóda. Základnou metódou pre nás bola analýza, ktorú sme uplatnili v kapitole 3.2, kde sme analyzovali vplyv finančnej a hospodárskej krízy na jednotlivé krajiny regiónu ako aj na konkrétne veličiny, ako sú zložky HDP, menové agregáty, inflácia, či štruktúra zahraničného obchodu.

Historicko-logickú metódu sme použili najmä v časti 3.1, kde sme rozoberali vývoj fiškálnej a monetárnej politiky krajín západného Balkánu. Metódu sme použili aj v teoretickej časti, keď sme k jednotlivým teóriám priradzovali reálne udalosti z ekonomických dejín. Metódu komparácie sme využili najmä v kapitole 3.2.8, kde sme porovnávali vývoj v jednotlivých krajinách západného Balkánu, ale aj v kapitole 3.1, kde sme porovnávali historický vývoj jednotlivých krajín.

Následne sme na konci tretej kapitoly a v závere metódou syntézy syntetizovali poznatky z predošlých častí a prezentovali sme ucelený pohľad na vplyv finančnej a hospodárskej krízy na ekonomiky západného Balkánu. Metódu syntézy sme využili aj v prvej kapitole, kde sme syntetizovali poznatky o stabilizačnej politike.

Práca pozostáva z piatich kapitol. V prvej kapitole sme zhrnuli vývoj teoretických prístupov k hospodárskej politike v časoch krízy a osobitne sme sa venovali, akým okolnostiam musí čeliť vrátane špecifik pre malé ekonomiky. V druhej kapitole sme si zadefinovali ciele a hypotézy, resp. popísali metodológiu výskumu.

Nosná časť práce je tretia kapitola. Tá sa skladá z piatich podkapitol. V prvej sme rozobrali vývoj fiškálnej a monetárnej politiky v regióne s dôrazom na proces budovania kredibility. Podkapitola je spracovaná chronologicky a končí rokom 2008. Druhá podkapitola sa venuje vývojom od začiatku finančnej a hospodárskej krízy, resp. Veľkej recesie. Je spracovaná tematicky po jednotlivých krajinách a poznatky na konci metódou komparácie syntetizuje. Tretia podkapitola obsahuje ekonometrický výskum metódou vektorová autoregresia. V štvrtej a piatej sa nachádzajú závery a odporúčania pre budúci vývoj a vyhodnotenie hypotéz. V kapitole Teoretické a praktické prínosy dizertačnej práce zhrnuli prínosy práce, limity našich zistení a námety pre ďalší výskum.

Štruktúra práce bola stanovená na základe Internej smernice č. 8/2011 o záverečných a habilitačných prácach, ktorá je účinná od 1. 11. 2011 a na základe ďalších požiadaviek a kritérií na tvorbu dizertačnej práce, ktoré stanovuje Obchodná fakulta v prílohe 9 Zásad organizácie doktorandského štúdia na Obchodnej fakulte Ekonomickej univerzity v Bratislave.

3 Výsledky práce a diskusia

Od roku 2008 zápasí svetová ekonomika s finančnou a hospodárskou krízou, ktorá medzičasom dostala pomenovanie Veľká recesia. Napriek tomu, že vo väčšine krajín už HDP opäť rastie, vývoj svetovej ekonomiky je stále mimo predkrízový trend.

Vlády a centrálné banky odvtedy uplatnili rôzne fiškálne a monetárne politiky, ale málokto z ekonomiky sa podarilo udržať sa, či aspoň vrátiť sa do svojho dlhodobého trendu hospodárskeho vývoja. Na základe rôznorodosti ekonomík, ako aj rozdielnych externých šokov, je často ťažké kvantifikovať skutočný efekt jednotlivých politík.

Región západného Balkánu je v tomto ohľade unikátnou príležitosťou na štúdium. Štáty sa vyznačujú podobnou históriou, kultúrou, charakteristikou hospodárstva, ako aj štruktúrou zahraničného obchodu. Dokonca aj fiškálnu politiku majú do určitej miery zosúladenú. To poskytuje ideálny základ pre skúmanie.

Krajiny sa totižto líšia vo dvoch premenných, ktoré sa týkajú monetárnej politiky. V tomto malom regióne je možné analyzovať vplyvy najpoužívanějších menových režimov. Nachádza sa tu inflačné cielenie, cielenie menového kurzu, currency board arrangement, či tzv. dolarizácia, teda používanie cudzej meny ako zákonného platidla. Druhá rozdielna premenná je miera kredibility, ktorú jednotlivé politiky požívajú.

Tieto krajiny pred krízou rástli relatívne podobným tempom, no ich cesty sa počínajúc rokom 2009 rozdelili - od hlbkej depresie v Čiernej Hore (-5,7 %) až po výnimočný rast Albánska (3,30 %).

Na najbližších stranách sa pokúsime zistiť, čo formovalo súčasný stav hospodárskych politík krajín, do akej miery dosiahli ich politiky kredibilitu a následne preskúmame okolnosti rozdielneho hospodárskeho vývoja od začiatku krízy.

3.1 Formovanie kredibilnej monetárnej a fiškálnej politiky krajín západného Balkánu

Formovanie kredibilnej hospodárskej politiky krajín západného Balkánu bolo silne ovplyvnené politickým vývojom. Región bol ešte na začiatku deväťdesiatych rokov tvorený dvoma štátmi – umiernenou socialistickou Juhosláviou a až stalinistickým Albánskom. Obe ekonomiky začali svoju cestu za budovaním moderných trhovo orientovaných

a demokratických inštitúcií, no turbulentný vývoj v oboch krajinách zapríčinil, že bol tento proces výrazne komplikovanejší, než sa pôvodne čakalo.

V Juhoslávii sa začala občianska vojna, ktorá viedla k fragmentácii územia a následnému budovaniu inštitúcií nových republík v prostredí ozbrojeného konfliktu, hyperinflácie, či straty kontroly nad časťami územia. Najväčšie boje sa odohrali na území Bosny a Hercegoviny, kde sa stretli tri súperiace skupiny, ktoré po uzavretí mieru zabetónovali krajinu v dvadsať rokov trvajúcej patovej situácii. Albánsko sa síce podobnej histórii vyhlo, no v roku 1997 nastal v krajine ozbrojený konflikt, ktorý skoro viedol k občianskej vojny a mal zásadný vplyv na nasledujúci vývoj centrálnej banky i verejných financií v krajine. Ozbrojený konflikt neobišiel ani Macedónsko, ktoré zažilo krátko trvajúci etnický konflikt v roku 2001. Boje, ktoré v regióne prebiehali, mali vplyv i na Čiernu Horu, ktorá sa im síce vyhla, no nevyhla sa ich hospodárskym následkom a aj preto sa rozhodla k radikálnemu kroku – dolarizácii ekonomiky¹⁷.

3.1.1 Budovanie kredibility monetárnej politiky

Moderná história albánskej monetárnej politiky sa síce začína až rokom 1992, dôsledky predchádzajúceho obdobia za vlády rigidného stalinistického režimu, ktorý izoloval krajinu od zvyšku sveta, malo na formovanie kredibility a inštitúcií v krajine nezanedbateľný vplyv. Keďže albánska monetárna politika fungovala rovnakým rigidným centralistickým spôsobom, neinformovanosť obyvateľstva, neznalosť fungovania finančného trhu a monetárnej politiky, ako aj silná izolácia a konzervativizmus¹⁸ a nedostatok ľudského kapitálu v oblasti ekonómie, tieto všetky faktory definovali proces budovania kredibility v krajine v nasledujúcich rokoch.

Monetárna politika počas komunistického režimu mala viac menej iba administratívnu funkciu pri alokácii peňažných zdrojov podľa požiadaviek stranou schváleného plánu. Úroková sadzba sa nemenila desaťročia. Aj po miernom otvorení krajiny v roku 1986 a malom príleve devíz bola funkcia politiky výmenného kurzu iba viac menej účtovná. V Albánsku nebol vyvinutý finančný trh a ľudia nedržali žiadne finančné aktíva.

¹⁷ Niektorí autori používajú termín „euroizácia“, keďže krajina nepoužíva menu dolár ale euro. V drvinej väčšine literatúry týkajúcej sa používania cudzích mien (kedysi marky, teraz hlavne euro) na Balkáne sa ustálil pojem dolarizácia, preto ho budeme používať i my.

¹⁸ Jeden zo stále pretrvávajúcich pozostatkov tejto éry je používanie tzv. „starých lekov“. Lek je mena, ktorá bola v krajine zavedená v roku 1947 a bola nahradená novou denomináciou v roku 1965 v pomere 1:10. Napriek tomu ľudia v bežnej reči stále používajú čísllice v starých lekoch.

So zhoršujúcimi sa hospodárskymi podmienkami a zvyšujúcim sa rozpočtovým deficitom sa na konci osemdesiatych rokov začali zjavovať prvé problémy ako zvýšená inflácia, ktorá v spojení s neefektívnym systémom úverovania štátnych firiem pripravila živnú pôdu pre nasledovný nárast inflácie v prvých rokoch po demokratickej revolúcii. (Mučo, 1997)

Predrevolučná situácia v bývalej Juhoslávii bola zásadne odlišná. Krajina mala socialistický model ekonomiky s prvkami kapitalizmu, čím jej monetárna politika vo viacerých ohľadoch pripomínala štandardnú trhovú ekonomiku, i keď s niekoľkými hlbokými systematickými problémami. Finančný systém bol komplexnejší než v Československu či Sovietskom zväze. Už dávno pred rozpadom bol v krajine dvojstupňový bankový systém s približne sedemdesiatimi komerčnými bankami. (Mates, 2011)

Juhoslovanský monetárny systém bol do veľkej miery decentralizovaný. V jej centre síce bola Národná banka Juhoslávie (NBJ), no okrem nej mali veľký vplyv na rozhodovanie centrálna banky jednotlivých federálnych republík a autonómnych provincií. Tieto pobočky centrálnej banky dostali v roku 1974 ešte väčšie kompetencie a zodpovednosť. Juhoslovanská monetárna politika bola preto do veľkej miery nezosúladená a neschopná akcie a to aj z dôvodu obmedzení vládou a parlamentom. Rada guvernérov nebola len stretom často protichodných záujmov republík, no jej právomoc bola iba odporúčacieho charakteru. Až federálny parlament a vláda mali právo rozhodnúť, aká politika sa bude viesť. (Avramov – Gnjatović, 2008)

Dve dekády, ktoré predchádzali rozpadu Juhoslávie, boli sprevádzané nielen neefektívnou monetárnou politikou, ale aj nesprávne alokovanými úvermi, akumuláciou zahraničného dlhu, neefektívnym využitím zahraničného kapitálu, stratami z fluktuácie výmenného kurzu a problémami s nelikvidnými až nesolventnými bankami.

Dôsledkom bola vysoká inflácia (v období medzi rokmi 1971 a 1991 bola priemerná ročná inflácia 79 %), pokles efektívnych úrokových sadzieb a devalvácie. To všetko výraznou mierou oslabilo až zničilo vieru v domácu menu. V tomto období obyvateľstvo začalo vo veľkej miere zhromažďovať nemecké marky (prípadne aj americké doláre) a ekonomika sa neformálne dolarizovala. (Fabris – Vukajlović-Grba – Radunović–Janković, 2004)

Krehký monetárny systém skolaboval v roku 1989. Inflácia dosiahla 2 040 % a pod jej tlakom vláda prijala stabilizačný program zabezpečený Medzinárodným menovým fondom. Koncom roka 1989 bol po denominácii meny (v pomere 10 000 : 1) stanovený fixný kurz 7 juhoslovanských dinárov za 1 nemeckú marku. Vydržal ale iba rok, kým ho centrálna

banka nedevalvovala na 9:1. Táto udalosť bola predzvesťou neúspechu programu. Národná banka Juhoslávie a jej pobočky sa správali nezodpovedne – zvýšili množstvo dotovaných úverov určitým spoločnostiam a bankám; chýbali nevyhnutné inštitucionálne zmeny; z dôvodu pokračujúcich strát na devízovom trhu a nesynchronizovaných operácií jednotlivých centrálnych bánk nastal pokles devízových rezerv na úroveň pred zavedením programu. Následné vysoké úrokové sadzby a rozdiel v inflácii viedli k poklesu exportu a HDP.

V rovnaký deň, ako národná banka devalvovala dinár, parlament Republiky Srbsko nelegálne a jednostranne schválil nariadenie svojim komerčným bankám vyhovieť úverom v hodnote 18,3 milióna dinárov (čo bolo v tej dobe približne 1,8 milióna USD). Centrálné banky ostatných republík použili povinné rezervy a pôžičky likvidity na to, aby vytiahli z federálnej centrálnej banky devízové rezervy. Tento moment sa považuje za „*začiatok konca kredibility NBJ ako monetárnej inštitúcie*“. (Fabris – Vukajlović-Grba – Radunović–Janković, 2004)

3.1.1.1 Rozpad inštitúcií

Antikomunistické protesty ochromili Európu a východný blok sa rozpadal. Socialistické krajiny začali transformovať svoje hospodárstvo z centrálne plánovaného na trhovo-orientované. Časť tohto tranzitívneho procesu tvorilo aj budovanie funkčného monetárneho rámca vrátane dôveryhodných inštitúcií.

Tento proces nebol nikde rýchly a jednoduchý, no situácia na Balkáne sa výrazne skomplikovala v dôsledku výtržností, ozbrojených konfliktov až občianskych vojen a fragmentácie územia, čo malo za následok nutnosť tvorby ďalších inštitúcií v rámci novozaložených republík.

Ekonomické následky násilia a nestability boli okrem iného hyperinflácia, nedôvera v domácej meny, nedostatok kredibility inštitúcií a vysoká miera neinformovanosti verejnosti o finančných a monetárnych záležitostiach. Na strane druhej práve toto obdobie, udalosti, ktoré sa vtedy odohrali a ako na nich reagovali tvorcovia politik, malo kľúčový dosah na to, ako vyzerá súčasný monetárny rámec jednotlivých krajín. Ten je dôsledkom stabilizácie, ktorá začala na začiatku deväťdesiatych rokov dvadsiateho storočia a skončila na prelome miléníí.

Rozpad Juhoslávie a následná občianska vojna začali v apríli 1991. Ekonomická katastrofa bola prehĺbená embargom OSN, ktoré zakázalo skoro všetky obchodné transakcie Juhoslávie a zmrazilo jej aktíva v zahraničí (tak devízy ako aj fyzické aktíva). Toto embargo bolo neskôr rozšírené na všetko okrem humanitárnej pomoci.

V systéme centrálnej banky nastali dva protichodné trendy – kým v nových republikách sa dovtedajšie pobočky federálnej centrálnej banky pretvárali na regulárne národné banky, v Juhoslávii bol proces opačný. Zvyšné pobočky centrálnej banky stratili svoje kompetencie a zmenili sa na regionálne úrady. Monetárna politika sa centralizovala. Napriek tomu, že práve to chýbalo centrálnej banke počas predošlých dekád, situáciu to iba zhoršilo.

Monetárna politika začala byť zraniteľnou z dôvodu politickej manipulácie. Už v roku 1991 sa začal proces monetizácie fiškálneho dlhu. Od roku 1992 do roku 1994 Juhoslávia zažila druhý najhorší prípad hyperinflácie vo svetových dejinách, kedy dosiahla mesačná inflácia 50-100 %. Maximum dosiahla inflácia v roku 1993. Vtedy bola nameraná ročná hodnota 508 091 756 746 %. (Fabris – Vukajlović-Grba – Radunović– Janković, 2004) Posledný krok k deštrukcii monetárneho systému bolo, keď centrálna banka stratila kontrolu nad vydávaním peňazí. Jej štyri regionálne úrady, ako aj úrad pre audit sociálnych služieb a komerčné banky (cez nekryté šeky domácností) začali tiež nelegálne vytvárať peniaze. (Petrović – Bogetić – Vujočević, 1999)

Kým medzičasom už nezávislé Macedónsko sa vyhlo násilným konfliktom sprevádzajúcim rozpad Juhoslávie, jeho ekonomickým následkom už neuniklo. V roku 1992, po vyhlásení nezávislosti, si začalo budovať vlastné nezávislé inštitúcie vrátane centrálnej banky a vlastnej meny macedónskeho denára, no čoskoro sa dostalo pod tlak z nasledujúcich dôvodov: embarga uvaleného na Juhosláviu; kolapsu východného bloku; gréckeho embarga uvaleného na Macedónsko (z dôvodu doteraz trvajúceho sporu o názov krajiny); historických sporov s Bulharskom a napätým vzťahom s albánskou menšinou, ktoré podrývali kredibilitu nezávislého Macedónska ako takého. No najväčšou hrozbou pre Macedónsko bola inflácia (vyprovokovaná monetizáciou juhoslovanského federálneho dlhu), ktorá dosiahla svoj vrchol v roku 1992 – 1 200 % ročne. (Petak, 2003)

Najdevastujúcejšie dôsledky rozpadu Juhoslávie boli v Bosne a Hercegovine, kde sa stretli tri bojujúce etnické skupiny. Situácia vzájomnej nedôvery a ochota strán podstupovať fatálne činy vo svoj prospech definuje monetárnu politiku Bosny a Hercegoviny viac menej doteraz. Podobne ako Macedónsko, aj Bosna a Hercegovina si začala po vyhlásení nezávislosti budovať vlastné inštitúcie – tak Národnú banku Bosny a Hercegoviny (NBBH)

ako aj vlastnú menu bosniansko-hercegovský dinár (BHD). Tento proces bol od začiatku komplikovaný až znemožňovaný. Kvôli obliehaniu Sarajeva boli bankovky tlačené v Slovinsku a nemohli byť presúvané, a tým pádom používané v hlavnom meste novej republiky, kde boli zavedené kupóny so špeciálnymi pečiatkami. V Chorvátsku a chorvátskej časti Bosny bola používaná nová mena chorvátska kuna, kým v srbskej časti stále platil juhoslovanský dinár (s výnimkou krátkeho obdobia, kedy tiež zaviedli vlastnú menu). Všetky tieto nové meny (a teda prebytok zamenených juhoslovanských dinárov) vytvárali silné inflačné tlaky v Juhoslávii.

Problém s narastajúcou infláciou nebol iba v centre bývalej federácie. Keď bol BHD prvýkrát vydaný, oficiálny výmenný kurz bol stanovený na 350 BHD za jednu nemeckú marku (DMK). No už o dva roky neskôr bola jeho hodnota na čiernom trhu 120 000 BHD za jednu marku. Aj tu bol zavedený stabilizačný program. Ten pozostával zo škrtnutia štyroch núl zo starých BHD, viacerých protiinflačných opatrení a pravidiel, ktoré pripomínali currency board arrangement (CBA). Oficiálny výmenný kurz bol na začiatku roku 1995 ustálený na 100 BHD za 1 DMK. (Coats, 2007)

Práve naviazanosť na nemeckú marku mala kľúčovú rolu v procese ustanovovania povojnového menového rámca vo všetkých juhoslovanských republikách. Už dávno predtým v Juhoslávii slúžila nemecká marka ako uchovávateľ hodnôt a v časoch krízy aj ako prostriedok výmeny. To vyvrcholilo počas občianskej vojny, kedy sa nemecká marka stala „domácom“ platidlom v rámci hraníc vtedy už bývalej federácie. Nemecká marka sa stala neoficiálnym prostriedkom výmeny v celej bývalej Juhoslávii.

Napríklad, keď v Macedónsku v roku 1992 parlament prijímal stabilizačný program, ten okrem reštriktívnej monetárnej politiky (zníženie rastu M1), reštriktívnej fiškálnej politiky (vyrovnaný rozpočet) a fixovaniu všetkých miezd obsahoval aj zakotvenie kurzu k nemeckej marke. Program ale musel byť upravovaný. Nezávislosť centrálnej banky bola značne obmedzená a banka sa dostávala do neustálych konfliktov s vládou. Určité upokojenie situácie nastalo, keď Macedónsko upustilo od monetárneho cielenia a začalo cieľiť výmenný kurz k nemeckej marke.

Ani to ale nestačilo, aby Národná banka Republiky Macedónsko (NBRM) dosiahla plnú kredibilitu. Aj keď zmizol problém hyperinflácie, v roku 1996 začal byť neúnosný nárast deficitu bežného účtu a objavovali sa tlaky na revalváciu macedónskeho denára. NBRM sa rozhodla intervenovať a použila svoje rezervy, aby udržala cieľný kurz. To znamenalo ďalšie utiahnutie monetárnej politiky, čo síce udržalo stanovený kurz v rámci cieľa, no zároveň obmedzilo rastový potenciál ekonomiky. (Fetai – Zeqiri, 2008)

Táto politika je ale stále ohraničená rozsahom devízových rezerv, ktorými centrálna banka disponuje. Ak sú tlaky väčšie než rezervy, centrálna nezmôže nič, iba sa trhovým tlakom podvoliť. A to sa v Macedónsku stalo v roku 1997, kedy bola NBRM dotlačená devalvovať svoju menu o 16,1 %. Je vecou diskusie, či by to NBRM skutočne musela urobiť, ak by mala už vtedy vyvinuté nepriame nástroje monetárnej politiky. Kým na začiatku boli hlavným nástrojom jej politiky povinné rezervy, v roku 1995 boli zavedené pokladničné poukážky NBRM a nastal postupný prechod k nepriamym nástrojom, ktorého ďalším významným krokom bolo uvedenie štátnych pokladničných poukážok.

Prítomnosť nemeckej marky na území bývalej Juhoslávie ďalej významne ovplyvňovala rozhodnutia o monetárnej politike. V Bosne a Hercegovine boli tri pôvodné návrhy monetárneho usporiadania: dolarizácia, currency board arrangement, alebo currency board s dvoma (či troma) regionálnymi menami a rovnakým ukotvením a výmenným kurzom.

V rámci procesu rozhodovania zohrávali väčšiu rolu politické než ekonomické argumenty. Hlavným cieľom bolo udržať mier a funkčnú mocenskú rovnováhu medzi troma hlavnými etnickými skupinami – Bosniakmi, Srbmi a Chorvátmi. Dolarizácia by síce krajinu oslobodila od mocenských roztržiek pri tvorbe monetárnej politiky, ale krajina (podľa mierotvorcov) potrebovala v prvom rade nejaký spájajúci prvok a jedným z nich by mohla byť národná mena. Kvôli tomu bolo nakoniec rozhodnuté, že novým menovým režimom krajiny bude CBA s výmenným kurzom 1 bosnianska konvertibilná marka (BAM) za jednu nemeckú marku (po zavedení eura sa kurz stanovil na 1,95583 BAM : EUR 1). Nová mena bola uvedená v júni 1998.

Dôležitý je ale iný rozmer tohto rozhodnutia. To všetko sa udialo napriek tomu, že Bosna a Hercegovina nespĺňa tradičné podmienky pre uvedenie CBA. Síce BHD bol plne vymeniteľný za nemeckú marku pri fixne stanovenom výmennom kurze, Bosna a Hercegovina nespĺňala ostatné podmienky ako zdravý bankový sektor, či bezproblémové verejné financie. Je to ďalší príklad toho, ako boli ekonomické záležitosti podriadené udržaniu rovnováhy medzi etnickými skupinami, najmä medzi centristickými Bosniakmi a Srbmi so separatistickými sklonmi. Riziko zneužitia monetárnej politiky ako nástroja politického boja a hrozba, že diskrečná politika prerastie do hyperinflácie boli priveľké, aby boli ignorované.

Celý proces bol realizovaný za koordinácie MMF, adaptovaný v tzv. „Quick Start Package“, ktorý bol súčasťou Daytonskej mierovej zmluvy (Príloha IV) a v Článku VII novej ústavy. Súčasťou týchto podmienok bolo aj to, že prvých šesť rokov bude guvernérom

národnej banky cudzinec vybraný MMF. Ďalej, centrálna banka nemá právomoc realizovať diskrečnú monetárnu politiku, ani operácie na voľnom trhu, nesmie poskytovať pôžičky komerčným bankám alebo vydávať cenné papiere. Jej jediným nástrojom monetárnej politiky je stanovovanie povinných rezerv. Konvertibilná marka môže byť vydávaná iba, ak je nová pridaná jednotka meny krytá aspoň na 105 % devízami v celom svojom obehu plus v rámci rezerv komerčných bánk držaných v centrálnej banke. (Zupcevic – Causevic, 2009) Takto stanovené pravidlá v podstate nútia centrálnu banku pasívne čakať na požiadavky na predaj, či kúpu devíz za domácu menu. Možno teda povedať, že monetárna politika Bosny a Hercegoviny bola privatizovaná a decentralizovaná. (Gedeon, 2010)

Podobne aj Juhoslávia musela prijímať radikálne opatrenia, aby po katastrofálnych dôsledkoch minulých politík obnovila funkčnosť svojho menového systému. V roku 1997 šedá ekonomika odhadom zamestnávala tretinu zamestnaných, mala 28 % podiel na obchode, produkovala 22 % hodnoty poľnohospodárstva a okolo tretiny hodnoty sektoru obchodu a služieb. Podobne kriminalita v krajine dramaticky vzrástla. (Crnobrnja, Mihailo – Savić, 2006)

Stabilizačný program bol navrhnutý D. Avramovićom a podobne ako v Macedónsku i v Bosne a Hercegovine využíval rozsiahle rezervy v nemeckých markách, ktoré boli medzi obyvateľstvom. Jeho hlavným pilierom bolo zavedenie novej meny, tzv. „super dinára“, ktorý bol ukotvený k nemeckej marke v pomere 1:1, no zároveň ignoroval štandardné pravidlá fungovania CBA. Neboli stanovené žiadne bariéry vydávaniu nových dinárov, nová mena bola de facto nekonvertibilná, boli zavedené devízové kontroly a obmedzenia zahraničného obchodu (importné i exportné licencie, importné kvóty, vysoké importné clá), ako aj nepopulárna daňová reforma (napr. bola zavedená daň za zahraničné cesty platená v nemeckých markách). (Uvalić, 2001)

Tento program bol ale úspešný iba čiastočne. Keďže podmienky CBA neboli splnené, výmenný kurz musel byť dvakrát revalvovaný – v roku 1994 a v roku 1998. A stále to nebolo dost'. V októbri 1999 bola hodnota dinára na čiernom trhu dvakrát nižšia než stanovoval oficiálny kurz. (Fabris – Vukajlović-Grba – Radunović – Janković, 2004) Na strane druhej podarilo sa zbaviť Juhosláviu hyperinflácie a vrátiť infláciu do umiernených čísel. No dôvera v menu bola už navždy narušená. Dinár síce začal byť používaný pri malých transakciách, devízy (najmä nemecká marka) ostali stále uchovávatelom hodnôt a prostriedkom výmeny pri väčších transakciách v krajine.

Albánsko sa síce vyhlo turbulentnému porevolučnému vývoju, ktorý v Juhoslávii sprevádzala hyperinflácia, delenie územia a ozbrojené konflikty, no plynulý prechod k trhovým inštitúciám bol len zdanlivý. O to viac Albánsko zanedbalo nevyhnutné štrukturálne reformy monetárnej politiky a finančného trhu. Pred rokom 1997 bolo 90 % bánk vlastnených štátom. Tieto banky poskytovali úvery prevažne iba štátom vlastneným spoločnostiam. Zvyšné súkromné banky nemali záujem zapájať sa do operácií v domácej mene (albánsky lek) a sústredili sa na operácie s devízami. Ďalším významným nedostatkom albánskeho finančného trhu bola jeho technologická i manažérska zaostalosť. I tie najjednoduchšie transakcie trvali zvyčajne minimálne päť až šesť dní. Možnosti investovania a získania úveru boli preto pre bežných ľudí veľmi obmedzené, ak nie rovno nedostupné. Kvôli tomu bolo veľa peňazí mimo bankový sektor a centrálna banka tým pádom len ťažko kontrolovala peňažnú bazu. (Naqellari – Pacukaj - Shahini, 2014) To všetko viedlo k rozmachu pochybných spoločností poskytujúcich podozrivé finančné služby vrátane vkladov s 6-8 % mesačnou úrokovou sadzbou.¹⁹

Tento problém vyvrcholil v roku 1997 v prvej kríze dôvery v Albánsku. Vtedy tieto pyramidové spoločnosti skrachovali, čo vyvolalo rozpad finančného systému, ktorý viedol k všeobecnému chaosu v krajine, násilnostiam, krádežiam v armádnych skladoch a dokonca až k strate štátnej kontroly. Nastal kolaps štátu.

Albánsky lek deprecioval o 44,6 %. Peniaze boli v panike vyberané z bánk. Okrem toho vláda v rámci predvolebnej kampane vykázala vysoký rozpočtový deficit, čo ešte viac zvýšilo inflačné tlaky. Inflácia sa medziročne stonásobila a krajina padla do svojej najväčšej finančnej a ekonomickej krízy v postkomunistickom období histórie a dostala krajinu na prah občianskej vojny. (Pisha - Vorpsi, 2010)

To všetko bolo iba následkom zanedbanej monetárnej politiky a bankovej regulácie po prevrate v roku 1991. Zákon č. 7559, „O Banke Albánska“ z apríla 1992 stanovil základný rámec, podľa ktorého Banka Albánska (BA) má fungovať a začala sa ním moderná história albánskej monetárnej politiky. Lenže zákon bol do veľkej miery nejasný v tom, čo je hlavný cieľ centrálnej banky, či je ním cenová stabilita, alebo stabilita výmenného kurzu, či dokonca kombinácia oboch. Hlavný cieľ bol totižto stanovený nasledovne, ako „*udržiavanie internej aj externej hodnoty domácej meny*“. (Themeli, 2012)

Na realizovanie svojej politiky mala centrálna banka zavedených niekoľko nástrojov. Vo svojich prvopočiatoch sa centrálna banka zameriavala na stanovovanie stropov pre

¹⁹ V mnohých prípadoch boli tieto peniaze investované do kriminálnych aktivít ako pašovanie, nelegálna migrácia, obchod s drogami, prostitúcia, či pašovanie zbraní.

celkovú tuzemskú úverovú expanziu v bankovom sektore s úpravami s ohľadom na bankové depozitné úrokové sadzby. (Kodheli, 2008) Ako bolo vyššie uvedené, bankový a finančný sektor bol v Albánsku v tej dobe výrazne nerozvinutý a situácia bola dlhodobo ignorovaná miestnou vládou ako aj samotnou Bankou Albánska. Regulačný a kontrolný mechanizmus bol nefunkčný kvôli neskúsenosti a neochote k zmene, keďže dokonca aj niektorí vysokopostavení politici podporovali tieto pochabé pyramídové spoločnosti ako užitočnú výplň na finančnom trhu, ktorá má pozitívny dopad na rast hospodárstva. Okrem toho funkcionári centrálnej banky boli slabo platení a neboli motivovaní robiť svoju prácu zodpovedne. Zároveň v Albánsku pretrvávala kultúra neochoty platiť za svoje záväzky a rešpekt pred zákonom bol minimálny. (Cani - Hadëri, 2002)

Reformy albánskeho finančného trhu a monetárnej politiky boli teda nevyhnutné. Krátko po upokojení situácie v krajine bola zosilnená nezávislosť centrálnej banky, počas nasledujúcich piatich rokov bola sprivatizovaná väčšina bankového systému a boli realizované viaceré zmeny v nástrojoch Banky Albánska. Najprv v roku 1999 bolo stanovovanie stropov pre úverovú expanziu odstránené a nahradené podielom zlých úverov na celkovom množstve úverov. V roku 2000 bola odstránená priama kontrola nad depozitnými úrokovými sadzbami a začali byť zavádzané nepriame nástroje, ako sú operácie na voľnom trhu so štátnymi pokladničnými poukážkami. (Kodheli, 2008)

Posledná významná udalosť pri formovaní súčasného monetárneho rámca krajín západného Balkánu sa odohrala na prelome tisícročí. Deštrukcia juhoslovanského monetárneho rámca motivovala miestnu čiernohorskú vládu nájsť spôsob, ktorý by zabezpečil stabilné ekonomické prostredie v krajine. Koncom deväťdesiatych rokov dvadsiateho storočia, kedy sa odohrala táto diskusia, bola Čierna Hora stále súčasťou Juhoslávie. Keďže na základe skúsenosti z politického vývoja v uplynulých desiatich rokov idea plnej nezávislosti vyzerala byť v danej dobe nereálna, odhodlali sa skúsiť kompromisné riešenie – odčleniť sa monetárne.

Čiernohorská vláda sa rozhodla využiť devízové zásoby (prevažne v nemeckých markách), ktoré si za posledné desaťročia menovej neistoty domácnosti nahromadili a dolarizovať ekonomiku. Nemecká marka bola v Čiernej Hore využívaná ako uchovávateľ hodnôt, takže ekonomika bola už vtedy neformálne dolarizovaná. Celý proces bol relatívne plynulý a rýchly a bol koordinovaný Medzinárodným menovým fondom, ako aj odporúčaný viacerými medzinárodnými expertmi a ekonómami. V roku 2000, S. H. Hanke napísal, že

„po dlhotrvajúcom pustošení najhoršou menou na svete, juhoslovanským dinárom, sa Čierna Hora rozhodla zaviesť zdravý peňažný režim.“ (Hanke, 2000)

Od 2. novembra 1999 mala Čierna Hora dve paralelné meny a od roku 2001 iba jednu – nemeckú marku. V roku 2002 bola krajina plne dolarizovaná. Množstvo úverov a vkladov vzrástlo, naopak rozpočtový deficit a inflácia poklesli. Dôvera v čiernohorskú ekonomiku dramaticky narástla, čo pripravilo podmienky pre následný investičný boom.

Rozhodnutie vzdať sa dinára a dolarizovať ekonomiku si v tej dobe získalo široké uznanie tak medzi domácimi, ako aj zahraničnými expertmi. Čierna Hora bola vyzdvihovaná ako vzor pre ostatné ekonomiky regiónu. Medzi vyzdvihovanými vlastnosťami čiernohorského hospodárstva, ktoré mali klasifikovať ekonomiku ako ideálneho kandidáta na dolarizáciu, bola napríklad hyperinflačná história, fakt, že krajina nemala skoro žiaden príjem z razobného, či vysoký podiel na obchode s Európskou úniou a viac menej flexibilná pracovná sila, keďže mnoho Čiernohorcov pracovalo v zahraničí. No podobne ako pri európskej menovej integrácii ekonómovia boli možno priveľmi optimistickí a prehliadli varovania, ktoré vyplývali z teórie optimálnej menovej oblasti.

No akosi sa pozabudlo na to, že dolarizácia je stále dôsledok zlyhania politiky a že hyperinflácia nie je až tak monetárny ako fiškálny problém (resp. problém nedostatku nezávislosti medzi monetárnou a fiškálnou politikou). Dolarizácia stavia bariéru, ktorá znemožňuje zneužívať fiškálnu politiku, no zároveň obmedzuje jej vhodné použitie ako stabilizačného nástroja. A pravdaže tým, že sa krajina vzdá vlastnej meny, stráca svoju monetárnu politiku. Tým pádom jej nezostávajú žiadne zbrane pre boj s prípadnou ekonomickou krízou. V neposlednom rade, nielenže dolarizácia necháva krajinu bez monetárnej politiky a takmer bez fiškálnej politiky, navyše spôsobuje výrazné skreslenie alokácie zdrojov a relatívnych cien jednotlivých sektorov, ako aj má tendenciu vohnať hospodársky rast nad svoju prirodzenú trajektóriu.

3.1.1.1 Udržovanie kredibility

Udalosti z deväťdesiatych rokov vytvorili tlak na krajiny západného Balkánu, aby zreformovali svoje monetárne inštitúcie a nadobudli tak kredibilitu. Niektoré krajiny v tom boli úspešnejšie, iné boli donútené pod tlakom okolností sa do určitej miery vzdať monetárnej politiky a či už fixovať výmenný kurz, alebo ako to bolo v prípade Čiernej Hory, vzdať sa svojej meny úplne.

Nasledujúce obdobie, ktoré radikálne ukončila Veľká recesia, je obdobím pokračujúceho budovania kredibility. Vývoj v jednotlivých krajinách bol opäť rozličný a niektoré krajiny ako Albánsko, či Macedónsko boli nútené čeliť vnútorným šokom, ktoré postavili kredibilitu ich inštitúcií pred skúšku. V ostatných krajinách bola situácia menej vyhrotená, no Veľká recesia ukázala, aká krehká dokáže byť odolnosť voči šokom.

Prijatie nemeckej marky a neskôr eura za svoju menu, ako aj rozviazanie zvyšných väzieb na Srbsko vyhlásením nezávislosti, vytvorilo v Čiernej Hore pre potenciálnych investorov stabilné prostredie. Investičný boom začal v roku 2005. V jednom jedinom roku do krajiny prišlo viac priamych zahraničných investícií než bol celý ich akumulovaný prílev za predošlé štyri roky. Podiel investícií na HDP narástol z 8 % v roku 2004 na 20 % v roku 2008. Medzi rokmi 2001 a 2008 bol prílev priamych zahraničných investícií kumulatívne skoro tri miliardy EUR, čo spravilo z Čiernej Hory jedného z lídrov tranzitívnych ekonomík, čo sa týka investícií a hospodárskeho rastu. (Fabris – Kilibarda – Kalezić – Radunović – Rakočević, 2008)

Napriek tomu riziká z prijatia cudzej meny bez splňania podmienok teórie optimálnej menovej oblasti sa začínali pomaly prejavovať. Vysoký rast zvýšil cenovú hladinu (v roku 2008 bola inflácia v Čiernej Hore 8,8 %, kým trvalý cieľ ECB bol 2 %) a väčšina investícií sa koncentrovala do zraniteľných a nestabilných sektorov realít a turizmu. A samozrejme, keďže Čierna Hora nebola súčasťou eurozóny, nemala miesto v ECB, nebola v žiadnej fiškálnej únii s EÚ a mobilita pracovnej sily bola obmedzená, Čierna Hora ostala bezbranná proti prípadným asymetrickým šokom.

Currency board arrangement poskytol Bosne a Hercegovine relatívne stabilné prostredie. Euro ako rezervná mena lákalo investorov, osobitne zahraničné banky, ktoré začali súperiť o bosnianský trh. Nárast možností úverov stimuloval spotrebu a viedol k nárastu importu. (Kanda, 2006)

Deficit bežného účtu bol primárne financovaný dlhodobými úvermi komerčných bánk a ostatnými priamymi zahraničnými investíciami a bol jedným z dôvodov zraniteľnosti bosnianskeho finančného systému. Ostatné faktory, ktoré na neho negatívne vplývali, boli: zadlženosť domácností, závislosť na remitenciách pracovníkov v zahraničí (čo predstavovalo cca 20 percent HDP), rastúce mzdy a cenová hladina (inflácia sa začala prudko zvyšovať medzi rokmi 2005 a 2009) a špecializácia na kovové polotovary, ktoré sú osobitne citlivé na vývoj svetových cien kovov a tvoria štvrtinu vývozu Bosny a Hercegoviny. (Gedeon, 2010)

Po krízach v deväťdesiatych rokoch Národná banka Republiky Macedónsko úspešne implementovala monetárnu politiku cez cielenie nominálneho výmenného kurzu a za tú dobu si naakumulovala dostatočné množstvo devízových rezerv. Devalvácia macedónskeho denára v roku 1997 bola jediným momentom v modernej histórii macedónskej monetárnej histórie, kedy musela centrálna banka zmeniť svoj cieľ.

Skúsenosti z predošlých kríz dôvery a rozvoj jej inštrumentov jej poskytol uspokojivé zázemie pre stabilizáciu ekonomiky počas krátkej krízy v roku 2001, kedy sa v Macedónsku odohral krátkotrvajúci etnický konflikt. Pomocou svojich pokladničných poukázok (medzičasom jej hlavného nástroja) sterilizovala prebytočnú likviditu, ktorú na trh priniesli nadmerné vládne výdavky. Minimálne rezervy ako aj úrokové sadzby boli zvýšené, čo prilákalo prebytočnú likviditu a nejaký dopyt po devízach sa presmeroval na dopyt po pokladničných poukážkach centrálnej banky. Od roku 2002 je podľa zákona hlavným cieľom monetárnej politiky Macedónska cenová stabilita. V záujme jej dosiahnutia bol ustanovený operačný cieľ (peňažná báza, peňažná zásoba) a strednodobý cieľ (výmenný kurz). (Fetai, 2008)

Albánsko vošlo do nového milénia s ďalšou krízou dôvery, tentokrát to bol čisto učebnicový príklad samonaplňujúcich sa proroctiev. V roku 2002 bolo v Albánsku uvedené do platnosti poistenie vkladov. Mala to byť ďalšia reforma, ktorá posilní miestny finančný trh, špeciálne držiteľov menších vkladov. Keďže verejnosť bola značne nevzdelaná a neinformovaná o fungovaní finančných záležitostí, krajinu prepadla panika a ľudia začali hromadne vyberať peniaze zo svojich účtov. Kríza bola našťastie iba krátkodobá a ekonomické indikátory sa čoskoro vrátili do svojich predošlých hodnôt.

Zmena komunikácie ekonomických opatrení bola ale nevyhnutná. Banka Albánska nadviazala úzku spoluprácu s vládou, komerčnými bankami, akademikmi a mimovládnyimi organizáciami s cieľom vysvetľovať svoju politiku verejnosti vo forme novej vzdelávacej kampane. (Tanku, 2008)

Po prekonaní tejto krízy ostala ešte jedna otvorená záležitosť: menový režim Albánska. Od začiatku trhovo-orientovaných reforiem Banka Albánska nemala jasne stanovené monetárne pravidlo, ktoré má nasledovať. Pôvodne sa menový režim Albánska podobal na monetárne cielenie s oznamovaným ročným rastom M3, ale časom sa režim viac a viac začal podobáť na inflačné cielenie. Ako poznamenali E. Luçi a F. Ibrahim, nasledovné ciele boli sledované centrálnou bankou v rokoch pred rozhodnutím plne prejsť na inflačné cielenie: „zníženie inflácie, zvýšenie svojich medzinárodných rezerv, odľahčenie

volatility výmenného kurzu, zlepšenie stability finančného systému a nakoniec podpora ekonomického rozvoja“. (s. 1983, Luçi - Ibrahim, 2005)

Zákon z roku 1997, v znení neskorších predpisov v 2002, definoval cieľ monetárnej politiky ako „dosiahnuť a udržať cenovú stabilitu“ so strednodobým inflačným cieľom. Inflačný cieľ bol zavedený v roku 1999 ako 3 +/-1 %. Napriek tomuto špecifickému inflačnému cieľu, centrálna banka naďalej oficiálne cielila menovú bázu. Je nesporné, že kým rast M3 sa výrazne odchyľoval od cieľa, oficiálna inflácia bola často dokonca pod cieľom.

Kríza v roku 2002 ukázala, aké dôležitá je schopnosť vhodne komunikovať svoju politiku. A komunikovať verejnosti rast M3 je oveľa náročnejšie než komunikovať nárast inflácie. Dovtedy chýbalo zverejňovanie a vysvetľovanie cieľa, ako aj formálny mechanizmus, ktorý robí centrálnu banku zodpovednou za dosiahnutie cieľa. (Kodheli, 2008) Práve preto Banka Albánska otvorila diskusiu o explicitnom zavedení inflačného cielenia. Táto debata priniesla nové empirické dôkazy o transmisnom mechanizme a potvrdila, že kanál výmenného kurzu má najlepšie výsledky, čo sa týka presunu politiky cez šok do kurzu až do inflácie, a to v rámci štyroch kvartálov. (Tanku, 2008)

Nie je žiaden oficiálny dátum, kedy sa táto zmena udiala. Vo viacerých publikáciách možno nájsť konštatovanie, že Albánsko sa na to v dohľadnej budúcnosti pripravuje. Je to spomenuté napríklad v (Pétursson, 2004), (Kota, 2011), či v publikácii samotnej Banky Albánska “Monetary policy in Albania: from the past to the present” (Bank of Albania, 2012). Napriek tomu je Albánsko považované už dlhšiu dobu za krajinu, ktorá de facto cieľi infláciu, keďže už nemá prvky žiadneho iného menového režimu.

Juhoslovanská centrálna banka ostala jedinou centrálnou bankou regiónu, ktorá v deväťdesiatych rokoch nedosiahla plnú kredibilitu. Napriek stabilizácii inflácie na sklonku nového milénia v Juhoslávii a neskôr v Srbsku pretrvali staré disproporcie menového systému, ktoré obmedzujú efektívnosť monetárnej politiky Národnej banky Srbska (NBS). Jednou z nich je nedostatok skúseností.

Po skoro dvoch dekádach zlého riadenia a politických zásahov ostala srbská monetárna politika bez jasného pravidla a to až do roku 2006, kedy formálne prijala inflačné cielenie. Národnej banke trvalo ďalšie tri roky, kým ho začala explicitne vykonávať a to so strednodobým cieľom v podobe inflácie meranej CPI.

Obdobie medzi stabilizáciou a zavedením inflačného cielenia je typické pre vysokú mieru „strachu nechať kurz plávať“, keďže srbská centrálna banka prehnane intervenovala

na devízovom trhu. V roku 2006 bol zavedený plávajúci kurzový režim, no reálne fungoval len v období medzi rokmi 2007 a 2009. Nie je ale žiadnou záhadou, prečo srbská centrálna banka tak prehnane zasahuje do vývoja kurzu. Kvôli pretrvávajúcej nedôvere v domácu menu je ekonomika stále extrémne dolarizovaná. V roku 2002 bolo zavedené poistenie vkladov a boli vyplatené staré zmrazené vklady z deväťdesiatych rokov. Preplatené boli ale iba tie, ktoré boli uložené v cudzích menách. Tie v dinároch pohltila hyperinflácia. Aj to posilnilo nedôveru v držanie domácej meny. (Chailloux – Ohnsorge – Vavra, 2010)

Každý, čo i len najmenší náznak pochybností v budúci vývoj, je spojený s ostrým nárastom dopytu po cudzej menej. Srbský dinár je síce používaný v bežných každodenných transakciách, ale iba zriedkavo na iné účely. Väčšina väčších transakcií je indexovaná k cudzím menám, podobne veľké množstvo úverov a vkladov je v cudzej mene. Podľa G. Kožetinaca má dinár *„ledva funkciu prostriedku výmeny a vykonávania transakcií, ale chýbajú mu funkcie meradla hodnôt, úspor a úveru.“* (s. 112, Kožetinac, 2011)

Národná banka Srbska je teda pred dilemou. Môže nechať kurz plávať, a tým chrániť ekonomiku pred externými šokmi, no na druhej strane je nútená intervenovať a chrániť kurz z dôvodu silnej dolarizácie (hlavne vo forme pôžičiek v cudzej mene). Dolarizácia teda oslabuje menový transmisný mechanizmus a zvyšuje zraniteľnosť finančného systému voči fluktuáciám vo výmennom kurze, ako aj obmedzuje efektívnosť inflačného cielenia. (Rajković – Urošević, 2014)

Otázna je aj voľba nástrojov monetárnej politiky, konkrétne referenčnej úrokovej sadzby na dvojtyždňové repo operácie. Táto úroková sadzba sa vzťahuje iba na domácu menu, no keďže je srbská ekonomika značne dolarizovaná, využitie tohto nástroja je značne neefektívne. Podobne inflačné očakávania v Srbsku zrkadlia viac než hocičo iné očakávaný vývoj výmenného kurzu. Navyše početné zmeny guvernérov (najmä na začiatku milénia) spochybňujú nezávislosť centrálnej banky. (Fabris, 2006) Nakoniec, napriek tomu, že NBS realizuje pohyblivý cieľ, málokedy ho bola úspešná udržať. Od uvedenia inflačného cielenia sa jej to podarilo iba dvakrát (v roku 2007 a 2009). Aj kvôli tomu sme došli k záveru, že Srbsko je jedinou krajinou v našej vzorke, ktorá ešte nedosiahla plnú kredibilitu svojej monetárnej politiky.

3.1.2 Štandardizácia fiškálnej politiky

Kým vývoj monetárnej politiky jednotlivé krajiny, ktoré vychádzali viac menej z rovnakého základu, zásadne odlišil, história fiškálnej politiky krajín západného Balkánu mala opačný trend. Všetky krajiny čelili v deväťdesiatych rokoch šokom, a to či už z nahromadeného verejného dlhu, slabého výberu daní v dôsledku neefektívneho daňového systému, alebo neschopnosťou zefektívniť prerastené štátne výdavky. Napriek tomu sa ich fiškálna politika začiatkom nového milénia viac menej štandardizovala, keď krajiny uplatnili rovnú daň s relatívne nízkou sadzbou dane. Jedinou výnimkou je Bosna a Hercegovina, ktorej je venovaná osobitná podkapitola. Verejná správa tejto krajiny sa totižto vyvinula do svetového unikátu v negatívnom slova zmysle.

3.1.2.1 Tranzitívna terapia šokom

Hospodársky kolaps Juhoslávie bol do veľkej miery zapríčinený nezodpovednou fiškálnou politikou. Veľká časť hospodárskeho zázraku socialistickej Juhoslávie bola založená na príleve peňazí zo zahraničných úverov, ktoré boli následne často neefektívne minuté. Koncom osemdesiatych rokov tento dlh narástol do neúnosných rozmerov.

Medzinárodný menový fond odporúčal vláde riešiť situáciu znížením pracovných nákladov a poklesom vládnej spotreby, no keďže Tito bol už medzičasom mŕtvy, nenašiel sa nikto, kto by na seba prevzal zodpovednosť za nepopulárne reformy. (Petak, 2003) Juhoslovanská ekonomika fungovala v tej dobe mimoriadne neefektívne a mala veľkú mieru redistribúcie vrátane vysokých mzdových dotácií. Medzi jednotlivými republikami, ktoré tvorili federatívnu Juhosláviu, boli oveľa väčšie rozdiely v produkte, než v mzdách. Napríklad rozdiel medzi minimálnou a maximálnou hodnotou (Kosovo a Slovinsko) bol 2,5-násobný v prípade nominálnych miezd, no v prípade HNP per capita bol až 8,5-násobný.

Tabuľka 1 Rozdiely medzi federatívnymi republikami a autonómnymi oblasťami Juhoslávie (1989-1990)²⁰

	BIH	MNE	CRO	MAC	SVN	SRB	SRB*	KOS	VOJ
Podiel na produkte Juhoslávie	12,4	1,8	25,6	5,4	19,6	35,2	22,5	1,9	10,9
Export (mil. USD)	2157	640	6533	652	4904	5344	3864	220	1260
Zahr. dlh (mil. USD)	1677	597	2994	761	1788	4869	3302	726	841
Populácia (mil.)	4,5	0,6	4,7	2,1	1,9	9,8	5,8	2	2
Prirodzený prírastok obyv. (‰)	7,7	8,9	0,5	9,9	2,5	5,1	1,4	23,1	-1,6
Nezamestnanosť (%)	21,1	22,2	9	23	5,2	19,5	16,7	38,8	17,1
Nominálna mzda (YUG=100)	80	74	114	76	136	93	96	53	97
HNPpc (YUG=100)	65	71	123	65	200	88	100	24	118
Kapitál/zam. (YUG=100)	93	137	110	74	137	87	82	89	101

Prameň: Štiblar, 2013

Koncom roka 1991 tvoril strednodobý a dlhodobý dlh Juhoslávie skoro 16 miliárd USD v bežných cenách. Keď sa Juhoslávia rozpadla, dlh bol rozdelený medzi nástupnícke republiky. Najväčšia časť dlhu ostala v rámci Juhoslávie (neskôr Srbsko a Čierna Hora), kde sa vláda s centrálnou bankou rozhodli problém dlhu riešiť jeho monetizáciou, čo malo za následok hyperinfláciu. (Stanić, 2001)

Fiškálny deficit, ktorý v roku 1990 tvoril 3 % HDP, dosiahol v roku 1993 28 % a tvoril 71% celkových výdavkov. Hyperinflácia v Juhoslávii bola najdlhšie trvajúcou hyperinfláciou v dejinách a nemalý vplyv na to mali dve veci: neochota vlády podstúpiť reformu verejných financií z dôvodu embarga OSN, kolapsu trhov hlavných obchodných partnerov a z dôvodu pretrvávajúcej vojny, no hlavne razobné bolo vysoké počas veľkej časti doby hyperinflácie (1991-1993), kedy tvorilo zisk približne v hodnote 10 % HDP. (Dem – Mihailovici - Gao, 2001)

Podobný scenár prebehol aj v ostatných krajinách bývalej Juhoslávie. Prvé roky nezávislého Macedónska sprevádzali konflikty monetárnych a fiškálnych autorít, ktoré nemali dostatok skúseností. V roku 1993 dosiahol deficit 12,5 percenta HDP a až koncom roku 1994 macedónska vláda zaviedla fiškálne ciele, ako napríklad limit pre fiškálny deficit 3 % HDP, pre vládne výdavky 35 % HDP a pre verejný dlh 60 % HDP. (Fetai, 2008) Bolo zavedené cielenie nominálneho výmenného kurzu, ktoré významne obmedzilo zneužívanie monetárnej politiky na fiškálne účely a nový daňový systém podľa trhových štandardov.

²⁰ BIH = Bosna a Hercegovina, MNE = Čierna Hora, CRO = Chorvátsko, MAC = Macedónsko, SVN = Slovinsko, SRB = Srbsko, SRB* = Srbsko bez Kosova a Vojvodiny, KOS = Kosovo, VOJ = Vojvodina

Od vyhlásenia nezávislosti totižto Macedónsko uplatňovalo daňový systém zdedený po bývalej Juhoslávii. Ten bol charakteristický svojou neefektívnosťou, nestabilitou a nedostatkom transparentnosti, keďže pozostával zo štyroch nezávislých úrovní vlád (od federálnej, cez republikovú, miestnu samosprávu až po sociálne poistenie s osobitným štatútom). Macedónsky daňový systém v prvých rokoch existencie zdaňoval rozdielne sektory rôzne, obsahoval množstvo daňových úľav a špeciálnych režimov a kvôli svojej neefektívnosti čelil viacerým krízam, ktoré riešil nekoncepčnými zmenami sadzieb.

Daňový systém a fiškálna politika v Albánsku v podstate neexistovali, resp. sa radikálne líšili od akýchkoľvek štandardov. DPH tu neexistovala, priame zdanenie bolo zrušené v roku 1969. Primárnou funkciou fiškálnej politiky počas Hoxhovho režimu bolo splňanie kvantitatívneho plánu cez mobilizáciu zdrojov, udržiavanie úrovne investícií, stanovovanie mzdovej úrovne a rozsahu sociálneho zabezpečenia cez alokovanie podnikových dotácií.

Autarkia a izolácia začali byť koncom sedemdesiatych rokov neúnosné. Objavil sa problém s rozpočtovým deficitom, keďže výdavky začali značne prevyšovať príjmy. V polovici osemdesiatych rokov začala vláda utáľovať rozpočet, no už koncom dekády sa vrátila k svojej expanzívnej politike, hlavne kvôli zvýšeniu dotácií neefektívnym podnikom. Problém eskaloval v roku 1990, keď národnej banke došli rezervy a HDP kleslo o 13 %. To všetko viedlo k protestom, ktoré v roku 1991 zvrhli komunistický režim, ako posledný v Európe.

Nový režim bol teda postavený pred neľahkú situáciu ako ozdraviť verejné financie. Problémy ďalej narastali, v roku 1991 dosiahol deficit úroveň 44 % HDP. Ten bol pôvodne financovaný domácim bankovým sektorom, no čoskoro bola situácia taká neúnosná, že museli byť uplatnené škrt. Tie znížili deficit na 16 % HDP v roku 1993 a následne na 8 % HDP v roku 1994. Stabilizačný program bol úspešný najmä kvôli naštartovaniu rastu hospodárstva, redukcii dotácií štátnym podnikom a reforme daňového systému. V roku 1991 boli zavedené clá, rok na to daň z obratu, daň zo zisku a daň pre malé podniky a nakoniec v roku 1996 bola zavedená daň z pridanej hodnoty. (Muço, 1997)

Znovuzavedenie daňového systému a jeho štandardizácia neboli jednoduché, keďže bolo ťažké presvedčiť spoločnosť o potrebe platenia daní. Ich výber bol nízky a snaha vyhnúť sa daňovej povinnosti a s tým spojený nárast šedej ekonomiky narastali. Ďalším šokom bola vysoká inflácia v rokoch 1996-1997. Diel viny na tom má aj zavedenie DPH, čo medziročne navýšilo cenovú hladinu a z dôvodov uvedených v predošlej kapitole centrálna

banka nebola schopná adekvátnej reakcie. Ďalší vplyv na ňu mala pokračujúca liberalizácia cien, či vysoký rozpočtový deficit ovplyvnený volebnou kampaňou. (Muço, 1997) Deficit narástol na 11 % HDP a inflácia na 17 %. Problémy eskalovali v roku 1997 už spomínaným krachom pochybných pyramídových spoločností, ktorý skončil stupňovaním násillia a kolapsom štátu.

Tieto negatívne externality viedli k strate štátnej kontroly a k neochote platiť dane. Daňové úniky ešte viac znížili štátne príjmy a deficit ďalej narastal. Deficit bol krytý prevažne z domácich úverov, čo zvýšilo verejný dlh a zaťažilo rozpočty v nasledujúcich rokoch. Vláda musela riešiť dilemu, ako zabezpečiť náležité služby štátu a zároveň ozdraviť verejné financie. To sa neobišlo bez ďalších reforiem: DPH bola zvýšená z 12,5 % na 20 %, colné konanie bolo zreformované, prijatá bola moderná daňová legislatíva, počet zaregistrovaných firiem a platiteľov DPH sa zvýšil, vláda ukončila dotácie štátnym podnikom a začala veľkú privatizáciu. Albánsko taktiež niektoré sadzby znížilo, konkrétne clá (z 30 na 15 %) a daň zo zisku. (Treichel, 2002)

3.1.2.2 Unifikácia fiškálnych politík

Kým monetárna politika jednotlivých krajín regiónu sa vplyvom kríz vyprofilovala každá iným smerom, pri fiškálnej politike bol trend opačný a na začiatku milénia sa postupne všetky krajiny viac menej zjednotili a prijali rovnú daň s nízkou sadzbou.

Jeden z hlavných problémov juhoslovanskej a neskôr srbskej fiškálnej politiky bola chaotická štruktúra verejných financií. Hyperinflácia v deväťdesiatych rokoch bola zapríčinená nielen nekontrolovaným nárastom výdavkov v centrálnom rozpočte, ale aj komplikovanou sieťou regionálnych rozpočtov, pôžičkami štátnym spoločnostiam a množstvom fondov. Kým na papieri bol rozpočet vyrovnaný, v skutočnosti boli verejné financie plné veľkých implicitných kvázi-fiškálnych mimorozpočtových deficitov.

Tak tomu bolo až do roku 2001, kedy boli srbské verejné financie za pomoci Medzinárodného menového fondu a Svetovej banky reformované. Pred touto reformou sa totižto bežne stávalo, že Národná banka Juhoslávie garantovala priame úvery spoločnostiam, či refinancovala komerčné banky, aby boli schopné poskytovať takéto neštandardné úvery, či už vybraným spoločnostiam, ale aj vybraným ministerstvám a ostatným organizáciám, ktoré takto vytvárali množstvo neštandardných mimorozpočtových fondov. V takejto chaotickej štruktúre bolo v podstate nemožné zistiť, ako reálne štát hospodári a ako sú

vynakladané verejné prostriedky. (Organisation for Economic Co-operation and Development, 2003) V roku 2003 Juhoslávia aplikovala rovnú daň so sadzbou 14 % pre príjmy a 10 % pre zisk.

Keď v roku 2001 Juhoslávia konsolidovala svoje verejné financie, Čierna Hora si už v rámci federácie riadila fiškálnu politiku sama. Aj jej verejné financie prešli podobnou reformou s cieľom štandardizácie a sprehľadnenia, vrátane zavedenia 15 % rovnej dane. Vyhlásením nezávislosti v roku 2006, no najmä kvôli tomu predchádzajúcej dolarizácii, sa fiškálna politika Čiernej Hory dostala do trochu inej pozície.

Dolarizáciou ekonomiky sa Čierna Hora vzdala vlastnej monetárnej politiky a ostala jej len značne oslabená fiškálna politika. Verejné príjmy sú totiž v dolarizovaných ekonomikách značne volatilné. Na strane druhej môže ekonomika ťažiť z výhodnejšieho diferenciálu úrokových sadzieb. (Šehovič, 2015) Vláda si toho bola vedomá a v časoch pred krízou, kedy hospodárstvo rástlo, vykazovala rozpočtové prebytky, no už v roku 2008, kedy ekonomika rekordne rástla, nastal pokles v prebytku a od roku 2009 krajina vedie deficit. Napriek tomu je otáznosť, či fiškálna politika, hoci vykazujúca prebytky, bola skutočne reštriktívna, keďže rast produktu predchádza rast prebytku rozpočtu. Jedno je isté a to fakt, že čiernohorská vláda bola zodpovednejšia než mnohé európske krajiny, ktoré viedli deficit aj v časoch bezprecedentného rastu.

Okrem toho Čierna Hora zaviedla fiškálne pravidlá podobné Maastrichtským kritériám, no chýba akýkoľvek mechanizmus vymáhania ich plnenia, čo podkopáva kredibilitu fiškálnej politiky. (International Monetary Fund, 2015a)

Zníženie výdavkov ako aj daňová reforma, ktorú v deväťdesiatych rokoch realizovalo Macedónsko, pomohli krajine ozdraviť a zastabilizovať verejné financie. V roku 1999 Macedónsko vykázalo vyrovnaný rozpočet a v roku 2000 mal rozpočet už prebytok 1,8 percenta HDP. Bolo to najmä vďaka zavedeniu DPH a zrušeniu mnohých výnimiek, čím sa rozšírila daňová báza a rozpočtové príjmy. Reformy boli také úspešné, že znížili verejné výdavky z 53,60 % HDP (1993) na 34,10 % HDP (2000).

Ozbrojený konflikt v roku 2001 nebol len testom pre monetárnu politiku, ale aj verejné financie, keďže na obranu vnútornej bezpečnosti krajiny boli vynaložené nemalé prostriedky mimo plánované výdavky. Okrem toho vláda vydala dlhopisy na zmrazené vklady domácností, ktoré zostali v bývalých juhoslovanských bankách. (Angelovska Bezovska,– Bogoev – Mitreska – Kadievska Vojnovik, 2011)

S pomocou Medzinárodného menového fondu pripravila novozvolená vláda stabilizačný balíček, ktorý obsahoval zníženie vládnych výdavkov a zvýšenie daní na niekoľko spotrebných tovarov, čo v krátkej dobe vrátilo deficit do jeho štandardných hodnôt. V roku 2013 už činil len 0,6 percenta HDP. (Fetai, 2008) Väčšina týchto výdavkových škrtov zahŕňala zníženie dotácií, kapitálových výdavkov a dôchodkových platieb. (Petkovski – Bishev, 2004)

S výnimkou uvedenia DPH v roku 2000 (hoci už predtým bola v Macedónsku daň za tovary a služby, ktorá sa podobala na DPH), daňový systém neprešiel žiadnymi veľkými reformami až do roku 2007, kedy bola v krajine zavedená rovná daň. DPH bola stanovená na 18 % a boli odstránené všetky výnimky. Tak daň z príjmu ako daň zo zisku boli určené na 10 %. Bolo to významné zníženie daní, keďže pred reformou mala krajina progresívnu daň z príjmu v rozmedzi 23-15 % a 15 % daň zo zisku (obe dane boli už predtým významne znížené ako súčasť presmerovania daňového systému smerom k nepriamemu zdaneniu). Na druhej strane v danej dobe sa výrazne zvýšili mzdy vo verejnom sektore.

Napriek výraznému posunu vo funkčnosti macedónskej fiškálnej politiky stále ju nemožno považovať za úplne efektívnu. V prvom rade všetky vlády robili rôzne zmeny v daňových sadzbách, čo oslabilo dôveru zahraničných investorov v systém. Štruktúra rozpočtu je taktiež pochybná. Viac ako 90 % výdavkov je alokovaných v rámci bežných výdavkov (z toho viac ako polovicu tvoria transfery domácnostiam), kým kapitálové investície sú zanedbávané.

Podobne štátna správa vykazuje znaky prezamestnanosti, keďže zamestnáva približne dve percentá miestnej populácie, čo je dvojnásobok hodnoty ostatných podobných tranzitívnych ekonomík. Nakoniec fiškálna politika je výrazne diskrečná, keďže nemá stanovené žiadne pravidlá zacielené na vyrovnaný rozpočet v strednodobom horizonte, čo oslabuje reakcie fiškálnej politiky v časoch cyklickej fluktuácie ekonomiky. (Fetai, 2008)

Rovnú daň zaviedlo aj Albánsko. Podľa zákona z roku 2007 od roku 2008 v krajine platí 10 % rovná daň z príjmu (v roku 1993 bola 30 %) i zo zisku (predtým 20 %). Daň z pridanej hodnoty bola znížená na 20 % (s výnimkami 6 % pre farmárov a nulovej sadzby pre export). Okrem toho bolo zavedených ešte niekoľko výnimiek z platby DPH s cieľom rozvoja obchodu a podnikania. Napriek tomu tvoria príjmy z DPH najväčšiu zložku rozpočtových príjmov (približne 50 %). (Fortuzi – Doda, 2015)

Reforma je považovaná za úspešnú. Napriek tomu, že príjmy z dane zo zisku mierne poklesli, nastal výrazný nárast príjmov z dane z príjmu. I keď skôr než zmene sadzby sa tento efekt skôr pripisuje reforme administrácie daní. (Elezi, 2014)

Napriek tomu fiškálna politika v Albánsku stále nie je plne štandardizovaná a to najmä kvôli rozsiahlym daňovým únikom, obzvlášť, čo sa týka dane z príjmu, no DPH a dane zo zisku nevynímajúc. Reforma daňovej administrácie bola úspešná len do určitej miery. Stále jej chýbajú účinné metódy na zber daní. Nedostatok skúseností a zručností z auditu dovoľuje firmám výrazne manipulovať so svojím daňovým základom a vykazovať iba časť zisku. (Treichel, 1997) Navyše v krajine vládne všeobecná akceptácia daňových únikov a nelegálnej práce. Korupcia je široko rozšírená a vládne inštitúcie nemajú dôveru verejnosti. To všetko vedie k nárastu šedej ekonomiky. (Velu, 2008)

Ďalším problémom je, že ani vláda samotná nie je vzorom v korektnom jednaní, keďže sama má problémy s platením vlastných záväzkov. Kvôli tomu subkontraktované spoločnosti dostávajú platby neskôr, či často ukončia práce na investíciách pred dokončením, alebo ich vykonajú flagrantne. Navyše kvôli tomu potom nemajú možnosť dostať úvery z bánk. To všetko má dopad na likviditu na trhu a dopyt v krajine, čo obmedzuje schopnosť vlády využívať fiškálnu politiku ako stabilizačný nástroj. Ďalším negatívnym dôsledkom tohto konania je, že ceny za vládne dodávky následne zahŕňajú aj riziko omeškaných platieb. Vládne výdavky sú tým pádom neefektívne, keďže za svoje dodávky platí vláda vyššie než trhové ceny. (Elezi, 2014)

4.1.2.3 Dvadsať rokov trvajúca patová situácia v Bosne a Hercegovine

V tomto chronologickom súčte vývoja fiškálnej politiky krajín západného Balkánu sme úmyselne vynechali Bosnu a Hercegovinu. Tá síce vykazuje niektoré spoločné vývojové znaky ako ostatné ekonomiky, no na druhej strane v extrémnej podobe ukazuje, ako silne ovplyvňuje proces rozhodovania výkon hospodárskej politiky.

Fiškálna politika Bosny a Hercegoviny bola silne ovplyvnená devastujúcou občianskou vojnou v deväťdesiatych rokoch. Vojna nechala krajinu spustošenú, infraštruktúra bola do veľkej miery zničená, veľké časti obyvateľstva boli násilne premiestnené a rozpadol sa systém vlády v krajine. Iba priame straty boli odhadnuté na šesťdesiat až osemdesiat miliárd amerických dolárov. A to v tom nie sú zahrnuté straty HDP,

ktoré k roku 1996 padlo na 20 % predvojnovkej úrovne. (Bojić-Dželilović – Caušević – Tomaš, 2004)

No to bol iba začiatok. Krvavý konflikt utišila až Daytonská mierová zmluva, ktorá určila kontúry povojnovej Bosny a Hercegoviny. S cieľom udržať balans medzi tromi súperiacimi stranami (Srbmi, Chorvátmi a Bosniakmi), Daytonská zmluva pripomínala skôr prímerie, než skutočne mierovú dohodu. Prvky nového štátu výrazne decentralizovali moc a to až do takej roviny, že spravili krajinu de facto dysfunkčnou. Centrálna vláda nemá silný politický vplyv a entity (bosniacko-chorvátska Federácia Bosny a Hercegoviny a srbská Republika srbská) majú dokonca vlastné ústavy a sú politicky, administratívne a fiškálne autonómne. (Werner – Guihéry – Djukic, 2006)

Štátna štruktúra je stručne charakterizovaná nasledovne: „*Všeobecný vládny sektor pozostáva zo štyroch relatívne autonómnych jednotiek: inštitúcií Bosny a Hercegoviny (BH), distriktu Brčko (DB) a dvoch entít – Federácie Bosny a Hercegoviny (FBH) a Republika srbská (RS). Inštitúcie BH sú v centre vládnej úrovne (sú riadené Radou ministrov BH); každá entita má vlastnú vládu a mimorozpočtové fondy (MRF) – šesť vo FBH, sedem v RS a dva v BD; a každá entita má aj vlastné samosprávne jednotky (78 samospráv a 2 mestá vo FBH a 57 samospráv a 6 miest v RS). Štruktúru FBH tvorí 10 kantónov, ktoré slúžia ako medzistupne medzi vládou FBH a samosprávnymi jednotkami a každý kantón má vlastnú vládu a MRF.*“ (s. 23, World Bank, 2014a)

Fungovanie hospodárskej politiky je determinované byrokratickou, fragmentovanou a komplikovanou štruktúrou štátnej správy. Prvé tri roky po vojne boli zaťažené beznádejnými snahami dosiahnuť akúkoľvek dohodu. Nielenže sa nepodarilo vybudovať spoločné inštitúcie, no nepodarilo sa ani zlepšiť spoluprácu medzi etnickými skupinami.

Kým Daytonská zmluva dala Bosne a Hercegovine zodpovednosť za monetárnu, colnú a zahraničnoobchodnú politiku, do roku 1998 neboli prijaté žiadne zákony. Pôvodne sprostredkovateľská funkcia Vysokého predstaviteľa medzinárodného spoločenstva bola v roku 1998 rozšírená o právomoc predkladať právne predpisy, ak si to vyžaduje zrýchlenie procesu aplikácie nevyhnutných reforiem. Napriek tomuto rozšíreniu kompetencií priebeh rozhodovania sa zásadne nezrýchlil. Napríklad Zákon o priamych zahraničných investíciách bol síce prijatý v polovici roku 1998, no trvalo tri, resp. štyri roky, kým bol prijatý aj v samotných entitách. (Bojić-Dželilović – Caušević – Tomaš, 2004)

Fiškálna politika v Bosne a Hercegovine teda funguje v podmienkach extrémnej decentralizácie. Nielenže entity majú rôzne daňové systémy, dokonca majú väčšiu rolu v systéme než samotná centrálna vláda. Iba riadenie zahraničného dlhu je v kompetenciách

centrálnej vlády. Ostatné verejné služby sú zodpovednosťou entít. (Bojić-Dželilović – Caušević – Tomaš, 2004)

Rola centrálnej vlády bola ešte menšia pred zavedením nepriameho zdanenia v roku 2003 (prvý signifikantný presun fiškálnej suverenity z entít na štát²¹), reformou obrany (roky 2005-2006) a hraničných kontrol, ktoré zväčšili štátny rozpočet. (Zupcevic – Causevic, 2009) Ani tieto opatrenia vo svojej podstate nerozšírili právomoci vlády natoľko, aby mohla úspešne vykonávať fiškálnu politiku. Napríklad, nepriame dane sú síce v právomoci štátu, no sú ďalej redistribuované. Priame zdanenie je plne v právomociach entít a ich systém dokonca vykazuje určité rozdiely medzi entitami. V neposlednom rade tento široký administratívny systém má dôsledky v neuveriteľnej prezamestnanosti v štátnej sfére, kde pracuje každý piaty zamestnaný človek (a v tomto čísle nie sú zarátaní zamestnanci štátnych spoločností). (World Bank, 2014a) Stačí si spomenúť na vyššie spomínané Macedónsko, kde bola konštatovaná prezamestnanosť už pri dvoch percentách populácie.

V snahe koordinovať politiky bol v roku 2008 prijatý Zákon o fiškálnej rade Bosny a Hercegoviny. Novostanovený úrad dostal kompetencie v rámci navrhovania cieľov a obmedzení pôžičiek (a monitorovania ich realizácie), projekcie nepriamych daní a ich alokácie, prijímania krátkodobých a strednodobých makroekonomických plánov, koordinácie aktivít s cieľom dosiahnutia plnenia rozpočtového kalendára, návrhov priorít pre zlepšenie verejných financií a prijatie rozpočtu pre samotnú radu. Napriek tomu bosnianskej hospodárskej politike stále chýba potrebná kredibilita. Všeobecná vláda tvorí necelých 10 % výdavkov krajiny, kým entita Republika srbská 30 % a Federácia Bosny a Hercegoviny až 60 %! (World Bank, 2014a)

Kvôli tomu všetkému je fiškálna politika Bosny a Hercegoviny značne nekoordinovaná a jej použiteľnosť v prípade šoku v ekonomike je pochybná. A čo je ešte horšie, nie je ani vôľa to zmeniť. Politická atmosféra je už dvadsať rokov nepretržite pohltená diplomatickými bojmi medzi jednotlivými entitami.

²¹ V tomto kontexte sa pod štátom rozumie centrálna vláda.

3.2 Vplyv finančnej a hospodárskej krízy ekonomiky jednotlivých krajín

Finančná a hospodárska kríza, známa aj ako Veľká recesia, prišla do regiónu západný Balkán oneskorene až v roku 2009 a to v podobe negatívneho externého dopytového šoku a odlevu kapitálu. To vytvorilo tlak na jednotlivé meny, aby depreciovali. Následné zhoršenie hospodárskej situácie zase znížilo vládne príjmy, čo vytvorilo tlak na verejné financie.

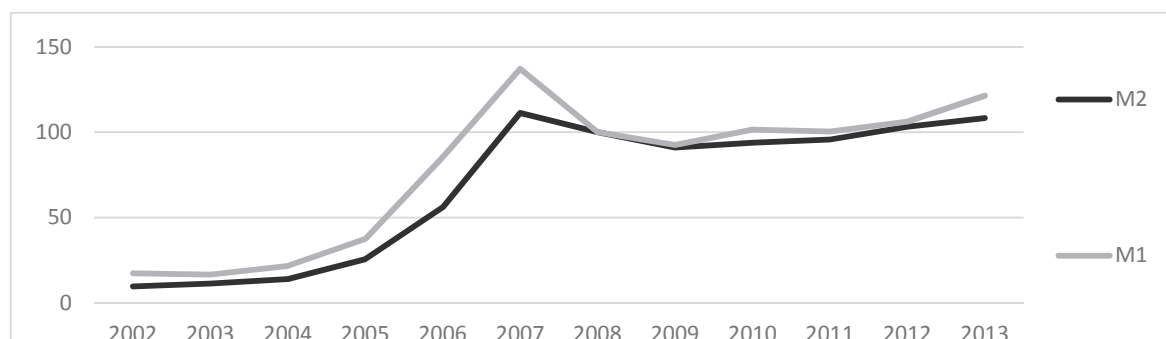
Jednotlivé krajiny sa s tým popasovali rôzne a zásadným faktorom, ktorý determinoval ich reakciu na externý šok, bolo práve monetárne pravidlo, ktoré si v priebehu minulých dekád pod vplyvom rôznych kríz dôvery zvolili a miera kredibility, ktorú požívajú.

3.2.1 Vplyv krízy na Čiernu Horu

Dolarizáciou sa Čierna Hora stala de facto bezbrannou voči externým šokom. Naplnili sa skoro všetky učebnicové varovania krajínám, ktoré sa chystajú dolarizovať ekonomiku. V predkrízovom období nastal boom, ktorý sa koncentroval v nestálych sektoroch realít a turizmu. Ten tlačil cenovú hladinu nahor, čo znižovalo konkurencieschopnosť ostatných sektorov. V predkrízovom období (2000-2008) rástol nominálny HDP o 7 percentuálnych bodov rýchlejšie než reálny HDP.

Monetárna politika krajiny je v krajine daná trhom, konkrétne dopytom a ponukou po eurách v Čiernej Hore a centrálna banka na to nemá žiaden vplyv. Prehriatie ekonomiky pred krízou a šok, ktorý nastal v roku 2009 a z ktorého sa doteraz krajina nedostala, možno vidieť na Grafe 13, ktorý zobrazuje index vývoja menových agregátov v krajine.

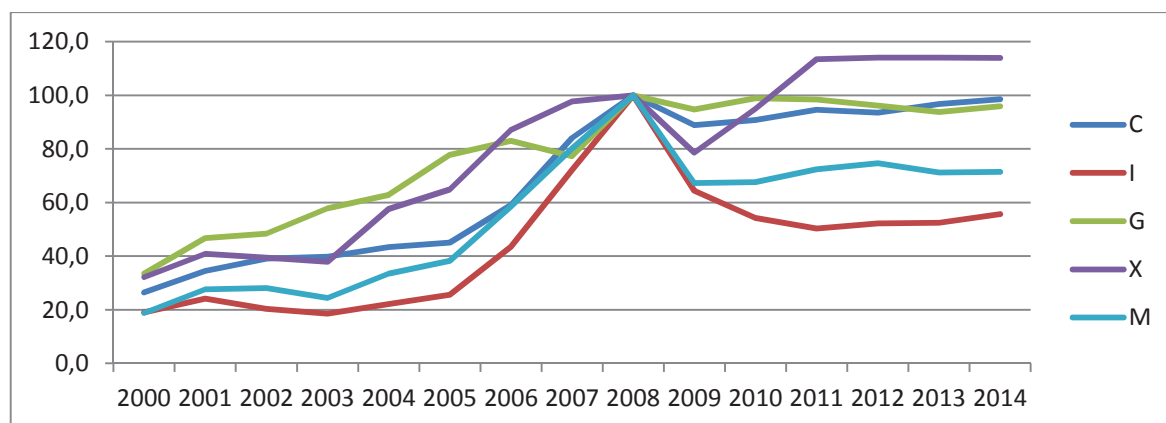
Graf 13 Index vývoja M1 a M2 v Čiernej Hore (v %)



Prameň: vlastné spracovanie údajov Central Bank of Montenegro

Pri pohľade na vývoj jednotlivých zložiek HDP na Grafe 14 je zrejmé, akým šokom pre ekonomiku bol tak predkrízový ako aj pokrízový vývoj. Predkrízový prílev investícií stimuloval domácu spotrebu a import, no s príchodom krízy zaznamenali investície najradikálnejší prepád. Všetky zložky HDP sú od krízy mimo trend, relatívne najlepšie sa podarilo zotaviť exportu, ktorý ale po návrate do trendu v roku 2011 od roku 2012 opäť stagnuje, zrejme vplyvom dlhovej krízy v eurozóne.

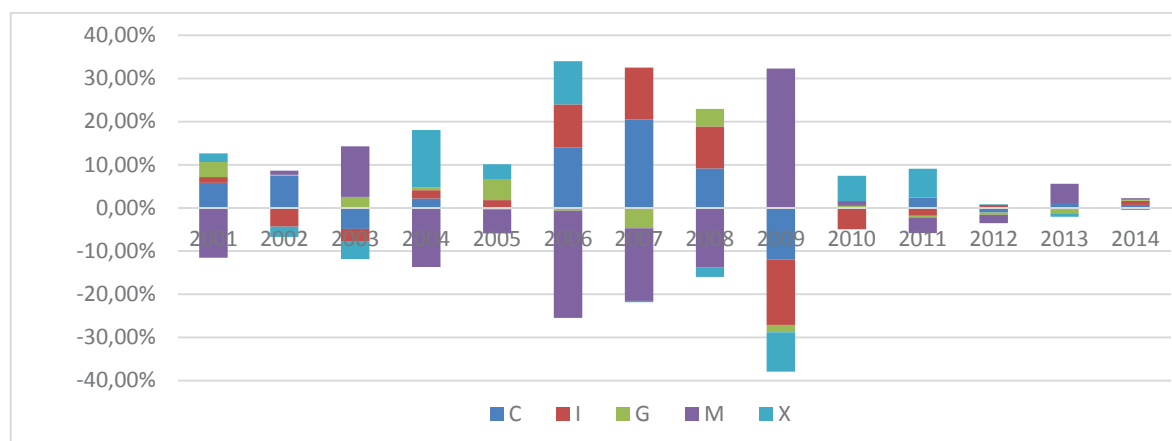
Graf 14 Index vývoja jednotlivých zložiek HDP v Čiernej Hore



Prameň: vlastné spracovanie údajov World Bank

Pri prepočte podielov jednotlivých zložiek HDP na raste, zobrazenom na Grafe 15, možno vidieť, že práve export ťahal v rokoch 2010 a 2011 ekonomiku z recesie. V predkrízovom boome to boli najmä investície a spotreba, položky, ktoré spolu s exportom najvýraznejšie poklesli v roku 2009. Jedinou položkou s pozitívnym vplyvom na rast v roku 2009 bol import, ktorý významne poklesol.

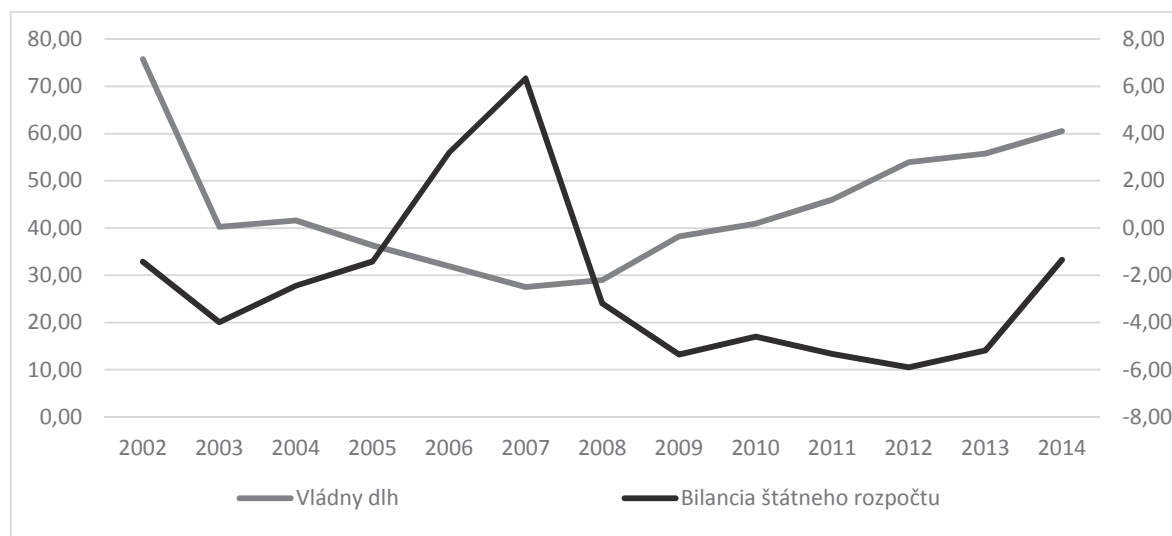
Graf 15 Podiel jednotlivých zložiek HDP na raste HDP Čiernej Hory



Prameň: vlastné spracovanie údajov World Bank

V roku 2008 mali na rast pozitívny vplyv aj vládne výdavky. Ako bolo spomenuté v predošlej kapitole, v roku 2008 vláda výrazne zhoršila svoje hospodárenie, i keď situácia si vyžadovala opak. Podobne sme spomínali, že jedným z rizík vyplývajúcich z dolarizácie, je volatilita príjmov štátneho rozpočtu. To potvrdzuje Graf 16. Počínajúc krízou sa hospodárenie krajiny začalo radikálne zhoršovať a krajina už prekročila 60 % podiel celkového dlhu na HDP.

Graf 16 Vývoj vládneho dlhu a bilancie štátneho rozpočtu Čiernej Hory (v % HDP)



Prameň: vlastné spracovanie údajov International Monetary Fund

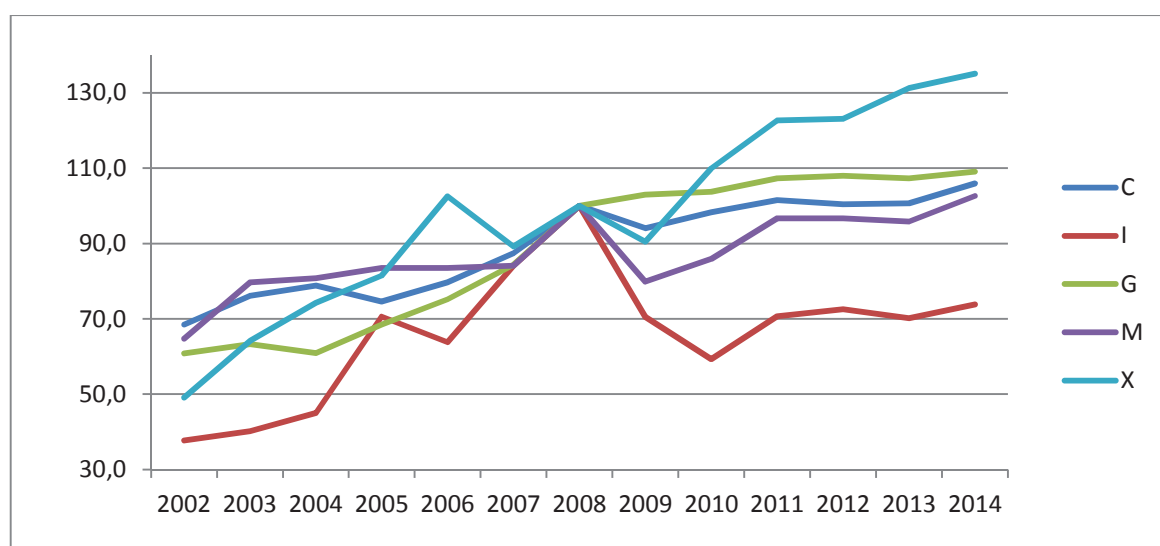
Príležitosťou i rizikom je plánovaný projekt stavby diaľnice naprieč krajinou. Už teraz je jasné, že táto investícia významne navýši verejný dlh. Riziko je o to väčšie, že pôžička na stavbu je denominovaná v amerických dolároch, tým pádom je s ňou spojené riziko, buď výmenného kurzu alebo náklady na hedging. (International Monetary Fund, 2015a)

Dolarizácia nakoniec nemala až taký negatívny vplyv na export (už druhý rok sa vrátil na predkrízovú úroveň, i keď od roku 2012 stagnuje), než by sa dalo čakať, no mala výrazný vplyv na jeho štruktúru, ktorá sa otočila na úkor krajín s eurom. Dolarizácia a otvorenosť mali neblahý vplyv na ostatné položky HDP, najmä investície, ktorých predkrízová bublina praskla a nedarí sa znovu naštartovať prílev investícií. Ako sa predpokladalo, dolarizácia výrazne skreslila alokáciu zdrojov a relatívnych cien jednotlivých sektorov, čo vytlačilo hospodársky rast nad svoju prirodzenú trajektóriu a teraz musí čiernohorská ekonomika prechádzať dlhým obdobím zásadných štrukturálnych zmien, kým sa opäť dostane do rovnováhy.

3.2.2 Vplyv krízy na Bosnu a Hercegovinu

V roku 2009 prichádza do Bosny a Hercegoviny externý dopytový šok. Dochádza k poklesu investícií (23,4 % rast v roku 2008 vs. 5,1 % prepád v roku 2009) a na finančnom účte (prebytok padá z 2 479,66 mil. USD v roku 2008 na 800,48 mil. USD v roku 2009). Čistý export síce narastá, no iba kvôli výraznejšiemu poklesu importu z dôvodu odlevu devíz a poklesu agregátneho dopytu. Vládne výdavky stagnujú, nárast investícií je hlboko pod trendom.

Graf 17 Index vývoja jednotlivých zložiek HDP v Bosne a Hercegovine

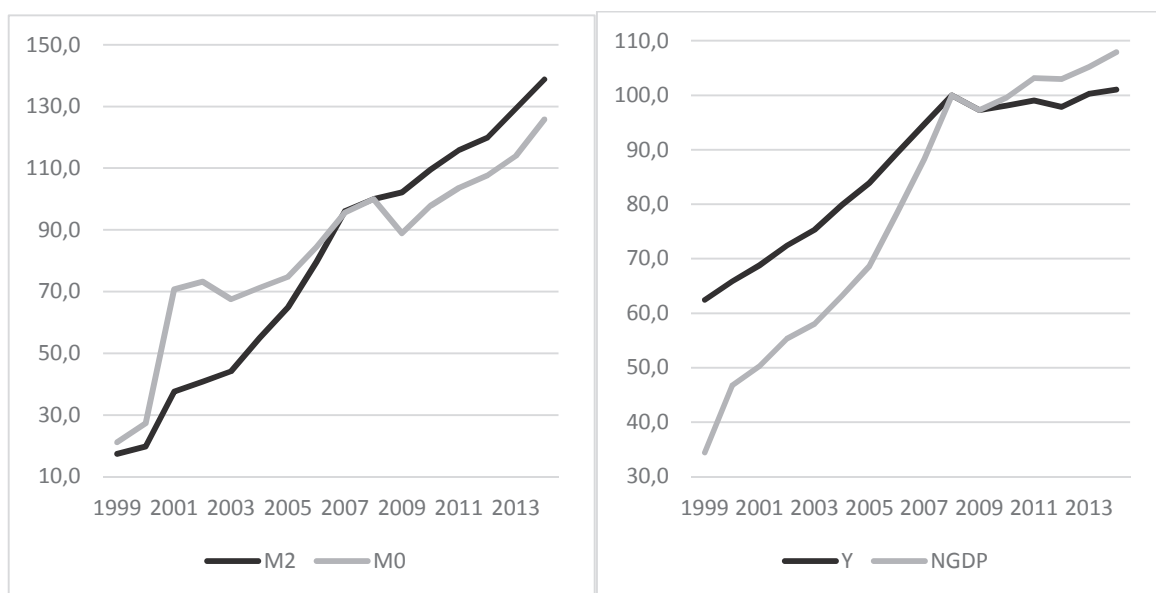


Prameň: vlastné spracovanie údajov World Bank

Všetko naznačuje, že výmenný kurz Konvertibilnej marky (lokálna mena) by sa mal znehodnotiť. V súlade s cieľom dodržať fixný výmenný kurz necháva centrálna banka padnúť M0 a s ním aj agregátny dopyt.

Medzi októbrom 2008 a májom 2009 bosniasky currency board stratil 16 % svojich rezerv, keďže zahraničné banky začali presúvať peniaze do zahraničia, najmä do svojich materských bánk. (Gedeon, 2010) V čase, keď ekonomika nutne potrebovala expanzívnu monetárnu politiku, bola nútená ju pasívne a nedobrovoľne utiahnuť, keďže mechanizmus CBA nekompromisne stiahol menovú bázu. Najmä M0 je od krízy výrazne mimo svoj predkrízový trend, čo možno vidieť na Grafe 18. Monetárnu politiku možno považovať za nedobrovoľne výrazne reštriktívnu.

Graf 18 Index vývoja M0, M2, HDP a nominálneho HDP v Bosne a Hercegovine (v %)



Prameň: vlastné spracovanie podľa údajov Central Bank of Bosnia and Herzegovina

To malo vplyv aj na ekonomiku. Tak agregátny dopyt, ako aj HDP sú od krízy mimo svoj trend. Kým agregátny dopyt pred krízou rástol viac ako 9 % tempom, od krízy to nie sú ani 2 %. Na predkrízovú úroveň sa output vrátil až v roku 2013. Ku koncu roku 2014 bosnianska ekonomika narástla od krízy o 1,1 %.

Verejný dlh sa zdá byť pod kontrolou, no širší kontext nabáda k mierne skeptickému postoju. Potreba rozsiahlych investícií do infraštruktúry, veľké dlhové položky, ktoré sa nezarátavajú do výpočtu (reštitúcie) a narastajúci trend vysokých pôžičiek na krytie rozpočtu (takmer výhradne na bežné výdavky) podkopávajú bosniansku fiškálnu pozíciu.

V rokoch 2012 a 2013 boli prijaté viaceré fiškálne pravidlá. Na štátnej úrovni musí byť vyrovnaný rozpočet a ak je vykázaný deficit, vláda musí naplánovať prebytok na ďalšie tri roky. V Republike srbskej bol pre verejný dlh prijatý limit 60 % HDP. Federácia nemá žiadne obdobné fiškálne pravidlo.

Tieto pravidlá sú ale kritizované. Jediná analýza udržateľnosti zadlženia je vypracovaná Medzinárodným menovým fondom a miestne autority do nej prispievajú jedine poskytovaním dát. Čo je ale ešte viac dôležité, autority nepoužívajú túto analýzu pre vypracovanie svojich strategických rozhodnutí. Tie možno teda považovať za pochybne podložené. (World Bank, 2014a)

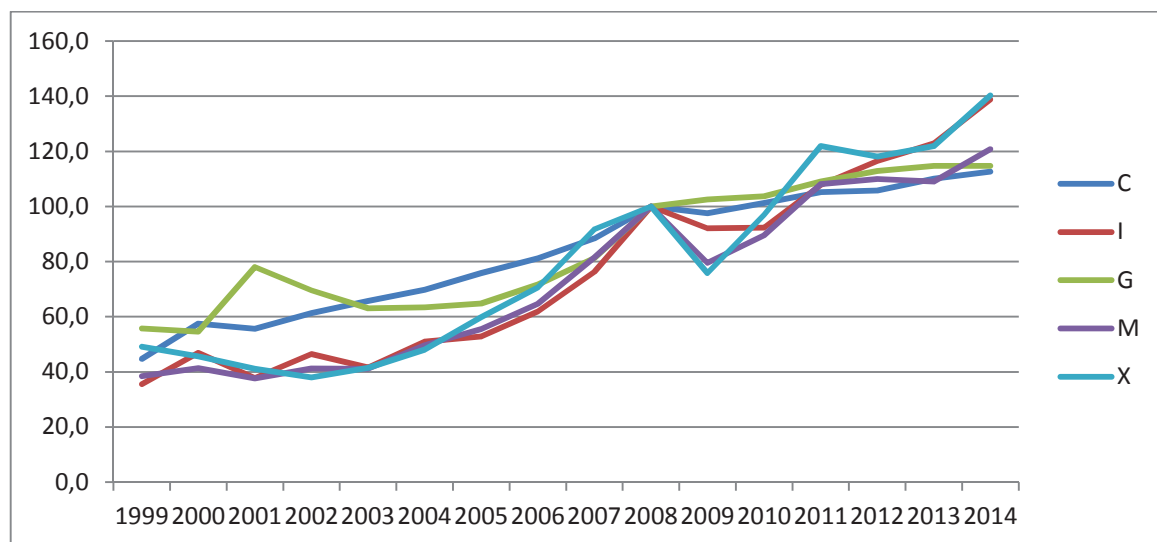
3.2.3 Vplyv krízy na Macedónsko

Vzhľadom na to, že sa Národná banka republiky Macedónsko rozhodla ako svoje monetárne pravidlo cieľiť nominálny výmenný kurz, ostala jej monetárna politika krajiny relatívne obmedzená. Možno teda považovať fiškálnu politiku za jediný relevantný nástroj stabilizačnej politiky, ktorý krajine ostal. I keď i jej sila je otázna.

Macedónsko dlhodobo úspešne cieľi výmenný kurz k euru. Aj keď v jednotlivých rokoch bola inflácia v Macedónsku rôzna, priemerná inflácia sa na rozdiel od Čiernej Hory veľmi nelíšila od tej v eurozóne. Taktiež podiel krajín s eurom a bez eura na exporte Macedónska je relatívne stabilný a podiel krajín s eurom a fixným kurzom k euru tvorí vyše 80 % exportu (pri importe je ten podiel cca 50 %).

Macedónsko zaznamenalo prvé dopady krízy v roku 2009. Prebytok finančného a kapitálového účtu poklesol z vyše 1 296,83 mil. USD v roku 2008 na 597,78 mil. USD v roku 2009. Pád v príleve devíz viedol tak k poklesu importu, ako aj k tlaku na oslabenie macedónskeho denáru. Centrálna banka sa rozhodla nemeniť svoju politiku a uplatnila reštriktívnu monetárnu politiku, čo malo za následok prudký pokles exportu v roku 2009, čo vidieť na Grafe 19.

Graf 19 Index vývoja častí HDP Macedónska



Prameň: vlastné spracovanie údajov World Bank

Vzhľadom na to, že výmenný kurz MKD/EUR bol v roku 2009 bezpochyby nadhodnotený, je veľmi pravdepodobné, že ak by centrálna banka opustila svoj cieľ

a nechala macedónsky denár oslabiť, malo by to za následok vyšší export a Macedónsko by nepadlo do recesie.

Jednotlivé časti HDP sa ale postupne začali vracat' do svojho pôvodného trendu. Je to vidieť najmä na exporte a investíciách, ktoré tvorili najväčšiu časť rastu v nasledujúcich dvoch rokoch. Prílev investícií navyše zvýšil množstvo peňazí v krajine a dovolil centrálnej banke uvoľniť reštriktívnu politiku.

Dlhová kríza v eurozóne a reštriktívna monetárna politika ECB priniesli do Macedónska v roku 2012 ďalšiu recesiu, no tá opäť trvala len rok a ekonomika sa vrátila k pozitívnemu vývoju HDP. Priemerný pokrízový rast je síce nižší než predkrízový (2 % vs 3,7 %), no z našej vybranej vzorky je Macedónsko druhá najrýchlejšie rastúca ekonomika a výrazne nezaostáva za ekonomikou s najlepšími výsledkami, Albánskom.

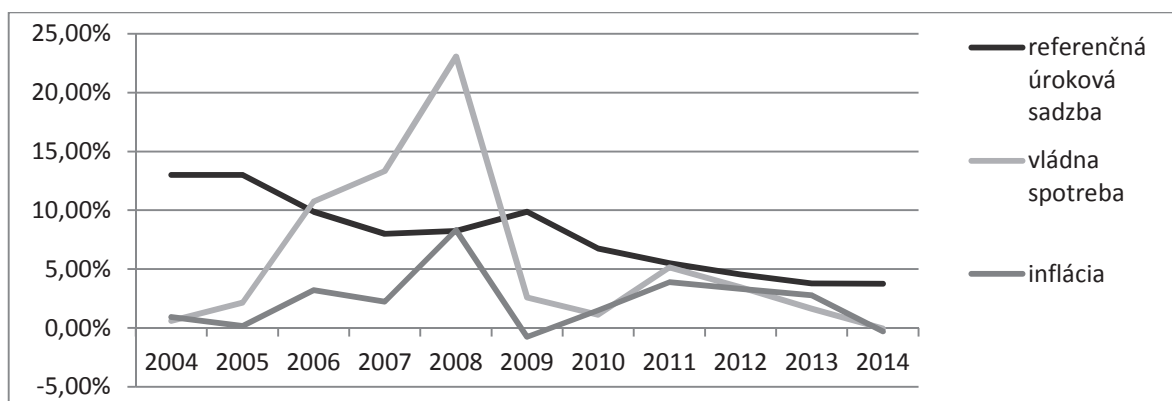
Graf 20 Podiel jednotlivých zložiek HDP na raste HDP Macedónska



Prameň: vlastné spracovanie údajov World Bank

Monetárna politika mohla byť v prípade macedónska nahradená fiškálnou politikou, keďže pri cieleňí výmenného kurzu neplatí monetary offset. Vláda vie zvyšovaním vládnych výdavkov generovať vyššiu infláciu, ak má o to záujem, lebo centrálna banka reaguje len na výmenný kurz, nie na infláciu a politiku vlády. To vidieť na Grafe 21, v roku 2008 centrálna banka nereagovala na významné zvýšenie vládnych výdavkov, ktoré sa odzrkadlilo v náraste inflácie. Ako možno vidieť, vláda v roku 2009 podobnú politiku nerealizovala. Naopak, centrálna banka zvýšila úrokové sadzby, aby ochránila volatilný kurz macedónskeho denáru.

Graf 21 Vývoj referenčnej úrokovej sadzby, inflácie a medziročného tempa rastu vládnej spotreby (v %)



Prameň: vlastné spracovanie údajov National Bank of the Republic of Macedonia

Na fiškálnej politike Macedónska možno vidieť učebnicové úskalia diskrečnej fiškálnej politiky. Je neschopná včasnej akcie, výsledky prichádzajú s oneskorením, má tendenciu byť skorumpovaná a snaha zaviesť pravidlá sa stretla s kritikou ich vymožitelnosti a efektívnosti.

Externý šok, ktorý do krajiny prišiel v roku 2009, mal okrem iného za následok pokles zisku spoločnosti ako aj osobnej spotreby, čo znížilo príjmy z priamych daní, DPH i importu. Bežné výdavky v pomere k HDP narástli, no boli vynahradené znížením podielu kapitálových investícií. Vláda sa rozhodla prijať protikrízové opatrenia s cieľom zmierniť negatívny trend v reálnom sektore. (Angelovska Bezovska,– Bogoev – Mitreska – Kadievka Vojnovik, 2011)

Prvé dva balíčky boli považované ani nie tak za skutočný program ako za „zoznam prianií“. Až v druhom kvartáli roku 2009 bol pripravený v poradí tretí balíček, ktorý obsahoval konkrétnejšie kroky. Zahŕňal niekoľko diskrečných fiškálnych opatrení, znižoval príjmy o 240 miliónov EUR a zvyšoval výdavky o 247 miliónov EUR a svoju pozornosť upriamoval na podporu podnikom (spolufinancovanie úverov, subvencie úrokov, podpora exportu, podpora zamestnanosti). Napriek tomu je považovaný za nedostatočný. (Bexheti, 2010)

Vyšší deficit by bol oprávnený, ak by nasledoval potreby investícií, no dial sa presný opak. Kapitálové výdavky boli znížené o 18 %, čo je dvojnásobné zníženie oproti zníženiu celkových výdavkov. A zvyšné investície neboli nijako naviazané na zlepšenie manažmentu verejných investícií, čo možno vidieť na projekte Skopje 2014. (International Monetary Fund, 2015b)

V roku 2010 čiastočne s cieľom stimulovať ponuku, čiastočne za propagandistickým účelom, vláda odštartovala nákladný a kontroverzný projekt Skopje 2014 s cieľom zrekonštruovať hlavné mesto a vybudovať nové monumenty, sochy a budovy vo veľmi gýčovom štýle kopírujúcom štýl antiky. Pôvodné náklady boli predpokladané na 80 miliónov EUR, no celý projekt bol sprevádzaný korupciou a plytvaním verejných prostriedkov, a tak sa konečná suma za projekt sa vyšplhala na 560 miliónov EUR. (Jordanovska, 2015)

Macedónsko plánuje v roku 2017 prijať fiškálne pravidlá, no už teraz sú kritizované. Inšpirovať sa chce Maastrichtskými kritériami, teda 60 % HDP limit pre verejný dlh a 3 % HDP pre rozpočtový deficit. A to napriek tomu, že tieto pravidlá sa ukázali byť značne nerelevantné počas dlhovej krízy v eurozóne. Navyše empirické dôkazy ukazujú, že pre rozvíjajúce sa ekonomiky, akou je aj Macedónsko, poskytuje 60 % limit až neadekvátny priestor pre fiškálnu politiku, keďže odpovede HDP a súkromných investícií na fiškálne stimuly boli negatívne, už keď dlh prekročil 50 % HDP.

Ďalším negatívnym faktorom je, že (ku koncu 2014) až 84 % dlhu bolo v zahraničnej mene, čo vytvára veľký tlak na macedónsky monetárny systém, keďže s narastajúcim dlhom prichádza hrozba neschopnosti platiť budúce záväzky v podobe dôchodkov a výdajov na zdravotníctvo.

Napriek tomu, že v roku 2005 bola stanovená strednodobá fiškálna stratégia, chýba jej náležitý inštitucionálny rámec. Nie je založená na realistických makroekonomických predpokladoch a nezahŕňa žiadne úpravy s ohľadom na projekcie z uplynulých rokov, či s aktuálnym vývojom situácie. (International Monetary Fund, 2015b) V neposlednom rade korupcia, nerozvinuté inštitúcie a zlý manažment investícií kladú ďalšiu záťaž na verejné financie a efektívne využívanie fiškálnej politiky v Macedónsku

3.2.4 Vplyv krízy na Srbsko

V roku 2009 sa do Srbska zo sveta šíri pesimizmus, čo má následok v odleve investícií (35 % pokles investícií ako zložky HDP) a znižujúcom sa prebytku finančného účtu (10 663 mil. USD v 2008 vs. 2 694 mil. USD v 2009).

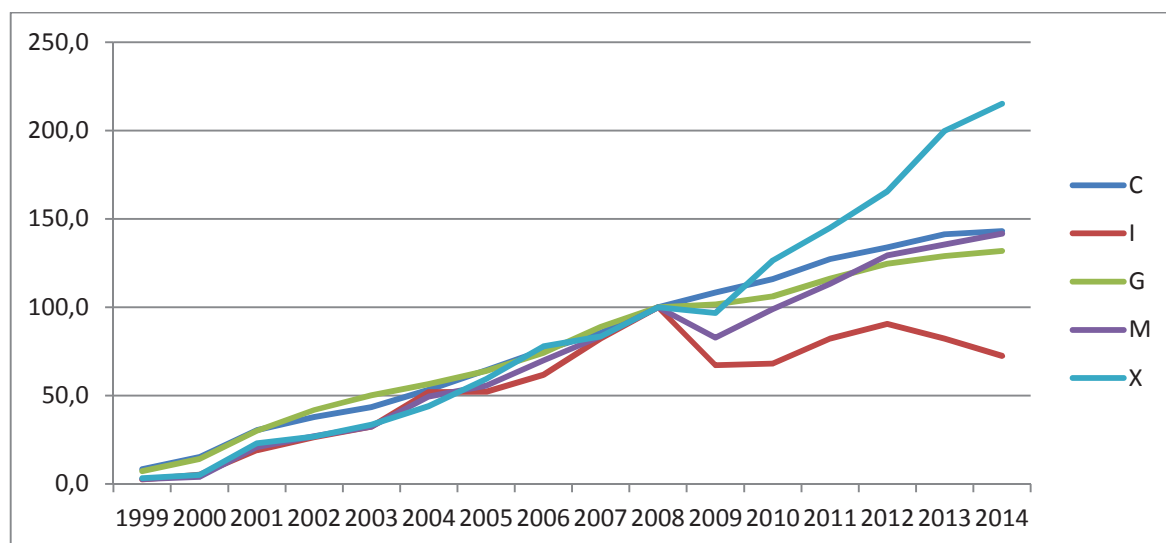
Pomalá reakcia centrálnej banky bola z viacerých dôvodov. Hlavným bol pravdepodobne strach z prílišnej devalvácie srbského dinára, aby ostali uchránené vklady a dlhy denominované v cudzích menách. No srbská centrálna banka je dlhodobo neúspešná

v cielení a nie je schopná dodržiavať svoj cieľ. Preto je ďalšou možnosťou prozaicky jej neschopnosť dodržať, čo si stanoví.

Ako sme spomenuli v predošlej časti, väčšina väčších transakcií a podobne úverov či vkladov je v cudzích menách. Množstvo cudzích mien v obehu je približne toľko, čo domácej meny. Aj preto má národná banka sťaženú situáciu pri realizovaní svojej politiky. Ostražitá reakcia národnej banky viedla k prepadu agregátneho dopytu.

To malo negatívny vplyv na spotrebu a investície. A tak v roku 2009 zažíva srbská ekonomika pokles 3,51 % HDP. No ten by bol ešte výraznejší nebyť medzinárodného obchodu. Pokles prílevu investícií viedlo k devalvácii srbského dinára. Devalvovaný dinár podporil srbský export. Ten v roku 2009 stagnoval, avšak v roku 2010 sa vrátil do svojho trendu, kým import z neho zišiel v roku 2009 a doteraz sa do neho nevrátil. Export je jedinou časťou HDP, ktorá si udržiava svoj trend, dokonca ako vidieť na Grafe 22 ho ešte aj prekonáva, a tým čiastočne vynahrádza pokles spotreby a rapidný pád investícií v krajine.

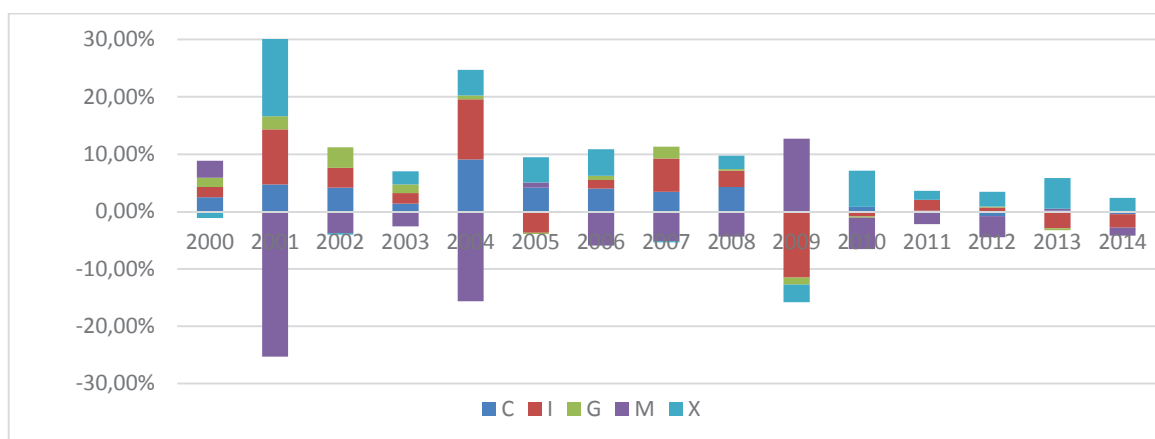
Graf 22 Index vývoja častí HDP Srbska



Prameň: vlastné spracovanie údajov World Bank

To potvrdzuje aj Graf 23, ktorý zobrazuje podiel jednotlivých zložiek HDP na raste. Je zrejmé, že od krízy je skoro celý rast HDP tvorený len exportom. Opäť sa otvára otázka, ako by vyzeralo HDP Srbska nebyť vysokej neformálnej dolarizácie a ak by bola centrálna banka kredibilnou. Je pravdepodobné, že ak by nechala Národná banka Srbska bezprostredne oslabiť dinár ešte viac, zvýšený export by vynahrádil stratu z ostatných zložiek. Pre porovnanie, kým HDP v predkrízovom období rástlo tempom 5,9 %, v roku 2014 bol produkt Srbska dokonca pod hodnotou produktu v roku 2008.

Graf 23 Podiel jednotlivých zložiek HDP na raste HDP Srbska



Prameň: vlastné spracovanie údajov World Bank

Otázka je, prečo potom nechala srbská centrálna banka depreciovať dinár v nasledujúcich rokoch. Možné je, že najprv chcela pohnúť očakávaniami verejnosti a až potom nechať dinár voľne padať. Ten od roku 2008 stratil postupne už viac ako polovicu svojej nominálnej hodnoty.

Osobitnou kapitolou je fiškálna politika. Od začiatku hospodárskej krízy sa verejný dlh Srbska v pomere k HDP zdvojnásobil. Bolo tomu tak kvôli pomalému rastu, ako aj kvôli slabým pokusom realizovať skutočne účinnú fiškálnu reformu. Medzičasom dlh, ktorý už prekročil 70 % HDP, rastie rýchlejšie než produkt. A to v situácii, kde je v Srbsku ustanovené fiškálne pravidlo v podobe 45 % HDP. Je jasné, aká vážnosť sa týmto reštrikciám prikladá.

Srbské verejné financie boli v kríze už pred Veľkou recesiou, no tá ju ešte viac prehĺbila. Napriek rôznym zvýšeniam daní príjmy klesali a povinné výdavky postupne narastali. Rástli aj subvencie štátnym firmám a pomoc chorým bankám. Jediný relevantný pokles vo výdavkoch bol zaznamenaný v kapitálových výdavkoch, čo veľa vypovedá o prioritách a stave verejných financií Srbska. (International Monetary Fund, 2015c)

Ďalšou veľkou hrozbou pre srbské verejné financie je zloženie výdavkov. Kvôli nízkemu demografickému prírastku a zvyšujúcemu sa podielu dôchodkov na výdavkoch (momentálne už vyše tretina) je hrozba skorej dlhovej krízy v krajine mimoriadne vážna. Nárast daní bol výrazne neúspešný pre pokles agregátneho dopytu, a tým pádom aj rozpočtových príjmov, ako aj kvôli nárastu šedej ekonomiky. (Djurovic-Todorovic, 2015)

3.2.5 Vplyv krízy na Albánsko

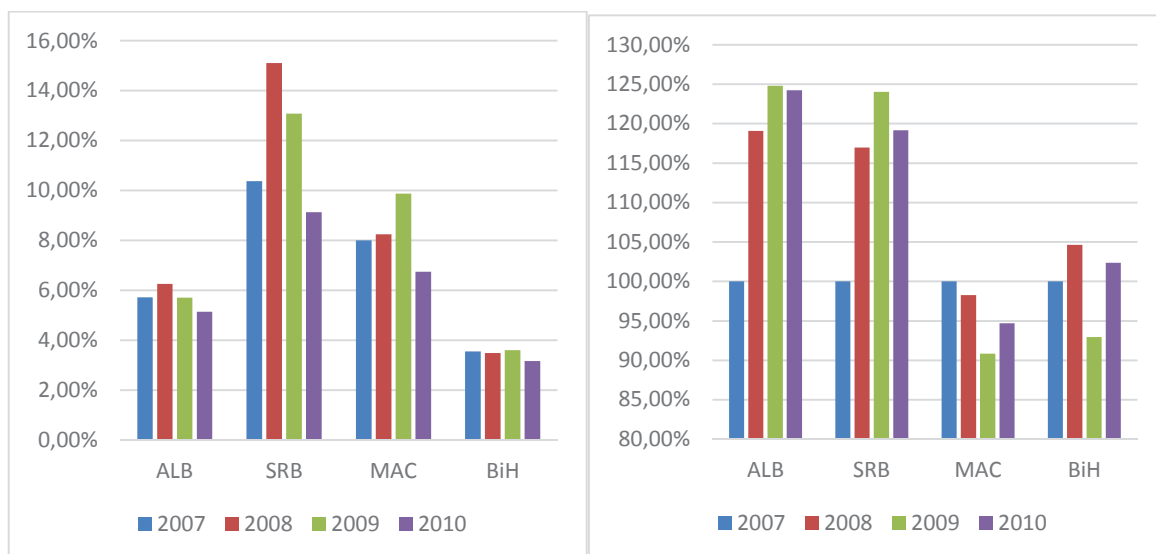
V roku 2008, keď svetové ceny ropy dosahovali historické rekordy, mnohé centrálné banky sa rozhodli uplatniť reštriktívnu monetárnu politiku, aj keď situácia na finančnom trhu si vyžadovala opak. Jednou z týchto centrálnych bánk bola aj Banka Albánska. V roku 2008 zvýšila svoje úrokové sadzby na päťročné maximum 6,25%. Síce sa jej tým podarilo odvrátiť zvýšenie inflácie mimo predpísaný cieľ, ceny ale stále stúpali rýchlejšie, než sa očakávalo. Otázne je, do akej miery bola takáto reakcia nutná.

Medzi rokmi 2007 a 2008 Srbsko, ostatná infláciu cieliaca krajina v našej vzorke, tiež zvýšilo sadzby a to z necelých 10 % na vyše 17 %. Naopak Bosna a Hercegovina a Macedónsko nevenovali zvyšujúcim sa cenám ropy väčšiu pozornosť. Je teda zrejmé, že reakcia Albánska bola definovaná monetárnym režimom, podobne ako ním bola definovaná reakcia Bosny a Hercegoviny a Macedónska. Ak by Albánsko necielilo infláciu, nevykonalo by túto zbytočnú reštrikciu v časoch pomaly padajúceho svetového finančného trhu.

Finančný trh skolaboval na jeseň roku 2008. Vlna neistoty sa na západnom Balkáne naplno prejavila až v roku 2009 a to v podobe negatívneho externého dopytového šoky a odlevu kapitálu. V takejto situácii má centrálna banka cieliaca infláciu znižovať úrokové sadzby, aby uvoľnila potrebnú likviditu. To Banka Albánska spravila. V priebehu roka znížila sadzby na 5,25 %. Napriek tomu nemožno považovať albánsku monetárnu politiku za obzvlášť expanzívnu z niekoľkých dôvodov.

Sadzby sa síce znížili, no pri pozornejšom pohľade je zrejmé, že sa znížili iba na úroveň pred ropným šokom. Po druhé, srbská centrálna banka vykonala ešte výraznejšiu monetárnu expanziu, čo sa týka zníženia úrokových sadzieb (je potrebné ale dodať, že tiež sa iba vrátili na úroveň pred šokom). Ďalším dôležitým poznatkom je, že v malej otvorenej ekonomike nie je až taká dôležitá samotná hodnota úrokových sadzieb, ako skôr úrokový diferenciál s ohľadom na ostatné krajiny, čo determinuje expanzívnu, či reštriktívnu monetárnu politiku. V tomto ohľade je potrebné zmieniť, že ECB v tej dobe znížila sadzby až na 0,5 %. Po štvrté, kým krajiny s inflačným cielením a flexibilným kurzom uvoľňovali svoju politiku, krajiny s fixným kurzom, ako reakciu na danú situáciu, museli svoju politiku utiahnuť, aby udržali stanovený kurz. Tak Bosna a Hercegovina ako aj Macedónsko znížili svoju peňažnú bázu, čo vidieť na Grafe 24. No už v roku 2010 začali znižovať úrokové sadzby a zvyšovať peňažnú bázu. Možno teda povedať, že albánska monetárna politika, ktorá sa na prvý pohľad zdá byť expanzívna, sa až tak dramaticky nelíšila od politiky Macedónska a Bosny a Hercegoviny, ktorá je považovaná za reštriktívnu.

Graf 24 Úrokové sadzby a index M0

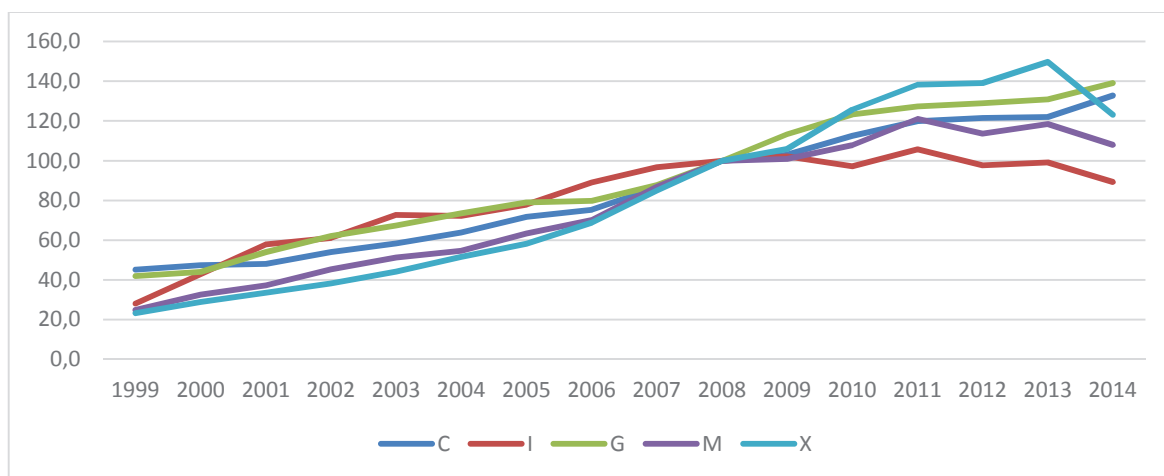


Prameň: vlastné spracovanie údajov jednotlivých centrálnych bánk

Albánsku sa ale podarilo obhájiť svoju kredibilitu a v roku 2009 splnilo svoj inflačný cieľ. No ešte dôležitejšie ako to, čo sa Banke Albánska podarilo spraviť, je to, čo nechalo stať sa. Nechali totiž padnúť kurz albánskeho leku.

V roku 2009 lek stratil približne 7 % svojej hodnoty voči euru a rok na to ďalších 5 %. Lek sa doteraz nevrátil na predkrízovú úroveň a ani sa jej nepribližuje. Tým pádom, kým albánsky export v roku 2009 iba spomalil, macedónsky a bosniánsky zásadne klesol, jeden o tretinu, druhý o štvrtinu. Kým Albánska ekonomika stále rástla (i keď menším tempom), Macedónsko a Bosna a Hercegovina upadli do recesie.

Graf 25 Index vývoja častí HDP Albánska

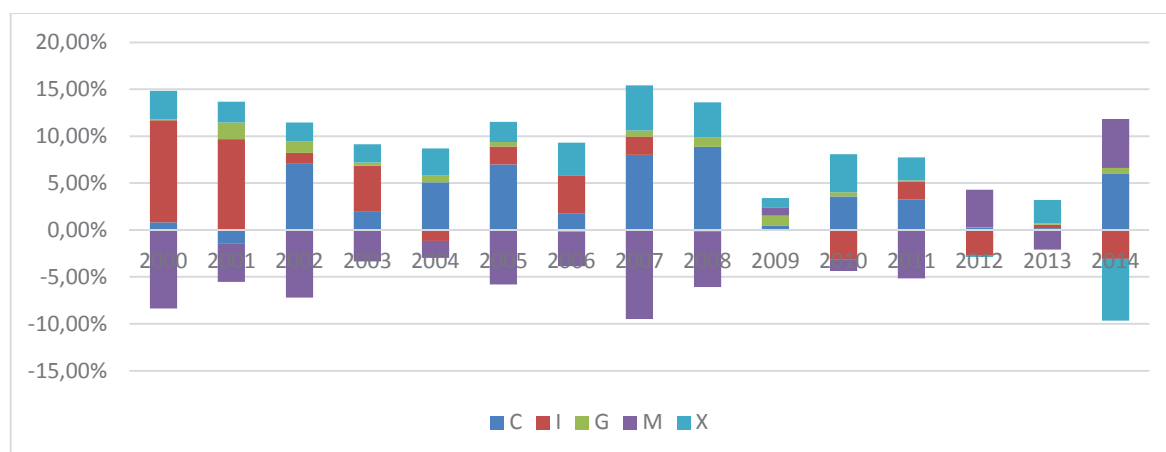


Prameň: vlastné spracovanie údajov World Bank

Flexibilný výmenný kurz bol veľkou časťou úspechu albánskej ekonomiky, no nie celou. Srbský dinár stratil tiež časť svojej hodnoty (zhruba 15 %), no to nestačilo a srbský export v roku 2009 mierne klesol. Domnievame sa, že tými rozdielmi sú jednak ochota nechať menu padnúť na adekvátnu úroveň, no najmä kredibilita, ktorú albánska centrálna banka požíva, čo garantuje stabilné hospodárske prostredie.

Taktiež fiškálny stimul bol v Albánsku úspešnejší, než v Srbsku. Albánsko využilo fiškálnu politiku tak vo forme automatických stabilizátorov, ako aj proticyklické opatrenie cez nárast miezd a kapitálových výdavkov a vládne rozhodnutie stimulovať ekonomiku. Nemaľý vplyv na to mala dozaista aj daňová reforma spustená v roku 2008. (Shijaku – Gjokuta, 2013) Úspech fiškálnej politiky možno vidieť na Grafe 26, ktorý zobrazuje podiel jednotlivých zložiek HDP na raste. Pri roku 2009 vidieť, že vládna spotreba mala spolu s exportom najvýznamnejší vplyv na tom, že hospodárstvo nepadlo do recesie.

Graf 26 Podiel jednotlivých zložiek HDP na raste HDP Albánska



Prameň: vlastné spracovanie údajov World Bank

Albánsky hospodársky zázrak začal od roka 2012 blednúť. Podobne ako mnohé ďalšie centrálny banky, aj Banka Albánska na konci roku 2011 neuvážene zvýšila úrokové sadzby, čo spolu s dôsledkami podobného činu ECB (a dlhovej krízy) znamenalo spomalenie rastu HDP.

Od roku 2010 navyše albánska vláda znížila tempo rastu výdavkov, čo by nebol problém, keby to centrálna banka vynahradila infláciou. No už dva roky po sebe (2013, 2014) má problém dosiahnuť svoj cieľ. Podľa všetkého je si toho ale vedomá a ďalej znižuje úrokové sadzby, no zdá sa, že nie je zatiaľ ochotná „šliapnuť na pedál“ a radikálne ich znížiť,

zrejme zo strachu pred nulovou úrokovou sadzbou. Otázne je, či by nebolo na čase skúsiť nejaký iný nástroj monetárnej politiky a to intervencie na devízovom trhu. Na údajoch za rok 2014 je navyše zjavný bezprecedentný pokles exportu.

Ďalším problémom začal byť verejný dlh, vláda začala v posledných rokoch znižovať svoje výdavky a bola dotlačená aj k zrušeniu rovnej dane a zavedeniu progresívneho zdanenia (ako aj zvýšeniu ďalších daní). (Pavelka, 2014b)

3.2.6 Vplyv krízy na teritoriálnu štruktúru zahraničného obchodu

Vzhľadom na to, že Čierna Hora, Kosovo a Srbsko sú jednými z hlavných obchodných partnerov Macedónska a macedónsky štatistický úrad nerozlišuje jednotlivé časti niekdajšej federácie pred ich osamostatnením, je interpretácia zmien v štruktúre macedónskeho zahraničného obchodu z dôvodu rozdielnych mien v podstate nemožná. Z individuálnych krajín najväčší nárast exportu nastal do Nemecka, naopak importu z Veľkej Británie. Obe čísla sú podľa všetkého spôsobené investíciou Johnson Matthey a Johnson Control.

Z podobných dôvodov nie je možné interpretovať ani údaje za Bosnu a Hercegovinu. Dostupné údaje nenaznačujú signifikantný vplyv na teritoriálnu štruktúru. Z individuálnych krajín je zaujímavý postupný pokles podielu exportu do Srbska (môže to byť spojené so zavretím železiarní U.S. Steel). V rámci importu od roku 2009 významne narástol obchod s Ruskom a to najmä vďaka ruským investíciám (prevažne do srbskej časti). (Tepavcevic, 2013)

Kľúčovým obchodným partnerom Albánska je Taliansko, kam smeruje stabilne viac ako 50 %, pred rokom 2007 dokonca viac ako 70 % exportu. Vzhľadom na to, že Albánsko začalo zaznamenávať osobitne obchod s Kosovom skôr než vyššie spomínané krajiny, môžeme porovnať vývoj obchodu s krajinami s menou euro alebo fixáciou k tejto mene. Do tých smeruje viac ako 85 % exportu a prichádza odtiaľ viac ako 60 % importu. Tieto jednoznačné pomery finančná a hospodárska kríza nezmenila.

V súvislosti s krízou je zaujímavý nárast exportu do krajín bez eura (alebo fixácie k mene) v roku 2010, kedy sa po roku obnovil rýchly rast exportu (podľa všetkého z dôvodu oslabenia meny). Medziročný nárast bol 203 %, podiel na exporte do ostatných krajín vzrástol z 11,58 % v roku 2009 na 22,76 % v roku 2010. V nasledujúcich rokoch sa podiel na exporte ale stabilizoval na 14 %, čo je stále viac než predkrízových približne 11 %. Pri

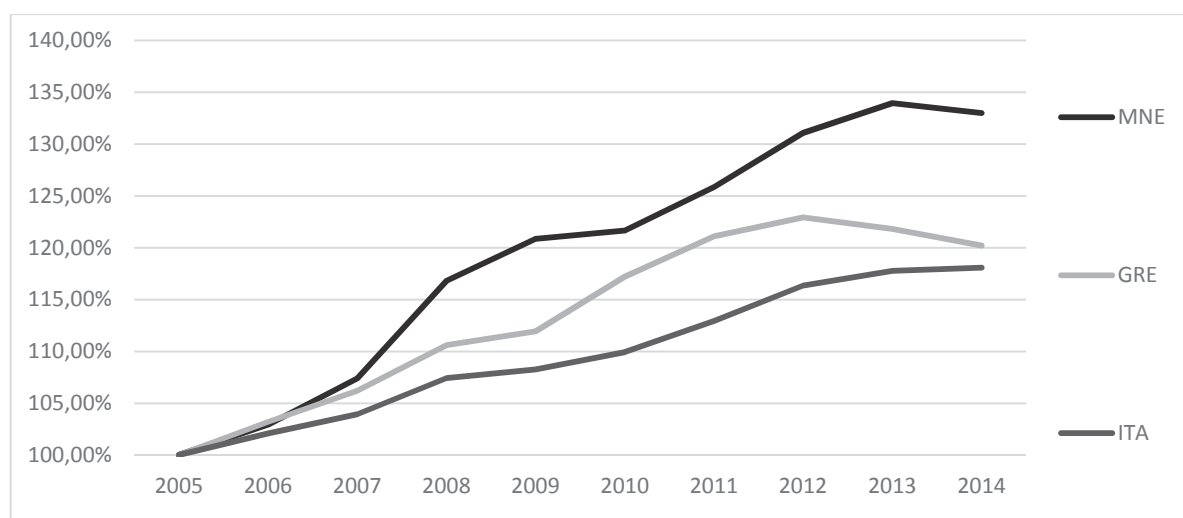
pohľade na konkrétne krajiny je zrejmé, že tento nárast bol spôsobený hlavne nárastom exportu do Turecka a albánskym štatistickým úradom nešpecifikovaných ázijských krajín. V rámci štruktúry importu k významnejším zmenám nedošlo.

V rámci zahraničného obchodu Srbska nebadateľ výrazne zmeny v teritoriálnej štruktúre. To by mohlo potvrdzovať, že flexibilný výmenný kurz dinára zabezpečil prispôsobivosť na okolnosti v externom prostredí. V dlhšom období badať pokles podielu Bosny a Hercegoviny a Čiernej Hory na exporte, čo môže byť spojené so znížením celkovým znížením importu daných krajín z dôvodu stagnácie ekonomiky. V absolútnych hodnotách ide ale skôr o stagnáciu než skutočný pokles. Významnejší nárast podielu na vývoze bol vykázaný pri Rumunsku a Rusku. Čo sa týka dovozu, podiel na importe najviac rástol pri Číne, naopak pokles zaznamenalo Rusko a to aj v absolútnych hodnotách.

Najvýraznejšie zmeny nastali v Čiernej Hore. Je nesporné, že Čierna Hora nespĺňala podmienky optimálnej menovej oblasti. Napriek tomu sa rozhodla jednostranne prijať euro. Mnohí experti v tej dobe krok chválili a opierali to o argument, že veľká časť zahraničného obchodu krajiny ide do krajín s menou euro, resp. s fixovaným kurzom k tejto mene. To malo podporiť rozvoj vzájomného obchodu okrem iného odbúraním transakčných nákladov.

I to kríza zmenila. Inflácia Čiernej Hory sa zásadne líši od inflácie v krajinách eurozóny. Najvýraznejšie to vidieť na údajoch z roku 2008, kedy inflácia v krajine dosiahla 8,8 %, kým v eurozóne to bolo iba 3,3 %. Čo je ale najdôležitejšie, v Čiernej Hore rástla cenová hladina rýchlejšie ako v jej hlavných exportných teritóriách, konkrétne v Grécku a Taliansku, čo je vidieť na Grafe 27.

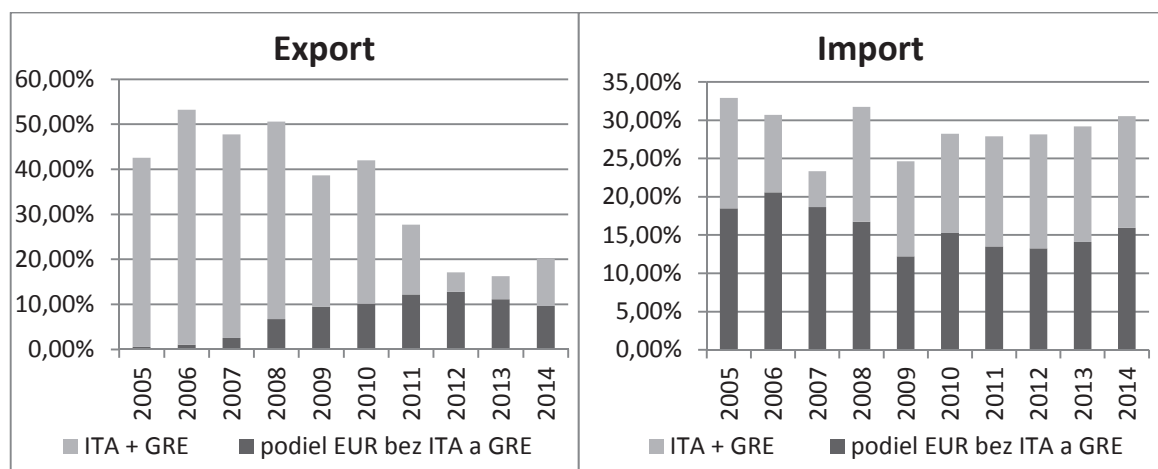
Graf 27 Vývoj cenovej hladiny v Čiernej Hore, Grécku a Taliansku



Prameň: vlastné spracovanie údajov World Bank a Statistical Office of Montenegro

Kým do roku 2007 bol vývoj relatívne podobný, nárast inflácie v roku 2008 výrazne navýšil cenovú hladinu v Čiernej Hore oproti hlavným obchodným partnerom z eurozóny. To malo za následok radikálne preskupenie štruktúry zahraničného obchodu Čiernej Hory. Na grafe 28 vidieť, že kým v roku 2006 bol podiel Grécka a Talianska na exporte krajiny 52 %, v roku 2012 to bolo už iba niečo cez 4 %.

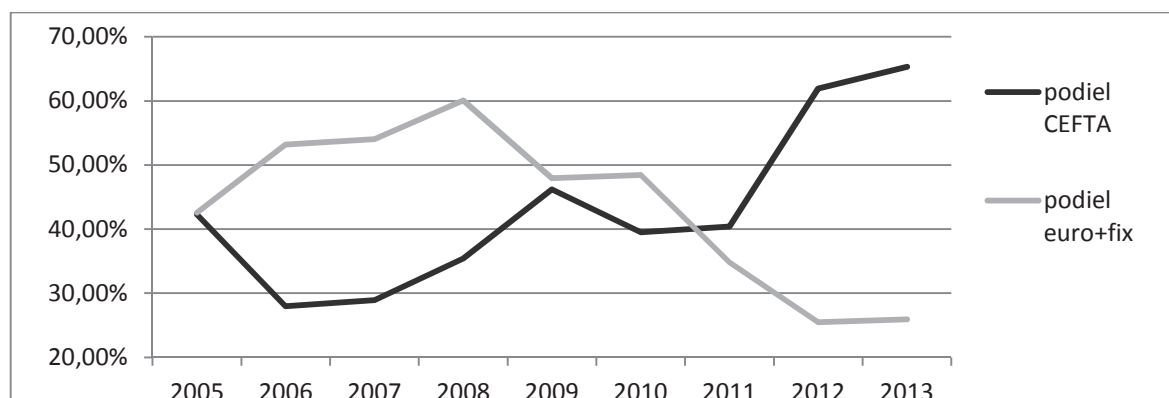
Graf 28 Vývoj podielu exportu a importu Talianska (ITA) a Grécka (GRE) na zahraničnom obchode Čiernej Hory v porovnaní s ostatnými krajinami s eurom alebo fixáciou k euru (EUR)



Prameň: vlastné spracovanie údajov Statistical Office of Montenegro

Podobný trend je typický pre podiel krajín s menou euro ako celok. Tie mali v rokoch 2006-2008 podiel na exporte približne 50 %. Dnes je ich podiel ani nie 20 %. Naopak na význame nabrali krajiny CEFTA (krajiny západného Balkánu + Moldavsko), ktorých podiel narástol z menej ako 30 % v roku 2006 na viac ako 65 % v roku 2013.

Graf 29 Podiel krajín s eurom a členských krajín CEFTA na exporte Čiernej Hory



Prameň: vlastné spracovanie údajov Statistical Office of Montenegro

Vzhľadom na to, že Čierna Hora zdieľa jednu menu s krajinami, s ktorými netvorí optimálnu menovú oblasť, vedie to k rozdielnemu rastu cenovej hladiny a vyššej zraniteľnosti v prípade asymetrických šokov. Rozdielna inflácia predražila čiernohorské tovary z pohľadu krajín eurozóny (vplyv na to s veľkou pravdepodobnosťou mala aj dlhová kríza v eurozóne). Výhody z jednotnej meny sa premenili na výrazné negatíva, keďže odvtedy sa Čierna Hora trápi v dlhotrvajúcej internej devalvácii.

3.2.7 Vplyv krízy na komoditnú štruktúru zahraničného obchodu

Pri analýze komoditnej štruktúry zahraničného obchodu je potrebné zdôrazniť, že jednotlivé krajiny, aj keď vychádzajú často zo štandardnej medzinárodnej obchodnej klasifikácie, si dané kategórie a ich názvy prispôbujú, preto nemožno jednotlivé údaje porovnávať. Preto budeme charakterizovať iba jednotlivé krajiny.

Finančná a hospodárska kríza v Albánsku neviedla k žiadnym štrukturálnym zmenám komoditnej skladby zahraničného obchodu. Nenarušila tak dva dlhodobé trendy v krajine. Prvým je nárast položiek v kategórii „minerály, palivá a elektrina“, v ktorej je najvýznamnejšou komoditou surová ropa, ktorá je dnes hlavnou exportnou položkou krajiny. Tento sektor do roku 2005 tvoril len necelých 5 % exportu krajiny, rokom 2007 začína radikálny nárast významu sektoru a v roku 2013 tvoril až 40 % vývozu. Zrejme z dôvodu poklesu cien ropy tento pomer klesá (v roku 2015 to bolo 27 %).

Druhým trendom je postupný pokles podielu textilného a obuvníckeho priemyslu tak na štruktúre exportu (hlavne export obuvi) i importu (medziprodukty do obuvníckeho odvetvia). Dôležitým faktom ale je, že v absolútnych číslach exportná schopnosť sektoru naďalej rastie. Kríza ho síce spomalila, ale to iba dočasne a od roku 2014 je späť v predkrízovom trende. Možno konštatovať, že je veľmi pozitívnym znamením, že radikálny rast exportu ropy nepôsobil na albánsku ekonomiku v zmysle „holandskej choroby“, ktorú popisuje „Rybczinského teoréma“ – teda nárast tohto nového sektoru nemal negatívny vplyv na ostatné sektory v ekonomike.

Jediný signifikantný vplyv krízy na komoditnú štruktúru zahraničného obchodu Albánska sme zaznamenali pri exporte „konštrukčných materiálov a kovov“, konkrétne pri exporte chrómu, ktorý je jednou z najvýznamnejších položiek albánskeho vývozu. Cena komodity medzi rokmi 2008 a 2009 klesla štvornásobne, čo malo zásadný vplyv na output sektoru v roku 2009 – podiel „konštrukčných materiálov a kovov“ na exporte sa znížil

o 8 percentuálnych bodov (z 20 % na 12 %), v absolútnych číslach bol pokles 42 %. Už ďalší rok sa ale hodnoty vrátili na predkrízovú úroveň.

V Macedónsku badať dve pokrízové trendy, ktoré ale so samotnou krízou zrejme spojitosť nemajú. Ide o nárast podielu strojov, dopravných prostriedkov a najmä chemických produktov na exporte krajiny. Môže za to veľká investícia spoločností Johnson Matthey a Johnson Control z roku 2009 (odhadovaná na 60 miliónov EUR). Johnson Matthey je momentálne najväčšou macedónskou spoločnosťou spoločnosti (priemerný ročný export spoločnosti sa v posledných rokoch približuje miliarde EUR) a vďaka nej narástol podiel exportu chemických produktov z 5 % v roku 2008 na 23 % v roku 2015. Rast sektoru mierne zabrzdila druhá recesia v roku 2012, no hneď ďalší rok začal sektor opäť rásť. Stroje a dopravné prostriedky zaznamenali najväčší nárast v roku 2014 a to až 84 % a dnes tvoria najväčšiu časť macedónskeho exportu. To je zrejme zároveň aj príčinou nárastu podielu importu trhových výrobkov (vrátane ocele, železa, či iných kovov).

Kríza mala dokázateľne najväčší vplyv na prepád exportu trhových výrobkov triedených hlavne podľa materiálu. Z konkrétnych produktov to boli hlavne ferozliatiny, ktorý pokles medzi rokmi 2007 (kedy boli najvýznamnejšou položkou) až 2009 bol zhruba dvadsaťnásobný²².

Aj keď import i export v Srbsku v roku 2009 poklesli u viacerých položiek, nebadateľné zásadné štrukturálne zmeny. Najväčšou zmenou je nárast podielu automobilového priemyslu tak na exporte ako aj importe, čo je ale zapríčinené rozsiahlou investíciou Fiatu v bývalej juhoslovanskej automobilke Zastava. Naopak pokles podielu exportu nastal pri trhových výrobkoch, tie v absolútnej hodnote stále nedosiahli predkrízový objem, ktorý mal pred rokom 2009 strmý rastový potenciál. Pod prepád sa podľa všetkého najväčším dielom podpísali problémy a neskoršie úplné zastavenie výroby železiarní U.S. Steel v Smedereve.

Štruktúra exportu Bosny a Hercegoviny je zameraná do veľkej miery na export nerastov a nespracovaných materiálov. Najväčší podiel pred krízou tvorili stroje a mechanické zariadenia, minerálne produkty a kovy. Najvýraznejší pokles podielu na exporte (v absolútnej hodnote pokles exportu o 42 %) bol zaznamenaný pri základných kovoch, ktorých najväčšou položkou tvorí hliník, ktorého ceny na svetových trhoch medzi rokmi 2008 a 2009 poklesli o polovicu.

Pripomeňme si, že v rokoch 2006 až 2008 (najmä v rokoch 2007 a 2008) nastal v Čiernej Hore investičný boom, ktorý vykazoval všetky znaky prehriatej ekonomiky.

²² Údaj za rok 2008 nebol prítomný; zdroj UN Comtrade.

Čierna Hora ako euroizovaná otvorená ekonomika nemala možnosti, resp. podcenila situáciu a okrem iného neúmerne narástla cenová hladina (v roku 2008 o 8,8 %), čo malo za následok stratu konkurencieschopnosti viacerých sektorov ekonomiky a následne aj stratu dovtedy kľúčových zahraničných trhov (Taliansko a Grécko).

Tento vývoj potvrdzujú aj zmeny komoditnej štruktúry zahraničného obchodu Čiernej Hory a to počínajúc predkrízovým obdobím. Pred investičným boomom bolo niekoľko sektorov, ktoré dokázali vykázať celkový prebytok v rámci svojej tovarovej skupiny. Okrem iného to boli zvieracie a rastlinné oleje, tuky a vosky a trhové výrobky triedené hlavne podľa materiálu, pri ktorých nielenže poklesla bilancia, ale aj celkový export. Oleje a tuky v predkrízovom období tvorili v roku 2005 zhruba 35 % exportu, o desať rokov neskôr to bolo už len 0,19 %. Exportná schopnosť sektoru prakticky zanikla v roku 2008.

Ďalšou zaujímavosťou je, že s výnimkou poklesu podielu trhových výrobkov nenastali v roku 2009 žiadne významné zmeny v štruktúre čiernohorského exportu a to napriek tomu, že sa výrazne znížil. Nedostatok údajov nám nedovoľuje hlbšiu analýzu, no zachytené tendencie naznačujú, že zmeny v štruktúre exportu krajiny majú pôvod v predkrízovom boome, ktorý výrazne vychýlil čiernohorskú ekonomiku z jej prirodzenej trajektórie vývoja.

3.2.8 Komparatívna analýza

Už pri Albánsku sme načali porovnávanie jednotlivých krajín. Poďme si teraz tieto čiastkové informácie komplexne spojiť a pozrieť sa na to z iného uhla. V Tabuľke 2 sú uvedené predkrízové a pokrízové trendy vývoja reálneho a nominálneho HDP.

Tabuľka 2 Podiel vybraných ukazovateľov za obdobia pred a od roku 2009

	Trend NHDP 00-08	Trend NHDP 09-14	Trend HDP 00-08	Trend HDP 09-14
Albánsko	8,80 %	3,62 %	5,63 %	2,02 %
Srbsko	20,77 %	6,40 %	5,85 %	0,46 %
Čierna Hora	12,56 %	2,67 %	4,93 %	1,41 %
Macedónsko	6,46 %	4,55 %	3,66 %	2,01 %
Bosna a Hercegovina	9,32 %	1,94 %	5,27 %	0,70 %

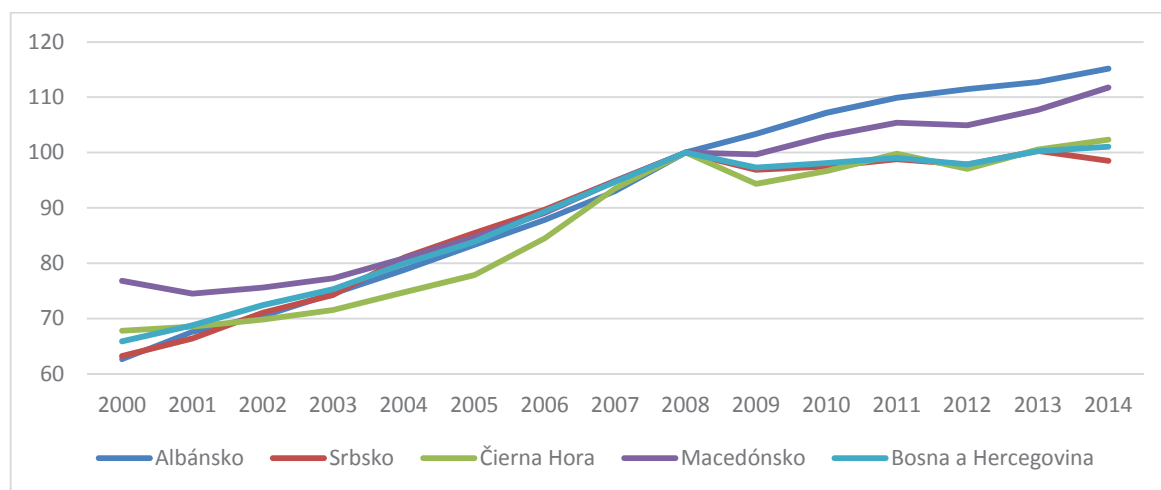
Prameň: vlastné spracovanie údajov World Bank

Je zrejmé, že trend rastu HDP všetkých krajín rokom 2009 spomalil. Je síce pravda, že v rokoch tesne pred krízou viaceré z ekonomík možno charakterizovať ako prehriate, na strane druhej trend odzrkadľuje deväťročný vývoj, prehriatie trvalo odhadom len jeden až tri roky a rozdiel je dostatočne razantný na to, aby sme mohli zhodnotiť, že ekonomiky sa ocitli pod potenciálom.

Podobné výsledky vidieť aj pri agregátnom dopyte. Tam je ten rozdiel ešte väčší. Čiernohorská ekonomika je mimo predkrízový trend o desať percentuálnych bodov. Najbližšie k pôvodnému trendu je Macedónsko a hneď potom Albánsko.

Pri pohľade na Graf 30 možno jasne vidieť, že krajiny sa delia na dve skupiny. Na jednej strane je Bosna a Hercegovina, Srbsko a Čierna Hora, ktorých ekonomiky za posledných 7 rokov skoro vôbec nerástli. Na strane druhej Albánsko a Macedónsko so solídnym rastom HDP.

Graf 30 Index vývoja HDP krajín západného Balkánu



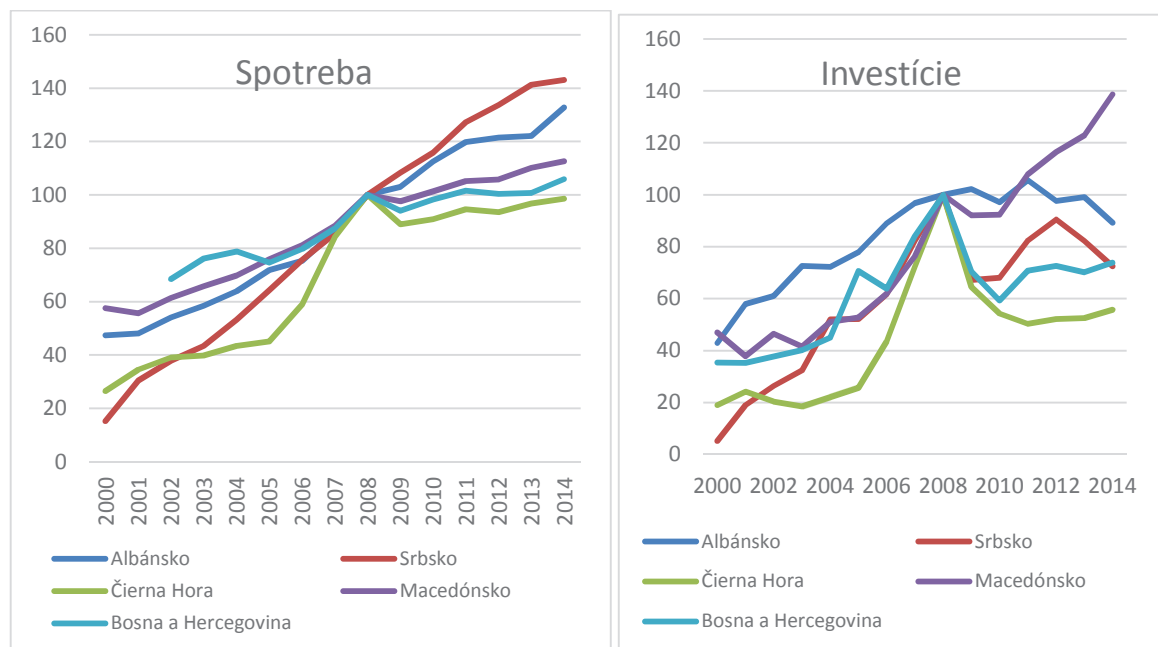
Prameň: vlastné spracovanie údajov World Bank

Kde je pôvod tohto rozdielu? Medzi ekonomikami so slabou výkonnosťou je tak ekonomika s fixným kurzom, s flexibilným i bez vlastnej meny. Albánsko a Macedónsko sú zase krajinami s flexibilným kurzom, resp. cílením nominálneho výmenného kurzu. Sú to ale aj ekonomiky s najvyššou mierou kredibility monetárnej politiky.

Pozrime sa na jednotlivé zložky HDP a na ich vývoj v jednotlivých krajinách. Pri pohľade na investície je vidieť, že pozitívny trend akumulácie kapitálu v predkrízovom období bol radikálne narušený. Možno predpokladať, že veľká časť investícií v predkrízovom období bola ovplyvnená prílišným entuziazmom investorov. Otázne ale je,

prečo tento trend nebol v Macedónsku. Tam totižto investície tretí rok po kríze začali opäť prudko rásť.

Graf 31 Index vývoja spotreby a investícií krajín západného Balkánu



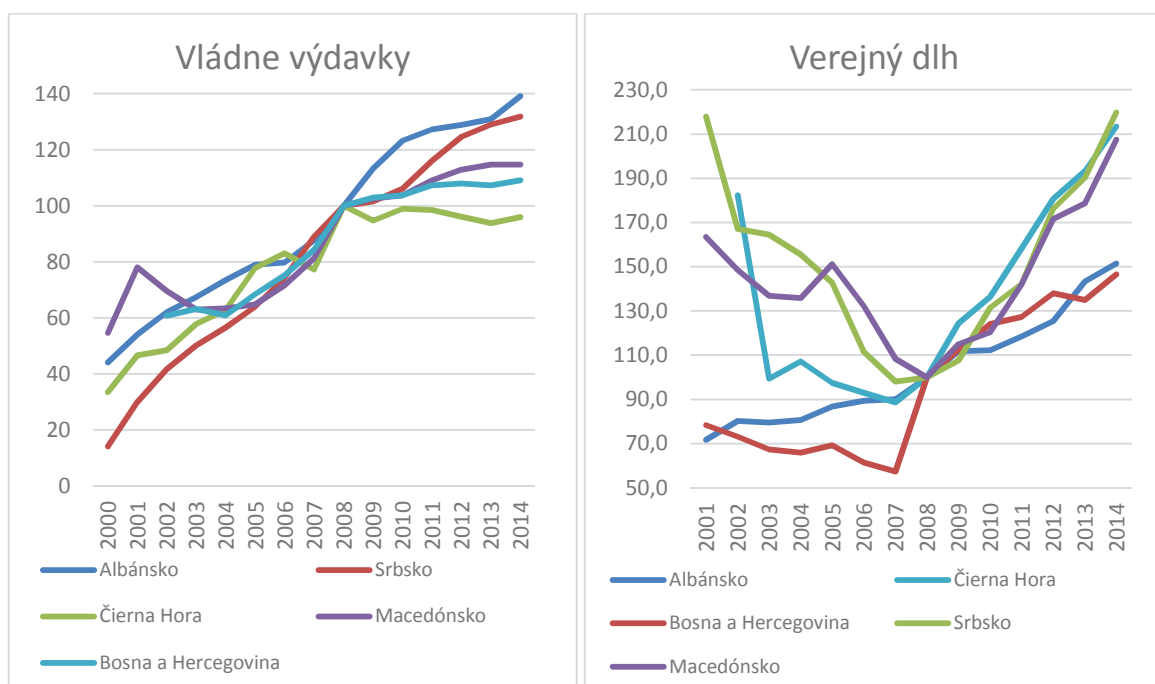
Prameň: vlastné spracovanie údajov World Bank

Z pohľadu na vývoj vládnych výdavkov je zrejmé, ktoré krajiny uplatnili úsporné opatrenia a ktoré nie. Najväčšie škrtý realizovala jednoznačne Čierna Hora, nasledovaná Bosnou a Hercegovinou a Macedónskom (všetko krajiny bez flexibilného kurzu).

Najvýraznejšie rástli vládne výdavky v Albánsku, no aj tu možno vidieť snahu znížiť rast vládnej spotreby medzi rokmi 2010-2013. Srbské vládne výdavky rástli druhým najväčším tempom, no od roku 2011 má ich nárast tendenciu znižovať sa. Zrejme ako dôsledok tlaku dlhovej krízy v eurozóne, ktorá znížila dôveru investorov v udržateľnosť verejných dlhov.

Pri porovnaní verejného dlhu je zrejmé, že jeho rast v Čiernej Hore, Macedónsku a Srbsku má veľmi podobný trend od začiatku krízy. Pre tieto krajiny je zároveň typické, že s dlhom mali problém aj v minulosti, a iba v časoch expandujúceho svetového hospodárstva sa im ho darilo znižovať. Verejný dlh Albánska rastie približne rovnakým tempom ako pred krízou.

Graf 32 Index vývoja vládných výdavkov a verejného dlhu krajín západného Balkánu



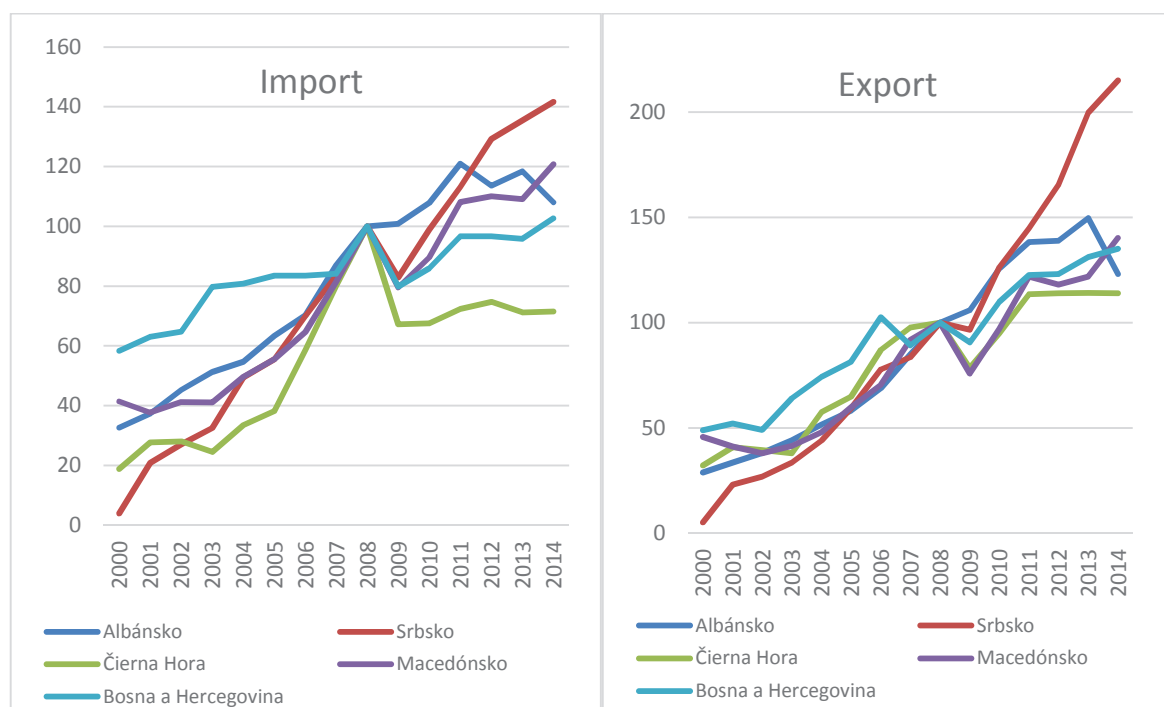
Prameň: vlastné spracovanie údajov World Bank a International Monetary Fund

Spolu s unikátnym rastom investícií v Macedónsku je najzaujímavejší pohľad na porovnanie zahraničného obchodu jednotlivých krajín. Mundellov-Flemingov model hovorí, že ak má krajina flexibilný menový kurz, v tom prípade externý dopytový šok vyvinie tlak na oslabenie meny, čo má za následok zvýšenie čistého exportu, ktorý vynahradí výpadok ostatných zložiek HDP.

Tento trend vidieť na exporte – Srbsko zaznamenalo radikálny nárast a nebyť slabého roka 2014, podobný trend by bol zjavný aj pri Albánsku. Export Čiernej Hory a Bosny a Hercegoviny je viditeľne mimo svoj trend, kým exportu Macedónska sa do neho podarilo v priebehu troch rokov vrátiť.

No zároveň so zvýšením exportu v roku 2009 sa vo všetkých krajinách okrem Albánska prudko znížil aj import, čo vykrylo výpadok exportu. Kým pred krízou sa bežný účet všetkých krajín systematicky prehľboval, zastavenie prílevu devíz znížil kúpyschopnosť po zahraničných výrobkoch.

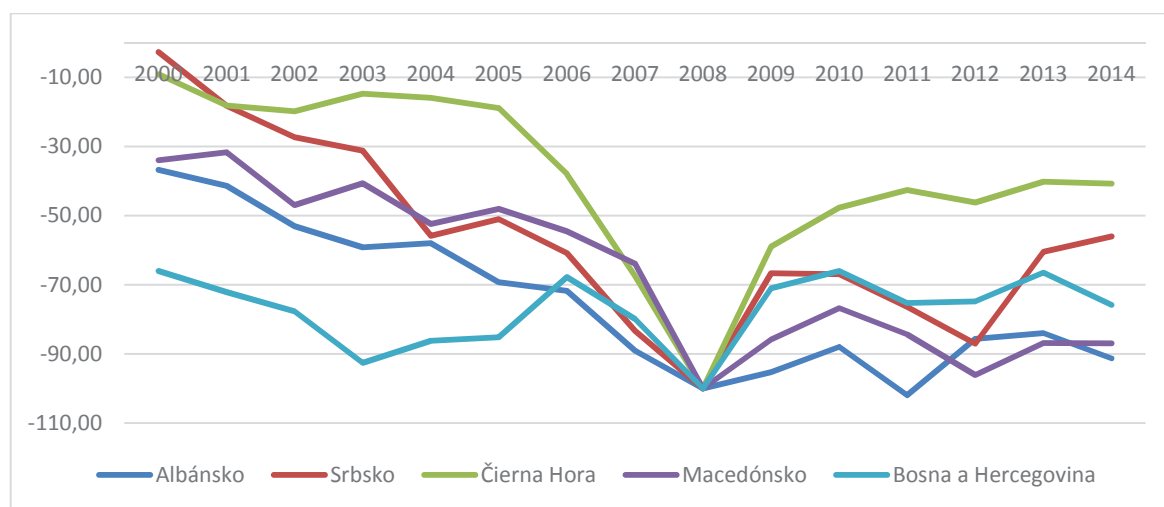
Graf 33 Index vývoja importu a exportu krajín západného Balkánu



Prameň: vlastné spracovanie údajov World Bank

V roku 2009 tým pádom nastáva bez ohľadu na flexibilitu kurzu zvýšenie NX (zníženie deficitu bežného účtu), pričom najväčší nárast zaznamenala paradoxne Čierna Hora s dolarizáciou a naopak najmenší Albánsko s flexibilným výmenným kurzom a úspešným cílením inflácie. Presne opačne, než to tvrdí Mundellov-Flemingov model.

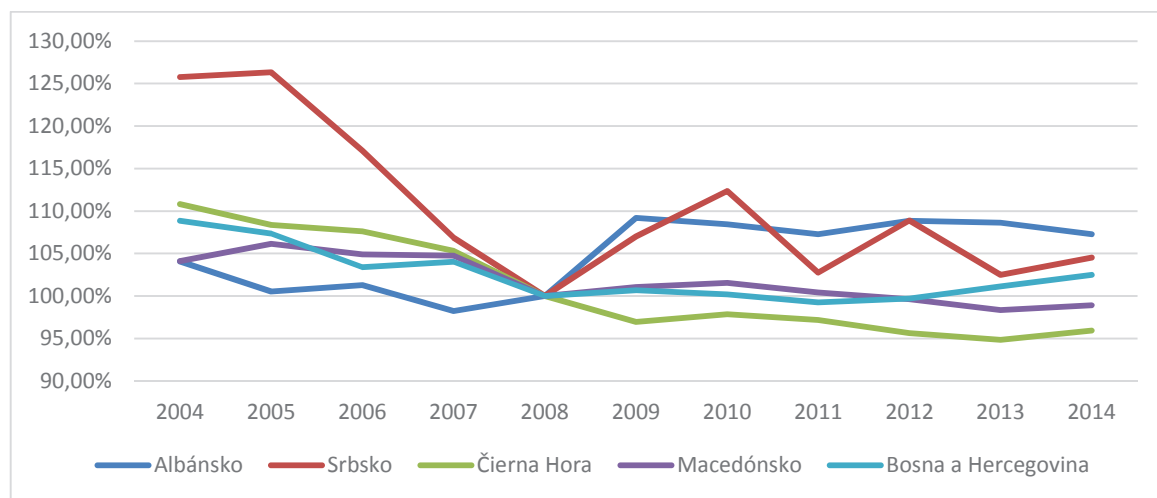
Graf 34 Index vývoja čistého exportu krajín západného Balkánu



Prameň: vlastné spracovanie údajov World Bank

Pozrime sa teda, ako sa vyvíjal reálny výmenný kurz jednotlivých krajín (k mene euro). Ten vo svojom výpočte odzrkadľuje tak nominálny výmenný kurz ako aj infláciu v domácej krajine a v našom prípade eurozóny. Použili sme nepriamy výmenný kurz, zvýšenie hodnoty teda znamená oslabenie domácej meny a zníženie hodnoty značí jej posilnenie. Do výpočtu sme zarátali aj Čiernu Hory s tým, že jej kurz sa rovná číslu 1 a rozdiel vytvára inflačný diferenciál.

Graf 35 Vývoj reálneho výmenného kurzu (index; 2008 = 100)



Prameň: vlastné spracovanie údajov jednotlivých centrálnych bánk

Z Grafu 35 je zrejmé, že oslabenie albánskeho leku a srbského dinára v roku 2009 nebolo len nominálne. Albánsky lek sa na predkrízovú úroveň nevrátil. Srbský dinár bol volatilnejší a zaznamenal ďalší výrazný výkyv v čase druhej recesie v roku 2012. Naopak opačným extrémom je Čierna Hora. Tá kvôli nepriaznivému inflačnému diferencíálu dokonca „posilňuje“. Macedónsky denár a bosnianska konvertibilná marka sú od krízy bez výraznejšej zmeny.

Pri porovnaní krátkodobých a dlhodobých efektov finančnej a hospodárskej krízy na jednotlivé zložky HDP krajín, môžeme vidieť niekoľko zaujímavých vecí. Môžeme usúdiť, že pri porovnaní s ostatnými krajinami je zjavné, že flexibilný výmenný kurz a úspešné cielenie inflácie zabezpečili Albánsku v krátkom období nevídanú stabilitu. V Macedónsku zasiahol šok hlavne medzinárodný obchod (no s pozitívnym súčtom). V ostatných krajinách bol šok rôznorodejší, pričom badať tendenciu, že čím viac bola mena fixovaná, tým väčší negatívny vplyv na spotrebu mal šok.

Pohľad na dlhé obdobie porovnáva predkrízový rok 2008 (ktorý ale mohol byť čiastočne ovplyvnený prehriatou ekonomikou) a rok 2014. V prípade Čiernej Hory sa situácia zásadne od roku 2009 nezmenila, akurát export sa vrátil zhruba na úroveň roku 2008.

Graf 36 Podiely na raste HDP v roku 2009 a medzi rokmi 2008 až 2014



Prameň: vlastné spracovanie údajov World Bank

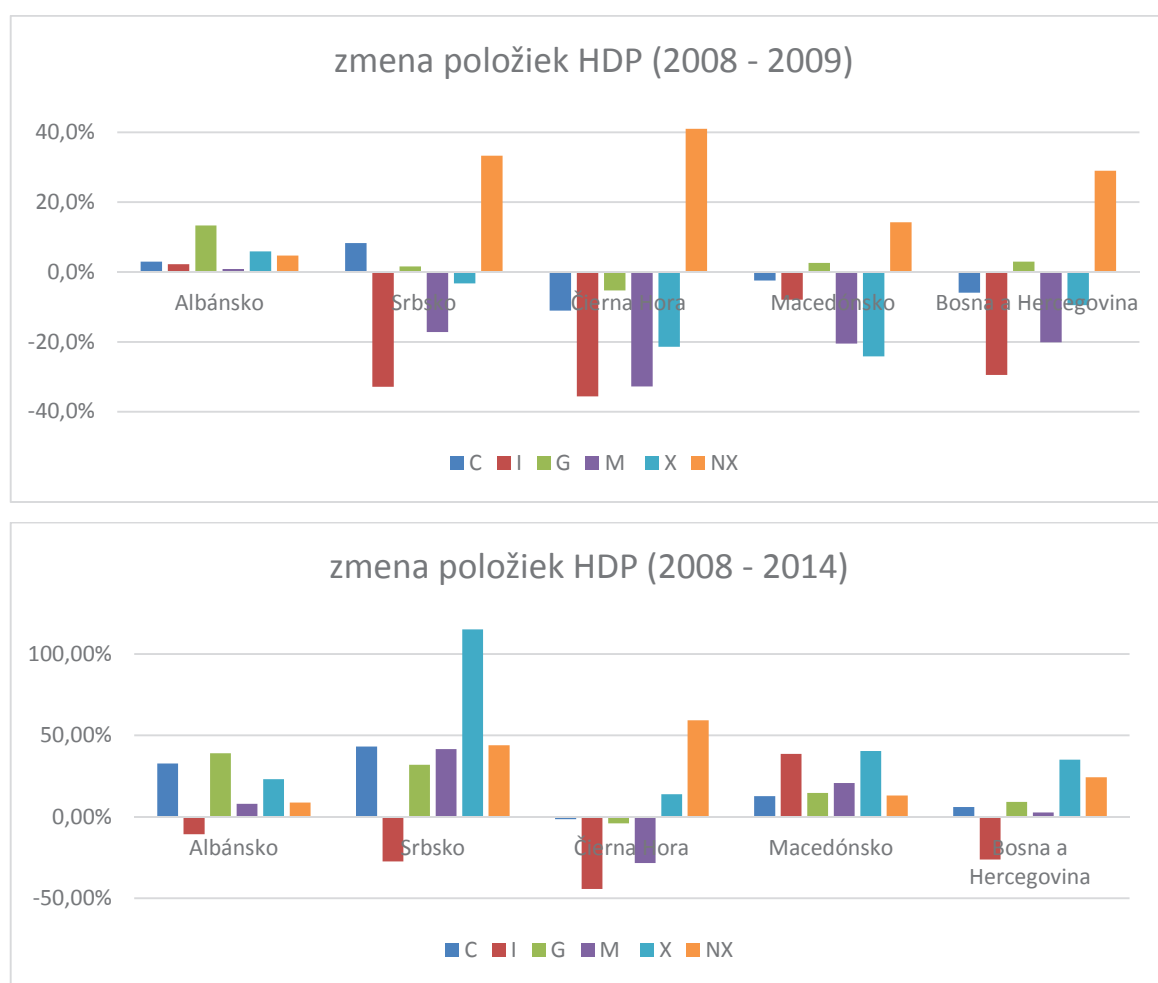
Potvrďuje sa unikátne postavenie Macedónska, ktoré ako jediné dokázalo prilákať investície. Môže za to zrejme stabilné prostredie s fixným výmenným kurzom, nízkymi daňami a v kľúčových rokoch krízy relatívne vysokými úrokovými sadzbami, ktoré zabezpečili investorom reálnu návratnosť kapitálu. Otázne je, prečo sa podobný vývoj neudial aj v Čiernej Hore, ktorá by mala byť ešte istejším miestom pre investorov. Domnievame sa, že za to môže štruktúra investícií, keďže investície, ktoré do nej v predkrízovom období prúdili, šli najmä do volatilných sektorov turizmu a realít.

Albánsko zase ako jediné v dlhom období zaznamenalo pozitívny vývoj domácej spotreby, ktorá tvorí najväčšiu časť rastu HDP medzi rokmi 2008-2014. To môžeme považovať za ďalšie potvrdenie stability, ktorú krajine prináša monetárna politika.

V Srbsku by mohol platiť Mundellov-Flemingov model. Ak zoberiem v úvahu, že srbská ekonomika od roku 2008 vôbec nerástla a pozrieme sa na podiely na raste, môžeme vidieť, že zvýšený export (z dôvodu depreciaácie srbského dinára) plne vynahradil znížené investície. Tento predpoklad nám ale hneď podkopáva Bosna a Hercegovina, ktorá má fixný kurz a jej podiely na raste medzi rokmi 2008 a 2014 vyzerajú podobne.

Následne sme analyzovali, ako sa vyvíjali jednotlivé zložky HDP v krátkom i dlhom období, kde sme opäť porovnávali medziročný rozdiel 2008/2009 a zmenu medzi predkrízovým rokom 2008 a rokom 2014.

Graf 37 Zmena položiek HDP medzi rokmi 2008 a 2009 a medzi rokmi 2008 až 2014



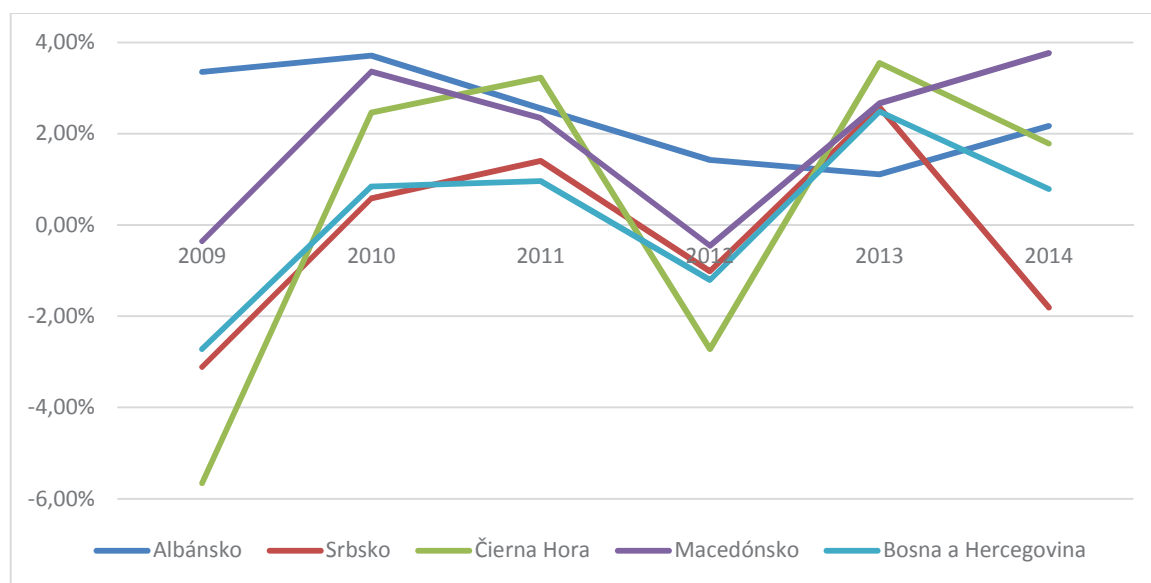
Prameň: vlastné spracovanie údajov World Bank

Pohľad na rok 2009 sumarizuje naše predošlé postrehy. Na krajiny bez flexibilného kurzu kríza pôsobila veľmi podobne, líši sa iba rozsah zmien. Albánsko sa opäť výrazne líši, zaujímavý je pohľad na rastúce vládne výdavky, najvýraznejšie v celom regióne. Čierna

Hora už v roku 2009 začala v dôsledku znížených príjmov reštriktívnu fiškálnu politiku, čo potvrdzuje jej bezbrannosť voči krízam. Čierna Hora neuplatnila fiškálnu politiku ani v dlhom období. Vládne výdavky boli v roku 2014 nižšie než v roku 2008. Pri porovnaní s dlhším obdobím je najzaujímavejší pohľad na Srbsko. Ten by potvrdzoval ostrážitú reakciu centrálnej banky, ktorej trvalo dlhší čas nechať oslabiť srbský dinár, a tým podporiť export.

Osobitne treba spomenúť druhú recesiu v roku 2012, ktorá bola dôsledkom dlhovej krízy v eurozóne a neuváženej monetárnej politiky ECB. Tá uvalila do recesie všetky krajiny regiónu okrem Albánska, ktorému ale spomalila tempo rastu HDP, ktoré sa doteraz nedostalo na úroveň pred roka 2012. Rok 2012 je zároveň posledným rokom, kedy sa Banke Albánska podarilo dosiahnuť stanovený inflačný cieľ a to na jeho spodnej hranici. Odvtedy je inflácia v Albánsku nižšia než cieľ centrálnej banky. Najvýraznejší prepád zaznamenala Čierna Hora, zrejme kvôli najtesnejšiemu prepojeniu na monetárnu politiku ECB.

Graf 38 Tempo rastu HDP (2009 - 2014)



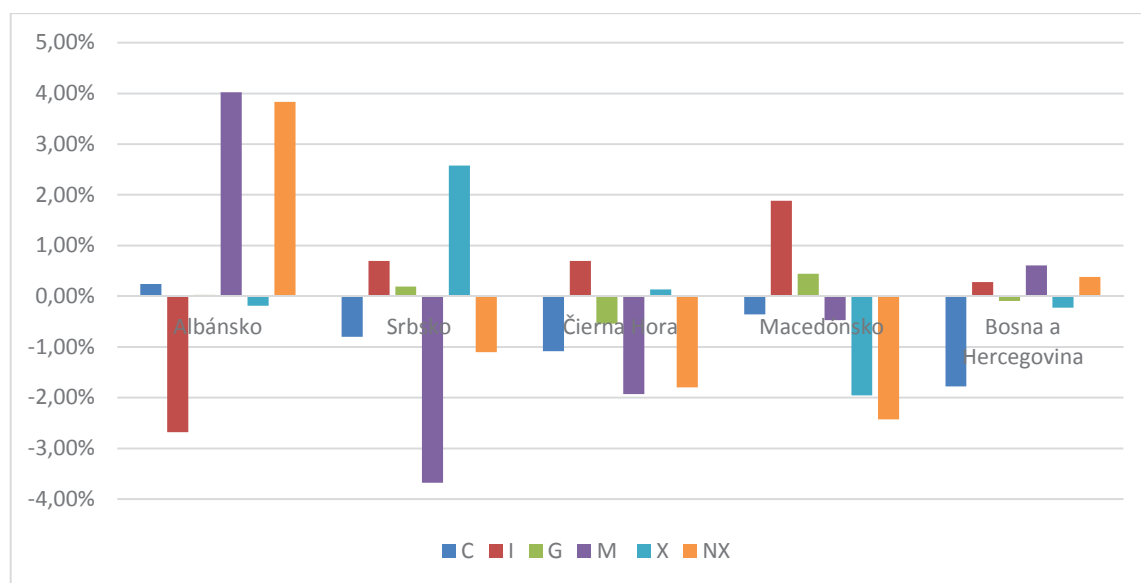
Prameň: vlastné spracovanie údajov World Bank

Čo sa týka dopadu na jednotlivé zložky HDP, táto recesia mala rôznorodé dôsledky. Spoločné trendy mala recesia v Srbsku, Čiernej Hore a Macedónsku, kde síce nastal nárast investícií, no zároveň aj importu, čo sa negatívne prejavilo znížením čistého exportu. Najvýraznejší nárast importu bol zaznamenaný v Srbsku, no veľkú časť z neho vykryl nárast exportu z dôvodu oslabenia domácej meny.

Tieto krajiny spolu aj s Bosnou a Hercegovinou zaznamenali aj pokles domácej spotreby. Tá rástla jedine v Albánsku, ktorého kontúry medziročnej zmeny HDP v roku 2012 sa najviac vymykajú vzorke. Recesia sa tu neprejavila hlavne kvôli poklesu importu, no v Albánsku ako jedinej krajine bol zaznamenaný pokles investícií.

Najvýraznejšie vládne škrty sa udiali v Čiernej Hore. Negatívny dopad na HDP mali vládne výdavky i v Bosne a Hercegovine. Tá zaznamenala najvýraznejší prepád spotreby. Naopak Macedónsku sa z našej vzorky najviac znížil export.

Graf 39 Podiely na raste HDP v roku 2012



Prameň: vlastné spracovanie údajov World Bank

Mnohé z týchto zistení nemožno priamo účinne potvrdiť ani vyvrátiť, preto sa pokúsime niektoré tézy otestovať vektorovou autoregresiou, ktorej účelom je odhaliť základné transmisné mechanizmy v jednotlivých ekonomikách a odhaliť, aký dopad majú jednotlivé politiky.

3.3 Vektorová autoregresia

Na odhalenie základných transmisných mechanizmov a dopadu jednotlivých politík na ekonomiku sme použili vektorovú autoregresiu (VAR), kde:

$$Y_t = A(L)Y_{t-1} + B(L)X_t + \varepsilon_t$$

Pričom Y_t je vektorom endogénnych premenných, X_t vektorom exogénnych premenných a ε_t vektorom chýb.

Základné endogénne premenné sme na základe Choleského rozkladu na dolnej trojuholníkovej matici stanovili v nasledovnom poradí (podľa miery exogenity): HDP (v reálnych cenách), vládne výdavky, CPI, repo sadzby, M3 (v prípade Macedónska M4, keďže M3 NBRM nevykazuje; vo všetkých troch krajinách je to finálny agregát vykazovaný centrálnou bankou) a reálny výmenný kurz domácej meny a eura; všetky premenné sú vyjadrené ako medzikvartálne diferencie.

Ako exogénne premenné sme jednotne stanovili vývoj cien ropy a úrokových sadzieb ECB (hlavná refinančná sadzba) a vytvorili sme si umelú premennú (dummy variable) pre vplyv finančnej a hospodárskej krízy (od Q4/2008 s hodnotou 1, pred týmto kvartálom s hodnotou 0). Tá nám pomôže určiť, na ktoré premenné mala kríza signifikantný vplyv.

Vzhľadom na obmedzené údaje za Bosnu a Hercegovinu a Čiernu Horu sme mohli vektorovú autoregresiu realizovať len na dátach za Albánsko, Srbsko a Macedónsko. Tie sme následne diferencovali, aby boli údaje stacionárne. Vyššia hodnota pri teste stacionarity nám vyšla pri CPI a M3 v Srbsku (ale stále v rámci 10% intervalu). Rozpätie nášho časového radu je od Q1 2003 do Q1 2015.

Test „length criteria“ nám radil brať do úvahy štyri obdobia. To bolo možné iba v Albánsku. Pri Srbsku v prípade štyroch oneskorení model explodoval, v prípade troch bola zase prítomná autokorelácia reziduí. V Macedónsku bol pri štyroch a pri troch oneskoreniach problém s autokoreláciou reziduí. Preto sme pri oboch krajinách použili iba dve oneskorenia.

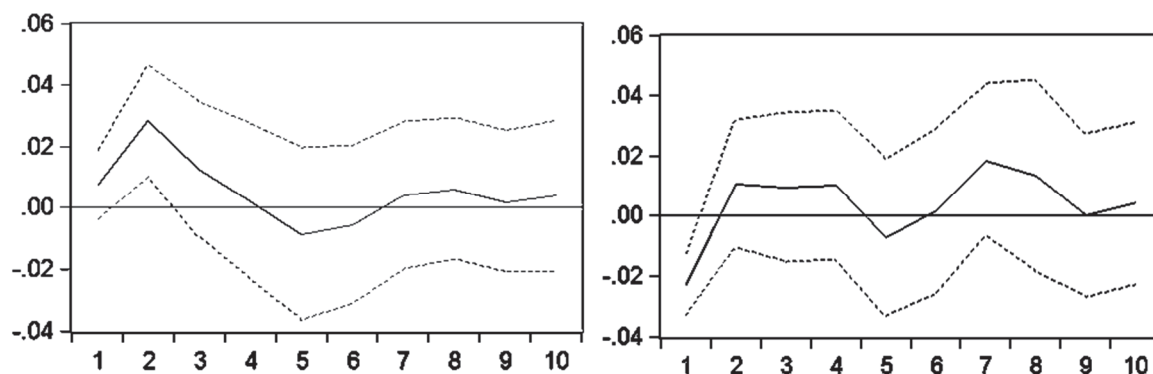
V prílohe sa nachádza výstup z modelovania, my sa v nasledujúcich podkapitolách venujeme tak, ako je to štandardné pri modeli VAR, vybraným významným reakčným funkciám vo VAR modeli pre jednotlivé krajiny. Tie popisujú reakcie vybranej premennej na šok v druhej premennej o hodnote štandardnej odchýlky v 5 % intervaloch. Osobitný dôraz sme dávali na variančnú dekompozíciu, ktorá hovorí o tom, nakoľko sú zmeny

v jednej premennej hnané šokmi priamo do premennej a nakoľko sú to šoky do iných veličín, ktoré sa v konečnom dôsledku prejavujú aj v pôvodnej premennej. Varičná dekompozícia teda zaznamenáva štruktúru jednotlivých šokov. V našom prípade v priebehu desiatich kvartálov. Vyberáme iba prípady, kedy sú šoky do danej veličiny signifikantne spôsobené inou veličinou a nie šokom do veličiny samotnej.

3.3.1 Reakčné funkcie a variančná dekompozícia v Albánsku

Ak inflácia v Albánsku stúpne o 0,004708 %, centrálna banka dvíha sadzby o 0,028346 percentuálnych bodov v priebehu dvoch kvartálov. Zvýšenie repo sadzieb o 0,048699 % má následne dopad na reálny výmenný kurz. Reštriktívna politika albánskej centrálnej banky predraží domáce tovary a služby v priebehu jedného kvartálu o 0,029105 percentuálneho bodu.

Graf 40 Reakcia repo sadzieb na šok v inflácii (1) a reakcia reálneho výmenného kurzu na šok v repo sadzbách (2)



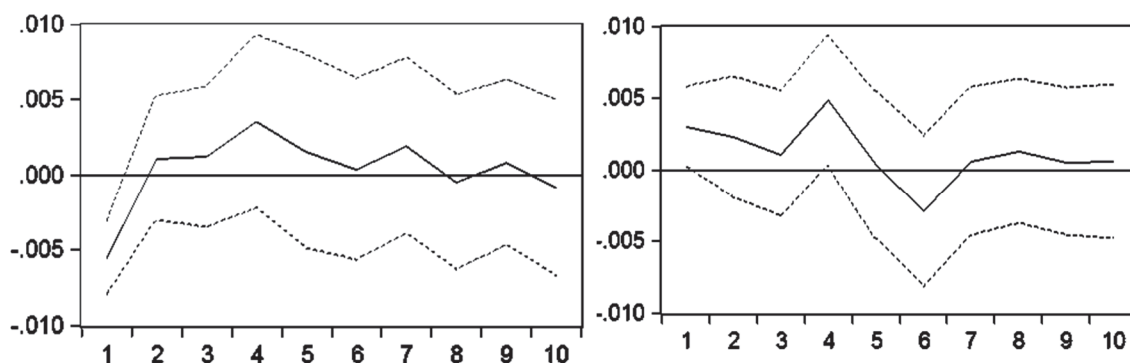
Prameň: vlastné spracovanie údajov Banky Albánska

Pomerne ešte výraznejšie reaguje reálny výmenný kurz na šok v inflácii. Zvýšenie inflácie o 0,004708 % má za následok zdraženie domácich tovarov a služieb o 0,005512 percentuálneho bodu v priebehu jedného kvartálu.

Na šok do outputu o veľkosti 0,023453 % reaguje reálny výmenný kurz pozitívne zvýšením (teda zlacnením tovarov a služieb) o 0,002989 percentuálnych bodov v priebehu jedného a o 0,004817 percentuálnych bodov v priebehu štyroch kvartálov. Z dôvodu rastu

outputu, rastie dopyt po importe, no zvýšený import nedokáže pokryť export, keďže ten závisí od zahraničného dopytu.

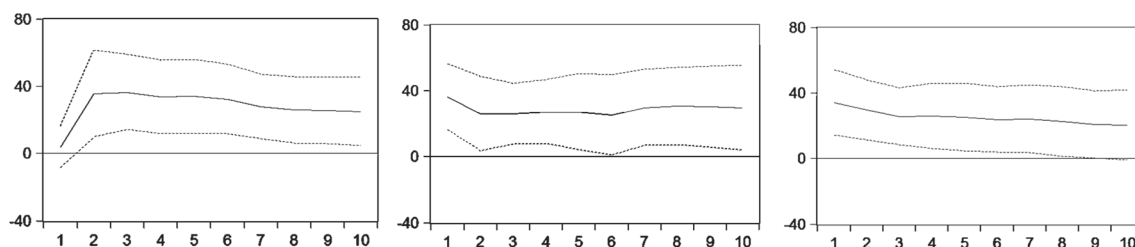
Graf 41 Reakcia reálneho výmenného kurzu na šok v inflácii (1) a outpute (2)



Prameň: vlastné spracovanie údajov Banky Albánska

Transmisný mechanizmus vidieť aj na variančnej dekompozícii. Šoky do repo sadziieb sú signifikantne spôsobené šokmi do inflácie na vyše 35 % od druhého kvartálu s mierne klesajúcou tendenciou a šokmi do reálneho výmenného kurzu na 36 % tiež s miernym klesaním. Ako ale vidieť na vzťahu šokov do reálneho výmenného kurzu, tie sú od prvého kvartálu na 34 % tvorené šokmi do inflácie, ktoré zaznamenávajú postupný pokles až na 20 %.

Graf 42 Podiel šokov do repo sadziieb z dôvodu šokov do inflácie (1) a reálneho výmenného kurzu (2) a podiel šokov do reálneho výmenného kurzu z dôvodu šokov do inflácie (3)

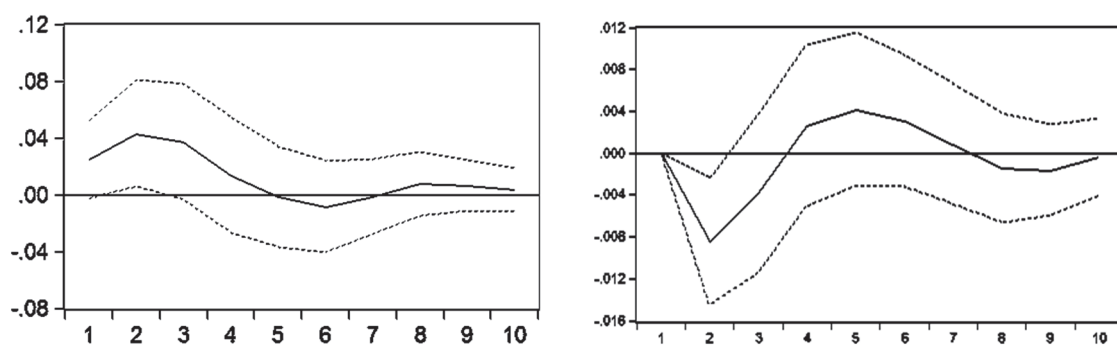


Prameň: vlastné spracovanie údajov Banky Albánska

3.3.2 Reakčné funkcie a variančná dekompozícia v Srbsku

V Srbsku sa nám potvrdil monetary offset, ktorý znefunkčňuje fiškálnu politiku. Centrálna banka svojimi úrokovými sadzbami reaguje na nárast vládnych výdavkov kontradiktívnou politikou. Tento vplyv sme v Albánsku nevideli. Zvýšenie vládnych výdavkov o 0,029054 % má vplyv na zvýšenie repo sadzieb Národnej banky Srbska o 0,042712 percentuálneho bodu po dobu troch kvartálov s vrcholom v druhom kvartáli. Naopak reálny výmenný kurz reaguje poklesom o 0,00847 percentuálneho bodu na šok v repo sadzbách o 0,126397 %.

Graf 43 Reakcie repo sadzieb na šok do vládnych výdavkov (1) a reálneho výmenného kurzu na repo sadzby

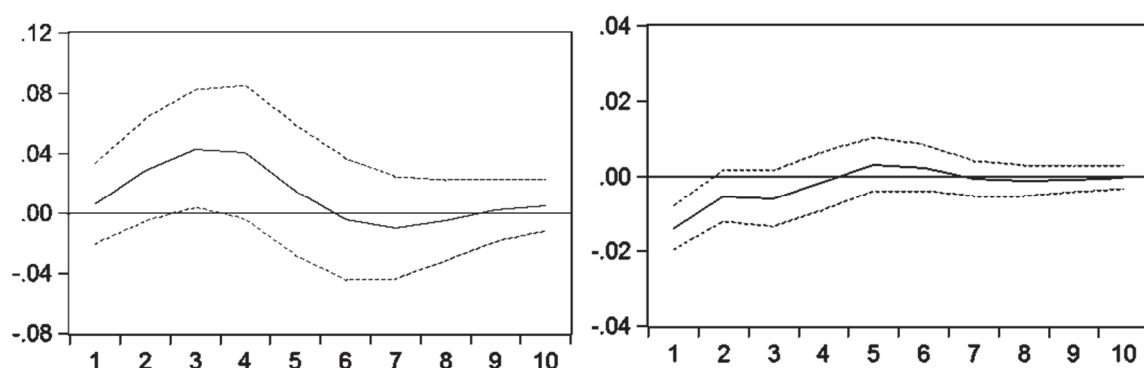


Prameň: vlastné spracovanie údajov Národnej banky Srbska

Vektorová autoregresia potvrdila inflačné cielenie v Srbsku. Na zvýšenie inflácie o 0,009834 % reaguje centrálna banka zvýšením úrokových sadzieb o až 0,042539 percentuálneho bodu v priebehu troch až štyroch kvartálov.

Na zmenu úrokových sadzieb signifikantne reaguje M3 a to už jeden kvartál po zmene. Zvýšenie sadzieb o 0,126397 % zníži agregát M3 o viac ako 0,014051 percentuálneho bodu. To indikuje význam úverového kanálu v Srbsku, ktorý citlivo reaguje na zmeny v monetárnej politike. Zvýšenie sadzieb vedie k signifikantnému obmedzeniu prístupnosti úverov.

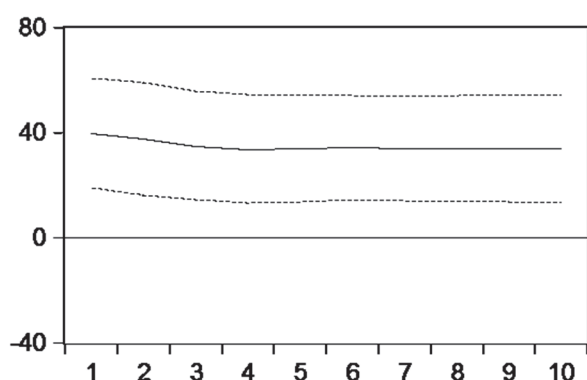
Graf 44 Reakcia repo sadzieb na šok do inflácie (1) a reakcia M3 na šok do repo sadzieb (2)



Prameň: vlastné spracovanie údajov Národnej banky Srbska

Ešte presvedčivejšie to ukazuje variančná dekompozícia šokov do M3. Tu jasne vidieť, že šoky do agregátu sú po celý čas z významnej časti tvorené šokmi do sadzieb Národnej banky Srbska a to v prvom kvartáli na 39 %, od štvrtého kvartálu ustálené na 34 %. Tesná väzba monetárnej politiky a úverovej aktivity je zjavná.

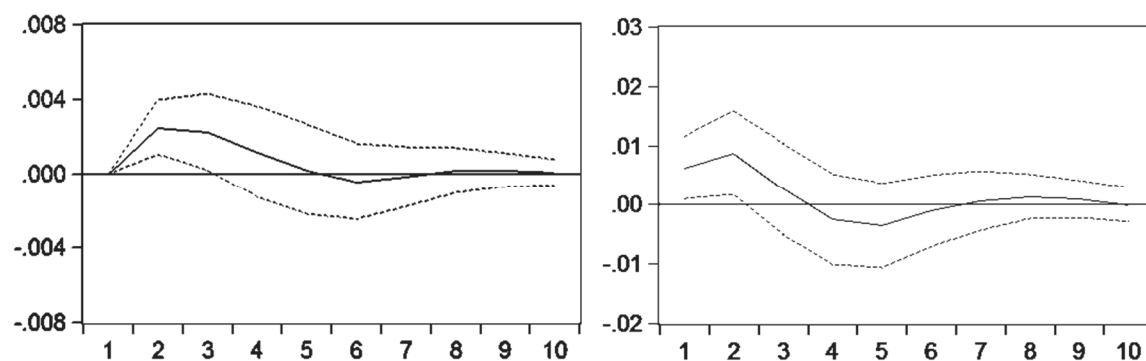
Graf 45 Podiel šokov do M3 z dôvodu šokov do repo sadzieb



Prameň: vlastné spracovanie údajov Národnej banky Srbska

Náš model potvrdil tvrdenie o tom, že inflačné očakávania sú podmienené očakávaním zmeny výmenného kurzu srbského dinára. Oslabenie kurzu RSD/EUR o 0,025678 % má vplyv na zvýšenie inflácie po dobu troch kvartálov o 0,02456 percentuálnych bodov. Naopak zvýšenie inflácie o 0,009834 % oslabí v priebehu dvoch kvartálov reálny výmenný kurz dinára o viac ako 0,008701 percentuálneho bodu. Vzťah medzi infláciou a výmenným kurzom je teda obojstranný, pričom inflácia na šok reaguje pomerne o niečo silnejšie než reálny výmenný kurz.

Graf 46 Reakcia inflácie na šok do reálneho výmenného kurzu (1) a reakcia reálneho výmenného kurzu na šok do inflácie (2)

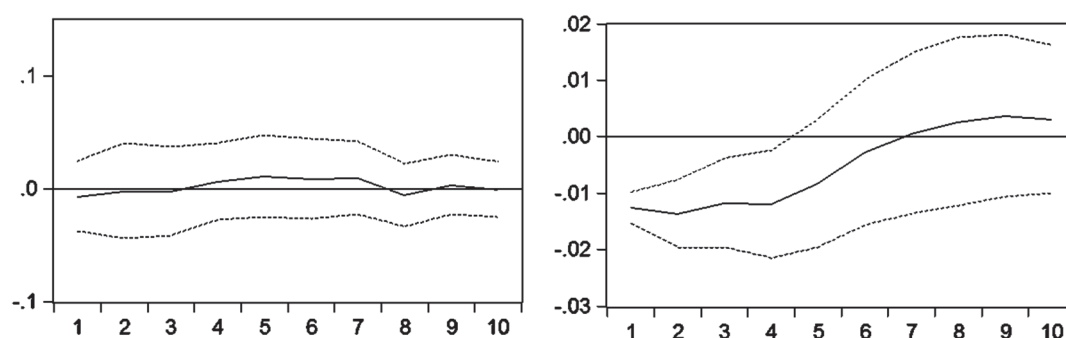


Prameň: vlastné spracovanie údajov Národnej banky Srbska

3.3.3 Reakčné funkcie a variančná dekompozícia v Macedónsku

V rámci reakčných funkcií sa nám potvrdilo, že centrálna banka vôbec nereaguje na infláciu, čo potvrdilo jej dôsledné cielenie nominálneho výmenného kurzu. Zvýšenie inflácie má ale výrazný vplyv na reálny výmenný kurz. To je typickým prejavom cielenia nominálneho kurzu, ktoré vykonáva Národná banka republiky Macedónsko. V prípade rýchlejšieho rastu domácej cenovej hladiny ako cenovej hladiny v eurozóne sa domáce tovary predražujú a zahraničné tovary zlacňujú. Tento prípad sa preukázal relevantný, čo potvrdzuje naše predošlé prepočty reálneho výmenného kurzu v krajine. Zvýšenie inflácie o 0,027034 % má dôsledok v zdražení domácich tovarov a služieb po dobu viac ako štyroch kvartálov s vrcholom v druhom kvartáli o 0,013501 percentuálneho bodu.

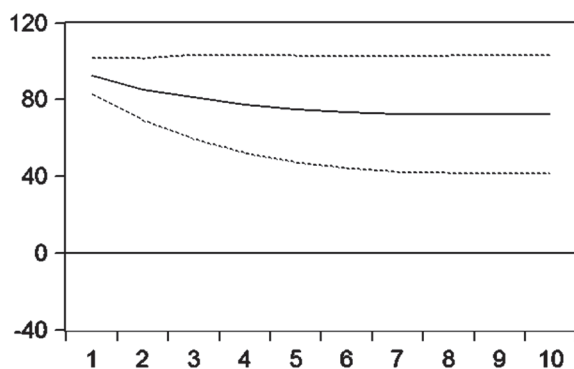
Graf 47 Reakcia repo sadzieb na šok do inflácie (1) a reakcie reálneho výmenného kurzu na šok do inflácie (2)



Prameň: vlastné spracovanie údajov Národnej banky Republiky Macedónsko

Na vzťah reálneho výmenného kurzu a inflácie jasne poukazuje variančná dekompozícia. Až 92 % šokov do reálneho výmenného kurzu v prvom kvartáli tvoria šoky do inflácie a tento podiel počas desiatich kvartálov neklesne pod 70 %.

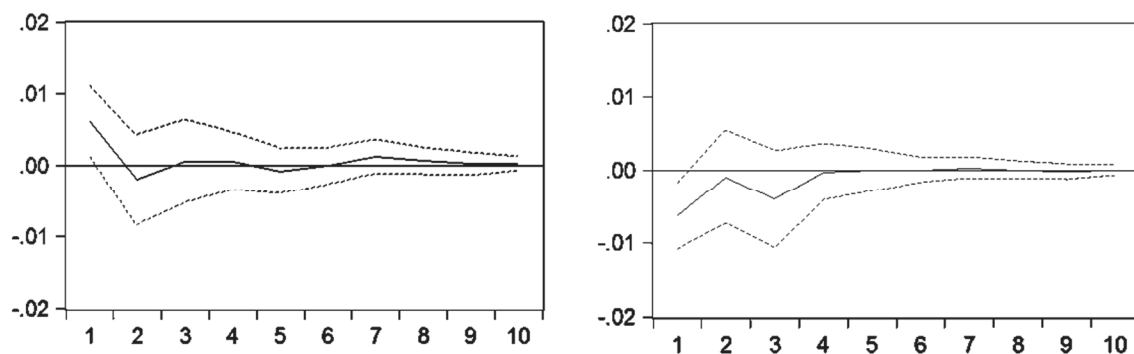
Graf 48 Podiel šokov do reálneho výmenného kurzu z dôvodu šokov do inflácie



Prameň: vlastné spracovanie údajov Národnej banky Republiky Macedónsko

Slabšiu odozvu badať aj pri M4 v reakcii na šok do outputu a vládnych výdavkov. V prípade nárastu outputu o 0,027011 % rastie aj úverová aktivita, čo má dôsledok v náraste M4 o 0,006182 percentuálneho bodu v priebehu jedného kvartálu. Na druhej strane nárast vládnych výdavkov o 0,045445 % má dôsledok v poklese M4 o 0,00629 percentuálnych bodov v priebehu prvého kvartálu po šoku. To naznačuje možnú prítomnosť vytlačacieho efektu vládnych výdavkov.

Graf 49 Reakcia M4 na šok do outputu (1) a vládnych výdavkov (2)



Prameň: vlastné spracovanie údajov Národnej banky Republiky Macedónsko

3.3.4 Porovnanie a sumarizácia výsledkov modelu VAR

V rámci exogénnych premenných sme testovali vplyv cien ropy, sadzieb ECB a našej umelej premennej predstavujúcej prítomnosť finančnej a hospodárskej krízy na vybrané ukazovatele (output, vládne výdavky, inflácia, reálny výmenný kurz, sadzby centrálnej banky a M3, resp. M4).

Iba v Macedónsku bol zaznamenaný signifikantný (pozitívny) vplyv úrokových sadzieb ECB a to konkrétne na M4 (koeficient 0,050362), čo jasne poukazuje na vplyv cielenia výmenného kurzu macedónskeho denára k euru.

Ceny ropy mali signifikantný vplyv tak v Macedónsku, pozitívny na M4 (koeficient 0,048078) a negatívny na vládne výdavky (-0,134392), ako aj v Srbsku, kde negatívne vplývajú na reálny výmenný kurz (-0,072894). Absenciu ich vplyvu v Albánsku možno odôvodniť rozsiahlymi zdrojmi ropy v krajine, ktoré sa v posledných rokoch stali hlavnou vývoznou komoditou.

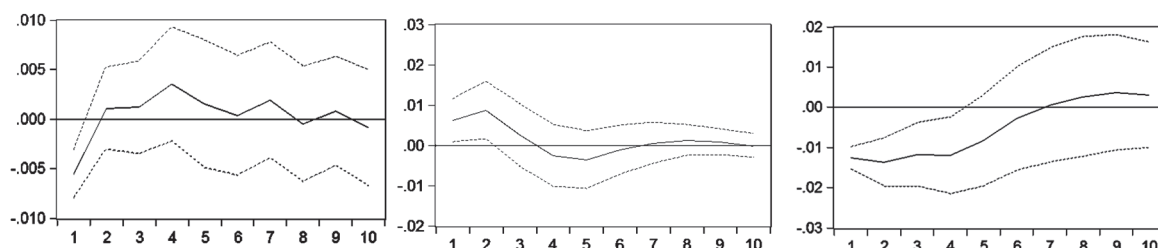
Vplyv finančnej a hospodárskej krízy bol signifikantný v Albánsku a Srbsku. V Albánsku mala kríza vplyv na pokles repo sadzieb Banky Albánska (koeficient -0,063901) a pokles M3 (-0,019120). Pokles M3 bol zaznamenaný aj v Srbsku (-0,049061), kde okrem toho kríza pôsobila negatívne na infláciu (-0,010141).

Tu je potrebné zdôrazniť, že na rozdiel od Albánska v Srbsku kríza nemala signifikantný vplyv na monetárnu politiku centrálnej banky. Zníženie inflácie v posledných rokoch teda nie je dôsledkom zlepšenia cielenia inflácie ako skôr osobitný pád z dôvodu finančnej a hospodárskej krízy a spomalenia rastu agregátneho dopytu v krajine i u zahraničných partnerov.

Vektorová autoregresia nám ale v prvom rade poukázala na to, že napriek tomu, že tak Srbsko ako aj Albánsko cieľia infláciu, v skutočnosti v mnohých oblastiach má albánska ekonomika bližšie k tej macedónskej, čo potvrdzuje naše predošlé zistenia o význame kredibility v našej skupine krajín.

Kým v Albánsku a Srbsku reaguje reálny výmenný kurz klasicky tak, že pri zvýšení inflácie domáce tovary a služby zdražujú (teda reálny výmenný kurz sa zníži), v Srbsku je situácia paradoxne opačná, čo zobrazuje Graf 51. Nárast reálneho výmenného kurzu je pritom zo svojej podstaty výpočtu nepriamo-úmerný rastu domácej inflácie. Paradoxná situácia v Srbsku naznačuje silnú volatilitu srbského dinára. A nielen to.

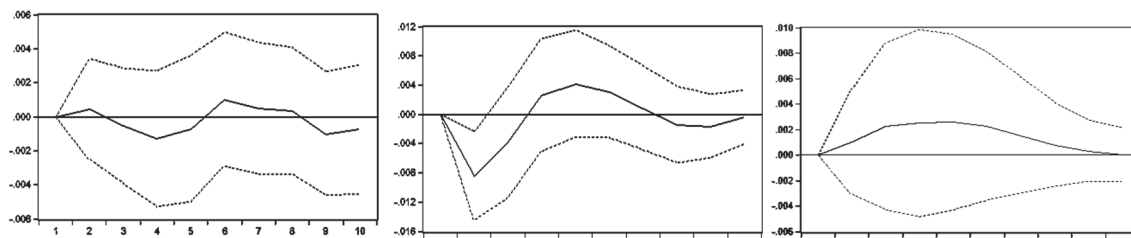
Graf 50 Reakcie reálneho výmenného kurzu na šok do inflácie v Albánsku (1), Srbsku (2) a Macedónsku (3)



Prameň: vlastné spracovanie údajov jednotlivých centrálnych bánk

To nie je jediný vzťah premenných, kde sa Srbsko vymyká ostatným dvom krajinám. Kým politika centrálnej banky v Albánsku a Macedónsku nemá dopad na reálny výmenný kurz, v Srbsku je to naopak. Ako vidieť na Grafe 52, Srbsko je jedinou krajinou so signifikantnou reakciou reálneho výmenného kurzu na šok v repo sadzbách.

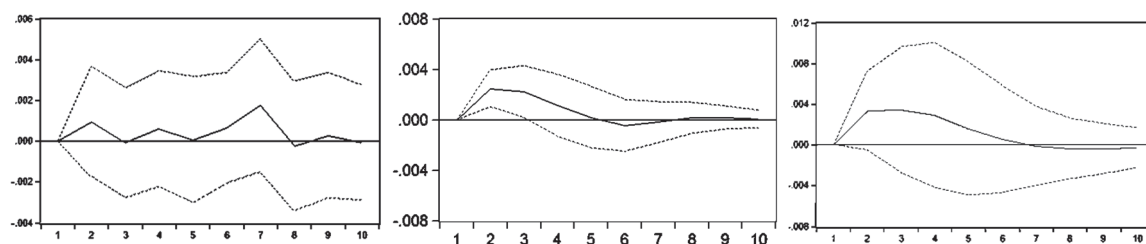
Graf 51 Reakcie reálneho výmenného kurzu na šok do repo sadzieb v Albánsku (1), Srbsku (2) a Macedónsku (3)



Prameň: vlastné spracovanie údajov jednotlivých centrálnych bánk

Volatilita dináru sa potvrdzuje aj v treťom prípade. Srbsko je jedinou krajinou so signifikantnou reakciou inflácie na reálny výmenný kurz. Ak domáce tovary a služby zlacnejú z pohľadu zahraničia, domáca inflácia vzrastie. To poukazuje na význam kanálu výmenného kurzu.

Graf 52 Reakcie inflácie na šok do reálneho výmenného kurzu v Albánsku (1), Srbsku (2) a Macedónsku (3)

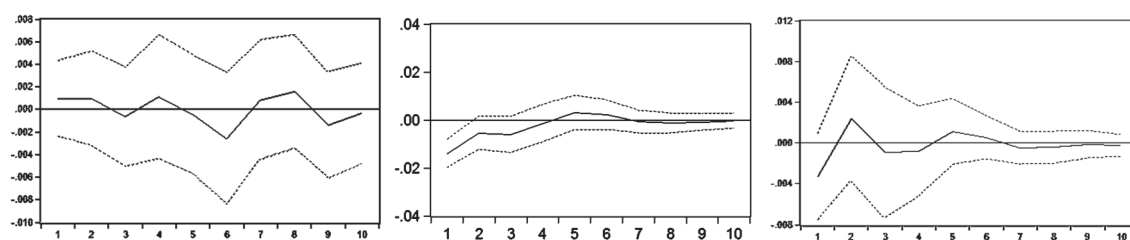


Prameň: vlastné spracovanie údajov jednotlivých centrálnych bánk

V neposlednom rade náš model naznačuje aj volatilitu úverovej aktivity v Srbsku, kde M3 ako jediné signifikantne reaguje na zmeny v politike centrálnej banky. Zvýšenie úrokových sadzieb má za následok zníženie agregátu. Podobný vzťah v ostatných krajinách nebadat'.

V kontexte s predošlými zisteniami sa nám potvrdzujú naše skoršie tvrdenia o silnej neformálnej dolarizácii krajiny, ktorá sťažuje až znemožňuje politiku centrálnej banky a prejavuje sa v silnej volatilitě kurzu dinára a eura, vysokej miere úverov indexovaných k cudzím menám a vo fakte, že inflačné očakávania viac odzrkadľujú očakávania budúceho vývoja kurzu srbského dinára.

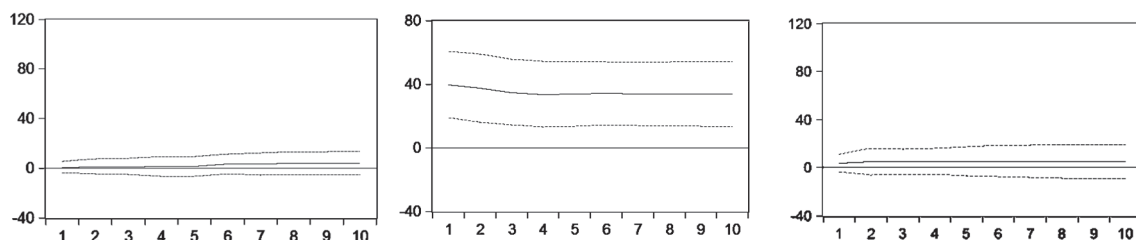
Graf 53 Reakcie M3 (resp. M4) na šok do repo sadzieb v Albánsku (1), Srbsku (2) a Macedónsku (3)



Prameň: vlastné spracovanie údajov jednotlivých centrálnych bánk

To je úplne zjavné pri pohľade na variančnú dekompozíciu zobrazenú na Grafe 55. Ten ukazuje podiel šokov do M3 (resp. M4) z dôvodu šokov do úrokových sadzieb. Kým v prípade Albánska a Srbska je tento vzťah zanedbateľný a nesignifikantný, v prípade Srbska vidieť jednoznačnú väzbu M3 na monetárnu politiku. Šoky do M3 sú tvorené šokmi do repo sadzieb v prvom kvartáli na 39 % a od štvrtého kvartálu ustálené na stabilných 34 %.

Graf 54 Podiel šokov do M3 (resp. M4) z dôvodu šokov do repo sadzieb v Albánsku (1), Srbsku (2) a Macedónsku (3)



Prameň: vlastné spracovanie údajov jednotlivých centrálnych bánk

Vektorová autoregresia nám teda potvrdila chýbajúcu kredibilitu srbskej centrálnej banky a paradoxné spoločné črty Albánska a Macedónska, čoby ekonomík s rozdielnym monetárnym režimom, ale s najvyššou kredibilitou v našej vzorke.

3.4 Zhodnotenie stanovených hypotéz

V priebehu vypracovania výskumu sme si zadefinovali tri hypotézy. Tie sme následne overovali. Na základe ich testovania sme prišli k nasledujúcim zisteniam:

Overenie hypotézy 1: Ak centrálna banka nechá lokálnu menu depreciovať, v kontexte s Mundellovým-Flemingovým modelom nastáva nárast v čistom exporte, čo vynahradí výpadok ostatných komponentov HDP.

Táto hypotéza sa nám nepotvrdila.

Čistý export narastal najvýraznejšie v krajinách s fixným kurzom. Jediná krajina, na ktorú by táto teória spadala je Srbsko, ktoré v dlhšom období skúmania (2009-2014) vykazovalo, že zvýšený export z dôvodu depreciácie domácej meny skutočne vyvážil pokles ostatných položiek (najmä investícií). Napriek tomu ekonomika reálne za toto obdobie de facto nerástla, takže efekt je diskutabilný.

Overenie hypotézy 2: Kľúčovým faktorom hospodárskeho rastu v časoch krízy a neistoty je kredibilita politik, a preto v rámci našej vzorky krajiny s vyššou kredibilitou monetárnej politiky zaznamenávajú vyšší rast HDP.

Túto hypotézu môžeme prijať.

Albánsko a Macedónsko, krajiny s najlepším hospodárskym výsledkom zo vzorky, možno považovať za ekonomiky s najvyššou kredibilitou. Ich monetárna politika bola v deväťdesiatych rokoch reformovaná a ustála aj počas menších kríz začiatkom milénia. V niektorých aspektov dnes vykazuje aj podobnú štruktúru, na čo poukázal náš model VAR. Na rozdiel od Čiernej Hory nemuseli dolarizovať ekonomiku, či ako Bosna a Hercegovina zaviazat' sa kryť domácu menu na 105 % cudzou menou. Bosna Hercegovina je navyše výrazne nestabilná krajina s komplikovanou a neefektívnou administratívou.

Srbsko zatiaľ nedosiahlo plnú kredibilitu monetárnych inštitúcií a fiškálna politika je asi najzraniteľnejšia z regiónu. Náš model VAR poukázal na to, že zníženie inflácie v Srbsku v posledných rokoch nie je dôsledkom zlepšenia cielenia inflácie ale skôr pád ako následok zníženia agregátneho dopytu z dôvodu finančnej a hospodárskej krízy. Náš model potvrdil silnú neformálnu dolarizáciu krajiny, ktorá sťažuje politiku centrálnej banky a má následky vo volatilitě kurzu dinára a vysokej miere úverov indexovaných k cudzím menám. Inflačné očakávania v Srbsku odzrkadľujú očakávania budúceho vývoja kurzu srbského dinára. Variančná dekompozícia šokov do M3 ukázala, že sú tvorené šokmi do repo sadzieb v prvom kvartáli na 39 % a od štvrtého kvartálu ustálené na stabilných 34 %, pričom v Albánsku a Macedónsku sú tieto šoky nesignifikantné a zanedbateľné.

Overenie hypotézy 3: Pri krajinách bez vlastnej meny a s fixáciou meny k euru má kríza vplyv na teritoriálnu štruktúru zahraničného obchodu v neprospech exportu do krajín s menou euro, resp. s fixáciou k tejto mene.

Táto hypotéza sa potvrdila.

V Čiernej Hore z dôvodu nevýhodného inflačného diferenciálu hodnota ich „domácej meny“ najviac vzrástla a to už bezprostredne v roku 2009 a trvá to dodnes. Teritoriálna štruktúra zahraničného obchodu sa odvtedy vyvíja výrazne v neprospech obchodu s krajinami s menou euro alebo fixáciou k tejto mene. Najvýraznejší prepád bol pri niekdajších hlavných partneroch Taliansku a Grécku. Kým v roku 2006 bol podiel Grécka a Talianska na exporte krajiny 52 %, v roku 2012 to bolo už iba niečo cez 4 %.

Nedostatok dát nám nedovolil dostatočne overiť túto hypotézu aj na príklade Bosny a Hercegoviny a Macedónska. Tie v rámci svojej teritoriálnej štruktúry nevykazovali Čiernu Horu a Kosovo osobitne už pred ich osamostatnením, nebolo možné z ich údajov vyvodiť, či ide o dlhodobý trend, krátkodobý výkyv alebo skutočne vplyv krízy. Keďže ucelené údaje z Čiernej Hory indikujú tento vplyv, hypotézu sme sa rozhodli prijať.

3.5 Závěry a odporúčania pre budúci vývoj

Albánsky monetárny rámec prešiel rôznymi výzvami i krízami. Na rozdiel od ostatných režimov v regióne sa mu podarilo získať kredibilitu bez straty flexibility výmenného kurzu. Menový režim prešiel postupnými zmenami jeho kontúr a dnes Albánsko *de facto* cieľi infláciu.

Cielenie medziročnej inflácie je ale zdrojom neistoty o cenovej hladine v dlhom období. Predpokladajme, že centrálna banka minie cieľ o 1 percentuálny bod päť rokov za sebou. Z toho môžeme vyvodiť, že cenová hladina bude zhruba o 5 percent nižšia v porovnaní so scenárom, kedy by cieľ dodržala. A funguje to aj naopak, keď centrálna banka prestrelí cieľ. V dlhom období je teda vyššia neistota o cenovej hladine, čo robí dlhodobé plánovanie komplikovanejším.

Centrálne banky zvyčajne cieľia infláciu v strednodobom období a málokedy definujú dlhodobý cieľ. To platí aj pri Albánsku. To vytvára pre centrálnu banku možnosť nepresne cieľiť zvolený cieľ, pokiaľ je to v stanovenom pásme (3 +/-1 %). Nakoniec je cenová hladina podstatne iná, než ekonomické subjekty v minulosti predpokladali.

Po krízach dôvery v rokoch 1997 a 2002 bola Veľká recesia ďalším testom pre albánsku monetárnu politiku, z čoho nám vyplývajú nasledovné zistenia:

1. Inflačný cieľ donútil Banku Albánska utiahnuť monetárnu politiku v roku 2008 ako reakciu na ceny ropy. To je niečo, čo by centrálna banka nemala robiť, aj keď mnoho krajín to v roku 2008 urobilo tiež, a neskôr to ľutovalo.
2. Inflačný cieľ pomohol zabezpečiť stabilné prostredie v roku 2009 a spolu s flexibilným výmenným kurzom bol kľúčom k úspechu albánskej ekonomiky.
3. Od roku 2013 sa Banke Albánska nedarí dodržať stanovený cieľ.
4. Úrokové sadzby Banky Albánska kontinuálne klesajú a pomaly sa ukazuje hrozba nulovej úrokovej sadzby. Nie je jasné, ako bude centrálna banka reagovať na túto situáciu.

V kontexte týchto zistení by bolo možno vhodné inovovať monetárny režim. Cielenie nominálneho HDP a cielenie cenovej hladiny majú rovnaké benefity ako inflačné cielenie, no majú menej nevýhod. Poskytujú nominálnu stabilitu ako inflačné cielenie, no nevyžadujú monetárne reštrikcie ako odpoveď na negatívne reálne šoky (ako napríklad ropné šoky). Poskytujú jasný prehľad o budúcej monetárnej politike, keďže opravujú minulé chyby. Tieto režimy sú vhodné aj preto, lebo ich mechanizmus funguje lepšie aj pri nulovej úrokovej

sadzbe. Lebo, keď sa tam raz ekonomika ocitne, už iba ťažko sa vráti späť, čo bolo potvrdené aj guvernérom St. Louis FED J. Bullardom (Da Costa, 2015).

Srbská monetárna politika by mohla byť charakterizovaná ako „inflation targeting lite“. Stone zdôrazňuje, že presunu k plne funkčnému inflačnému cieleniu by mali prechádzať štrukturálne reformy. To je pravdepodobne jeden z rozdielov medzi albánskym a srbským monetárnym režimom. Obe krajiny síce oficiálne cieľia infláciu, no iba Albánsko je v tom kredibilné. História zavedenia režimu v Albánsku začala oveľa skôr, než bol oznámený oficiálny prechod (je otázne, či sa tak vôbec stalo). Dôležité je, že všetky ukazovatele sú transparentné a publikované, čím si centrálna banka vytvára záväzok, ktorý Banka Albánska dodržiava.

M. R. Stone zdôrazňuje, že nasledujúce kroky smerom k funkčnosti inflačného cielenia by mali zahŕňať: limity financovania vlády centrálnou bankou, zvýšenie analytických kapacít centrálnej banky (organizačné zmeny) a zvýšenie transparentnosti zverejnených prognóz, identifikovanie hlavných transmisných kanálov a pozorné načasovanie prechodu k režimu (čo Srbsko už raz zmeškalo). (Stone, 2002)

Okrem prípadu Albánska by bolo zaujímavé preštudovať monetárnu históriu Poľska, ako možného príkladu pre Srbsko. Poľskej centrálnej banke sa podarilo získať kredibilitu a to napriek hyperinflačnej histórii. Dnes úspešne realizuje inflačné cielenie a plávajúci výmenný kurz. Taktiež je Poľsko jednou z mála ekonomík, ktoré v časoch Veľkej recesie rástli. Viac o tomto prípade možno nájsť v (Kokoszcyński, 2001) a (Pruski, 2002).

J. Fabris Srbsku navrhuje zaviesť plávajúci kurzový režim s ročným rozsahom prispôsobenia. Zdôrazňuje dôležitosť komplementarity medzi inflačným cieľom a devízovým kurzom v Srbsku. Národná banka by mala determinovať rozsah, v ktorom bude mena fluktuovať a intervenovať, ak kurz bude mať tendenciu opustiť pásmo. To by zabezpečilo predvídateľnú a kontrolovanú deprecáciu dinára, čo by ovplyvnilo následné inflačné očakávania. (Fabris, 2015)

S. Bungin, M. Reljić, B. Ivković považujú problém vysokej a volatilnej inflácie z väčšej miery za fiškálny problém, ktorý by mohol byť eliminovaný disciplinovanejšou fiškálnou politikou (čo sa nám v prípade Srbska potvrdilo). Cielenie výmenného kurzu považujú za časovo ohraničené a cielenie menových agregátov za nespoľahlivé riešenie. Navrhujú Srbsku udržať si inflačné cielenie a pokúsiť sa znížiť pomer neformálnej dolarizácie ekonomiky. (Bungin – Reljić – Ivković, 2015)

Čo sa týka vysokej dolarizácie, ktorá obmedzuje srbskú monetárnu politiku, A. Chailloux, F. Ohnsorge a D. Vavra vidia pozitívny trend. Podľa nich je pravdepodobné, že

sa počas najbližších rokov množstvo devíz v rámci aktív bánk zmenší, keďže dotovanie materskými bankami už teraz klesá, čím sa zvýšia náklady na úkony v cudzej mene. Podobne kvôli reforme Schengenského vízového režimu sa očakáva zníženie remitencií. Každopádne kľúčová bude reakcia centrálnej banky (obzvlášť jej tendencie báť sa nechať plávať kurz) a to, ako sa bude vyvíjať kredibilita inštitúcie. (Chailloux – Ohnsorge - Vavra, 2010)

Srbsko momentálne prežíva obdobie dezinflácie (medzi rokmi 2008 a 2014 klesla ročná miera inflácie zhruba o desať percentuálnych bodov), čo môže byť dôvodom zníženého outputu. Miera inflácie je ale silne volatilná a je pravdepodobné, že centrálna banka ju stále nemá ani zďaleka pod kontrolou. Diskutabilné je, podľa čoho si určuje cieľ – či náhodou iba nepredvída budúci vývoj miesto definovania skutočného cieľa, ktorý chce dodržať. Náš model VAR to naznačuje, keďže kríza mala významný vplyv na infláciu, no nie až tak na úrokové sadzby.

Prijatie currency board arrangement v Bosne a Hercegovine bolo argumentačne kryté skôr po politickej stránke, než tej ekonomickej. Currency board zbavil centrálnu banku možnosti aktívne zasahovať, ak je to potrebné, no čo je hlavné, poskytol tejto politicky nestabilnej krajine aspoň trochu stability a istoty.

Význam tohto opatrenia bol potvrdený aj v roku 2014, keď sa jeden z najvyšších predstaviteľov krajiny, prezident srbskej entity Republika srbská M. Dodik nechal počuť, že krajina by mala opustiť tento menový režim a začať tlačiť *„ďalšie peniaze na pokrytie narastajúcich rozpočtových deficitov na skoro všetkých administratívnych úrovniach.“* (Latal, 2015)

V krajine pretrváva veľké riziko, že ak opustí CBA, krajina zakrátko padne do hyperinflácie a chaosu. Aj napriek slabým hospodárskym výsledkom počas Veľkej recesie má teda menový režim pre Bosnu a Hercegovinu stále racionálny základ a jeho udržiavanie je v tomto kontexte pochopiteľné.

Čierna Hora je v nezávideniahodnej situácii bez akejkoľvek obrany proti externým šokom. Zavedenie vlastnej meny niekedy v budúcnosti je veľmi nepravdepodobné a asi aj ťažko realizovateľné. Pravdepodobne jedinou šancou, ako zlepšiť túto nezávideniahodnú situáciu, je koncentrovať sa na integračný proces do EÚ a stať sa regulárnou súčasťou eurozóny a byť súčasťou jej štruktúry vrátane účasti na tvorení oficiálnej politiky ECB.

Napriek tomu, že euro by malo byť zárukou pre investorov, krajine sa nedarí prilákať späť investície, ako sa to podarilo Macedónsku. Dôvodom je zrejme štruktúra investícií; pred krízou sa koncentrovali najmä v sektoroch stavebníctva a turizmu, ktoré vykazovali silné

príznaky prehriatia najmä v rokoch 2007 a 2008. Za toto obdobie sa investície v krajine zvýšili o skoro 230 %.

Macedónsko je najväčším prekvapením regiónu. Napriek tomu, že krajina cieľi fixný výmenný kurz, na rozdiel od Bosny a Hercegoviny a Čiernej Hory sa jej podarilo presvedčiť investorov, že je bezpečným miestom pre ich investície a stala sa investičným lídrom regiónu. Môže za to aj diferenciál úrokových sadzieb, ktorý zabezpečil najvyššiu návratnosť kapitálu. V Macedónsku boli najvyššie úrokové sadzby spomedzi krajín s fixným kurzom. To zabezpečilo investorom najvyššie zhodnotenie.

Krajina ale patrí medzi ekonomiky s negatívnym vývojom verejných financií a to napriek faktu, že od roku 2009 vláda znížila trend rastu svojich výdavkov. Podobný trend je aj v Bosne a Hercegovine a Čiernej Hore, týmto krajinám sa navyše nedarí ani naštartovať HDP. V Bosne a Hercegovine je ešte nástražná bomba v podobe chaotickej štruktúry štátnej správy bez vôle reformovať ju.

Najväčší problém s verejnými financiami má ale Srbsko, ktoré má nielenže vysoký verejný dlh, no vládne výdavky počas krízy rástli predkrízovým tempom bez pozitívneho dopadu na HDP. Až v posledných rokoch sa začal ich rast postupne spomaľovať. Okrem toho sa nám v rámci vektorovej autoregresie v krajine potvrdil monetary offset, teda situácia, kedy monetárna politika znefunkčňuje fiškálnu politiku opačnou reakciou.

4 Teoretické a praktické prínosy dizertačnej práce

Predkladaná dizertačná práca poskytuje ucelený pohľad na rozsah vplyvu finančnej a hospodárskej krízy na ekonomiky západného Balkánu, kde jej dôsledky trvajú dodnes. Kľúčovým faktorom, ktorý predkladanú prácu odlišuje od predošlých výskumov, je fakt, že doteraz sa nikto nezaoberal obdobne hlbokým komparatívnym výskumom pre daný región. Práca je taktiež výnimočná vo svojom dôraze na význam a historické súvislosti procesu budovania kredibility hospodárskych politík v regióne.

Teoretické prínosy našej práce vidíme v systemizácii poznatkov o stabilizačnej politike a jej možnostiach a limitách, kde sme kombinovali teoretické koncepty s empirickými poznatkami. V rámci prvej kapitoly sme syntetizovali poznatky o fiškálnej a monetárnej politike ako aj o medzinárodných rozmeroch stabilizačnej politiky, či už v podobe rôznych modelov šírenia sa finančných a hospodárskych kríz, Mundellovho-Felmingovho modelu alebo v rámci teórie optimálnej menovej oblasti.

Práca rozširuje štandardný koncept stabilizačnej politiky o kontext Veľkej recesie a problematiky malých otvorených ekonomík a to zakomponovaním pasce likvidity, dlhovej krízy, teórie racionálnych očakávaní, dilemy výberu optimálneho menového režimu a názorov trhových monetaristov, aktuálneho ekonomického smeru preferujúceho stabilizačnú politiku založenú na trhových ukazovateľoch.

Teoretické i praktické prínosy vidíme v syntetizácii poznatkov o budovaní kredibility hospodárskej politiky v ekonomikách západného Balkánu, čoby malých otvorených ekonomikách a v analýze vhodnosti jednotlivých menových režimov, ich efektov na hospodárstvo v krátkom i dlhšom období krízového vývoja. Vzhľadom na to, aký krehký je región západného Balkánu, sme dávali dôraz na dôsledné vysvetľovanie ekonomického rozmeru v historickom a politickom kontexte regiónu.

Praktickým prínosom je analýza vplyvu finančnej a hospodárskej krízy na jednotlivé krajiny a to tak jednotlivo za dané krajiny ako aj formou komparatívnej analýzy i ekonometrickou metódou vektorová autoregresia.

Vplyv krízy sme sledovali na kľúčových ekonomických ukazovateľoch a dopĺňovali sme ich o informácie o uplatňovaní konkrétnych špecifických politík. Osobitný dôraz sme venovali vplyvu krízy na komoditnú a teritoriálnu štruktúru zahraničného obchodu krajín západného Balkánu. Kde to bolo možné snažili sme sa údaje konfrontovať a syntetizovať ucelené informácie za región. Najmä pri teritoriálnej štruktúre sme sa snažili sledovať podiel

krajín s eurom na zahraničnom obchode jednotlivých ekonomík, a tým pádom hodnotiť vplyv fixácie meny, resp. plávajúceho výmenného kurzu na štruktúru zahraničného obchodu.

Podrobná analýza vektorovu autoregresiou vo vybraných krajinách nám zadefinovala signifikantné vplyv v rámci jednotlivých ekonomík a testovala vplyv finančnej a hospodárskej krízy na vybrané premenné. Výsledky vektorovej autoregresie s dôrazom na sledovanie reakčných funkcií, variančnej dekompozície a vplyvu exogénnych premenných nám potvrdili naše predpoklady o význame kredibility. V závere tretej časti sme poskytli konfrontáciu našich výsledkov s výsledkami iných autorov.

V neposlednom rade vidíme praktické prínosy vo formulovaní konkrétnych záverov a odporúčaní pre jednotlivé ekonomiky a ich stabilizačnú politiku. Osobitný dôraz sme dávali na to, aby bol predložený text pochopiteľný a vecný, čo sme sa najmä v teoretickej časti snažili doceliť použitím viacerých empirických príkladov.

Dôraz našej práce spočíval v analýze rozsahu vplyvu finančnej a hospodárskej krízy na vývoj kľúčových ekonomických ukazovateľov ekonomík západného Balkánu. Podarilo sa nám zistiť, že kľúčovým faktorom hospodárskeho výkonu krajín regiónu v čase finančnej a hospodárskej krízy bola kredibilita politik, na čo jasne poukázala nielen komparatívna analýza ale aj vektorová autoregresia, ktorá odhalila, že napriek rozdielnym menovým režimom je ekonomike Albánska bližšie Macedónsko než infláciu cieliace Srbsko.

V snahe zachytiť proces budovania kredibility a určiť, v ktorých krajinách hospodárska politika dosiahla kredibilitu, sme syntetizovali poznatky o vývoji fiškálnej a monetárnej politiky krajín západného Balkánu. Z toho nám vyplynulo, že viaceré z koreňov súčasného stavu kredibility siahajú ešte do čias socializmu a to najmä v prípade Juhoslávie. Nemenej dôležitou dekádou boli deväťdesiate roky, vo všetkých krajinách sprevádzané nepriaznivými politickými a ekonomickými udalosťami.

Región západného Balkánu sa týmto turbulentným historickým vývojom stal unikátom, keďže na malom území sa nachádza niekoľko homogénnych ekonomík. Naša práca poskytuje ucelenú analýzu vplyvu rozdielných menových režimov na ekonomiky západného Balkánu, ako aj dôsledkov z toho vyplývajúcich na štruktúru zahraničného obchodu. Okrem toho sme osobitne hodnotili vplyv dôsledkov vo vývoji svetového hospodárstva na teritoriálnu a komoditnú štruktúru zahraničného obchodu.

Následne sme na základe hospodárskeho vývoja krajín západného Balkánu zhodnotili, aký je ideálny menový režim pre malú otvorenú ekonomiku. Výsledkom ale nie je jeden režim, naša analýza ukázala, že kľúčovým faktorom je kredibilita politik a to, či sa

ju jednotlivé krajiny snažia docieľiť vzdaním sa časti či celkovej autonómnej stabilizačnej politiky.

Pri našom výskume sme sa stretli s viacerými obmedzeniami, ktoré nám neumožnili realizovať výskum v požadovanom rozsahu. Bola ním najmä kvalita a kvantita štatistík jednotlivých centrálnych bánk a štatistických úradov.

Napriek spolupráci s centrálnymi bankami sa nám nepodarilo zohnať dostatočné údaje. Napríklad Čierna Hora vôbec nesleduje menový agregát M0, a preto sme pri nej museli sledovať M1. Podobne nevykazujú kvartálne údaje. Bosna a Hercegovina, s výnimkou menových agregátov, má k dispozícii iba ročné údaje. Problémy boli aj s údajmi za komoditnú a teritoriálnu štruktúru zahraničného obchodu, ktoré jednotlivé štatistické úrady vykazujú rôzne.

Najlepšie dáta sa nám podarilo získať z Albánska, Srbska a Macedónska, no nie všetky premenné boli sledované za dostatočne dlhé obdobie, preto sme museli skracovať časový rad, čo nám ovplyvnilo výsledky.

Ďalším problémom je dĺžka časového radu. Naše dáta obsahujú ledva jeden hospodársky cyklus. Tým, že ekonomiky v deväťdesiatych rokoch z politických dôvodov zažívali neštandardné situácie (ako hyperinflácia, či občianska vojna), na výskum prirodzeného vývoja hospodárskeho cyklu sú tieto dáta nepoužiteľné. Dôsledky minulého vývoja v podobe dezinflácie v období zachytenom časovom rade nám ovplyvnili aj stacionaritu údajov v Srbsku (CPI a M3).

Čo sa týka námetov pre ďalší výskum, zaujímavé by bolo pozrieť sa na hospodársky vývoj v Kosove. Bohužiaľ, úroveň štatistík pre túto krajinu je nedostačujúca a aj keď sa tejto novej republike podarí dobudovať adekvátne štatistické inštitúcie, dáta za dostatočne dlhý časový rad nebudú roky.

Z nášho výskumu vyplývajú zaujímavé skutočnosti, ktoré by mohli byť podrobené ďalšiemu výskumu. Vhodnou témou by mohlo byť investičné prostredie v Macedónsku, ktoré ako jediná krajina dokázala v pokrízovom vývoji prilákať dostatočné množstvo investícií. Za samostatný výskum by stál boom v Čiernej Hore a aké mal následky na hospodárstvo. Na Albánsku je pozoruhodný rok 2014, kedy sa narušil pozitívny vývoj exportu i úsporné opatrenia vlády. To sa bude dať až za pár rokov, kedy bude jasné, či ide iba o krátkodobý výkyv, alebo o nový trend.

V Srbsku by bolo zaujímavé podrobne sa pozrieť na efekty dolarizácie na krajinu. To by bol možno aj zaujímavý komparatívny výskum, keďže všetky tieto krajiny sú silne neformálne dolarizované, resp. úvery a vklady v cudzej menej tvoria veľký podiel na celkovej hodnote. Táto neformálna dolarizácia má ale rozdielne efekty v rôznych krajinách. Kým v Srbsku spôsobuje nedôveru v domácu menu, v Albánsku centrálna banka nemá problém cieľiť infláciu. Pri tomto výskume ale opäť môže byť problém s dátami.

Bosna a Hercegovina je svojou neprehľadnou administratívnou štruktúrou a obmedzenými dátami náročná a ťažko uchopiteľná téma. Krajina je zaujímavá skôr z politického hľadiska, resp. z hľadiska teórie voľby, keďže ekonomické argumenty tu pri rozhodovaní hrajú obmedzenú rolu.

V neposlednom rade, ak to dáta dovoľia, bolo by vhodné uskutočniť podobný výskum na mesačných údajoch, kde by output nahradili indexy priemyselnej produkcie.

Záver

Finančná a hospodárska kríza, ktorá začala v roku 2008 a medzičasom dostala názov Veľká recesia, sa stala najväčšou globálnou hospodárskou krízou od Veľkej hospodárskej krízy. Kolaps finančného trhu v USA ovplyvnil aj reálnu ekonomiku a cez vzájomné prepojenie finančných i tovarových trhov ovplyvnil v podstate celé svetové hospodárstvo.

Koncom roka 2008 sa začínajú problémy objavovať aj v regióne západný Balkán. Tie naplno prepukli v roku 2009, kedy región, s výnimkou Albánska, upadol do recesie, ktorá v niektorých krajinách s prestávkami trvá dodnes. V roku 2011 navyše ECB v prílišnom entuziazme neuvážene zdvihla svoje úrokové sadzby a podobne reštriktívnou politikou ju nasledovali ďalšie centrálné banky v Európe.

To spolu s vrcholiacou dlhovou krízou v eurozóne malo zásadný vplyv na hospodárstvo krajín západného Balkánu. Do regiónu sa vrátila recesia, ktorá jednak spomalila pozitívny vývoj v krajinách (v Srbsku ho dokonca zastavila), no zároveň nedôvera v udržateľnosť dlhového zaťaženia štátov, ktorá sa dovtedy veľmi nespochybňovala, vyvinula tlak na verejné financie a obmedzila možnosti fiškálnej politiky. Vlády i centrálné banky uplatnili rôzne politiky, ktoré mali rozličný efekt na hospodárstvo. Veľkú rolu na to, ako nakoniec reagoval output a ďalšie indikátory, mala kredibilita hospodárskych politik.

Na začiatku deväťdesiatych rokov začali krajiny budovať moderné inštitúcie a politiky. Jednotlivé krajiny sa líšili tak v rámci východiskových predpokladov, ako aj následného vývoja, ktorý obsahoval aj rôzne úskalia vrátane šokov ako hyperinflácia, občianske vojny, či ozbrojené výtržnosti. Krajiny reagovali na tieto výzvy rôzne, a aj preto dnes požívajú rozdielnu dávku kredibility, ktorá, zdá sa, bola kľúčová v časoch Veľkej recesie.

Kríza bola veľkým testom kredibility monetárnych režimov. Žiadna z krajín s fixným kurzom (Bosna a Hercegovina a Macedónsko) nebola nútená prehodnocovať svoj cieľ. Albánsko až do posledných dvoch rokov úspešne cielilo infláciu (ako jedna z mála krajín v Európe). Srbsko, naopak, stále nedokázalo získať kredibilitu a to najmä kvôli vysokej neformálnej dolarizácii.

Náš model VAR poukázal na to, že kríza mala v Srbsku vplyv na zníženie inflácie, no na rozdiel od Albánska tu nebol prítomný významný vzťah medzi krízou a úrokovými sadzami (tie sa v Albánsku znížili). To znamená, že zníženie inflácie v Srbsku v posledných

rokov nie je dôsledkom zlepšenia cielenia inflácie ako skôr pád čoby následok zníženia agregátneho dopytu z dôvodu finančnej a hospodárskej krízy.

Náš model potvrdil aj silnú neformálnu dolarizáciu krajiny, ktorá sťažuje až znemožňuje politiku centrálnej banky a prejavuje sa v silnej volatilitě kurzu dinára a eura, vysokej miere úverov indexovaných k cudzím menám a fakte, že inflačné očakávania viac odzrkadľujú očakávania budúceho vývoja kurzu srbského dinára.

Vysoká návratnosť kapitálu, kredibilná monetárna politika a predkrízové znižovanie daní pomohlo Macedónsku plne si obnoviť investičnú kapacitu. Žiadnej inej krajine v regióne sa to nepodarilo a od začiatku krízy trpia nedostatkom prílevu investícií. Zjavné je to najmä pri Čiernej Hore, kde vyzerá byť celý vývoj od roku 2006 do 2008 ako investičná bublina.

Rozdielne menové režimy mali nespochybniteľný vplyv na export. Devalvácia domácich mien v Albánsku a najmä v Srbsku naštartovali export. Flexibilný kurz umožnil albánskemu leku a srbskému dináru depreciovat' a to aj v reálnych hodnotách, kým reálny výmenný kurz konvertibilnej marky a macedónskeho denáru ostal viac menej bez výraznejšej zmeny.

Tá bola najzásadnejšia v Čiernej Hore, čo malo výrazný dopad na teritoriálnu štruktúru zahraničného obchodu a to v neprospech obchodu s krajinami s menou euro alebo fixáciou k tejto mene. Z dôvodu dlhovej krízy a pomalej internej devalvácie v Čiernej Hore sa predkrízový pozitívny pomer krajín eurozóny (a mien s fixáciou na euro) na exporte výrazne znížil. Kým v roku 2006 bol podiel Grécka a Talianska na exporte krajiny 52 %, v roku 2012 to bolo už iba niečo cez 4 %. Pri čistom exporte už ale väčšiu rolu zohral pokles prílevu investícií a kontrakcia importu, čo skreslilo vplyv poklesu exportu.

Tento vývoj potvrdzujú aj zmeny komoditnej štruktúry. Pred investičným boomom bolo niekoľko sektorov, ktoré dokázali vykázat' celkový prebytok v rámci svojej tovarovej skupiny. Exportná schopnosť viacerých sektorov prakticky zanikla v roku 2008. S výnimkou poklesu podielu trhových výrobkov nenastali v roku 2009 žiadne významné zmeny v štruktúre čiernohorského exportu a to napriek tomu, že sa výrazne znížil. Zachytené tendencie naznačujú, že zmeny v štruktúre exportu krajiny majú pôvod v predkrízovom boome, ktorý výrazne vychýlil ekonomiku z jej prirodzenej trajektórie.

V Macedónsku badať dva pokrízové trendy, ktoré ale so samotnou krízou zrejme spätosť nemajú. Ide o nárast podielu strojov, dopravných prostriedkov a najmä chemických produktov na exporte krajiny. Môže za to veľká investícia spoločností Johnson Matthey a Johnson Control v krajine z roku 2009. Z rovnakého dôvodu v krajine nastal nárast exportu

nastal do Nemecka a naopak importu z Veľkej Británie. Kríza mala dokázateľne najväčší vplyv na prepád exportu trhových výrobkov triedených hlavne podľa materiálu, konkrétne sa jedná o ferozliatiny.

Do krajín eurozóny a s fixáciou k euru smeruje z Albánska viac ako 85 % exportu a prichádza odtiaľ viac ako 60 % importu. Tieto jednoznačné pomery finančná a hospodárska kríza nezmenila. V roku 2010, kedy sa po roku obnovil rýchly rast exportu, podiel na exporte do ostatných krajín vzrástol z 11,58 % v roku 2009 na 22,76 % v roku 2010. V nasledujúcich rokoch sa ale podiel na exporte stabilizoval na 14 %, čo je stále viac než predkrízových približne 11 %. V rámci štruktúry importu k významnejším zmenám nedošlo. Kríza rovnako neviedla k štrukturálnym zmenám komoditnej skladby zahraničného obchodu. Jedinou výnimkou bol krátkodobý výkyv pri exporte „konštrukčných materiálov a kovov“, konkrétne chrómu, ktorý je jednou z najvýznamnejších položiek albánskeho vývozu.

V rámci zahraničného obchodu Srbska nebadáť výrazne zmeny v teritoriálnej štruktúre. To by mohlo potvrdzovať, že flexibilný výmenný kurz dinára zabezpečil prispôsobivosť na okolnosti v externom prostredí. Ani pri komoditnej skladbe nebadáť zásadné štrukturálne zmeny. Najväčšou zmenou je nárast podielu automobilového priemyslu z dôvodu investície Fiatu. Naopak pokles podielu exportu nastal pri trhových výrobkoch, tie v absolútnej hodnote stále nedosiahli predkrízový objem, ktorý mal pred rokom 2009 strmý rastový potenciál, zrejme z dôvodu zastavenia výroby železiarní v Smedereve.

V Bosne a Hercegovine je príznačný postupný pokles podielu exportu do Srbska, v rámci importu od roku 2009 významne narástol obchod s Ruskom. Najvýraznejší pokles podielu na exporte (v absolútnej hodnote pokles exportu o 42 %) bol zaznamenaný pri základných kovoch, ktorých najväčšou položkou tvorí hliník, ktorého ceny na svetových trhoch medzi rokmi 2008 a 2009 poklesli o polovicu.

Ukázalo sa teda, že v prípade krízy v krátkom období najcitlivejšie reagoval obchod s kovmi, v dlhom období význam hrali štrukturálne proporcie jednotlivých ekonomík, v prípade Čiernej Hory dané absenciou vlastnej meny, v prípade Macedónska vhodným investičným prostredím. Príklady Albánska a Srbska ukazujú, že flexibilný kurz poskytuje stabilitu pre vývoj zahraničného obchodu, najmä exportu. Tieto krajiny sa vyhli zásadným výkyvom. V Albánsku síce mierne vzrástol podiel obchodu s krajinami bez eura a fixácie k mene, ich dominantné postavenie (na rozdiel od Čiernej Hory) ostalo ale zachované.

Krajiny západného Balkánu sú malé otvorené ekonomiky, pre ktoré v súčasnej globalizovanej ekonomike nie je reálne byť úplne odolnými voči negatívnym externým vplyvom. V najbližšej dobe bude určite veľkou výzvou hlavne situácia v Európskej únii a to, či už stav verejných financií Grécka, ktoré je významným obchodným partnerom regiónu, prehlbovanie integrácie v rámci európskej menovej únie, či snahy ECB a EK naštartovať rast aj pomocou kvantitatívneho uvoľňovania.

Efektivita fiškálnej politiky sa ukázala značne diskutabilná. Ani rozsiahle vládne výdavky nedokázali naštartovať srbský rast. V Srbsku sa nám potvrdilo aj previazanie fiškálnej a monetárnej politiky v podobe tzv. monetary offset, kde expanzívnu fiškálnu politiku kompenzuje reštriktívna monetárna politika, a tým pádom nuluje jej efekt.

Navyše šíriaca sa nedôvera v stav verejných financií, ako dôsledok dlhovej krízy v eurozóne, vyvinula tlak na úsporné opatrenia. Skôr či neskôr začali všetky ekonomiky regiónu uplatňovať reštriktívnu fiškálnu politiku, pričom najvýraznejšia bola v Čiernej Hore, kde sú dnes vládne výdavky pod úrovňou roku 2008.

Náš výskum potvrdil, že hospodárska politika nie je ani tak o riešení problémov ako o ich predchádzaní. Kľúčovým faktorom vo vývoji ekonomík neboli ani tak samotné politiky ako skôr ich kredibilita. Len systematické štrukturálne zmeny podporujúce transparentnosť a zodpovednosť v definovaní a plnení cieľov jednotlivých politík môže zaručiť makroekonomickú stabilitu. Flexibilný výmenný kurz môže i nemusí pomôcť ekonomike, podobne ako určitá fixácia kurzu môže i nemusí zabezpečiť bezpečné investičné prostredie. Ak krajina nemá kredibilné inštitúcie a politiky, zraniteľnosť voči externým šokom je vyššia.

Najväčší test ale podstúpila monetárna politika. Práve tu sa najviac ukázal význam kredibility inštitúcií a politík. Flexibilný menový kurz má podľa Mundellovho-Flemingovho modelu zabezpečiť odolnosť ekonomiky voči externým dopytovým šokom, reálne sa tento predpoklad nepotvrdil. Albánsko i Srbsko cieľia infláciu, no iba Albánsko je v tom dlhodobo úspešné a teda kredibilné. Výsledky Albánska, či už v roku 2009, ale aj v celom období Veľkej recesie, ďaleko prevyšujú srbský hospodársky vývoj.

Podobné je to aj pri zvyšných krajinách s fixáciou meny. Jedine Macedónsko bolo schopné obnoviť rast a pomaly sa vracia do trendu. Dôvod je rovnaký, dolarizácia i currency board arrangement (teda menové režimy Čiernej Hory, resp. Bosny a Hercegoviny) sú skôr príkladom minulého nedostatku inštitucionálnej kredibility a núdzovým opatrením, než skutočným riešením problémov s monetárnou politikou. Na cielenie nominálneho výmenného kurzu, čo je prípad Macedónska, potrebuje centrálna banka dostatočnú kredibilitu a nástroje na realizáciu tejto politiky.

Nebezpečenstvo radikálnych zmien bez dostatočnej reformy inštitucionálneho rámca sa ukázalo byť najvýraznejšie v prípade Čiernej Hory. Dolarizácia ekonomiky síce priniesla investičný boom medzi rokmi 2006-2008, no pri prvom náznaku krízy nastal masívny odlev kapitálu. Navyše počas boomu stratili viaceré sektory konkurencieschopnosť a v podstate už od roku 2008 trpí čiernohorský export štrukturálnymi problémami.

No ani ekonomiky, ktoré vyšli z krízy najlepšie, nemôžu zaváhať. Tak Albánsko ako aj Macedónsko sú stále mimo predkrízový trend a možnosť, že ďalšiu krízu dôveryhodnosti nezvládnu, nemožno vylúčiť. Budovanie kredibilných inštitúcií je proces, ktorý sa nikdy nekončí. Vidieť to napríklad na Bank of Japan, či ECB, ktoré padli do pasce likvidity a nie sú schopné splňať stanovené ciele politik.

Výsledky nášho VAR modelu poukazujú na vysokú kredibilitu albánskej centrálnej banky a taktiež že kríza mala signifikantný vplyv na jej politiku. Úrokové sadzby Banky Albánska sa od začiatku krízy signifikantne znížili, na strane druhej, pri pohľade na aktuálne údaje, Albánsku hrozí pasca likvidity, keďže sa hodnoty inflácie začali v posledných rokoch odchyľovať mimo stanovené cieľové pásmo a úrokové sadzby sa nebezpečne začínajú blížiť k nule.

Tu by bolo vhodné začať debatu o inovácii menového režimu skôr, než bude neskoro. Možnými alternatívnymi scenármi by mohli byť cielenie cenovej hladiny alebo cielenie nominálneho HDP. V prípade, ak Albánsko padne do pasce likvidity, možnosťou realizovať inflačný cieľ bude asi už len český, resp. švajčiarsky scenár cielenia depreciovaného výmenného kurzu, a tým zvyšovanie likvidity na trhu. Macedónsko by mohlo zase začať úvahu o prechode na cielenie exportných cien, čo sa považuje za vhodnejší indikátor než samotný nominálny výmenný kurz.

Srbsko má pred sebou veľkú cestu, keďže je to jediná ekonomika, ktorá nedosiahla kredibilitu svojich inštitúcií (Čierna Hora a Bosna a Hercegovina ju získali len za cenu vzdania sa vlastnej monetárnej politiky). Najväčšou zábranou realizácie inflačného cielenia v Srbsku je pretrvávajúca vysoká nedôvera v domácu menu a silná neformálna dolarizácia ekonomiky, čo bude na srbskú centrálnu banku vytvárať tlaky na určité fixovanie meny.

Udržiavanie fixného kurzu je ale v Srbsku neuskutočniteľné. Len od krízy srbský dinár stratil zhruba polovicu svojej hodnoty. Ideálny režim by zrejme bol plávajúci kurzový režim s ročným rozsahom prispôsobenia. Potvrďuje to aj náš VAR model, ktorý odhalil to, že zmeny v inflácii sú v Srbsku podmienené zmenami v reálnom výmennom kurze RSD/EUR. Taktiež poukázal na to, že zníženie inflácie v Srbsku v posledných rokoch nie je dôsledkom zlepšenia cielenia inflácie ale skôr následkom zníženia agregátneho dopytu

z dôvodu finančnej a hospodárskej krízy. Okrem toho model odhalil prítomnosť monetary offset. Na strane druhej Srbsko vykazuje pomerne vysokú mieru zadlženia, prípadné úsporné opatrenia vynahradené monetárnou expanziou by tu nemuseli mať žiaden negatívny dopad na rast ekonomiky. Čierna Hora sa vzdala vlastnej meny a ostala najviac zraniteľnou voči fluktuáciám vo vývoji svetovej ekonomiky. Asi jedinou šancou, ako si zlepšiť svoju situáciu, je dôraz na integračný proces a skoré začlenenie krajiny do štruktúr ECB.

Bosna a Hercegovina je, naopak, stále nestabilnou krajinou, zmietanou vo vnútroštátnych konfliktoch a v sieti chaotickej štátnej štruktúry, ktorá bráni jednak efektívnemu využívaniu fiškálnej politiky, no hlavne akejkol'vek snahe o spoločnú reformu. Monetárne a fiškálne priority idú v Bosne a Hercegovine bokom, prvoradá je zásadná štrukturálna reforma, radikálne zmenšenie a sprehl'adnenie štátnej správy a zavedenie spoločných pravidiel na jednotlivých úrovniach samospráv. Až keď bude zabezpečená stabilita krajiny, až vtedy bude možné baviť sa o reálnych kontúrach reforiem monetárnej politiky, lebo akékoľvek uvoľnenie menového režimu (CBA) by v súčasných podmienkach znamenali hyperinfláciu a rozvrat krajiny.

So západným Balkánom sa často spája pojem „pušný prach Európy“. Pôvod tohto pojmu siaha do čias pred prvou svetovou vojnou a popisuje fakt, že mnohé nezhody tu končia ozbrojenými konfliktami.

Pri podrobnejšom pohľade je možné usúdiť, že veľa týchto konfliktov malo korene v hospodárskych problémoch. Či už to bola Veľká hospodárska kríza vedúca do druhej svetovej vojny, dlhová kríza vedúca k občianskej vojne v Juhoslávii, alebo neexistencia bankového sektora v Albánsku, ktorá sa skončila masovými demonštráciami a rabovaním vojenských skladov, čo malo značný vplyv na nadchádzajúcu vojnu v Kosove; zlá ekonomická situácia bola vždy predzvesťou niečoho ešte horšieho.

Dnes možno vidieť ako dlhotrvajúca recesia prispieva k eskalácii napätia v regióne. Bolo to prítomné pri futbalovom zápase medzi Albánskom a Srbskom v Belehrade v roku 2014. Je to zrejmé z občianskych protestov v Čiernej Hore, Albánsku i Macedónsku. Pozornému znalcovi regiónu určite neunikla ani eskalácia napätia medzi etnickými Albáncami a Macedóncami v Macedónsku a prehľubujúce sa národnostné nezhody v Bosne a Hercegovine.

Náš výskum týmto dostal ďalší rozmer a význam. Veríme, že jeho výsledky rozšíria diskusiu o uplatnení konkrétnych politík v tomto regióne, v ktorom podobné hospodárske krízy často viedli k nezmyselnej neznášanlivosti až násiliu.

Zoznam bibliografických odkazov

Knihy a monografie:

1. BERNANKE, B. S. 2000. *Essays on the Great Depression*. Princeton: Princeton University Press, 2000. 320 s. ISBN 9780691118208
2. CLAYTON, J. L. 2000. *The Global Debt Bomb*. New York: M. E. Sharpe, Inc., 2000. 208 s. ISBN 9780765604767
3. FRIEDMAN, M. – SCHWARTZ, A. J. 1971. *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton: Princeton University Press, 1971. 888 s. ISBN 9780691003542
4. KRUGMAN, P. [1999], 2009. *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*. New York : W.W. Norton & Company, 2009. 191 s. ISBN 978-0-393-07101-6.
5. KRUGMAN, P. – OBSFELD, M. – MELITZ, M. J. 2015. *International Economics: Theory and Policy*. 10th, global ed. Harlow : PEARSON, 2015. 785 s. The Pearson series in economics. ISBN 978-1-292-01955-0
6. LOVECRAFT, H. P. 2011. *The Complete Fiction*. New York: Barnes & Noble. 1112 s. ISBN 9781435122963
7. MANKIW, G. N. 2012. *Macroeconomics*. 8. vydanie. New York: Worth Publishers. 608 s. ISBN 978-1429240024
8. ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. 2003. *OECD Economic Surveys 2001-2002 - Federal Republic of Yugoslavia*, Paríž: OECD. 165 s. ISBN 9264099425
9. PENEV, S. 2012. *Economic and European Perspectives of Western Balkan Countries*. Beograd: Institute of Economic Sciences. 157 s. ISBN 978-86-89465-00-6
10. SLOMAN, J. 2006. *Economics*. 6. vydanie. Harlow: Pearson Education Limited. 853 s. ISBN 0273705121
11. WEITHMANN, M. W. 1996. *2000 let mezi východem a západem*. Praha: Vyšehrad. 437 s. ISBN 80-7021-199-7

Články z vedeckých časopisov, konferencií a zborníkov:

1. ANGELOVSKA BEZOVSKA, A. – BOGOEV, J. – MITRESKA, A. – KADIEVSKA VOJNOVIK, M. 2011. Investigating the Cyclical Behavior of Fiscal Policy in the Republic of Macedonia during the Period of Transition. In *Croatian Economic Survey*, ISSN 1846-3878, roč. 13, č. 1, s. 57-104
2. BUNGIN, S. – RELJIĆ, M. – IVKOVIĆ, B. (2015). Estimation of Transmission Mechanism of Monetary Policy in Serbia. In *Industrija*, ISSN 0350-0373, roč. 43, č. 3, s. 143 - 158

3. CANI, S.; HADËRI, S. 2002. Albanian Financial System in Transition: Progress or Fragility? In *Third National Conference; Bank of Albania in the second transition decade*, ISSN 2039-9340
4. CORDEN, W. M. 1972. Monetary Integration. In *Essays in International Finance*, roč. 1972, č. 93.
5. DELONG, J. B. 1998. Fiscal Policy in the Shadow of the Great Depression. In *The Defining Moment: The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century*, ISBN 0-226-06589-8 január, s. 67-85
6. DENNIS, R. 2001. Monetary Policy and Exchange Rates in Small Open Economies, In *FRBSF Economic Letter*, roč. 2001, č. 16
7. DJUROVIC-TODOROVIC, J. 2015. Results of Fiscal Consolidation in Republic of Serbia. In *Procedia Economics and Finance*, ISSN: 2212-5671, roč. 19, s. 110-121
8. DUMIČIĆ, K. – ČIBARIĆ, I. – HORVAT, N. 2007. THE ANALYSIS OF MONETARY TRANSMISSION MECHANISM IN CROATIA USING COINTEGRATION APPROACH. In *Croatian Operational Research Review (CRORR)*, ISSN 1848-0225, roč. 1, s. 210-220
9. ELEZI, T. 2014. Albanian Fiscal System Evaluation Through Some Economic Indicators. In *European Scientific Journal*, ISSN 1857 – 7431, roč. 10, č. 4, s. 173-183
10. FABRIS, J. 2015. Inflation Targeting in Serbia. In *Journal of Central Banking Theory and Practice*, ISSN 2336-9205, roč. 2015, č. 2, s. 59-74
11. FABRIS, N. 2006. Inflation Targeting With Special Review on Application in Serbia. In *Panoeconomicus*, ISSN 2217-2386, roč. 2006, č. 4, s. 389-405
12. FABRIS, N. 2014. The History of Money in Montenegro. In *Journal of Central Banking Theory and Practice*, ISSN 2336-9205, roč. 2005, č. 1, s. 5-18
13. FETAI, B. - ZEQIRI, I. 2010. The Impact of Monetary Policy and Exchange Rate Regime on Real GDP and Prices in Republic of Macedonia. In *Economic and Business Review*, ISSN 2335-4216, roč. 12, č. 4, s. 263-284.
14. FORTUZI, S. – DODA, S. 2015. Fiscal Policy in Albania. In *International Journal of Economics, Commerce and Management*, ISSN 2348-0386, roč. 3, č. 6, s. 627-633
15. GALÍ, J. – MONACELLI, T. (2005). Monetary Policy and Exchange Rate Volatility in a Small Open Economy, In *Review of Economic Studies*, ISSN 1467-937X, č. 72, s. 707–734
16. GEDEON, S. J. 2010. The Political Economy of Currency Boards: Case of Bosnia and Herzegovina. In *South East European Journal of Economics and Business*, ISSN 2233-1999, roč. 5, č. 2, s. 19-32
17. ITO, T. – MISHKIN, F. S. 2004. Two Decades of Japanese Monetary Policy and the Deflation Problem. In *Monetary Policy under Very Low Inflation in the Pacific Rim, NBER-EASE*, ISBN: 0-226-37897-7, roč. 15, september, s. 131-201
18. JESEN, R. J. (1989). The Causes and Cures of Unemployment in the Great Depression. In *Journal of Interdisciplinary History*, ISSN 0022-1953, roč. 19, č. 4, jar, s. 553-583

19. KOKOSZCZYŃSKI, R. 2001. From Fixed to Floating: Other Country Experiences: The Case of Poland. In *Exchange Rate Regimes: Hard Peg or Free Floating?*
20. KOŽETINAC, G. (2011). Credibility and Monetary Policy: The Case of Serbia. In *Serbia and the European Union: Economic Lessons from the New Member States*, ISBN 978-972-9344-03-9, s. 105-117
21. KRUGMAN, P. – DOMINQUEZ, K. P. – ROGOFF, K. (1998). It's Baaack! Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap. In *Brookings Papers on Economic Activity*, ISSN 1533-4465, roč. 1998, č. 2, s. 137-205
22. KRUGMAN, P. (2012). Revenge of the Optimum Currency Area. In *NBER Macroeconomics Annual 2012*, ISSN 0889-3365, č. 27, s. 439-448
23. LAI, C.– GAU, J. (2003). The Chinese Silver Standard Economy and the 1929 Great Depression. In *Australian Economic History Review*, ISSN 1467-8446, roč. 43, č. 2, august, s. 155-168
24. LOVRINOVIĆ, I. – BEZANIĆ, M. 2004. A VAR Analysis of Monetary Transmission Mechanism in the European Union. In *Zagreb International Review of Economics & Business*. ISSN 1331-5609, roč. 7, č. 2, s. 27-42.
25. MAES, I. 1992. Optimum Currency Area Theory and European Monetary Integration. In *Tijdschrift voor Economie en Management*, ISSN 0772-7674, roč. 37, č. 2, s. 137-152
26. MATES, N. 2011. Currency Splits: When a Monetary Union Falls Apart. The Experience of former Yugoslavia in 1990-1992. In *CERGE-EI Insights*, roč. 2011, č. 1, s. 1-9
27. MIRDALA, R. 2008. Mundellov-Flemingov model otvorenej ekonomiky v podmienkach SR. In *Biatec*, ISSN 1335 – 0900, roč. 16, č. 2
28. MIRDALA, R. 2012. Vplyv reálneho menového kurzu na vývoj ekonomiky SR. In *Biatec*, ISSN 1335 – 0900, roč. 20, č. 4
29. MIRDALA, R. 2013. Systémy menových kurzov v krajinách strednej Európy (Teoretické aspekty verzus praktické skúsenosti). In *Biatec*, ISSN 1335 – 0900, roč. 21, č. 1
30. MCKINNON, R. 2000. Mundell, the Euro, and Optimum Currency Areas. In *Journal of Policy Modeling*, ISSN 0161-8938, roč. 22, č. 3, s. 311-324
31. MCKINNON, R. 1963. Optimum Currency Areas. In *American Economic Review*, roč. 53, č. 4, s. 717-725.
32. MCKINNON, R. 2004. Optimum Currency Areas and Key Currencies: Mundell I versus Mundell II. In *Journal of Common Market Studies*, ISSN 1468-5965, roč. 42, č. 4, 689-715.
33. MUNDELL, R. 1961. A Theory of Optimum Currency Areas. In *American Economic Review*, roč. 51, č. 4, 657-665
34. NAQELLARI, A. - PACUKAJ, S. - SHAHINI, E. 2014. Development of the Banking Market in Albania. In *European Journal of Sustainable Development*, ISSN 2239-5938, roč. 3, č. 3, s. 329-344
35. LUCAS, R. E. 2003. Macroeconomic Priorities. In *American Economic Review*, roč. 93, č. 1, s. 1-14.

36. LUČI, E. - FATOS I. 2005. A review of Albanian monetary targeting regime with insights into the future. In *Central Banking in the Time of Integration*, ISSN 1830-7159. s. 179-196
37. OROS, C. – ROMOCEA-TURCU, C. 2009. THE MONETARY TRANSMISSION MECHANISMS IN THE CEECS: A STRUCTURAL VAR APPROACH. In *Applied Econometrics and International Development*, ISSN 1578-4487, roč. 2009, č. 9-2, s. 73-67
38. PAVELKA, Ľuboš. (2014a). Negative Interest Rates of ECB and their Impact on the Economy and the Financial Sector in the EU. In *Application of knowledge in process of business dynamization in Central Europe*, ISBN 978-80-225-3994-4, s. 11-20
39. PAVELKA, Ľuboš. (2014b). Vplyv finančnej a dlhovej krízy ekonomík na správanie sa firiem v EÚ. In *Zmeny v spotrebiteľských trendoch a ich odraz v modifikáciách marketingových programov*, ISSN 1337-7493, s. 67-84
40. PETROVIĆ, Pavle – BOGETIĆ, Željko – VUJOČEVIĆ, Zorica. (1999). The Yugoslav Hyperinflation of 1992–1994: Causes, Dynamics, and Money Supply Process. In *Journal of Comparative Economics*, ISSN 0147-5967 roč. 27, s. 335–353
41. PÉTURSSON, T. G. 2004. Formulation of inflation targeting around the world. In *Monetary Bulletin*, roč. 2004, č.1, s. 57-84
42. PRUSKI, J. 2002. Poland as an Example of Successful Transiti on From Inflation Targeting Lite to Fully Fledged Inflation Targeting. In *Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems*, ISBN 9781589062177
43. SHIBAMOTO, M. – SHIZUME, M. 2011. How Did Takahashi Korekiyo Rescue Japan from the Great Depression? In *The Journal of Economic History*, ISSN 0022-0507 roč. 63, č. 1, marec, s. 127-144
44. STANIĆ, A. 2001. Financial Aspects of State Succession: The Case of Yugoslavia. In *European Journal of International Law*, ISSN 1464-3596, roč. 12, č. 4, s. 751-779
45. STONE, M. R. 2002. Inflation Targeting Lite. In *Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems*, s. 111-141
46. SUMNER, S. 2013a. Why the Fiscal Multiplier Is Roughly Zero. In *Mercatus on Policy*, september, s.1-4.
47. SWEENEY, J. – SWEENEY, R. J. 1977. Monetary Theory and the Great Capitol Hill Baby Sitting Co-op Crisis: Comment. In *Journal of Money, Credit and Banking*, ISSN 1538-4616 roč. 9, č. 1, s. 86-89
48. ŠEHOVIĆ, D. 2015. Analysis of Fiscal and Monetary Policies Coordination in Montenegro. In *Economic Annals*, ISSN 0013-3264, roč. XXI, č. 1-2(1), s. 66-69
49. TANKU, A. 2008. The Challenges of Changing Monetary Policy Setup. What Should Concern the Bank of Albania? In *Albania — Opportunities and Challenges in the Move Toward Emerging Market Status*
50. TEMIN, P. 1993. Transmission of the Great Depression. In *Journal of Economic Perspectives*, ISSN 0895-3309, roč. 7, č. 2, jar, s. 87-102
51. UVALIĆ, M. 2001. Federal Republic of Yugoslavia”, In *Journal of Southeast Europe and Black Sea Studies*, ISSN 1743-9639, roč. 1, č. 1, s. 183-194.

52. VELIU, M. 2008. The Role of Albanian Fiscal Policies to the Improvement of the Economy Situation. In *EuroEconomica*, ISSN 1582-8859 roč. 2008, č. 2, s. 102-110
53. VINAYAGATHASAN, T. 2014. Monetary policy and the real economy: A structural VAR approach for Sri Lanka. In *Asian Journal of Empirical Research*, ISSN 2224-4425, roč. 4, č. 1, s. 41-64
54. VIZEK, M. 2007. Econometric Analysis of Monetary Transmission Channels in Croatia. In *Privredna kretanja i ekonomska politika (Economic Trends and Economic Policy)*, ISSN 1847-7860 roč. 2006, č. 109, s. 28-61.
55. WERNER, J. – GUIHÉRY, L. – DJUKIC, O. 2006. Fiscal Federalism in Bosnia and Herzegovina: Ten Years after the Dayton Treatment and Still not in a Steady Condition. In *Journal of Economic Asymmetries*, ISSN 1703-4949, roč. 3, č.2, s. 125-148
56. ZUPCEVIC, M. – CAUSEVIC, F. 2009. Case Study: Bosnia and Herzegovina. In *Peace and Development Democratization, Poverty Reduction and Risk Mitigation in Fragile and Post - Conflict States*, s. 10-51

Working papers:

1. AVRAMOV, R. – GNJATOVIĆ, D. 2008. Stabilisation Policies in Bulgaria and Yugoslavia during communism's terminal years: 1980s economic visions in retrospect. In *Bank of Greece Working Paper*
2. BATINI, N. - LEVINE, P. – PEARLMAN, J. 2009. Monetary and Fiscal Rules in an Emerging Small Open Economy. In *IMF Working Paper*, č. WP/09/22
3. BEXHETI, A. 2010. *Anti-Crisis Measures in the Republic of Macedonia and their Effects – Are they Sufficient?* In *Bamberg Economic Research Group on Government and Growth*, č. 70
4. BLINDER, A. S. 1999. Central Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Build It? In *NBER Working Paper Series*
5. BOJIĆ-DŽELILOVIĆ, V. - CAUŠEVIĆ, F. – TOMAŠ, R. 2004. Bosnia and Herzegovina - Understanding Reform. In *The wiiw Balkan Observatory Working Papers*, č. 046
6. BORDO, M. D. – SIKLOS, P. L. 2015. Central Bank Credibility: An Historical and Quantitative Exploration. In *NBER Working Paper Series*
7. COATS, W. 2007. Monetary Policy Issues in Post Conflict Economies. In *Peace and the Public Purse: Economic Policies for Postwar Statebuilding*
8. CRNOBRNJA, M. – SAVIĆ, N. 2006. Economic Developments During Transition. In *Faculty of Economics, Finance and Administration*
9. DE PAOLI, B. 2004. Monetary Policy and Welfare in a Small Open Economy. In *CEP Discussion Papers*, č. 639.
10. FABRIS, N. – KILIBARDA, B. – KALEZIĆ, Z. – RADUNOVIĆ, M. – RAKOČEVIĆ, M. 2008. Foreign Direct Investments as Driving Force of Economic Development of Montenegro. In *Central Bank of Montenegro*, č. 16

11. FABRIS, N. – VUKAJLOVIĆ-GRBA, D. – RADUNOVIĆ, T. – JANKOVIĆ, J. 2004. Economic Policy in Dollarized Economies with a Special Review of Montenegro. In *Central Bank of Montenegro*, č. 1
12. CHAILLOUX, A. – OHNSORGE, F. - VAVRA, D. 2010. Euroisation in Serbia. In *European Bank for Reconstruction and Development Working Paper*, č. 120
13. KANDA, D. 2006. Credit Flows, Fiscal Policy, and the External Deficit of Bosnia and Herzegovina. In *IMF Working Papers*, č. WP/06/276
14. KOTA, V. 2011. The persistence of inflation in Albania. In *Bank of Albania Working Papers*
15. MEROLA, R. 2010. Optimal monetary policy in a small open economy with financial frictions. In *Discussion Paper Series 1: Economic Studies*, č. 2010,01
16. MONGELLI, F. P. 2002. „New“ views on the optimum currency area theory: What is EMU telling us? In *European Central Bank Working Papers*, č. 138
17. MUÇO, M. 1997. Economic Transition in Albania: Political Constraints and Mentality Barriers, In *NATO Individual Fellowship Program*
18. PARRADO, E. 2004. Inflation Targeting and Exchange Rate Rules in an Open Economy, In *IMF Working Paper*, č. WP/04/21
19. PELIN BERKMEN, S. 2012. Bank of Japan's Quantitative and Credit Easing: Are They Now More Effective?, In *NBER Working Paper Series*
20. PERSSON, T. – TABELLINI, G. 1997. Political Economics and Macroeconomic Policy, In *NBER Working Paper Series*
21. PETKOVSKI, M. – BISHEV, G. 2004 Understanding Reforms in Macedonia. In *The wiiw Balkan Observatory Working Papers*, č. 042
22. RAJKOVIĆ, I. – UROŠEVIĆ, B. 2014. Dollarization of deposits in short and long run: evidence from CESE countries, In *National Bank of Serbia Working Paper Series*
23. REINHART, C. M. – ROGOFF, K. S. 2010. Growth in a Time of Debt. In *NBER Working Paper Series*
24. SHIJAKU, Gerti – GJOKUTA, Arlind. 2013. Fiscal Policy and Economic Growth: The Case of Albania. In *Bank of Albania Working Papers*
25. TREICHEL, W. 2002. Stabilisation Policies and Structural Reforms in Albania Since 1997 – Achievements and Remaining Challenges. In *Policy Discussion Paper*, PDP/02/2

Vedecko-kvalifikačné práce:

1. FETAI, B. 2008. *Optimal Strategy of Monetary and Fiscal Policy in Function of Maintaining Macroeconomics Stability in the Republic of Macedonia* : dizertačná práca. Ľubľana: The University of Ljubljana, 2008, 254 s.
2. TEPAVCEVIC, S. 2013. *Russian Foreign Policy and Outward Foreign Direct Investments: Cooperation, Subordination, or Disengagement?* : dizertačná práca. Budapešť: Central European University, 2013, 235 s.

Internetové zdroje:

1. BANK OF ALBANIA. 2012. Monetary policy in Albania: from the past to the present. [online]. [cit. 2015-11-11]. Dostupné na internete: <https://www.bankofalbania.org/web/Monetary_policy_in_Albania_from_the_past_to_the_present_6899_2.php?kc=0,22,12,0,0>
2. BARAN, R. J. (bez dátumu). SOME OF THE SERIOUS CONDITIONS IN JAPAN AFTER WORLD WAR II. [online]. [cit. 2015-01-12]. Dostupné na internete: <<http://www.phoenixbonsai.com/bigpicture/PostWarJapan.html>>
3. BECKWORTH, D. 2013. The Wrong Debate: Helicopter Drops vs. Quantative Easing. [online]. [cit. 2015-01-06]. Dostupné na internete: <<http://macromarketmusings.blogspot.sk/2013/12/the-wrong-debate-helicopter-drops-vs.html>>
4. CAMPBELL, D. 2014. Yen devaluation is not a free lunch for Japanese economy. [online]. [cit. 2015-01-17]. Dostupné na internete: <<http://citywire.co.uk/wealth-manager/news/yen-devaluation-is-not-a-free-lunch-for-japanese-economy/a780960>>
5. CENTRALNA BANKA BOSNE I HERCEGOVINE. (bez dátumu). *Main Economic Indicators*. [online]. [cit. 2016-01-16]. Dostupné na internete: <http://statistics.cbbh.ba:4444/Panorama/novaview/SimpleLogin_en.aspx>
6. DA COSTA, P. N. 2015. Fed Should Consider New Ways to Counter Weak Growth, Bullard Says. [online]. [cit. 2016-01-15]. Dostupné na internete: <<http://blogs.wsj.com/economics/2015/05/28/fed-should-consider-new-ways-to-counter-weak-growth-bullard-says/>>
7. DELONG, J. B. 2013a. The Great Depression from the Perspective of Today, and Today from the Perspective of the Great Depression. [online]. [cit. 2015-01-05]. Dostupné na internete: <<http://delong.typepad.com/sdj/2013/10/the-great-depression-from-the-perspective-of-today-and-today-from-the-perspective-of-the-great-depression.html>>
8. DELONG, J. B. 2013b. Why Did Milton Friedman Think a Modern Economy Needed Heavy-Handed Government Regulation in the Liquidity Services Industry and Nowhere Else? [online]. [cit. 2015-02-01]. Dostupné na internete: <<http://delong.typepad.com/sdj/2013/08/why-did-milton-friedman-think-a-modern-economy-needed-heavy-handed-government-regulation-in-the-liquidity-services-industry-a.html>>
9. DEM, A. – MIHAILOVICI, G. - GAO, H. 2001. Inflation and hyperinflation in the 20th century – caused and pattern. [online]. [cit. 2015-02-12]. Dostupné na internete: <<http://www.itulip.com/Select/hyperinflation.pdf>>
10. FRIEDMAN, M. 1997. The Euro: Monetary Unity To Political Disunity? [online]. [cit. 2015-01-22]. Dostupné na internete: <<http://www.project-syndicate.org/commentary/the-euro--monetary-unity-to-political-disunity>>
11. HANKE, S. 2000. The Beauty of a Parallel Currency. [online]. [cit. 2016-01-19]. Dostupné na internete: <<http://www.cato.org/publications/commentary/beauty-parallel-currency>>
12. HOPE. K. 2013. Macedonia: Debt worries raise questions about state of public finances. [online]. [cit. 2015-08-21]. Dostupné na internete:

<<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/6267360e-13bd-11e3-9289-00144feabdc0.html#axzz3NxohM700>>

13. CHAMBER OF ECONOMY OF MONTENEGRO. (bez dátumu). *MONTENEGRO INVESTMENT OPPORTUNITIES*. [online]. [cit. 2016-01-12]. Dostupné na internete: www.mkik.hu/hu/letoltes/8199/a2e37

14. CHRISTENSEN, L. 2011. Milton Friedman on exchange rate policy #1. [online]. [cit. 2016-01-18]. Dostupné na internete: <<http://marketmonetarist.com/2011/10/28/milton-friedman-on-exchange-rate-policy-1/>>

15. CHRISTENSEN, L. 2012. Should small open economies peg the currency to export prices? [online]. [cit. 2016-01-15]. Dostupné na internete: <<http://marketmonetarist.com/2012/04/14/should-small-open-economies-peg-the-currency-to-export-prices/>>

16. CHRISTENSEN, Lars. 2013. Forget about Yellen or Summers – it should be Chuck Norris or Bob Hetzel. [online]. [cit. 2015-01-15]. Dostupné na internete: <<http://marketmonetarist.com/2013/07/31/forget-about-yellen-or-summers-it-should-be-chuck-norris-or-bob-hetzel/>>

17. INTERNATIONAL MONETARY FUND. 2015a. IMF Country Report No. 15/26. [online]. [cit. 2016-01-19]. Dostupné na internete: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2015/cr1526.pdf>>

18. INTERNATIONAL MONETARY FUND. 2015b. IMF Country Report No. 15/243. [online]. [cit. 2016-01-19]. Dostupné na internete: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2015/cr15243.pdf>>

19. INTERNATIONAL MONETARY FUND. 2015c. IMF Country Report No. 15/50. [online]. [cit. 2016-01-19]. Dostupné na internete: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2015/cr1550.pdf>>

20. JELAŠIĆ, R. 2008. Challenges in the introductory phase of inflation targeting. [online]. [cit. 2016-01-13]. Dostupné na internete: <https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/konference/download/cnb10y_it_20080408_Jelasic.pdf>

21. JORDANOVSKA, M. 2015. True Cost of ‘Skopje 2014’ Revealed. [online]. [cit. 2016-01-19]. Dostupné na internete: <<http://www.balkaninsight.com/en/article/true-cost-of-skopje-2014-revealed>>

22. KODHELI, M. 2008. Reasons that pushed Albania to Inflation Targeting. [online]. [cit. 2015-10-11]. Dostupné na internete: <http://dse.univr.it/phd/documents/seminars/PhD%202007-08/inflation_targeting_verona.pdf>

23. KRUGMAN, P. 2010a. The Spanish Prisoner. [online]. [cit. 2015-01-17]. Dostupné na internete: www.nytimes.com/2010/11/29/opinion/29krugman.html

24. KRUGMAN, P. 2010b. More On Friedman/Japan. [online]. [cit. 2015-01-11]. Dostupné na internete: <http://krugman.blogs.nytimes.com/2010/10/29/more-on-friedmanjapan/?_r=0>

25. KRUGMAN, P. 2011a. Debt and Growth in the G7. [online]. [cit. 2015-01-07]. Dostupné na internete: <<http://krugman.blogs.nytimes.com/2011/12/26/debt-and-growth-in-the-g7/>>

26. KRUGMAN, P. 2011b. IS-LMentary. [online]. [cit. 2015-01-21]. Dostupné na internete: <<http://krugman.blogs.nytimes.com/2011/10/09/is-lmentary>>
27. KRUGMAN, P. 2013. PPP and Japanese Inflation Expectations (Extremely Wonkish). [online]. [cit. 2015-01-21]. Dostupné na internete: <<http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/10/27/ppp-and-japanese-inflation-expectations-extremely-wonkish/>>
28. LATAL, S. 2015. Bosnian Monetary Policy Comes Under Attack. [online]. [cit. 2016-01-09]. Dostupné na internete: <<http://www.balkaninsight.com/en/article/bosnian-monetary-policy-comes-under-attack>>
29. MANN, C. L. 1999. Testimony: Dollarization as Diet [online]. [cit. 2016-01-07]. Dostupné na internete: <<http://www.iie.com/publications/testimony/testimony.cfm?ResearchID=343>>
30. NATIONAL BANK OF SERBIA. 2014. INFLATION REPORT. [online]. [cit. 2016-02-10]. Dostupné na internete: <http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/english/90/90_5/inflation_report_november_2014.pdf>
31. NATIONAL BANK OF SERBIA. 2014. *Target and actual inflation*. [online]. [cit. 2016-02-10]. Dostupné na internete: <http://www.nbs.rs/internet/english/30/30_9/kretanje_inflacije.html>
32. O'BRIEN, M. 2014. How the Fed Let the World Blow Up in 2008. [online]. [cit. 2015-01-03]. Dostupné na internete: <<http://www.theatlantic.com/business/archive/2014/02/how-the-fed-let-the-world-blow-up-in-2008/284054/>>
33. OANDA. (bez dátumu). *Average Exchange Rates*. [online]. [cit. 2015-10-10]. Dostupné na internete: <<http://www.oanda.com/currency/average>>
34. PELLIS, R. H. 2014. Great Depression. In *Encyclopædia Britannica*. [online]. [cit. 2015-01-20]. Dostupné na internete: <<http://www.britannica.com/EBchecked/topic/243118/Great-Depression>>
35. PETAK, Z. 2003. Political Economy Background of Yugoslav dissolution. [online]. [cit. 2016-01-22]. Dostupné na internete: <http://ostromworkshop.indiana.edu/seminars/papers/y673_spring_2003_petak.pdf>
36. PISHA, A. - VORPSI, B. 2010. Monetary policy in Albania during 20-th century economic crises: A comparative and historical perspective. [online]. [cit. 2015-10-08]. Dostupné na internete: <http://www3.tcmb.gov.tr/konferanslar/SEEMHN/sunumlar/Arta_Pisha-Besa%20Vorpsi.pdf>
37. ROHÁČ, D. 2011. A New Monetary Regime and the Future of Fiat Money. [online]. [cit. 2015-01-19]. Dostupné na internete: <<http://www.soundmoneyproject.org/wp-content/uploads/2011/03/Dalibor-Rohac.pdf>>
38. ROMER, C. D. 2003. Great Depression. In *Encyclopædia Britannica*. [online]. [cit. 2015-01-08]. Dostupné na internete: <http://eml.berkeley.edu/~cromer/great_depression.pdf>
39. SHEDLOCK, M. 2013. Government Spending as Percentage of GDP; Federal Deficit as Percentage of Revenue. [online]. [cit. 2015-01-13]. Dostupné na internete:

<<http://globaleconomicanalysis.blogspot.com/2013/08/government-spending-as-percentage-of.html#xVE5IKoCzbMGkHMe.99>>

40. SHUGHART II, W. F. 2008. Public Choice. [online]. [cit. 2016-02-28]. Dostupné na internete: <<http://www.liberalstudies.ca/wp-content/uploads/2014/11/Public-Choice-2014-Readings.pdf>>

41. SUMNER, S. 2010a. Beautiful models and inconvenient facts. [online]. [cit. 2015-01-14]. Dostupné na internete: <<http://www.themoneyillusion.com/?p=6405>>

42. SUMNER, S. 2010b. Why I don't believe in liquidity traps. [online]. [cit. 2015-01-18]. Dostupné na internete: <<http://www.themoneyillusion.com/?p=7960>>

43. SUMNER, S. 2011. Why Japan's QE didn't "work". [online]. [cit. 2015-01-14]. Dostupné na internete: <<http://www.themoneyillusion.com/?p=9404>>

44. SUMNER, S. 2013b. Money and Inflation, part 5: It's (almost) all about expectations. [online]. [cit. 2015-01-14]. Dostupné na internete: <<http://www.themoneyillusion.com/?p=20390>>

45. SUMNER, S. 2014a. Is Abenomics working? [online]. [cit. 2015-01-14]. Dostupné na internete: <http://econlog.econlib.org/archives/2014/03/is_abenomics_wo.html>

46. SUMNER, S. 2014b. Why are economists in denial about the eurozone? [online]. [cit. 2015-01-10]. Dostupné na internete: <<http://www.themoneyillusion.com/?p=27795>>

47. SUMNER, S. 2015a. American liberalism, circa 2007. [online]. [cit. 2015-01-19]. Dostupné na internete: <<http://www.themoneyillusion.com/?p=28466>>

48. SUMNER, S. 2015b. The implications of zero interest rates for monetary and fiscal stimulus. [online]. [cit. 2015-01-18]. Dostupné na internete: <http://econlog.econlib.org/archives/2015/01/the_implication.html>

49. SUMNER, S. 2015c. A few thoughts on Greece. [online]. [cit. 2015-01-17]. Dostupné na internete: <http://econlog.econlib.org/archives/2015/02/a_few_thoughts_1.html>

50. ŠTIBLAR, F. 2013. Economic Growth and Development in Post-Yugoslav Countries. [online]. [cit. 2016-02-10]. Dostupné na internete: <<https://www.wilsoncenter.org/article/economic-growth-and-development-post-yugoslav-countries>>

51. US INFLATION CALCULATOR. 2015. Historical Inflation Rates: 1914-2015. [online]. [cit. 2016-01-10]. Dostupné na internete: <<http://www.usinflationcalculator.com/inflation/historical-inflation-rates/>>

52. VREYMANS, P. (bez dátumu). Lessons from the 1929 Crash and the Great Depression. [online]. [cit. 2016-01-11]. Dostupné na internete: <<http://workforall.net/the-great-1929-Depression.html>>

53. WHITE HOUSE. (bez dátumu). Historical Tables. [online]. [cit. 2015-01-10]. Dostupné na internete: <<http://www.whitehouse.gov/omb/budget/Historicals>>

54. WORLD BANK. 2014a. Bosnia and Herzegovina : Public Expenditure and Financial Accountability Assessment. [online]. [cit. 2016-01-10]. Dostupné na internete: <<https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/20768/826460WP0P13180Report0Sept020140eng.pdf?sequence=1&isAllowed=y>>

55. WREN-LEWIS, S. 2015. We already have a simple and conventional story to explain the weak recovery. [online]. [cit. 2015-01-12]. Dostupné na internete: <<http://www.voxeu.org/article/fiscal-policy-explains-weak-recovery>>
56. ŽÚDEL, B. 2012. Starý zlatý štandard. [online]. [cit. 2015-01-17]. Dostupné na internete: <http://blog.etrend.sk/standardna-chyba/stary-zlaty-standard-2.html?utm_source=etrend&utm_medium=blog&utm_campaign=listing>

Databázy

1. Bank of Albania
2. Bank of Japan
3. Blueconomics
4. Central Bank of Bosnia and Herzegovina
5. Central Bank of Montenegro
6. European Central Bank
7. Federal office of statistics
8. InfoMine
9. Instituti i statistikave
10. International Monetary Fund
11. National Bank of the Republic of Macedonia
12. National Bank of Serbia
13. State Statistical Office of the Republic of Macedonia
14. Statistical Office of Montenegro
15. Statistical Office of the Republic of Serbia
16. St. Louis Fed
17. World Bank

Prílohy

Príloha I ADF test stacionarity

Príloha II Graf jednotkového koreňa

Príloha III LM test autokorelácie reziduí

Príloha IV Výstup modelovania

Príloha V Variančná dekompozícia

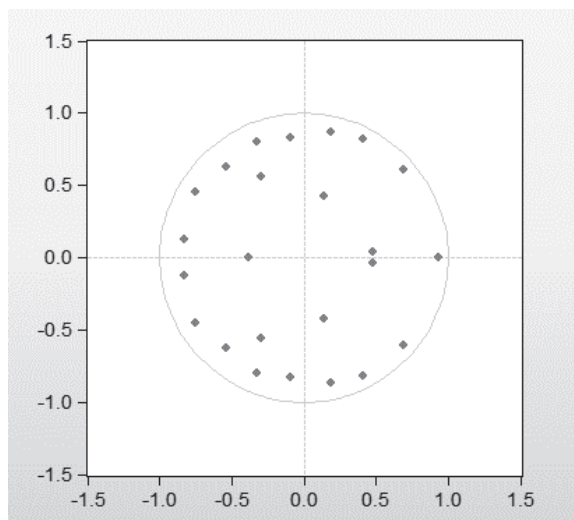
Príloha I ADF test stacionarity

Podľa Schwartzovho kritéria pre Albánsko max. 4 oneskorenia (s interceptom a bez trendu), Srbsko max. 2 oneskorenia (s interceptom a bez trendu) a Macedónsko max. 2 oneskorenia (s interceptom a bez trendu).

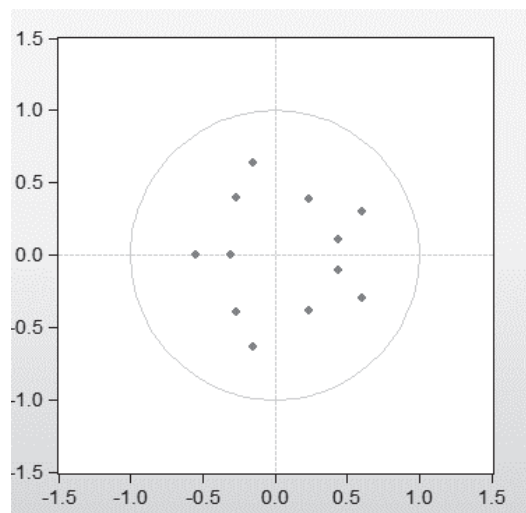
krajina	Albánsko		Srbsko		Macedónsko	
	p-value		p-value		p-value	
premenné	hodnoty	diferencie	hodnoty	diferencie	hodnoty	diferencie
Y	0.2976	0.0000	0.8275	0.0000	0.6103	0.0000
G	0.7468	0.0000	0.2482	0.0000	0.3230	0.0000
CPI	0.8592	0.0000	0.4887	0.0810	0.9119	0.0089
REPO	0.9580	0.0016	0.0830	0.0019	0.1978	0.0000
M3 (resp. M4)	0.4142	0.0006	0.8056	0.0605	0.9268	0.0018
RER	0.8783	0.0000	0.4997	0.0000	0.8834	0.0315
OIL	0.2273	0.0034	0.2273	0.0016	0.2273	0.0016
ECB	0.9234	0.0000	0.9234	0.0000	0.9234	0.0000

Príloha II Graf jednotkového koreňa

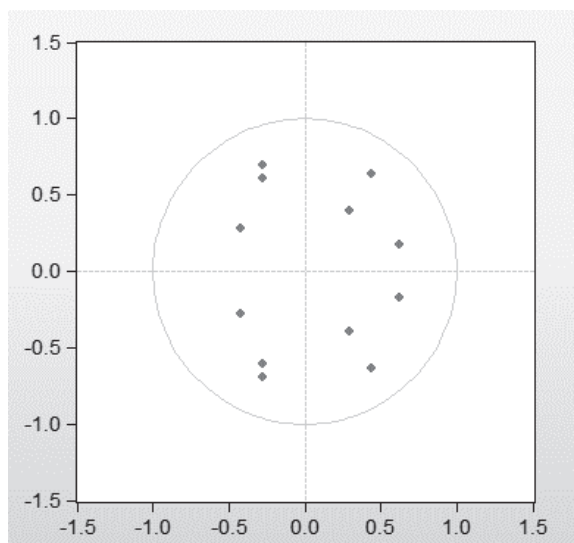
Albánsko



Macedónsko



Srbsko



Príloha III LM test autokorelácie reziduí

Albánsko

VAR Residual Serial Correlation LM Tests
Null Hypothesis: no serial correlation at lag order h

Date: 05/14/16 Time: 22:47

Sample: 2003Q1 2017Q1

Included observations: 44

Lags	LM-Stat	Prob
1	21.95982	0.9683
2	18.00683	0.9947
3	43.95674	0.1701
4	48.15357	0.0848

Probs from chi-square with 36 df.

Srbsko

VAR Residual Serial Correlation LM Tests
Null Hypothesis: no serial correlation at lag order h

Date: 05/14/16 Time: 22:45

Sample: 2003Q1 2017Q1

Included observations: 46

Lags	LM-Stat	Prob
1	44.03942	0.1680
2	37.37433	0.4058

Probs from chi-square with 36 df.

Macedónsko

VAR Residual Serial Correlation LM Tests
Null Hypothesis: no serial correlation at lag order h

Date: 05/14/16 Time: 23:07

Sample: 2003Q1 2017Q1

Included observations: 46

Lags	LM-Stat	Prob
1	28.48052	0.8096
2	44.31079	0.1611

Probs from chi-square with 36 df.

Príloha IV Výstup modelovania

Albánsko

Vector Autoregression Estimates

Date: 05/14/16 Time: 21:21

Sample (adjusted): 2004Q1 2014Q4

Included observations: 44 after adjustments

Standard errors in () & t-statistics in []

	Y	G	CPI	RER	REPO	M3
Y(-1)	-0.744734 (0.27308) [-2.72714]	-0.076099 (0.79743) [-0.09543]	0.052955 (0.06171) [0.85817]	0.156223 (0.12033) [1.29833]	0.088368 (0.48362) [0.18272]	-0.091118 (0.16334) [-0.55786]
Y(-2)	-1.032684 (0.34737) [-2.97289]	-0.732615 (1.01435) [-0.72225]	0.012658 (0.07849) [0.16126]	0.138234 (0.15306) [0.90315]	-0.637220 (0.61518) [-1.03583]	-0.265264 (0.20777) [-1.27674]
Y(-3)	-0.653554 (0.32401) [-2.01711]	-0.656275 (0.94614) [-0.69364]	-0.081830 (0.07321) [-1.11769]	0.240410 (0.14276) [1.68396]	-1.026964 (0.57380) [-1.78974]	-0.182862 (0.19379) [-0.94360]
Y(-4)	-0.399803 (0.28237) [-1.41589]	0.214188 (0.82455) [0.25976]	-0.113219 (0.06380) [-1.77445]	0.041166 (0.12442) [0.33087]	-0.691485 (0.50007) [-1.38279]	-0.208200 (0.16889) [-1.23276]
G(-1)	0.037703 (0.11241) [0.33541]	-0.696174 (0.32825) [-2.12087]	0.001229 (0.02540) [0.04838]	-0.060904 (0.04953) [-1.22963]	-0.177840 (0.19907) [-0.89334]	-0.009305 (0.06723) [-0.13840]
G(-2)	0.093016 (0.09278) [1.00252]	-0.430815 (0.27094) [-1.59010]	0.017536 (0.02097) [0.83644]	-0.029473 (0.04088) [-0.72093]	-0.063505 (0.16432) [-0.38648]	0.004342 (0.05549) [0.07823]
G(-3)	0.008007 (0.08394) [0.09538]	-0.563013 (0.24512) [-2.29686]	0.016058 (0.01897) [0.84658]	0.010718 (0.03699) [0.28978]	-0.012965 (0.14866) [-0.08721]	-0.076667 (0.05021) [-1.52700]
G(-4)	-0.032303 (0.07289) [-0.44314]	-0.106883 (0.21286) [-0.50213]	0.009006 (0.01647) [0.54673]	0.001928 (0.03212) [0.06003]	-0.186725 (0.12909) [-1.44643]	-0.037499 (0.04360) [-0.86008]
CPI(-1)	1.447691 (1.15559) [1.25277]	2.434796 (3.37448) [0.72153]	-0.174918 (0.26112) [-0.66987]	0.288831 (0.50918) [0.56724]	7.496307 (2.04652) [3.66294]	0.634890 (0.69118) [0.91856]
CPI(-2)	-0.492361 (1.38280) [-0.35606]	1.888151 (4.03794) [0.46760]	0.109531 (0.31246) [0.35054]	0.318857 (0.60929) [0.52332]	5.815301 (2.44890) [2.37466]	0.537901 (0.82708) [0.65036]
CPI(-3)	-0.106731 (1.52765) [-0.06987]	1.712551 (4.46094) [0.38390]	0.010931 (0.34519) [0.03167]	1.073872 (0.67312) [1.59536]	3.374747 (2.70543) [1.24740]	-0.483574 (0.91372) [-0.52924]
CPI(-4)	0.290500 (1.28156) [0.22668]	1.421147 (3.74232) [0.37975]	-0.167669 (0.28959) [-0.57899]	0.823357 (0.56469) [1.45808]	-0.720755 (2.26961) [-0.31757]	-0.215889 (0.76652) [-0.28165]

RER(-1)	1.470377 (0.81776) [1.79806]	2.138281 (2.38795) [0.89545]	0.097857 (0.18478) [0.52958]	0.071341 (0.36032) [0.19799]	1.241011 (1.44822) [0.85692]	0.691905 (0.48911) [1.41461]
RER(-2)	-1.040331 (0.58362) [-1.78256]	-1.309633 (1.70423) [-0.76846]	-0.010568 (0.13188) [-0.08014]	0.082471 (0.25716) [0.32071]	0.111908 (1.03357) [0.10827]	-0.164353 (0.34907) [-0.47083]
RER(-3)	0.122835 (0.43805) [0.28041]	1.496127 (1.27916) [1.16961]	0.025282 (0.09898) [0.25542]	0.181971 (0.19302) [0.94278]	0.241115 (0.77578) [0.31080]	-0.131806 (0.26201) [-0.50307]
RER(-4)	-0.199088 (0.47884) [-0.41577]	0.518979 (1.39828) [0.37115]	0.194949 (0.10820) [1.80173]	-0.135240 (0.21099) [-0.64098]	-0.045882 (0.84802) [-0.05411]	0.304396 (0.28640) [1.06282]
REPO(-1)	0.059900 (0.11519) [0.52002]	-0.158456 (0.33636) [-0.47109]	-0.014500 (0.02603) [-0.55708]	0.013799 (0.05075) [0.27188]	-0.106089 (0.20399) [-0.52006]	0.019957 (0.06890) [0.28966]
REPO(-2)	0.008907 (0.11658) [0.07640]	0.193026 (0.34042) [0.56702]	0.016133 (0.02634) [0.61243]	-0.024449 (0.05137) [-0.47596]	-0.222925 (0.20646) [-1.07977]	-0.019771 (0.06973) [-0.28354]
REPO(-3)	-0.026672 (0.13137) [-0.20303]	0.150870 (0.38361) [0.39329]	-0.013960 (0.02968) [-0.47029]	-0.027381 (0.05788) [-0.47304]	-0.262486 (0.23265) [-1.12826]	0.062914 (0.07857) [0.80072]
REPO(-4)	0.099793 (0.11552) [0.86386]	-0.343545 (0.33733) [-1.01843]	0.009790 (0.02610) [0.37507]	-0.019534 (0.05090) [-0.38378]	0.252151 (0.20458) [1.23252]	-0.031271 (0.06909) [-0.45258]
M3(-1)	-0.090202 (0.35559) [-0.25367]	-0.046179 (1.03837) [-0.04447]	0.022821 (0.08035) [0.28402]	0.034942 (0.15668) [0.22302]	0.226030 (0.62974) [0.35893]	0.387122 (0.21268) [1.82017]
M3(-2)	-0.402535 (0.33925) [-1.18654]	0.350531 (0.99066) [0.35384]	-0.025947 (0.07666) [-0.33847]	-0.308903 (0.14948) [-2.06649]	0.304616 (0.60081) [0.50701]	-0.384062 (0.20291) [-1.89275]
M3(-3)	0.620944 (0.41016) [1.51389]	0.332143 (1.19773) [0.27731]	0.043355 (0.09268) [0.46778]	0.258177 (0.18073) [1.42854]	0.273575 (0.72639) [0.37662]	0.624103 (0.24533) [2.54398]
M3(-4)	-0.189956 (0.41427) [-0.45853]	-3.149499 (1.20973) [-2.60347]	-0.001236 (0.09361) [-0.01321]	0.020661 (0.18254) [0.11319]	0.076554 (0.73367) [0.10434]	-0.671837 (0.24778) [-2.71137]
C	0.048777 (0.03146) [1.55056]	0.072603 (0.09186) [0.79036]	0.009754 (0.00711) [1.37221]	-0.022772 (0.01386) [-1.64287]	-0.082838 (0.05571) [-1.48692]	0.040806 (0.01882) [2.16876]
OIL	0.017058 (0.03954) [0.43146]	0.036149 (0.11545) [0.31311]	-0.001623 (0.00893) [-0.18171]	-0.027297 (0.01742) [-1.56694]	-0.133252 (0.07002) [-1.90311]	0.033289 (0.02365) [1.40774]
ECB	-0.012371 (0.02959) [-0.41808]	-0.078515 (0.08641) [-0.90868]	0.004462 (0.00669) [0.66739]	-0.005714 (0.01304) [-0.43826]	0.094360 (0.05240) [1.80067]	0.018457 (0.01770) [1.04286]
DUMMY	-0.028352	-0.065359	-0.003191	0.001877	-0.063901	-0.019120

	(0.01552) [-1.82636]	(0.04533) [-1.44180]	(0.00351) [-0.90958]	(0.00684) [0.27444]	(0.02749) [-2.32432]	(0.00929) [-2.05924]
R-squared	0.711839	0.732166	0.631044	0.681291	0.768897	0.753026
Adj. R-squared	0.225568	0.280196	0.008430	0.143468	0.378910	0.336259
Sum sq. resids	0.007329	0.062492	0.000374	0.001423	0.022985	0.002622
S.E. equation	0.021402	0.062496	0.004836	0.009430	0.037902	0.012801
F-statistic	1.463872	1.619944	1.013539	1.266758	1.971597	1.806825
Log likelihood	128.9700	81.81852	194.4148	165.0309	103.8228	151.5846
Akaike AIC	-4.589548	-2.446296	-7.564310	-6.228675	-3.446490	-5.617484
Schwarz SC	-3.454154	-1.310903	-6.428916	-5.093282	-2.311097	-4.482090
Mean dependent	0.009483	0.004931	0.006232	0.000637	-0.022991	0.022184
S.D. dependent	0.024320	0.073662	0.004857	0.010189	0.048094	0.015712
Determinant resid covariance (dof adj.)			1.89E-22			
Determinant resid covariance			4.37E-25			
Log likelihood			859.3656			
Akaike information criterion			-31.42571			
Schwarz criterion			-24.61335			

Srbsko

Vector Autoregression Estimates

Date: 05/14/16 Time: 22:43

Sample (adjusted): 2003Q3 2014Q4

Included observations: 46 after adjustments

Standard errors in () & t-statistics in []

	Y	G	CPI	RER	REPO	M3
Y(-1)	-0.403808 (0.15619) [-2.58536]	-0.100273 (0.27761) [-0.36120]	0.032157 (0.05415) [0.59381]	0.077439 (0.19643) [0.39423]	1.138836 (1.00075) [1.13798]	-0.448728 (0.23430) [-1.91517]
Y(-2)	-0.158210 (0.16312) [-0.96989]	0.236805 (0.28993) [0.81676]	0.055144 (0.05656) [0.97501]	-0.016278 (0.20515) [-0.07935]	1.738710 (1.04516) [1.66358]	-0.175295 (0.24470) [-0.71637]
G(-1)	0.150647 (0.09576) [1.57320]	-0.457210 (0.17020) [-2.68630]	0.034713 (0.03320) [1.04556]	0.278347 (0.12043) [2.31131]	1.174602 (0.61355) [1.91444]	0.091829 (0.14365) [0.63927]
G(-2)	0.079706 (0.09819) [0.81173]	-0.482433 (0.17453) [-2.76421]	0.068134 (0.03404) [2.00129]	0.271591 (0.12349) [2.19929]	1.138924 (0.62915) [1.81026]	-0.212413 (0.14730) [-1.44205]
CPI(-1)	0.992941 (0.48838) [2.03314]	0.149944 (0.86804) [0.17274]	0.671642 (0.16933) [3.96652]	1.313741 (0.61420) [2.13895]	4.966200 (3.12917) [1.58707]	0.245936 (0.73262) [0.33569]
CPI(-2)	-0.778847 (0.46927) [-1.65969]	-0.663677 (0.83409) [-0.79569]	0.145162 (0.16270) [0.89218]	-0.442551 (0.59017) [-0.74987]	0.966492 (3.00677) [0.32144]	0.217885 (0.70396) [0.30951]

RER(-1)	-0.044750 (0.11157) [-0.40111]	0.000509 (0.19830) [0.00256]	0.145076 (0.03868) [3.75047]	0.437421 (0.14031) [3.11752]	0.227541 (0.71484) [0.31831]	0.238467 (0.16736) [1.42485]
RER(-2)	-0.276754 (0.11809) [-2.34366]	-0.154171 (0.20989) [-0.73454]	0.004735 (0.04094) [0.11565]	-0.299432 (0.14851) [-2.01626]	0.309902 (0.75661) [0.40959]	-0.292213 (0.17714) [-1.64960]
REPO(-1)	0.030758 (0.03151) [0.97601]	0.046102 (0.05601) [0.82304]	-0.010097 (0.01093) [-0.92406]	-0.110571 (0.03963) [-2.78981]	0.344564 (0.20192) [1.70641]	-0.033749 (0.04728) [-0.71387]
REPO(-2)	-0.020313 (0.03131) [-0.64869]	-0.005874 (0.05566) [-0.10555]	-0.017699 (0.01086) [-1.63019]	0.020124 (0.03938) [0.51101]	-0.319561 (0.20063) [-1.59276]	-0.041333 (0.04697) [-0.87993]
M3(-1)	0.201067 (0.15938) [1.26160]	0.347521 (0.28327) [1.22680]	-0.021350 (0.05526) [-0.38637]	-0.123007 (0.20044) [-0.61370]	-0.895810 (1.02116) [-0.87725]	0.170770 (0.23908) [0.71428]
M3(-2)	-0.272699 (0.18079) [-1.50836]	0.022296 (0.32134) [0.06938]	-0.117612 (0.06268) [-1.87628]	-0.227208 (0.22737) [-0.99929]	-0.193404 (1.15839) [-0.16696]	-0.160549 (0.27121) [-0.59198]
C	0.018031 (0.01734) [1.03983]	-0.006609 (0.03082) [-0.21445]	0.015089 (0.00601) [2.50979]	-0.000252 (0.02181) [-0.01156]	-0.085015 (0.11110) [-0.76518]	0.068359 (0.02601) [2.62794]
OIL	0.012521 (0.02073) [0.60412]	0.032492 (0.03684) [0.88205]	0.001458 (0.00719) [0.20296]	-0.072894 (0.02607) [-2.79663]	-0.159075 (0.13279) [-1.19791]	0.052427 (0.03109) [1.68628]
ECB	0.033538 (0.01962) [1.70971]	0.000283 (0.03487) [0.00811]	0.006255 (0.00680) [0.91969]	-0.008227 (0.02467) [-0.33349]	-0.000154 (0.12569) [-0.00123]	0.042902 (0.02943) [1.45792]
DUMMY	-0.015742 (0.01281) [-1.22884]	0.004664 (0.02277) [0.20483]	-0.010141 (0.00444) [-2.28313]	-0.006062 (0.01611) [-0.37630]	-0.008178 (0.08208) [-0.09964]	-0.049061 (0.01922) [-2.55302]
R-squared	0.571263	0.371581	0.810687	0.651188	0.597382	0.713354
Adj. R-squared	0.356895	0.057371	0.716031	0.476782	0.396072	0.570030
Sum sq. resids	0.006688	0.021130	0.000804	0.010579	0.274582	0.015051
S.E. equation	0.014931	0.026539	0.005177	0.018778	0.095670	0.022399
F-statistic	2.664868	1.182589	8.564535	3.733748	2.967483	4.977239
Log likelihood	137.9572	111.5001	186.6827	127.4125	52.51520	119.3025
Akaike AIC	-5.302486	-4.152177	-7.420989	-4.844023	-1.587617	-4.491412
Schwarz SC	-4.666437	-3.516128	-6.784940	-4.207974	-0.951568	-3.855363
Mean dependent	0.006105	0.001191	0.019246	-0.001238	-0.005561	0.046319
S.D. dependent	0.018619	0.027335	0.009715	0.025961	0.123107	0.034159
Determinant resid covariance (dof adj.)	2.98E-21					
Determinant resid covariance	2.29E-22					
Log likelihood	754.4101					
Akaike information criterion	-28.62652					
Schwarz criterion	-24.81023					

Macedónsko

Vector Autoregression Estimates
Date: 05/14/16 Time: 23:07
Sample (adjusted): 2003Q3 2014Q4
Included observations: 46 after adjustments
Standard errors in () & t-statistics in []

	Y	G	CPI	RER	REPO	M4
Y(-1)	-0.551795 (0.17058) [-3.23491]	0.059501 (0.28206) [0.21095]	0.075666 (0.08186) [0.92428]	-0.113559 (0.08482) [-1.33888]	-0.019605 (0.69323) [-0.02828]	-0.142168 (0.12111) [-1.17390]
Y(-2)	-0.321841 (0.17204) [-1.87068]	0.086323 (0.28449) [0.30343]	0.108038 (0.08257) [1.30844]	-0.100600 (0.08555) [-1.17597]	0.859871 (0.69920) [1.22979]	0.006289 (0.12215) [0.05148]
G(-1)	-0.093160 (0.10761) [-0.86569]	-0.356124 (0.17795) [-2.00129]	-0.007670 (0.05165) [-0.14850]	0.015557 (0.05351) [0.29074]	-0.712854 (0.43735) [-1.62993]	0.030657 (0.07641) [0.40125]
G(-2)	-0.146433 (0.12106) [-1.20961]	-0.042182 (0.20018) [-0.21072]	0.026137 (0.05810) [0.44986]	-0.013009 (0.06019) [-0.21611]	-0.292867 (0.49199) [-0.59527]	-0.082428 (0.08595) [-0.95901]
CPI(-1)	-0.697030 (1.20597) [-0.57798]	2.530202 (1.99416) [1.26881]	2.407872 (0.57878) [4.16022]	-2.150329 (0.59965) [-3.58596]	3.115196 (4.90116) [0.63560]	-1.082137 (0.85623) [-1.26384]
CPI(-2)	2.018928 (1.24748) [1.61840]	-1.837181 (2.06280) [-0.89062]	-0.608413 (0.59871) [-1.01621]	0.444284 (0.62029) [0.71625]	-2.224510 (5.06987) [-0.43877]	0.329864 (0.88571) [0.37243]
RER(-1)	-0.304907 (1.24260) [-0.24538]	1.967926 (2.05472) [0.95776]	1.174027 (0.59636) [1.96865]	-0.983192 (0.61786) [-1.59128]	3.160357 (5.05000) [0.62581]	-0.842185 (0.88224) [-0.95460]
RER(-2)	1.704249 (1.16929) [1.45751]	-1.591708 (1.93350) [-0.82322]	-0.160373 (0.56118) [-0.28578]	0.048398 (0.58141) [0.08324]	-3.603076 (4.75209) [-0.75821]	0.061471 (0.83019) [0.07404]
REPO(-1)	-0.068874 (0.04321) [-1.59399]	-0.114351 (0.07145) [-1.60046]	-0.015381 (0.02074) [-0.74169]	0.007592 (0.02148) [0.35338]	-0.025635 (0.17560) [-0.14598]	0.037586 (0.03068) [1.22519]
REPO(-2)	0.032627 (0.04697) [0.69472]	-0.052524 (0.07766) [-0.67634]	0.009132 (0.02254) [0.40517]	-0.011106 (0.02335) [-0.47558]	0.019118 (0.19087) [0.10016]	-0.041310 (0.03334) [-1.23888]
M4(-1)	0.288466 (0.25383) [1.13644]	0.039793 (0.41973) [0.09481]	0.128765 (0.12182) [1.05698]	-0.073861 (0.12621) [-0.58520]	-1.825896 (1.03160) [-1.76997]	0.392186 (0.18022) [2.17615]
M4(-2)	-0.108946 (0.25962) [-0.41964]	-0.142762 (0.42930) [-0.33255]	-0.093180 (0.12460) [-0.74784]	0.130704 (0.12909) [1.01250]	0.147731 (1.05510) [0.14002]	-0.001566 (0.18433) [-0.00850]
C	0.009559	0.008958	-0.006359	0.006421	0.017056	0.030784

	(0.01796) [0.53229]	(0.02970) [0.30167]	(0.00862) [-0.73786]	(0.00893) [0.71905]	(0.07298) [0.23370]	(0.01275) [2.41435]
OIL	0.027347 (0.03368) [0.81208]	-0.134392 (0.05568) [-2.41344]	0.013683 (0.01616) [0.84663]	-0.006325 (0.01674) [-0.37771]	0.206126 (0.13686) [1.50611]	0.048078 (0.02391) [2.01082]
DUMMY	-0.009680 (0.01308) [-0.74022]	-0.023198 (0.02162) [-1.07285]	0.004900 (0.00628) [0.78079]	-0.002977 (0.00650) [-0.45780]	-0.064574 (0.05314) [-1.21508]	-0.012106 (0.00928) [-1.30392]
ECB	0.002878 (0.02978) [0.09664]	-0.009631 (0.04925) [-0.19555]	0.005809 (0.01429) [0.40637]	-0.001911 (0.01481) [-0.12907]	-0.146253 (0.12105) [-1.20824]	0.050362 (0.02115) [2.38153]
R-squared	0.452857	0.477692	0.877908	0.857035	0.312537	0.640034
Adj. R-squared	0.179286	0.216538	0.816862	0.785553	-0.031194	0.460052
Sum sq. resids	0.018104	0.049502	0.004170	0.004476	0.299021	0.009126
S.E. equation	0.024566	0.040621	0.011790	0.012215	0.099837	0.017441
F-statistic	1.655352	1.829158	14.38105	11.98944	0.909249	3.556087
Log likelihood	115.0547	91.91965	148.8238	147.1946	50.55414	130.8097
Akaike AIC	-4.306727	-3.300854	-5.774949	-5.704111	-1.502354	-4.991725
Schwarz SC	-3.670678	-2.664805	-5.138900	-5.068062	-0.866305	-4.355676
Mean dependent	0.008101	0.004556	0.019975	-0.015260	-0.031540	0.030511
S.D. dependent	0.027116	0.045893	0.027550	0.026377	0.098315	0.023736
Determinant resid covariance (dof adj.)	2.39E-21					
Determinant resid covariance	1.84E-22					
Log likelihood	759.4948					
Akaike information criterion	-28.84760					
Schwarz criterion	-25.03131					

Príloha V Variančná dekompozícia

Albánsko

Period	S.E.	Y	Variance Decomposition of Y:				
			G	CPI	RER	REPO	M3
1	0.021402	100.0000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)
2	0.026023	86.44359 (12.2640)	0.343233 (5.92766)	0.049062 (3.87600)	12.60929 (10.3357)	0.406176 (2.42333)	0.148647 (3.15802)
3	0.031102	72.77417 (15.5355)	1.942792 (7.67987)	3.010133 (6.67475)	20.61493 (13.2730)	0.593271 (3.33659)	1.064706 (3.54679)
4	0.032184	70.65200 (16.1795)	3.859035 (9.51862)	3.089617 (8.32937)	19.47296 (12.7968)	0.775760 (4.05502)	2.150623 (4.74624)
5	0.034109	68.57470 (15.9450)	3.871451 (10.6705)	3.181636 (8.73388)	17.41818 (10.2264)	1.542596 (5.26684)	5.411437 (5.34565)
6	0.035825	63.39198 (15.6467)	4.654960 (10.4641)	3.450274 (8.96110)	18.38703 (11.1798)	1.454829 (4.57597)	8.660929 (5.79636)
7	0.036607	61.29828 (15.4215)	4.820812 (10.7011)	3.316820 (9.35810)	20.79061 (12.4460)	1.437837 (4.21044)	8.335644 (5.28533)
8	0.037127	59.61034 (15.0855)	5.345370 (11.0901)	3.338976 (9.11265)	20.73196 (11.9552)	1.560397 (4.75452)	9.412956 (5.57185)
9	0.037694	57.87001 (15.2946)	5.186893 (11.3504)	3.368447 (9.37404)	22.11795 (11.9607)	1.624788 (4.89345)	9.831912 (5.54510)
10	0.038219	57.37447 (14.8368)	5.193980 (11.8080)	3.333382 (9.25856)	22.82905 (11.8585)	1.616679 (5.06905)	9.652442 (5.07254)

Period	S.E.	Y	Variance Decomposition of G:				
			G	CPI	RER	REPO	M3
1	0.062496	12.61635 (9.20243)	87.38365 (9.20243)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)
2	0.077772	10.02325 (9.56395)	83.74966 (13.4287)	0.022732 (3.61818)	5.841681 (8.20085)	0.358316 (1.22226)	0.004362 (4.06290)
3	0.085049	10.35768 (8.67657)	70.03896 (15.5012)	2.166260 (6.11753)	15.53325 (11.3145)	1.528574 (3.63482)	0.375284 (3.16550)
4	0.088546	9.679521 (8.35716)	66.16614 (15.3721)	2.259287 (6.85657)	19.75919 (11.9852)	1.418094 (3.63279)	0.717767 (4.58348)
5	0.100177	15.35032 (12.6131)	53.65029 (12.3075)	3.645196 (7.91039)	17.67876 (9.98251)	3.955132 (6.08231)	5.720300 (5.75818)
6	0.105166	18.39904 (13.1551)	48.68428 (12.3375)	7.922614 (10.3853)	16.04146 (10.5445)	3.761569 (5.78734)	5.191035 (5.16683)
7	0.108813	17.26132 (12.5529)	45.58562 (12.9444)	7.405575 (9.78248)	20.55813 (10.7441)	3.937303 (5.48499)	5.252057 (5.12517)
8	0.111056	16.61709 (12.1719)	43.79945 (13.9289)	7.462664 (9.21828)	22.45724 (11.0244)	3.793592 (6.05896)	5.869967 (5.38682)
9	0.112687	18.07770 (13.1705)	42.59226 (14.2376)	7.905381 (8.95672)	21.85365 (11.5433)	3.689256 (5.47407)	5.881755 (5.77080)
10	0.114051	17.80901 (12.8632)	42.15443 (14.6059)	7.721171 (9.49461)	21.83419 (11.1295)	3.614551 (5.46379)	6.866645 (5.90016)

Period	S.E.	Y	Variance Decomposition of CPI:				
			G	CPI	RER	REPO	M3
1	0.004836	0.026314 (2.96503)	0.254725 (2.57192)	99.71896 (3.58901)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)
2	0.005416	8.561501 (10.3139)	0.255134 (8.47449)	87.32348 (12.6524)	3.093333 (6.40559)	0.546904 (2.19223)	0.219649 (3.70273)

3	0.005557	8.239013 (9.25769)	1.922860 (10.0893)	84.27753 (12.8931)	2.964928 (7.24225)	2.120396 (3.31725)	0.475271 (4.86338)
4	0.005946	17.06163 (9.69109)	1.761725 (9.54059)	73.78644 (11.3780)	3.614926 (7.59272)	3.294322 (4.42368)	0.480951 (4.34142)
5	0.006215	15.62090 (8.46835)	1.679286 (9.18019)	74.10481 (11.0565)	3.315199 (7.37791)	3.279310 (4.32656)	2.000499 (4.84458)
6	0.006827	24.78781 (10.1206)	2.511491 (9.10602)	64.46389 (11.1443)	3.632977 (9.10469)	2.722282 (4.29934)	1.881545 (4.73801)
7	0.007188	23.15963 (9.16985)	2.480115 (10.1322)	58.50712 (10.7031)	9.140199 (9.38549)	2.456409 (3.69303)	4.256521 (4.97671)
8	0.007264	22.70309 (9.26455)	2.546907 (11.2846)	58.22110 (10.4980)	9.069870 (9.68663)	2.530325 (3.80535)	4.928713 (5.14272)
9	0.007334	22.72331 (9.71583)	3.030038 (11.7487)	57.25832 (11.0382)	9.038050 (9.88218)	3.029001 (4.15751)	4.921279 (5.00610)
10	0.007439	22.15977 (9.93139)	4.631836 (12.5403)	55.66400 (11.2628)	8.804939 (10.6232)	3.063742 (4.18457)	5.675714 (5.41804)

Variance Decomposition of RER:							
Period	S.E.	Y	G	CPI	RER	REPO	M3
1	0.009430	10.04609 (8.29055)	0.138566 (2.99847)	34.16322 (10.6052)	55.65212 (11.0978)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)
2	0.010351	13.15192 (9.57598)	10.89952 (11.8478)	29.42945 (10.2801)	46.20188 (10.6007)	0.176227 (2.53646)	0.141001 (2.47390)
3	0.011369	11.79725 (8.08640)	9.206290 (9.92915)	25.46701 (9.40546)	44.73230 (9.45189)	0.380953 (3.13888)	8.416198 (6.71945)
4	0.013238	21.94482 (9.82490)	10.60326 (9.71585)	25.95560 (9.74616)	33.95438 (8.39564)	1.252281 (3.50652)	6.289647 (6.14725)
5	0.013769	20.33631 (9.82930)	12.83333 (10.6811)	25.18289 (8.59756)	32.67397 (8.70478)	1.425821 (3.89925)	7.547680 (5.93635)
6	0.014194	23.32416 (10.5497)	12.58860 (10.3006)	23.75585 (9.14826)	31.28492 (9.18130)	1.854764 (4.56835)	7.191701 (5.84285)
7	0.014680	21.95743 (10.1338)	11.79551 (10.3002)	23.92120 (8.90536)	29.98230 (9.81005)	1.833653 (4.46343)	10.50991 (6.23552)
8	0.015188	21.22393 (9.50310)	11.08799 (11.1947)	22.45871 (9.47177)	32.62007 (9.31289)	1.758691 (4.29451)	10.85060 (6.48082)
9	0.015966	19.30568 (9.58772)	11.27282 (10.8127)	20.57531 (9.36618)	33.73822 (10.6443)	2.000737 (4.97204)	13.10722 (7.01895)
10	0.016210	18.84939 (10.4848)	11.38583 (11.5873)	20.27345 (9.27538)	32.83700 (9.81481)	2.158673 (5.07235)	14.49565 (6.81412)

Variance Decomposition of REPO:							
Period	S.E.	Y	G	CPI	RER	REPO	M3
1	0.037902	0.425589 (4.13114)	0.376853 (4.63580)	3.922824 (5.78930)	36.30701 (11.0424)	58.96772 (12.3346)	0.000000 (0.00000)
2	0.049297	0.436738 (6.35248)	2.730656 (9.92429)	35.38318 (14.1047)	25.99079 (11.4771)	35.19854 (7.85842)	0.260099 (2.32491)
3	0.052818	0.534507 (7.56457)	3.127384 (9.65236)	36.33661 (12.3184)	25.76242 (10.1602)	32.50605 (6.10979)	1.733024 (5.06111)
4	0.055088	0.747729 (7.27971)	5.639802 (9.75220)	33.52254 (11.6930)	27.15861 (8.99151)	31.12104 (5.78965)	1.810287 (5.23203)
5	0.056803	1.356400 (7.27294)	5.568628 (11.0760)	33.87679 (11.5370)	27.15625 (9.43426)	30.16849 (6.08686)	1.873445 (6.30599)
6	0.059031	1.440367 (7.18082)	6.140213 (12.2332)	32.26218 (11.3179)	25.22296 (9.92081)	29.52951 (6.06338)	5.404771 (6.49080)
7	0.064060	4.818413 (8.50111)	7.501883 (12.7855)	27.78650 (11.2784)	29.78100 (10.5604)	25.45663 (5.80543)	4.655571 (6.46924)
8	0.067545	6.384278 (9.19394)	7.273837 (12.4972)	25.78518 (11.5030)	30.57132 (10.5928)	23.65643 (6.16998)	6.328963 (6.40203)
9	0.067902	6.600747 (9.32351)	7.245824 (12.1052)	25.58933 (10.8505)	30.25202 (10.3760)	23.40871 (6.69812)	6.903370 (6.36778)

10	0.069164	6.391702 (9.99088)	9.654359 (12.8943)	24.96631 (10.4153)	29.52573 (10.5824)	22.68344 (6.25419)	6.778467 (6.90345)
Variance Decomposition of M3:							
Period	S.E.	Y	G	CPI	RER	REPO	M3
1	0.012801	7.533349 (8.80105)	10.59776 (9.36474)	0.570374 (2.62633)	5.255166 (6.63604)	0.540419 (2.60561)	75.50293 (12.0785)
2	0.014044	6.956053 (8.53836)	9.248701 (10.3954)	0.953037 (5.67323)	9.807124 (9.69455)	0.901947 (4.18266)	72.13314 (13.2112)
3	0.015405	10.13666 (8.49549)	11.32784 (11.5531)	6.745438 (8.19625)	9.157599 (8.73340)	0.950100 (3.66762)	61.68236 (11.7122)
4	0.016335	9.098346 (7.90143)	13.00242 (11.8205)	6.075922 (8.81389)	12.94153 (8.90091)	1.290292 (3.89030)	57.59148 (11.1527)
5	0.017317	8.569611 (7.17229)	12.11735 (10.2987)	5.517202 (9.50468)	20.22622 (9.72039)	1.224734 (4.10717)	52.34489 (10.7281)
6	0.018384	7.607498 (7.53048)	10.77749 (9.83385)	5.052579 (9.37057)	21.88249 (10.0376)	3.117476 (5.18221)	51.56246 (10.4046)
7	0.019093	7.590386 (7.72741)	10.01596 (8.66220)	9.059771 (9.42794)	22.31068 (9.72194)	3.078703 (5.33434)	47.94450 (10.1768)
8	0.019408	8.791390 (8.86096)	9.856048 (10.2155)	8.853721 (9.96101)	21.63164 (9.89971)	3.645687 (5.65186)	47.22151 (9.63072)
9	0.019995	8.396205 (10.0131)	9.310304 (10.8964)	10.97555 (10.9336)	22.87549 (10.8333)	3.932587 (5.33994)	44.50986 (9.71617)
10	0.020031	8.458976 (10.4616)	9.322787 (10.9589)	10.97838 (10.7526)	22.91807 (11.5892)	3.953153 (5.66122)	44.36863 (9.29052)
Cholesky Ordering: Y G CPI RER REPO M3 Standard Errors: Monte Carlo (100 repetitions)							

Srbsko

Variance Decomposition of Y:							
Period	S.E.	Y	G	CPI	RER	REPO	M3
1	0.014931	100.0000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)
2	0.017822	79.96686 (13.1852)	8.344047 (9.00931)	8.000404 (6.75666)	0.000113 (1.85462)	4.42E-05 (2.57066)	3.688535 (4.38245)
3	0.019044	70.13937 (13.1791)	7.318706 (8.91900)	8.797968 (7.64488)	1.850602 (4.03924)	0.961050 (3.60535)	10.93231 (7.21602)
4	0.020123	65.22581 (12.6625)	12.72117 (9.19065)	8.381153 (7.11972)	2.708465 (4.36775)	1.051080 (3.58043)	9.912324 (6.69867)
5	0.020438	63.45730 (12.8509)	13.03387 (9.25288)	8.169231 (6.94455)	2.848567 (4.39829)	1.436752 (3.92410)	11.05428 (6.86837)
6	0.020648	62.39692 (13.2767)	13.97574 (9.32763)	8.011578 (6.88145)	2.801530 (4.36743)	1.843193 (4.14131)	10.97104 (6.91633)
7	0.020800	61.87885 (13.3062)	14.61003 (9.44953)	7.896828 (6.73152)	2.788628 (4.60340)	2.011755 (4.43818)	10.81390 (6.87172)
8	0.020831	61.69170 (13.7841)	14.57484 (9.94285)	7.901507 (6.77204)	2.816763 (4.55015)	2.071972 (4.63259)	10.94322 (6.94319)
9	0.020869	61.63151 (14.2143)	14.67964 (10.2255)	7.876402 (7.18968)	2.806530 (4.75128)	2.065793 (5.13878)	10.94013 (6.91333)
10	0.020905	61.43669 (14.5371)	14.86365 (10.4468)	7.879940 (7.43300)	2.826190 (4.80287)	2.062728 (5.56806)	10.93081 (6.87317)

Period	S.E.	Variance Decomposition of G:					
		Y	G	CPI	RER	REPO	M3
1	0.026539	4.618542 (5.91397)	95.38146 (5.91397)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)
2	0.029539	5.294969 (7.17119)	90.26671 (9.99543)	0.160888 (2.52794)	0.220635 (2.78434)	0.045598 (2.60000)	4.011204 (5.33799)
3	0.030468	5.532215 (7.24750)	88.77847 (11.5943)	0.854285 (4.36025)	0.361621 (3.96693)	0.073933 (3.03636)	4.399474 (6.29135)
4	0.031207	5.320882 (7.93709)	88.33167 (12.0216)	0.819612 (4.43694)	0.914709 (4.01961)	0.251334 (3.91547)	4.361789 (5.72887)
5	0.031511	5.534643 (8.05741)	87.40429 (12.1442)	1.150264 (4.65033)	0.897178 (3.95906)	0.420298 (4.21407)	4.593323 (5.79082)
6	0.031662	5.579776 (7.96347)	87.15391 (12.3434)	1.288284 (4.87971)	0.894104 (4.09789)	0.533429 (4.29560)	4.550499 (5.74584)
7	0.031776	5.543999 (7.86004)	87.14098 (12.3171)	1.321693 (4.88261)	0.887820 (4.07872)	0.561375 (4.21164)	4.544129 (5.69921)
8	0.031795	5.572886 (8.04156)	87.04990 (12.5690)	1.330967 (4.84782)	0.903113 (3.99863)	0.570314 (4.36139)	4.572823 (5.79204)
9	0.031831	5.562913 (8.08884)	87.05182 (12.8327)	1.328031 (4.92080)	0.901224 (4.18432)	0.585840 (4.37872)	4.570177 (5.88541)
10	0.031834	5.561782 (8.08153)	87.03545 (12.8849)	1.328202 (5.10799)	0.904117 (4.15610)	0.598809 (4.42422)	4.571635 (5.88894)

Period	S.E.	Variance Decomposition of CPI:					
		Y	G	CPI	RER	REPO	M3
1	0.005177	1.820755 (5.45287)	1.542134 (5.40061)	96.63711 (8.14978)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)
2	0.007295	1.001245 (4.85601)	4.022661 (7.60145)	82.64803 (10.3976)	11.33097 (5.96813)	0.748893 (2.43507)	0.248206 (1.82264)
3	0.009752	1.439764 (4.79319)	9.152992 (9.32551)	68.43656 (10.4917)	11.44421 (6.45037)	4.560157 (4.70757)	4.966313 (5.31846)
4	0.010583	1.242576 (4.96457)	8.144513 (9.04714)	66.57752 (11.2835)	10.85867 (7.08170)	7.127137 (6.85258)	6.049583 (7.17363)
5	0.010772	1.199246 (5.12677)	7.886535 (9.00111)	65.09511 (11.8886)	10.50483 (6.91693)	6.878695 (7.35180)	8.435585 (9.13028)
6	0.010910	1.214369 (5.14697)	7.734848 (9.00664)	63.46017 (12.2081)	10.43430 (6.69343)	7.523327 (7.66019)	9.632989 (9.98079)
7	0.011005	1.383163 (5.37115)	7.750271 (8.92339)	62.42702 (12.3731)	10.29722 (6.58790)	8.608577 (7.83915)	9.533741 (9.62357)
8	0.011063	1.501083 (5.50552)	8.034943 (8.97939)	61.78097 (12.4926)	10.20152 (6.58986)	9.038392 (8.18725)	9.443093 (9.23740)
9	0.011083	1.569878 (5.82596)	8.186651 (9.05943)	61.63954 (12.5869)	10.18076 (6.52257)	9.010901 (8.17411)	9.412274 (9.39019)
10	0.011091	1.583217 (6.21670)	8.180653 (9.21089)	61.60702 (12.8808)	10.16721 (6.44133)	9.062674 (8.25611)	9.399225 (9.62799)

Period	S.E.	Variance Decomposition of RER:					
		Y	G	CPI	RER	REPO	M3
1	0.018778	0.043173 (3.22537)	0.656053 (4.35489)	10.99910 (7.45284)	88.30168 (8.52185)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)
2	0.024339	0.419159 (3.54174)	6.626720 (8.91997)	19.32701 (9.50154)	60.77595 (12.5115)	12.11097 (6.93277)	0.740187 (2.89036)
3	0.025146	0.469202 (5.04757)	8.365429 (9.86775)	19.14640 (9.52156)	56.94240 (12.3055)	13.73721 (7.86485)	1.339358 (5.84524)
4	0.026194	0.755456 (4.92448)	10.86644 (9.77183)	18.67227 (9.75018)	53.74553 (12.1418)	13.64982 (7.10396)	2.310472 (7.23811)
5	0.027050	0.900140 (5.12832)	10.66867 (9.40204)	19.34019 (9.82734)	51.43558 (11.8095)	15.16923 (7.60046)	2.486180 (7.78659)
6	0.027438	0.972475	11.41222	18.98837	50.00317	15.96935	2.654413

		(5.42655)	(9.30729)	(10.0981)	(11.8723)	(7.57102)	(7.42586)
7	0.027559	0.985347	11.55129	18.85593	49.72687	15.91833	2.962243
		(5.80247)	(9.52319)	(10.3170)	(12.1639)	(8.12306)	(7.11102)
8	0.027639	1.037582	11.48387	18.92461	49.49587	16.10016	2.957908
		(6.27403)	(9.58317)	(10.1517)	(12.1837)	(8.32603)	(7.29671)
9	0.027705	1.037792	11.42984	18.92438	49.26302	16.39514	2.949839
		(6.54186)	(9.64665)	(10.1216)	(12.2895)	(8.31447)	(7.54931)
10	0.027732	1.089429	11.46980	18.89413	49.18270	16.38339	2.980536
		(6.81537)	(9.89242)	(10.3063)	(12.4495)	(8.64867)	(7.90070)

Variance Decomposition of REPO:							
Period	S.E.	Y	G	CPI	RER	REPO	M3
1	0.095670	0.102595	6.479408	0.386786	0.079697	92.95151	0.000000
		(3.26784)	(7.67669)	(3.12505)	(2.92948)	(7.75342)	(0.00000)
2	0.120013	2.961265	16.78376	5.833561	0.071025	72.73575	1.614636
		(5.93961)	(11.0641)	(5.18465)	(3.19258)	(11.5539)	(3.74040)
3	0.138342	8.268012	19.76422	13.84526	1.340069	55.53238	1.250063
		(8.31160)	(11.4257)	(7.50371)	(3.86150)	(11.8327)	(4.28313)
4	0.148022	7.255561	18.05719	19.40037	2.830455	51.34821	1.108214
		(8.19678)	(10.5395)	(8.81986)	(4.41232)	(11.8580)	(4.93818)
5	0.151282	7.020963	17.30399	19.48051	2.709768	50.02849	3.456286
		(7.97994)	(9.82899)	(9.00212)	(4.42292)	(11.9935)	(5.89935)
6	0.153019	6.870934	17.25681	19.12641	3.144167	48.90094	4.700740
		(7.65486)	(9.64398)	(9.38370)	(4.50322)	(12.3483)	(6.55055)
7	0.154284	6.758986	16.98966	19.24510	3.205995	49.15724	4.643021
		(7.56916)	(9.61104)	(9.60817)	(4.44618)	(12.4629)	(6.74729)
8	0.155359	6.688084	16.96977	19.10566	3.162228	49.48810	4.586158
		(7.70824)	(9.84121)	(10.0272)	(4.39701)	(12.5438)	(7.06297)
9	0.155668	6.779964	17.05594	19.03979	3.162749	49.34248	4.619077
		(7.82958)	(9.99392)	(10.2639)	(4.37737)	(12.7972)	(7.54893)
10	0.155897	6.781353	17.04177	19.07791	3.184367	49.26607	4.648539
		(8.05401)	(9.94683)	(10.0645)	(4.34803)	(12.8346)	(7.68894)

Variance Decomposition of M3:							
Period	S.E.	Y	G	CPI	RER	REPO	M3
1	0.022399	0.226870	0.028331	0.034349	2.595292	39.35226	57.76290
		(4.12166)	(3.71035)	(2.18274)	(5.07781)	(9.60127)	(10.8606)
2	0.024738	6.419842	0.686528	1.138641	5.788409	37.22850	48.73808
		(8.19957)	(5.36132)	(3.45070)	(6.21938)	(10.1642)	(10.1030)
3	0.027749	6.747659	11.96948	0.946824	5.554149	34.63218	40.14971
		(7.87124)	(9.50752)	(4.30436)	(5.57149)	(10.0560)	(8.25043)
4	0.028339	6.480606	13.46923	2.202876	5.857740	33.46158	38.52796
		(7.59416)	(9.41616)	(5.39563)	(5.54442)	(10.3826)	(8.02054)
5	0.028736	7.141606	13.36875	2.430618	5.708511	33.65001	37.70051
		(8.37135)	(8.83868)	(5.38810)	(5.37731)	(10.3831)	(7.92453)
6	0.028827	7.099027	13.28505	2.501176	5.704592	33.93564	37.47451
		(8.28705)	(9.44582)	(5.76197)	(5.47173)	(10.2979)	(7.87775)
7	0.028936	7.337006	13.21768	2.624664	5.740789	33.76701	37.31285
		(8.53801)	(9.41461)	(6.30087)	(5.46190)	(10.3610)	(8.09140)
8	0.029071	7.288911	13.31461	2.919164	5.792481	33.65972	37.02511
		(8.65710)	(9.59173)	(6.60935)	(5.39612)	(10.3885)	(8.27816)
9	0.029111	7.299448	13.29769	2.946887	5.776836	33.66472	37.01442
		(8.94445)	(9.93673)	(7.03355)	(5.43252)	(10.4987)	(8.54612)
10	0.029149	7.282754	13.41765	2.945853	5.788726	33.59615	36.96886
		(9.04034)	(10.1422)	(7.27760)	(5.42243)	(10.6396)	(8.65639)

Cholesky Ordering: Y G CPI RER REPO M3
Standard Errors: Monte Carlo (100 repetitions)

Macedónsko

Period	S.E.	Y	Variance Decomposition of Y:				
			G	CPI	RER	REPO	M4
1	0.024566	100.0000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)
2	0.029928	84.39488 (11.2265)	4.918356 (7.36945)	2.147508 (4.16421)	0.093766 (2.95483)	6.587440 (7.05500)	1.858047 (3.75561)
3	0.031897	75.09083 (13.3796)	4.598261 (6.97229)	2.044156 (4.19408)	0.154073 (3.81064)	16.27979 (10.9789)	1.832884 (3.76547)
4	0.032148	74.15051 (13.6570)	4.575168 (6.58767)	2.012851 (4.11227)	0.283793 (3.81371)	16.82366 (10.5568)	2.154013 (4.31133)
5	0.032391	73.65090 (14.0072)	4.524058 (6.74386)	2.148381 (4.34497)	0.642383 (3.94195)	16.73176 (10.0793)	2.302526 (4.32536)
6	0.032455	73.66813 (13.9293)	4.506840 (6.87913)	2.144387 (4.49828)	0.641380 (3.98659)	16.70489 (9.84217)	2.334375 (4.13046)
7	0.032488	73.51764 (13.9511)	4.503981 (6.82421)	2.147932 (4.73176)	0.707419 (4.01856)	16.73084 (9.88980)	2.392189 (4.28952)
8	0.032515	73.46002 (14.1014)	4.503414 (6.89199)	2.175986 (4.88381)	0.707391 (4.03207)	16.76493 (9.99091)	2.388256 (4.29059)
9	0.032521	73.43705 (14.3247)	4.501873 (6.88252)	2.182089 (4.93500)	0.708668 (4.03071)	16.75937 (10.0813)	2.410949 (4.51823)
10	0.032523	73.43337 (14.4429)	4.502652 (6.90506)	2.181836 (4.99088)	0.712752 (4.10491)	16.75870 (10.0804)	2.410692 (4.54642)

Period	S.E.	Y	Variance Decomposition of G:				
			G	CPI	RER	REPO	M4
1	0.040621	0.008683 (4.03592)	99.99132 (4.03592)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)
2	0.046231	0.779822 (5.35051)	88.47113 (9.73959)	1.946364 (4.59615)	2.808016 (4.83615)	5.979854 (5.93538)	0.014817 (2.61471)
3	0.047412	0.857609 (5.83683)	85.24787 (10.2613)	2.696849 (4.41543)	4.035923 (6.01484)	6.522527 (6.10006)	0.639224 (3.71904)
4	0.047538	0.907687 (6.37923)	84.80783 (10.6179)	2.692451 (4.57441)	4.139454 (6.01208)	6.539133 (6.22303)	0.913442 (3.81949)
5	0.047638	0.989173 (6.35184)	84.57504 (10.9721)	2.741421 (5.02420)	4.146435 (5.79059)	6.620757 (6.25032)	0.927172 (3.83142)
6	0.047678	1.019633 (6.35153)	84.44909 (11.6023)	2.772163 (5.52675)	4.208181 (5.73651)	6.618778 (6.29480)	0.932150 (3.87441)
7	0.047716	1.058495 (6.30696)	84.31416 (12.0278)	2.875141 (5.87280)	4.210083 (5.60122)	6.608438 (6.38273)	0.933681 (3.87299)
8	0.047747	1.092706 (6.42002)	84.21008 (12.3839)	2.929650 (6.03465)	4.205153 (5.47417)	6.613542 (6.35731)	0.948868 (3.93889)
9	0.047755	1.094548 (6.52731)	84.18148 (12.6082)	2.945987 (6.24874)	4.206722 (5.43068)	6.611857 (6.42592)	0.959406 (3.94771)
10	0.047758	1.096206 (6.69463)	84.17169 (12.8852)	2.950875 (6.42901)	4.207225 (5.42944)	6.612668 (6.46746)	0.961340 (4.07372)

Period	S.E.	Y	Variance Decomposition of CPI:				
			G	CPI	RER	REPO	M4
1	0.011790	2.492100 (5.32320)	0.259687 (2.72825)	97.24821 (6.02659)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)
2	0.019778	8.536805 (9.20804)	0.147448 (4.07619)	86.68726 (10.8958)	2.831039 (4.86322)	0.949753 (2.28377)	0.847693 (1.90348)
3	0.024899	11.97960 (11.8010)	0.148285 (5.40833)	80.33666 (14.0031)	3.661210 (6.34865)	1.629052 (3.78548)	2.245193 (4.42418)

4	0.027622	13.10430 (12.4585)	0.127574 (5.84189)	76.13011 (15.2357)	4.076607 (6.93485)	2.613991 (5.59938)	3.947414 (6.93035)
5	0.028832	13.63426 (12.4715)	0.133764 (6.27907)	73.62039 (15.6573)	4.026947 (7.27253)	3.269653 (6.60902)	5.314979 (8.16235)
6	0.029281	13.82904 (12.4241)	0.157432 (6.68296)	72.17978 (15.8229)	3.933816 (7.56163)	3.732200 (7.15333)	6.167736 (8.31552)
7	0.029410	13.83081 (12.2993)	0.190627 (6.96285)	71.59183 (15.9280)	3.902168 (7.57714)	3.943236 (7.20751)	6.541330 (8.29211)
8	0.029445	13.80010 (12.2295)	0.210237 (7.14648)	71.45001 (15.9786)	3.910772 (7.51795)	3.996415 (7.07856)	6.632466 (8.36257)
9	0.029466	13.78888 (12.2804)	0.217103 (7.24225)	71.44094 (15.9306)	3.923960 (7.52351)	3.997401 (6.95156)	6.631715 (8.35825)
10	0.029483	13.79056 (12.3218)	0.218255 (7.26353)	71.44179 (15.9102)	3.931369 (7.62052)	3.992872 (6.96087)	6.625153 (8.25206)

Variance Decomposition of RER:							
Period	S.E.	Y	G	CPI	RER	REPO	M4
1	0.012215	1.442218 (4.71308)	0.184294 (2.57022)	92.14805 (5.72127)	6.225434 (2.04175)	0.000000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)
2	0.019386	9.643455 (9.57941)	0.117051 (4.08225)	85.08440 (10.7047)	4.606385 (4.68154)	0.258393 (1.97081)	0.290316 (1.55367)
3	0.023931	11.33095 (11.4654)	0.082582 (5.37314)	80.99823 (13.2987)	5.607302 (6.63967)	1.020031 (3.51626)	0.960904 (3.48350)
4	0.026595	12.44826 (12.0515)	0.069359 (5.73720)	77.41910 (14.6952)	5.971536 (7.07086)	1.705980 (5.06549)	2.385768 (5.93472)
5	0.027886	13.11491 (12.1746)	0.063790 (6.11931)	74.75521 (15.1185)	5.844702 (7.27306)	2.396149 (6.03525)	3.825242 (7.32540)
6	0.028400	13.39459 (12.1742)	0.089646 (6.48453)	73.10289 (15.2437)	5.676977 (7.53885)	2.926191 (6.67186)	4.809714 (7.64498)
7	0.028551	13.40891 (12.0728)	0.124491 (6.79277)	72.40550 (15.3413)	5.619768 (7.53676)	3.175987 (6.80747)	5.265354 (7.68411)
8	0.028589	13.37773 (11.9826)	0.147726 (7.01493)	72.23309 (15.4114)	5.621735 (7.45501)	3.238896 (6.72809)	5.380824 (7.79398)
9	0.028611	13.36489 (12.0246)	0.156253 (7.14238)	72.21793 (15.3600)	5.632892 (7.46942)	3.243592 (6.59889)	5.384441 (7.84608)
10	0.028628	13.36609 (12.0741)	0.157721 (7.19040)	72.21865 (15.3370)	5.639443 (7.57810)	3.239627 (6.60365)	5.378470 (7.76735)

Variance Decomposition of REPO:							
Period	S.E.	Y	G	CPI	RER	REPO	M4
1	0.099837	0.122794 (4.21029)	1.286107 (4.32340)	0.007006 (3.20766)	2.786778 (4.65349)	95.79731 (7.67401)	0.000000 (0.00000)
2	0.106577	1.032196 (4.95239)	3.839315 (6.62597)	0.022389 (3.87905)	5.063210 (5.62064)	84.17287 (9.95068)	5.870022 (5.62630)
3	0.111045	5.261903 (7.56248)	3.549400 (6.44177)	2.808396 (3.97283)	5.152793 (5.59670)	77.57641 (10.2391)	5.651100 (6.26468)
4	0.111857	5.264134 (7.30045)	3.566948 (6.66113)	3.692485 (4.52440)	5.213679 (5.46994)	76.47367 (9.98930)	5.789084 (5.57075)
5	0.113120	5.163488 (7.17198)	3.531030 (6.50339)	4.702634 (5.26013)	5.798440 (5.26200)	75.12126 (10.2610)	5.683146 (5.25216)
6	0.114296	5.688002 (7.23699)	3.483201 (6.43199)	5.612333 (5.93744)	5.739852 (5.26391)	73.87608 (10.3257)	5.600528 (5.14964)
7	0.114956	5.938728 (7.64504)	3.443406 (6.42852)	5.939869 (6.53407)	5.674403 (5.13479)	73.14410 (10.5174)	5.859495 (5.19519)
8	0.115058	5.928179 (7.87023)	3.453432 (6.45103)	5.973537 (7.14674)	5.676238 (5.19420)	73.02607 (10.7835)	5.942542 (5.08923)
9	0.115086	5.942271 (7.99244)	3.454978 (6.43562)	5.978472 (7.69011)	5.674875 (5.18939)	73.00006 (11.0065)	5.949345 (5.02416)
10	0.115114	5.949137 (8.22274)	3.453387 (6.46097)	5.975585 (7.98729)	5.676310 (5.27753)	72.98596 (11.2536)	5.959626 (5. 03427)

Period	S.E.	Variance Decomposition of M4:					
		Y	G	CPI	RER	REPO	M4
1	0.017441	12.56143	13.00457	0.028916	5.089376	3.573352	65.74236
		(9.67624)	(8.01722)	(2.09113)	(4.95878)	(4.43095)	(11.2166)
2	0.019362	11.24881	10.82134	1.856505	10.11327	4.410081	61.55000
		(8.13242)	(7.75607)	(4.81366)	(6.11600)	(4.17384)	(10.0389)
3	0.019892	10.73580	14.42902	2.118331	9.931022	4.413605	58.37223
		(7.61103)	(9.25221)	(6.08116)	(5.86824)	(4.54779)	(9.54513)
4	0.020019	10.68660	14.26536	2.129459	10.72443	4.542189	57.65197
		(7.02008)	(8.70151)	(6.39335)	(5.73744)	(4.81426)	(9.32769)
5	0.020084	10.78747	14.17216	2.229932	10.71689	4.806663	57.28688
		(7.05456)	(8.59121)	(6.72287)	(5.51918)	(5.05188)	(9.37560)
6	0.020184	10.68203	14.03263	2.672285	10.94104	4.824255	56.84776
		(7.09720)	(8.40767)	(7.36543)	(5.33666)	(4.93792)	(9.53509)
7	0.020306	10.93073	13.89430	3.316144	10.84622	4.832773	56.17983
		(7.08190)	(8.16043)	(8.27707)	(5.24969)	(4.82374)	(9.63388)
8	0.020367	10.97812	13.81110	3.591876	10.78779	4.853489	55.97763
		(7.14338)	(7.99868)	(8.98963)	(5.32009)	(4.70277)	(9.63081)
9	0.020384	10.97194	13.79401	3.664034	10.78460	4.852173	55.93324
		(7.25766)	(7.93147)	(9.41939)	(5.32852)	(4.71541)	(9.72698)
10	0.020392	10.98627	13.78415	3.681536	10.77741	4.865267	55.90536
		(7.48834)	(7.93486)	(9.57094)	(5.36863)	(4.75800)	(9.84275)

Cholesky Ordering: Y G CPI RER REPO M4 Standard Errors: Monte Carlo (100 repetitions)