

**EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
NÁRODOHOSPODÁRSKA FAKULTA
UNIVERZITA KOMENSKÉHO V BRATISLAVE
PRÁVNICKÁ FAKULTA**

Evidenčné číslo: 101002/B/2019/36100139018246404

**DETERMINANTY KREDIBILITY CENTRÁLNEJ BANKY V
RÝCHLO SA ROZVÍJAJÚCICH KRAJINÁCH**

Bakalárska práca

2019

Richard Macúš

**EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
NÁRODOHOSPODÁRSKA FAKULTA
UNIVERZITA KOMENSKÉHO V BRATISLAVE
PRÁVNICKÁ FAKULTA**

**DETERMINANTY KREDIBILITY CENTRÁLNEJ BANKY
V RÝCHLO SA ROZVÍJAJÚCICH KRAJINÁCH**

Bakalárska práca

Študijný program: Ekonómia a právo

Študijný odbor: Národné hospodárstvo a právo

Školiace pracovisko: Katedra ekonomickej teórie

Národohospodárska fakulta

Vedúci záverečnej práce: doc. Ing. Daniel Dujava, PhD.

Bratislava 2019

Richard Macúš

Čestné vyhlásenie

Čestne vyhlasujem, že som celú bakalársku prácu, vrátane všetkých príloh, vypracoval samostatne. Pri zadaní bakalárskej práce som bol oboznámený s predpismi pre jej vypracovanie.

Dátum:

.....

Vlastnoručný podpis študenta

POĎAKOVANIE

Týmto spôsobom by som sa chcel srdečne poďakovať svojmu školiťovi doc. Ing. Danielovi Dujavovi, PhD. za jeho odbornú pomoc, cenné rady, postrehy a usmernenia pri písaní tejto bakalárskej práce.

ABSTRAKT

MACÚŠ, Richard: *Determinanty kredibility centrálnej banky v rýchlo sa rozvíjajúcich krajinách*. - Ekonomická univerzita v Bratislave. Národohospodárska fakulta; Katedra ekonomickej teórie. – Vedúci bakalárskej práce: doc. Ing. Daniel Dujava, PhD.– Bratislava: NHF EU, 2019, 70 s.

Cieľ bakalárskej práce predstavuje zistenie, ktorými faktormi je kredibilita centrálnej banky najviac formovaná, a následne prostredníctvom príslušných metód určiť stav kredibility jednotlivých centrálnych bánk v rámci vzorky vybraných rýchlo sa rozvíjajúcich krajín, a taktiež charakterizovať, ako sa kredibilita centrálnej banky, ako veličina, správa a dôvody takéhoto správania. Práca je rozdelená do štyroch kapitol. Obsahuje dva obrázky, osemnásť tabuliek a desať grafov. Prvá kapitola dáva do pozornosti najmä význam kredibility v súvislosti s monetárnou politikou a na praktických príkladoch z minulosti približuje možné riziká, ktoré sú následkom jej nízkej miery či absencie. V ďalšej časti sú vysvetlené spôsoby, prostredníctvom ktorých bude meraná úroveň kredibility tej ktorej centrálnej banky, a taktiež súhrn vybraných rýchlo sa rozvíjajúcich krajín, v ktorých vykonávajú dané centrálné banky svoju pôsobnosť. Záverečná kapitola je venovaná meraniu miery kredibility pri jednotlivých centrálnych bankách a analýzam výsledkov tohto merania a ich vzájomnému porovnávaniu.

Kľúčové slová:

Kredibilita, centrálna banka, monetárna politika

ABSTRACT

MACÚŠ, Richard: *Determinanty kredibility centrálnej banky v rýchlo sa rozvíjajúcich krajinách*. - University of Economics in Bratislava. Faculty of National Economics; Department of economics. – Master thesis supervisor: doc. Ing. Daniel Dujava, PhD. – Bratislava: NHF EU, 2019, 70 pages.

The main target of the bachelor thesis is to determine which factors are credibility of the central bank most formed and then determine the creditworthiness status of each central bank by appropriate methods in a sample of selected emerging countries and also characterize, how central bank credibility is managed as a value and the reasons of such as behavior as well. The thesis is divided to four sections. It contains two pictures, eighteen tables and ten charts. The first chapter gives particular attention to the importance of credibility in relation to monetary policy. On practical examples from the past it brings potential risks, that are the result of the low level or absence. In the following section, there are explained how to measure the level of creditworthiness of each central bank and also the summary of emerging countries in which the central banks operates. The final section is devoted to measuring the degree of credibility of individual central banks and analyzing the results of this measurement and their mutual comparison.

Keywords:

Credibility, Central Bank, The Monetary policy

OBSAH

ÚVOD	11
1 SÚČASNÝ STAV RIEŠENEJ PROBLEMATIKY.....	13
1.1 Vývoj centrálneho bankovníctva	13
1.1.1 Centralizácia emisie bankoviek	14
1.2 Nezávislosť menovej autority	17
1.2.1 Centrálna banka a vláda	17
1.2.2 Centrálna banka a verejnosť	19
1.3 Pravidlo inflačného cielenia	19
1.3.1 Inflácia a nezamestnanosť	20
1.4 Kredibilita centrálnej banky	21
1.4.1 Teória časovej nekonzistencie	22
1.4.2 Význam kredibility	24
1.4.2.1 Udržiavanie inflácie na optimálnej úrovni	24
1.4.2.2 Flexibilita pri zmenách stratégie	24
1.4.2.3 Možnosť zastávať pozíciu „veriteľa poslednej inštancie“	25
1.4.2.4 Zabezpečovanie stability menového kurzu.....	26
1.4.3 Kvalitatívne determinanty kredibility	27
1.4.3.1 Nezávislosť	27
1.4.3.2 Transparentnosť	28
1.4.3.3 Zodpovednosť	28
2 Ciele a metodika práce	30
2.1 Kvantitatívne determinanty kredibility	30
2.1.1 Determinanty kredibility podľa Mackiewicz-Łyziak.....	31
2.1.1.1 Dosahovanie deklarovaného inflačného cieľa	31
2.1.1.2 Miera inflácie v porovnaní s najrozvinutejšími ekonomikami sveta	32
2.1.1.3 Úroveň verejného dlhu	32
2.1.2 Stabilita a zmena menového kurzu	33
2.1.3 Výsledný index kredibility	35
2.2 Výber vhodných krajín.....	35
2.2.1 Súčasný profil vybraných krajín a ich centrálnych bánk	36

2.2.1.1	Ghana.....	37
2.2.1.2	Dominikánska republika.....	38
2.2.1.3	Čína	40
2.2.1.4	Moldavsko	42
2.3	Turecko	44
3	Výsledky práce.....	47
3.1	Výpočty indexov kredibility.....	47
3.2	Vzťahy medzi výslednými hodnotami.....	52
3.2.1	Vzťahy výsledných hodnôt centrálnej banky Ghany	53
3.2.2	Vzťahy výsledných hodnôt centrálnej banky Dominikánskej Republiky	55
3.3	Vzťahy výsledných hodnôt Ľudovej Banky Číny	57
3.4	Vzťahy výsledných hodnôt Národnej Banky Moldavska	59
3.5	Vzťahy výsledných hodnôt centrálnej banky Turecka.....	61
4	DISKUSIA	63
5	ZÁVER.....	65
	Zoznam použitej literatúry	67

ZOZNAM OBRÁZKOV, TABULIEK A GRAFOV

Zoznam obrázkov:

Obrázok 1: Krátkodobá Phillipsova krivka

Obrázok 2: Konzistentná a optimálna rovnováha

Zoznam tabuliek:

Tabuľka 1: Zoznam pozorovaných krajín

Tabuľka 2: Vývoj kľúčových veličín v Ghane

Tabuľka 3: Vývoj kľúčových veličín v Dominikánskej republike

Tabuľka 4: Vývoj kľúčových veličín v Číne

Tabuľka 5: Vývoj kľúčových veličín v Moldavsku

Tabuľka 6: Vývoj kľúčových veličín v Turecku

Tabuľka 7: Credibility index (ďalej len CI_1) - presnosť v dosahovaní inflačného cieľa

Tabuľka 8: CI_2 - Miera inflácie v porovnaní s najrozvinutejšími ekonomikami sveta

Tabuľka 9: CI_3 – Úroveň verejného dlhu

Tabuľka 10: CI_4 – Stabilita menového kurzu

Tabuľka 11: CI_5 – Zmena menového kurzu

Tabuľka 12: Finálny index 1 (CI_{f1})

Tabuľka 13: Finálny index 2 (CI_{f2})

Tabuľka 14: Rozdiely indexov CI_{f1} , CI_{f2} BoG

Tabuľka č. 15: Rozdiel medzi CI_{f1} , CI_{f2} BCRD

Tabuľka 16: Rozdiel medzi CI_{f1} , CI_{f2} BPoC

Tabuľka 17: Rozdiel medzi CI_{f1} , CI_{f2} NBM

Tabuľka 18: Rozdiel medzi CI_{f1} , CI_{f2} CBRT

Zoznam grafov:

Graf 1: Vývoj CI_{f1} , CI_{f2} BoG

Graf 2: Vývoj CI_1 , CI_4 , CI_5 BoG

Graf 3: Vývoj CI_{f1} , CI_{f2} BCRD

Graf 4: Vývoj CI_1 , CI_4 , CI_5 BCRD

Graf 5: Vývoj CI_{f1} , CI_{f2} PboC

Graf 6: Vývoj CI_1 , CI_4 , CI_5 BPoC

Graf 7: Vývoj CI_{f1} , CI_{f2} NBM

Graf 8: Vývoj CI_1 , CI_4 , CI_5 NBM

Graf1: Vývoj CI_{f1} , CI_{f2} CBRT

Graf2: Vývoj CI_1 , CI_4 , CI_5 CBRT

ÚVOD

Popri širokom rozsahu činiteľov vplývajúcich na zmeny v národnom hospodárstve, predstavuje kredibilita centrálnej banky pojem s osobitným významom. Osobitným najmä z dôvodu svojho pomerne vysoko abstraktného charakteru a nejednoznačnej a nejednoduchšej možnosti kvantifikácie, na rozdiel od toho, ako je tomu pri iných faktoroch. Napriek svojej váhe v súvislosti s vplyvom na makroekonomické prostredie, je možné konštatovať, že doteraz bola kredibilita monetárnej autority venovaná len pomerne malá pozornosť v porovnaní s inými aspektmi ovplyvňujúcimi vývoj ekonomiky, pričom ani zaoberanie sa kredibilitou vo všeobecnosti nesiahala príliš ďaleko do minulosti. Práve naopak, dôveryhodnosť ekonomických subjektov v činnosť centrálnej banky ako predmet skúmania a rôznych analýz sa dá označiť za súčasť moderného ekonomického myslenia. Táto skutočnosť sa javí ako prirodzená, nakoľko sa v ekonomike vyskytuje celý rad procesov, ktoré sa na rozdiel od kredibility už na prvý pohľad zdajú byť ako vhodné pre výskumné a analytické účely. Kredibilita centrálnej banky tak môže byť vnímaná ako určitá skrytá sila podieľajúca sa na celkovom pôsobení na národné hospodárstvo, resp. životnú úroveň obyvateľstva a prakticky všeobecný status tej ktorej krajiny vo svete.

Už od čias barterovej výmeny, ako obchodného systému, plnila dôveryhodnosť jednotlivcov v tovarové hodnoty, resp. objekty obchodnej výmeny, jeden zo základných pilierov vtedajšej svetovej ekonomiky. Táto forma dôveryhodnosti však bola zväčša priamo naviazaná na reálnu využiteľnosť jednotlivých tovarov (pri drahých kovoch bolo základným determinantom ich hodnoty zasa ich predpokladané existujúce množstvo), čo je v súčasnosti nezmyselné tvrdiť o peniazoch, ktoré plnia iba úlohu zúčtovacej jednotky, a ich hodnota sa odvíja od množstva peňazí, ktoré je nutné vynaložiť na získanie určitých statkov. Dôveru v prijímanie súčasnej formy peňazí je možné označiť zároveň za súčasť dôvery vo finančný systém, pričom udržiavanie stability tohto systému, a udržiavanie stabilnej hodnoty peňazí je vecou priamo spadajúcou pod pôsobnosť centrálnej banky. Z obsahu uvedeného textu vyplýva, že dôležitým pilierom rovnováhy moderného ekonomického systému je práve dôveryhodnosť v činnosť samotnej centrálnej banky.

Účel tejto bakalárskej práce spočíva v určení, ktoré faktory majú na kredibilitu monetárnej autority najvýraznejší vplyv, a následne podľa ich stavu vo vybranej vzorke rýchlo sa rozvíjajúcich krajín zistiť prostredníctvom vhodných metód, aká je miera dôveryhodnosti tej ktorej centrálnej banky v jednotlivých oblastiach patriacich do jej pôsobnosti, rozsah všeobecnej dôveryhodnosti tejto inštitúcie v súvislosti s kvalitou jej

činnosti, a taktiež venovať detailnejšiu pozornosť príčinám zmien úrovni kredibilit vybraných centrálnych bánk, ako aj vzájomnej previazanosti dôveryhodností v jednotlivé aktivity vykonávané týmito inštitúciami na základe zákonných splnomocnení.

1 SÚČASNÝ STAV RIEŠENEJ PROBLEMATIKY

Centrálna banka, ako zvláštny subjekt štátnej správy s monopolom na emisiu peňazí, ktorého prioritným cieľom je udržiavať stabilitu v oblasti meny, predstavuje v dnešnej dobe neoddeliteľnú súčasť trhového hospodárstva. Popri zákonodarnej, výkonnej a súdnej moci nám prakticky predstavuje štvrtú moc v štáte, ktorej úlohou je predovšetkým riadiť peňažnú zásobu takým spôsobom, aby spoločnosť mala možnosť maximalizovať svoju životnú úroveň pri využití svojho výrobného potenciálu. Je dôležité podotknúť, že pokiaľ medzi zákonodarnou, výkonnou a súdnou mocou existuje v právnom štáte nezávislosť v plnom rozsahu, centrálna banka je vláde v menšej alebo väčšej miere podriadená, čo môže vplývať na spôsob výkonu činností, ktoré sú jej zákonom zverené, a rovnako tak aj na výsledky týchto činností. Výsledné efekty aktivít centrálnej banky sa, prirodzene, následne premietajú do očakávaní verejnosti ohľadom výkonu monetárnej politiky, pričom tieto očakávania môžu, ale nemusia byť v súlade s cieľmi, ktoré sa centrálna banka zaviazala dosiahnuť – ide teda o dôveru obyvateľstva v správne fungovanie tejto inštitúcie, resp. o jej kredibilitu. Pre účely správneho pochopenia súčasného významu kredibility monetárnej autority ako takej v súvislosti s výkonom jej činností je však v nasledujúcich častiach nevyhnutné poukázať na historický vývoj centrálneho bankovníctva, priblížiť vzťahy medzi touto inštitúciou a verejnosťou či vládnu autoritou; a bližšie charakterizovať jej najzásadnejší cieľ – stabilitu cenovej hladiny.

1.1 Vývoj centrálneho bankovníctva

Centrálne bankovníctvo malo na počiatku svojho vzniku značne odlišnú podobu od tej dnešnej. Jeho funkcie a postavenie bolo formované od 17. storočia, kedy vznikla prvá centrálna banka na území Veľkej Británie - Bank of England, založená Williamom Patersonom v roku 1694.¹ Išlo o súkromnú banku, ktorej bolo vládou udelené právo emitovať vlastné bankovky. Emisný monopol získala Bank of England na základe dohody W. Patersona s vládou o budúcom nákupe vládnych dlhopisov, nakoľko vláda nedokázala štátnej pokladnici po pol storočí občianskych vojen zabezpečiť dostatočné zdroje prostredníctvom bežného dlhového financovania. W. Paterson súhlasil s nákupom štátnych

¹The Editors of Encyclopaedia Britannica. Bank of England (Central Bank of United Kingdom). [online]. In: *Encyclopaedia Britannica*. Encyclopædia Britannica, inc., 20.07.1998 [cit. 22.11.2018]. Dostupné na: <https://www.britannica.com/topic/Bank-of-England>

aktív, ale len za podmienky, že tak môže urobiť vlastnými bankovkami.² Prvá centrálna banka na svete tak plnila najmä úlohu veriteľa poslednej inštancie (popri tejto funkcii však vykonávala Bank of England aj činnosti bežnej komerčnej banky za účelom dosiahnutia čo najvyššieho zisku). Vzhľadom na svoju veľkosť a rozsah rezerv, Bank of England plnila po nasledujúce obdobie úlohu „banky bánk“ a v prípade nedostatku likvidity požičiavala zdroje ostatným komerčným bankám, čím vlastne pomáhala predchádzať „bankovým panikám“. V 19. storočí postupne preberala ďalšie funkcie modernej centrálnej banky, ako napríklad správu zlatých štátnych rezerv, či devízových rezerv.³ V roku 1844 získala na základe parlamentného nariadenia Bank charter Act výhradné právo emitovať bankovky za účelom zvýšenia prehľadnosti a stability finančného a ekonomického systému.⁴

Pre dosiahnutie finančnej a ekonomickej stability je nevyhnutné udržiavať peňažnú zásobu, ktorá zodpovedá ekonomicky potrebnému množstvu peňazí. Ekonomicky potrebné množstvo peňazí môžeme chápať ako také množstvo, pri ktorom prebieha obchodná výmena medzi všetkými hospodársky aktívnymi subjektmi. Pokiaľ vychádzame z kvantitatívnej rovnice peňazí, uvažujeme o určitom množstve peňažných jednotiek M , ktoré pri priemernej rýchlosti obehu V (počtu transakcií za isté obdobie) vytvoria tovary a služby Q pri konkrétnej cenovej hladine P :

$$M \times V = P \times Q$$

z uvedeného vyplýva, že pokiaľ dôjde k nárastu agregátneho Q a V je fixné, pre zachovanie cenovej stability medzi dvoma obdobiami $P_{t1} = P_{t0}$ je nutné primerane dopĺňať peňažnú zásobu M . Práve zachovávanie cenovej stability pri plnom využití výrobného potenciálu obyvateľstva je v modernom ekonomickom systéme vo výraznej väčšine krajín sveta zverené centrálnej banke.

1.1.1 Centralizácia emisie bankoviek

V 18. storočí začínajú funkciu peňazí popri drahých kovoch plniť tzv. štátovky – prvé papierové peniaze emitované vládou autoritou, ktoré slúžili predovšetkým na krytie vojenských výdavkov a pri ich emisii sa nebral ohľad na záujem peňažnej stability – čo

²The Editors of Encyclopaedia Britannica. William Paterson, british economist. [online]. In: *Encyclopaedia Britannica*. Encyclopædia Britannica, inc, 20.07.1998, [cit. 22.11.2018]. Dostupné na: <https://www.britannica.com/biography/William-Paterson-British-economist>

³The Editors of Encyclopaedia Britannica. Bank of England (Central Bank of United Kingdom). [online]. In: *Encyclopaedia Britannica*. Encyclopædia Britannica, inc, 20.07.1998, [cit. 22.11.2018]. Dostupné na: <https://www.britannica.com/topic/Bank-of-England>

⁴Our History. [online]. In: *Bank of England*. [cit. 22.11.2018]. Dostupné na: <https://www.bankofengland.co.uk/about/history>

viedlo k inflačnej nerovnováhe, resp. k situácii, kedy ponuka peňazí prevyšovala ich ekonomicky potrebné množstvo, a štát (panovník) musel pri ich výmene za zlato používať nútený kurz, nakoľko táto forma peňazí bola prijímaná s vysokou nedôverou, keďže v praxi predstavovali príslub panovníka o spätnej výmene za drahý kov, čo pri nadmernej emisii štátoviek nebolo možné splniť.⁵

Z uvedenej konštrukcie vyplýva, že samotná vláda ovplyvňovala množstvo obeživa, prostredníctvom ktorého si financovala svoje záujmy, a tým prakticky neexistovala nezávislosť medzi vládnu a monetárnou autoritou, čo prispievalo k poklesu kredibility vlády ako emitenta určitej formy peňazí, a zároveň k nárastu nedôvery voči týmto peniazom. Je teda možné pozorovať inverzný vzťah medzi kredibilitou emitenta a dôverou prijímania ním emitovaného obeživa.

História hovorí, že systém, v ktorom má vláda kontrolu nad emisiou peňazí, je značne rizikový, nakoľko priviedol niekoľko krajín až k hyperinflácii - typickými príkladmi sú hyperinflácia v Nemecku po prvej svetovej vojne (jej denná miera predstavovala 21 %), kedy nemecká vláda emitovala extrémne nadmerné množstvo peňazí z dôvodu neschopnosti splácať svoj dlh a vojnové reparácie víťazným krajinám (po rapidnom poklese životnej úrovne nemeckých občanov bola dokonca časť týchto reparácií Nemecku odpustená), či hyperinflácia v Maďarsku (jej denná miera sa vyšplhala až na 207%) po druhej svetovej vojne, pričom jej dôvod bol obdobný ako v prípade Nemecka - išlo o neschopnosť splácať štátny dlh, v obrovskej miere tvorený vojnovými reparáciami, z bežných verejných príjmov.⁶

Ďalšiu z foriem peňazí v historickom období predstavovali tzv. klasické bankovky, ktoré sú spojené s rozvojom kapitalizmu v 19. storočí – mnoho podnikateľov predávalo v čase nedostatočnej ponuky peňazí statky za obchodné zmenky, ktoré predstavovali príslub emitenta o budúcej výmene za drahý kov. Banky tieto zmenky odkupovali, pričom si z nich strhávali určitú čiastku, tzv. diskont, nakoľko rozdiel medzi hodnotou zmenky, na ktorú bola vystavená (v deň splatnosti sa banka obrátila na jej emitenta) a hodnotou upravenou o diskontnú čiastku, tak predstavoval zdroj zisku banky. Pri odkupovaní obchodných zmeniek banky emitovali formu potvrdenia, ktorá pri predložení jej držiteľom predstavovala povinnosť banky spätnej výmeny za drahý kov. Toto potvrdenie

⁵ REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 464 vyd. Praha: Management Press, s.r.o, 2014. 423 s. ISBN 978-80-7261-279-6.

⁶ GRZNÁROVÁ, Iveta. Příběh dvanácti nulové bankovky. A jiné bankroty. [online]. In: *Hospodářské noviny*. Bratislava: MAFRA Slovakia, 19.10.2012, [cit. 23.11.2018]. ISSN 1335-4701. Dostupné na: <https://style.hnonline.sk/vikend/458791-pribeh-dvanastnulovej-bankovky-a-ine-bankroty>

predstavovalo klasickú bankovku, ktorá bola s dôverou prijímaná ako platidlo, a ktorých množstvo rástlo priamo úmerne s množstvom obchodných zmeniek. Tento systém mal však viaceré úskalia. Tým najväčším sa javí potenciálna neschopnosť banky vymieňať bankovky za drahé kovy v okamihu, keď o to požiadalo naraz viac držiteľov bankoviek, ako bolo možné uspokojiť z rezerv drahých kovov banky. Obvykle k takýmto situáciám dochádzalo počas hospodárskych recesií. Ďalším rizikom bolo poskytovanie úverov bankami vo vlastných bankovkách, z čoho vyplýva, že do obehu sa dostávali peňažné jednotky nekryté nijakými tovarovými hodnotami, na rozdiel od prípadu, kedy banky odkupovali svojimi bankovkami obchodné zmenky, čo viedlo k riziku vzniku inflačnej nerovnováhy. Napokon tým, že v hospodárstve obiehali bankovky vydávané rôznymi bankami, s rôznou dobou platnosti (obvykle viazanou na dobu splatnosti zmenky, za ktorú bola tá ktorá bankovka vydaná), navyše spolu so štátovkami, sa celý systém stával mimoriadne neprehľadným a pre falšovateľov peňazí tak predstavoval „zlatú baňu“.⁷

Potreba neustáleho zvyšovania množstva peňazí – avšak primeraného – pre udržiavanie hospodárstva na úrovni neustále rastúceho výrobného potenciálu a zároveň zabezpečenie potrebnej dôveryhodnosti vo finančný systém viedla napokon v roku 1817 k zvereniu emisie peňazí prvýkrát jedinej inštitúcii, ktorou sa stala centrálna banka na území Rakúska, avšak len na obmedzené obdobie 25 rokov.⁸ V roku 1844 sa, ako už bolo spomenuté, stala vo Veľkej Británii výhradným emitentom bankoviek Bank of England. V obehu tak začínajú dominovať bankovky emitované centrálnou bankou, avšak ich množstvo a nominálne hodnoty záviseli v tomto období od rozsahu zlatých rezerv, ktorými centrálna banka disponovala, nakoľko bol medzinárodný ekonomický a finančný systém v tomto období postavený na princípoch zlatého štandardu, na základe ktorého boli fixne stanovené kurzy zlata a tej ktorej meny, a ktorý zabezpečoval vysokú mieru stability a dôvery v jednotlivé meny. Systém zlatého štandardu sa postupom času rôznymi spôsobmi modifikoval, najmä vplyvom oboch svetových vojen, či veľkej hospodárskej krízy, pričom bol v roku 1971 definitívne zrušený, nakoľko sa tento systém stal neudržateľným z dôvodu, že obmedzené množstvo drahého kovu svojím rozsahom nepostačovalo na zabezpečovanie rastúceho objemu transakcií vo svetovej ekonomike. V súčasnosti sú tak peniaze kryté výlučne tovarovými hodnotami.⁹

⁷ REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 464 vyd. Praha: Management Press, s.r.o, 2014. 423 s. ISBN 978-80-7261-279-6.

⁸ Tamtiež

⁹ LIOUDIS, Nick. What is the gold standard?. [online]. In: *Investopedia*. [cit. 23.11.2018]. Dostupné na: <https://www.investopedia.com/ask/answers/09/gold-standard.asp>

1.2 Nezavislost' menovej authority

Nezávislosť, alebo neovplyvniteľnosť, predstavuje v podmienkach centrálneho bankovníctva jeden z najkľúčovejších faktorov, aby sa dalo hovoriť o centrálnej banke ako o inštitúcii, ktorá má záujem na udržiavaní cenovej stability v ekonomike. Pokiaľ je oficiálny emitent peňazí podriadený záujmom kohokoľvek z trhových subjektov, ostatné subjekty sú týmto v obrovskej miere znevýhodnené. Zatiaľ čo pri prechode peňažnej jednotky od jedného subjektu k druhému vzniká určitý záväzkovo právny vzťah, spočívajúci v podobe tovarového alebo budúceho peňažného plnenia (na zhromaždenie peňazí v budúcnosti je však rovnako potrebné vyprodukovať statky v príslušnej hodnote), subjektu s možnosťou ovplyvňovať menovú autoritu nevzniká pri získavaní peňazí nijaký záväzok. Z teoretického aj praktického hľadiska je zrejmé, že takáto činnosť vedie k rastu inflačnej nerovnováhy, nakoľko sa zvyšuje pomer medzi množstvom peňazí v obehu a agregátnym výstupom, čo znamená, že je dlhodobo nerealizovateľná.

Od stupňa nezávislosti priamo závisí aj dôveryhodnosť centrálnej banky, keďže nezávislosť má rozhodný vplyv na merateľné veličiny, na základe ktorých je možné určovať rôzne indexy kredibility. Obecne platí, čím je menová autorita nezávislejšia, tým je obyvateľstvo dôveryhodnejšie voči cieľom, ktoré sa táto inštitúcia zaviazala splniť – a tým je splnenie týchto cieľov pravdepodobnejšie a rýchlejšie.

1.2.1 Centrálna banka a vláda

Z organizačného hľadiska verejnej správy hovoríme o centrálnej banke ako o subjekte štátnej správy, ktorý má však zvláštnu autonómiu. Jej orgány sú kreované na základe vymenúvacieho princípu, pričom rozhodné slovo pri vymenúvaní má vo väčšine krajín zákonodarný zbor, alebo vládna autorita. Základný cieľ – stabilita v oblasti meny – je cieľom verejného záujmu, no tento cieľ však môže prichádzať do konfliktu s krátkodobými záujmami najvyššieho subjektu štátnej správy, ktorým je vláda. Preto je nevyhnutné nastaviť dostatočné limity v rámci dosahu vlády na kľúčové rozhodnutia centrálnej banky pre udržanie trvalého rozvoja ekonomiky.

Potreba vlády zasahovať do výkonu monetárnej politiky vyplýva z jej finančných a mocenských záujmov. Podobne, ako v prípade emisie štátoviek, vláda má prostredníctvom ovplyvňovania centrálnej banky záujem na čo najlacnejšom financovaní rozpočtových schodkov, ktoré jej vznikajú z rôznych príčin. Najmä v minulosti mali vlády prístup k lacným úverom, keďže centrálna banka im boli v širokom rozsahu podriadené, čo

prakticky viedlo k monetizácii štátneho dlhu.¹⁰ Typickým príkladom je prípad rakúskej Wiener Stadtbanco, ktorej bolo od roku 1762 nariadené emitovať určitú dočasnú formu papierových peňazí, tzv. Bancozetteln, ktorej bezprostredným účelom bolo krytie vládnych vojenských výdavkov. Emisia týchto bankoviek však nabrala obrovské rozmery, ktoré viedli až k úplnej strate dôvery v tieto peniaze a následne k štátnemu bankrotu v roku 1811.¹¹ V podmienkach modernej trhovej ekonomiky spočíva výhoda štátu, pokiaľ je priamo nadriadený centrálnej banke, v rozdiel medzi skutočnou a očakávanou infláciou medzi dvoma obdobiami – na základe čoho si štát, podobne ako v minulosti pri lacnejšom úverovaní, požičiava de facto lacnejšie ako ostatné trhové subjekty.¹²

Pokiaľ ide o mocenské záujmy vlády, v tejto súvislosti hovoríme o maximalizácii vplyvu a pravdepodobnosti ďalšieho zvolenia v nasledujúcom volebnom období čo je prirodzene možné iba v takom prípade, ak verejnosť bude mať pocit istoty určitej životnej úrovne. Problémom mnoho krát však býva, že verejnosť v predvolebnom čase odhadne nesprávne úmysel vlády, ktorá môže pri boji o politickú moc siahnuť po opatreniach, ktoré vyvolávajú dojem zvyšovania životnej úrovne, no nie sú dlhodobu udržateľné, a po zvolení nastáva od týchto opatrení odklon. Typickými príkladmi predvolebných opatrení môže byť znižovanie daní, presadzovanie nadmernej expanzívnej politiky, či zvyšovanie vládnych výdavkov. Takéto kroky však prinášajú so sebou taktiež neoptimálny kompromis medzi nezamestnanosťou a infláciou, keďže sa politik snaží dosiahnuť čo najvyššiu zamestnanosť napriek vyššej miere inflácie. Naopak, v povolebnom čase vláda zavádza reštriktívne opatrenia, ktorých úlohou je zabrániť ďalšiemu prehrievaniu ekonomiky.¹³

Hospodársky cyklus je tak priamo determinovaný politickým cyklom, z čoho vyplýva, že ekonomický záujem spoločnosti je podriadený mocenským záujmom vlády a táto skutočnosť sa môže negatívne prejavovať vo vzťahu k životnej úrovni obyvateľstva. Pre opísanú politickú stratégiu môže vláda v značnej miere využívať ako nástroj centrálnu banku, a preto je žiadúca čo najvyššia nezávislosť medzi týmito dvoma subjektmi.

¹⁰ REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovnictví*. 464. vyd. Praha: Management Press, s.r.o, 2014. 423 s. ISBN 978-80-7261-279-6.

¹¹ SABANOŠ, Peter. O finančnej a menovej politike rakúskeho cisárstva v rokoch 1762 – 1815. [online]. In: *Primaplana*. 24.01.2014, [cit. 23.11.2018]. Dostupné na: <https://www.primaplana.cz/news/o-financnej-a-menovej-politike-rakuskeho-cisarstva-v-rokoch-1762-1815/>

¹² REĽOVSKÝ, Branislav. Časová nekonzistencia v menovej politike. [online]. In: *BIATEC*. Bratislava: Národná banka Slovenska, roč. 12, s. 11 – 12, 04.10.2004, [cit. 24.11.2018]. ISSN 1335 – 0900. Dostupné na: https://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/MU/04_09.pdf

¹³ JOHNSON, Paul. Political business cycle. [online]. In: *A Glossary of Political Economy Terms*. [cit. 24.11.2018]. Dostupné na: http://webhome.auburn.edu/~johnspm/gloss/political_business_cycle

1.2.2 Centrálna banka a verejnosť

Pokiaľ ide o vzťah centrálnej banky a verejnosti, verejnosť nemá nijakú možnosť ovplyvňovať rozhodnutia a kreovanie jej orgánov, na rozdiel od vlády, kde túto možnosť má a to prostredníctvom referenda, petícií, či priamych volieb. Dôvod je zrejmý. Väčšina laickej verejnosti nemá dostatok poznatkov na to, aby pochopila rozsah dôsledkov opatrení, ktoré by centrálna banka prijala, ak by rozhodovala na základe názorov obyvateľov. Záujem verejnosti ako celku je totiž maximalizácia zamestnanosti, čo je, ako už bolo spomenuté, v rozpore so snahou o zachovanie peňažnej stability.

Centrálna banka sa snaží o dosahovanie svojich cieľov prostredníctvom svojich nástrojov (krátkodobá úroková miera, operácie na voľnom trhu, atď.), ktorými ovplyvňuje správanie obyvateľstva. Budúce hospodárske plány ekonomických subjektov však nie sú podmienené iba okruhom nástrojov monetárnej politiky. Vo veľkej miere sú plány formované na základe racionálnych očakávaní hodnôt makroekonomických parametrov v budúcnosti, pričom sa tieto očakávania môžu, ale aj nemusia zhodovať s cieľovými hodnotami centrálnej banky. Čím viac sa zhodujú, tým je dosiahnutie týchto cieľov jednoduchšie, reálnejšie a rýchlejšie, no na dosiahnutie tejto zhody musí centrálna banka disponovať dostatočnou kredibilitou, determinovanou viacerými činiteľmi.

1.3 Pravidlo inflačného cielenia

Inflačný cieľ predstavuje určitú hodnotu miery inflácie, ktorú sa centrálna banka oficiálne zaviazala dodržiavať. Inflačné cielenie je pomerne rozšírenou menovo – politickou stratégiou, a v praxi predstavuje snahu o udržiavanie kontrolovaného rastu cenovej hladiny vybraných tovarov a služieb v určitom časovom horizonte, pri využití celého výrobného potenciálu ekonomiky. Pravidlo inflačného cielenia predstavuje tzv. nominálnu kotvu, ktorá zabezpečuje určitý stupeň cenovej stability, ako aj istoty v racionálnych očakávaniach verejnosti.

Najviac krajín, využívajúcich koncept inflačného cielenia, má stanovenú cieľnú mieru inflácie na úrovni čísla, ktoré je jednociferné, avšak nie je ním 0, prípadne má túto mieru definovanú ako určitý interval, pričom spodná hranica tohto intervalu je väčšia ako 0.¹⁴ Nulová cieľná miera inflácie nie je vhodným riešením z dôvodu nižšej stimulácie podnikateľskej aj spotrebiteľskej aktivity, nakoľko dochádza v tomto prípade k zvýšeniu

¹⁴ SARWAT, Jahan. Inflation Targeting: Holding the line. [online]. In: *Finance and Development Article*. Washington, DC: International Monetary Fund. [cit. 24.11.2018]. ISSN 0015-1947. Dostupné na: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/target.htm>

rizika nesplatenia potenciálnych dlhov, na ktorých splácanie dlžníci vynakladajú vyššie percento zo svojich príjmov, a taktiež pre vyššiu reálnu úrokovú mieru, ktorá podporuje sporenie namiesto požičiavania a znižuje rozsah možností centrálnej banky pre ovplyvňovanie správania ekonomických subjektov, nakoľko by sa v prípade nezvyšovania cenovej hladiny reálna úroková miera rovnala nominálnej.¹⁵ Z uvedeného konštatovania vyplýva, že reálna úroková miera je definovaná ako rozdiel nominálnej úrokovej miery a očakávanej inflácie:

$$r_t = i_t - E\pi_{t+1}$$

1.3.1 Inflácia a nezamestnanosť

Pokiaľ vychádzame z Philipsovej krivky, dospejeme k záveru, že z krátkodobého hľadiska je možné zvýšiť zamestnanosť na úkor vyššej miery inflácie. Keďže prirodzená miera nezamestnanosti korešponduje s nulovou úrovňou produkčnej medzery, potom je možné krátkodobú Phillipsovú krivku zapísať ako:

$$\pi_t = E_t - 1\pi_t + \alpha(Y_p - Y_r) + \varepsilon$$

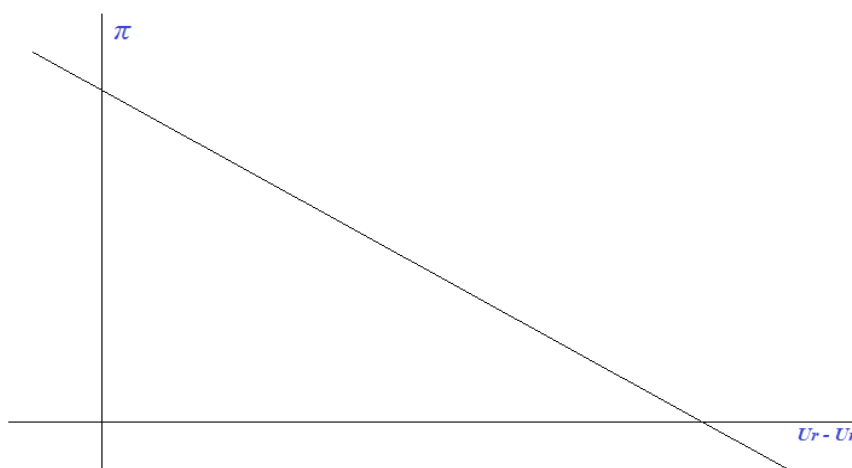
kde π_t je súčasná miera inflácie, $Y_p - Y_r$ predstavuje produkčnú medzeru, $E_t - 1\pi_t$ je očakávaná inflácia v predošlom období, α parameter vyjadrujúci, ako sa zmení inflácia počas odstránenia určitej produkčnej medzery a parameter ε vyjadruje náhodný exogénny ponukový šok.¹⁶

Môžeme konštatovať, že z krátkodobého hľadiska dokáže centrálna banka dosiahnuť inflačný cieľ práve prostredníctvom eliminácie produkčnej medzery, k čomu využíva expanzívnu monetárnu politiku.

¹⁵ PETTINGER, Tejvan. Is zero inflation a good thing?. [online]. In: *Economics help*. 25.03.2017, [cit. 24.11.2018]. Dostupné na: <https://www.economicshelp.org/blog/13272/inflation/is-zero-inflation-a-good-thing/>

¹⁶ MANKIOW, Gregory. *Macroeconomics*. 7. vyd. New York: Worth Publishers, 2009. 602 s. ISBN 1-4292-1887-8.

Obrázok 1: Krátkodobá Phillipsova krivka



Zdroj: Vlastné spracovanie

Z dlhodobého hľadiska však inflácia nemá na zamestnanosť nijaký vplyv, a jej miera sa pohybuje v závislosti od racionálnych očakávaní ekonomických subjektov, z čoho vyplýva, že v dlhom období centrálna banka dokáže dosahovať inflačný cieľ len v prípade, že ukotví inflačné očakávania verejnosti na požadovanej úrovni. Na to však musí menová autorita disponovať dostatočnou kredibilitou. V prípade, že sa ekonomika nachádza na úrovni potenciálneho produktu, teda $Y_p - Y_r = 0$, a nedôjde k nijakému exogennému ponukovému šoku, miera inflácie je potom priamo úmerne závislá od inflačných očakávaní v predošlom období:

$$\pi_t = E_t - I \pi_t$$

Je možné konštatovať, že cielená a očakávaná miera inflácie sa zhodujú iba v prípade konštantného dodržiavania inflačného pravidla. V prípade jeho porušenia a zavádzania spoločnosti verejnosť očakáva vyššiu hodnotu inflácie, ako tá, ktorá bola oznámená, ako cielená.

1.4 Kredibilita centrálnej banky

Vo všeobecnosti môžeme význam pojmu kredibilita rozumieť ako určitý stupeň dôveryhodnosti subjektu, s ktorým iné subjekty vstupujú do rôznych interakcií a pre správne sformovanie svojich plánov a očakávaní musia nevyhnutne mieru tejto dôveryhodnosti poznať. V podmienkach centrálneho bankovníctva, je centrálna banka kredibilná v takom prípade, ak verejnosť verí, že táto inštitúcia dodrží to, čo stanovila –

ide teda o dosiahnutie inflačného cieľa (k čomu vedie dosiahnutie rôznych iných, sprostredkujúcich cieľov). Samotné dodržanie monetárneho pravidla však z centrálnej banky kredibilný subjekt ešte nerobí. Viacerí odborníci sa zhodujú, že kredibilita je funkciou averzii centrálnej banky voči nadmernej inflácii – čo znamená, že nielen dosahovanie, ale aj stanovenie inflačného cieľa predstavuje základný stavebný prvok kredibility. Ako vyplýva z krátkodobej Philipsovej krivky, krátkodobý inflačný cieľ by mal byť stanovený na úrovni, pri ktorej dochádza k dosiahnutiu potenciálneho produktu, teda na úrovni prirodzenej miery nezamestnanosti, čím dochádza k minimalizácii tzv. stratovej funkcie spoločnosti, ktorá predstavuje odchýlku od prirodzenej miery nezamestnanosti a mieru inflácie:

$$L_{min} = (ur - kun)^2 + \alpha\pi^2$$

kde koeficient $k < 1$ predstavuje vôľu centrálnej banky zakotviť mieru inflácie, ktorá zodpovedá miere U_n , a koeficient $\alpha > 0$ vyjadruje toleranciu voči inflácii.¹⁷

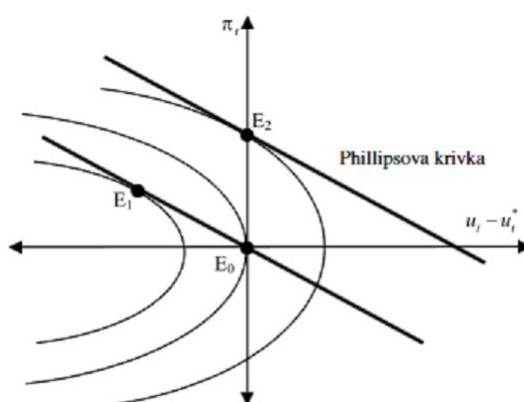
1.4.1 Teória časovej nekonzistencie

Časovou nekonzistenciou v oblasti monetárnej politiky rozumieme pokúšenie tvorcu politiky prostredníctvom diskrétného opatrenia nedodržať monetárne pravidlo v období t_1 , ktoré ním bolo deklarované v období t_0 . Diskrétné opatrenie predstavuje upustenie od monetárneho pravidla, kedy tvorca monetárnej politiky sleduje svoje vlastné ciele. Otázkou je, prečo by niečo také tvorca monetárnej politiky robil, keďže by v takom prípade riskoval stratu dôvery obyvateľstva?

Dôvodom je možnosť minimalizovať stratovú funkciu z krátkodobého hľadiska. Stratovú funkciu na grafe nižšie predstavujú parabolické krivky, pričom vláda sa snaží dosiahnuť ustálenie ekonomiky v bode, ktorý zodpovedá dotyku Phillipsovej krivky s čo možno najnižšou krivkou stratovej funkcie. Phillipsova krivka je v tomto prípade obmedzením vyjadrujúcim množinu možných kompromisov medzi nezamestnanosťou a infláciou.

¹⁷ BLINDER, Alan. Central-Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Build It? [online]. In: *The American Economic Review*. Pittsburgh: American Economic Association, Dec. 2000, roč. 90, č. 5, s. 1423 [cit. 05.12.2018]. ISSN 0002-8282. Dostupné na: file:///C:/Users/Richard/Desktop/blinder2000.pdf

Obrázok 2: Konzistentná a optimálna rovnováha



Zdroj: B. Reľovský: Časová nekonzistencia v menovej politike

Vychádzajme z predpokladu, že ekonomika sa nachádza v stave, ktorý zodpovedá bodu E_0 a očakávania sa zhodujú so skutočnou, cielenou infláciou na úrovni prirodzenej miery nezamestnanosti – ktorou je v tomto prípade optimálna hodnota 0. V bode E_0 však vzhľadom na polohu indifferenčných kriviek spoločnosti nie je minimalizovaná stratová funkcia – čo politika vedie k nadmernej expanzívnej politike prostredníctvom diskrétného opatrenia, aby dosiahol nezamestnanosť pod úrovňou u_n , a ustálenie ekonomiky v bode E_1 . V tomto bode však miera inflácie optimálna nie je. Pokiaľ by bol ale tento zámer oznámený, došlo by priamo k posunu Phillipsovej krivky nahor a ekonomika by sa ustálila v bode E_2 . Z dlhodobého hľadiska však očakávania verejnosti posunú túto krivku nahor aj tak, keďže obyvatelia očakávajú obdobné správanie vlády aj v nasledujúcom období, a konzistentná rovnováha nastáva v bode E_2 , ktorý sa dotýka indifferenčnej krivky s vyššími stratami. Možno konštatovať, že neočakávaná inflácia prináša spoločnosti krátkodobý úžitok, kým očakávaná inflácia tento úžitok znižuje.¹⁸ Minimalizácia straty spoločnosti, ak je dosiahnutá za hranicou u_n , nemá však z dlhodobého hľadiska pozitívny efekt, nakoľko je dôvera obyvateľstva v splnenie budúcich cieľov, deklarovaných centrálnou bankou, narušená, a tým sa splnenie týchto cieľov stáva náročnejším.

Tvorca monetárnej politiky tak dosiahol presne opačný účinok, ako zamýšľal. Je však subjekt, ktorý je prostredníctvom takejto taktiky schopný realizovať svoje záujmy –

¹⁸ REĽOVSKÝ, Branislav. Časová nekonzistencia v menovej politike. [online]. In: *BIATEC*. Bratislava: Národná banka Slovenska, roč. 12, s. 11 – 12, 04.10.2004, [cit. 24.11.2018]. ISSN 1335 – 0900. Dostupné na: https://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/MU/04_09.pdf

vláda. Je preto nevyhnutné zaistiť taký právny rámec fungovania vlády a centrálnej banky, ktorý garantuje potrebnú mieru nezávislosti medzi týmito dvoma subjektmi. Konkrétne úžitky vlády z neočakávanej inflácie sú rozobraté v nasledujúcej kapitole.

1.4.2 Význam kredibility

Ako vyplýva z predošlých textov, dôveryhodnosť centrálnej banky v očiach obyvateľstva je jedným z faktorov vplyvujúcim na zmeny v národnom hospodárstve, ktorý má pomerne vysokú váhu. Pre každého tvorca hospodárskej politiky, ktorý má záujem na maximalizácii spoločenského blahobytu, je teda žiadúce udržiavať uvedené indexy kredibility na čo najvyšších úrovniach, a vytvárať tak optimálne podmienky pre fungovanie centrálneho bankovníctva. Nižšie uvedené dôvody, pre ktoré má kredibilita kľúčový význam, boli súčasťou dotazníka týkajúceho sa oblasti kredibility zostavenom v roku 1998 Alanom S. Blinderom, prostredníctvom ktorého boli oslovení členovia riadiacich orgánov centrálnych bánk po celom svete, pričom sa skúmala miera ich konsenzu ohľadom jednotlivých uvedených výrokov a skutočností.

1.4.2.1 Udržiavanie inflácie na optimálnej úrovni

Optimálnou úroveň inflácie rozumieme infláciu stanovenú na hodnote, pri ktorej dochádza k eliminácii produkčnej medzery, a zároveň má centrálna banka dostatočný rozsah možností ovplyvňovať makroekonomické premenné prostredníctvom reálnej úrokovej miery (kap. 1.3). Centrálna banka má záujem z dlhodobého hľadiska udržiavať inflačné očakávania verejnosti práve na tejto úrovni, pričom úroveň jej kredibility determinuje, do akej miery bude obyvateľstvo veriť, resp. očakávať stanovený cieľ. Vychádzajúc z posunu Phillipsovej krivky v závislosti od racionálnych očakávaní obyvateľstva (kap. 1.3.1) môžeme konštatovať, že kredibilita tak priamo ovplyvňuje udržiavanie cielenej miery inflácie.¹⁹

1.4.2.2 Flexibilita pri zmenách stratégie

Menovo politické stratégie, alebo rôzne krátkodobé operatívne ciele, ktoré centrálna banka využíva a dosahuje príslušnými nástrojmi (krátkodobá úroková miera,

¹⁹ BLINDER, Alan. Central-Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Build It? [online]. In: *The American Economic Review*. Pittsburgh: American Economic Association, Dec. 2000, roč. 90, č. 5, s. 1425 [cit. 05.12.2018]. ISSN 0002-8282. Dostupné na: file:///C:/Users/Richard/Desktop/blinder2000.pdf

povinná miera bankových rezerv, atď.) pre splňanie svojich funkcií, sú podmienené širokým okruhom vplyvov v národnom hospodárstve. Parametre nástrojov monetárnej politiky sú formované na základe rôznych štatistických metód a analýz. V praxi však nie je možné vylúčiť vplyv náhodných javov a ekonomických „šokov“, ktorých riešenia si môžu vyžadovať iné ako štandardné monetárne opatrenia. Typickým príkladom je kvantitatívne uvoľňovanie zo strany ECB, ktoré predstavuje programový nákup aktív od komerčných bánk s cieľom podporiť ekonomický rast prostredníctvom dodávania likvidity do obehu a vyvíjania tlaku na trhovú úrokovú mieru.

Pokiaľ ide o flexibilné reagovanie na rôzne neočakávané javy, či prijímanie neštandardných opatrení zo strany centrálnej banky, pre dostatočne rýchlu a úspešnú realizáciu stanovených operatívnych cieľov musí verejnosť dôverovať, že prijímané opatrenia sú najlepšimi z možných riešení, čo je, prirodzene možné, iba ak centrálna banka disponovala dostatočnou kredibilitou na základe predošlého výkonu monetárnej politiky.²⁰

1.4.2.3 Možnosť zastávať pozíciu „veriteľa poslednej inštancie“

V období finančných a hospodárskych kríz sa finančné inštitúcie, zhromažďujúce úspory obyvateľstva (predovšetkým ide o banky, dôchodkové fondy, atp.) majú tendenciu ocitať v problémoch s likviditou, či solventnosťou, čo môže viesť až ku krachu týchto inštitúcií, a tým aj k redukcii celkového finančného bohatstva domácností, ako to bolo napríklad v prípade krachu štvrtej najväčšej investičnej banky v USA v roku 2008, Lehman Brothers. Taktiež spôsobilosť štátu uhrádzať zo svojich príjmov bežné výdavky a uspokojovať veriteľov, môže byť do značnej miery vplyvom hospodárskej krízy narušená, čo môže v krajných prípadoch viesť až k štátnemu bankrotu. V oboch prípadoch by mohla byť dotknutá životná úroveň obyvateľstva v rozsahu, ktorý by mal potenciál vyvolať extrémne reakcie spoločnosti.

V takýchto prípadoch môže centrálna banka pomáhať jednotlivým inštitúciám, ktoré nie sú schopné získať dodatočné zdroje financovania, práve prostredníctvom požičiavania peňazí, aj napriek prítomnosti vysokého kreditného rizika dlžníka. Význam kredibility centrálnej banky v tejto súvislosti spočíva v nezvyšovaní inflačných očakávaní aj napriek tomu, že zachraňovanie určitých inštitúcií pred insolventnosťou prostredníctvom poskytovania dodatočnej likvidity sa javí ako konkurenčný cieľ s cieľom uchovávať

²⁰ BLINDER, Alan. Central-Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Build It? [online]. In: *The American Economic Review*. Pittsburgh: American Economic Association, Dec. 2000, roč. 90, č. 5, s. 1426 [cit. 05.12.2018]. ISSN 0002-8282. Dostupné na: file:///C:/Users/Richard/Desktop/blinder2000.pdf

menovú stabilitu. Pokiaľ by tvorcovia monetárnej politiky dostatočnou kredibilitou nedisponovali, rastúce inflačné očakávania by neskôr stáli v ceste dosiahnutiu monetárneho pravidla.²¹

1.4.2.4 Zabezpečovanie stability menového kurzu

V prípadoch, kedy sa centrálnej banke nedarí plniť si svoje funkcie v súlade s požiadavkami pre výkon monetárnej politiky, a pravdepodobnosť dosahovania inflačného cieľa kolíše, je kurz meny spravovanej touto centrálnou bankou vystavený vysokej volilitite a prudkým fázam poklesu, ktorá je spôsobovaná krátkodobými špekuláciami na nárast, či pokles menového kurzu, a zvyčajne takéto obchody trvajú od niekoľkých minút najviac po niekoľko hodín. V súvislosti s úradne stanoveným kurzom môžeme v prípade nedôvery v spôsobilosť centrálnej banky tento kurz udržať, hovoriť o tzv. *špekulačných útokoch*. Pokiaľ investori predpokladajú, že CB bude nútená tuzemskú menu devalvovať, budú ju v najkratšom možnom čase vymieňať za zahraničnú, čo zapríčiní v dôsledku nárastu ponuky tejto meny na trhu jej ďalší pokles. Neustále sa meniace riziko okolo dosahovania cieľov stanovených centrálnou bankou predstavuje pre špekulantov mnoho obchodných príležitostí. Naopak, príležitosti v zahraničnom obchodnom styku sú tým viac obmedzené, čím viac sa výmenný kurz javí vzhľadom na svoju volatilitu ako rizikový. V takýchto situáciách je centrálna banka nútená „chrániť“ vonkajšiu stabilitu meny prostredníctvom predaja devízových rezerv za vlastnú menu, čím dochádza k stabilizácii medzi ponukou a dopytom medzi tuzemskou a zahraničnou menou. Pokiaľ však banka nedisponuje dostatočnými devízovými rezervami, nie je spôsobilá udržiavať hodnotu kurzu na ňou požadovanej úrovni.

Pokiaľ je však prítomná všeobecná dôvera, že centrálna banka svoje ciele splní (a makroekonomické ukazovatele to potvrdzujú), kurz spravovanej meny má skôr tendenciu držať sa v pásme s nižším rozptylom hodnôt, prípadne trendovať nahor. Centrálna banka tak môže ušetriť finančné prostriedky, ktoré by prostredníctvom devízových intervencií vynakladala na zabráňovanie proti znehodnocovaniu meny.²²

²¹ BLINDER, Alan. Central-Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Build It? [online]. In: *The American Economic Review*. Pittsburgh: American Economic Association, Dec. 2000, roč. 90, č. 5, s. 1426 [cit. 05.12.2018]. ISSN 0002-8282. Dostupné na: file:///C:/Users/Richard/Desktop/blinder2000.pdf

²² Tamtiež

1.4.3 Kvalitatívne determinanty kredibility

Ako bolo spomenuté, nie všetky činitele vplyvajúce na kredibilitu sa dajú spoľahlivo merať, je teda náročné vytvoriť číselné indexy týchto faktorov. Otázne je, či by to bolo vôbec efektívne, nakoľko výsledky by boli ovplyvňované radou subjektívnych preferencií napríklad pri pridelovaní váh jednotlivým číselne vyjadreným kvalitatívnym parametrom. Tieto faktory sa však preukazujú na výške očakávanej inflácie a veľkosti váhy, ktorú súkromný sektor pripisuje inflácii na úrovni inflačného cieľa.

Základom týchto znakov je predovšetkým príslušná právna úprava – v prípade centrálneho bankovníctva ide najmä o konglomerát správneho a finančného práva. Prirodzene, dôveryhodné postavenie centrálnej banky nezávisí len od formálnej právnej úpravy, aj keby bola akákoľvek kvalitná, pokiaľ by nedochádzalo aj k reálnemu napĺňaniu obsahu právnych noriem a vyvodzovaniu zodpovednosti za excesy, či už voči centrálnej banke, alebo aj voči samotnej vláde, pokiaľ by sa snažila nelegálne, alebo nad rámec svojich kompetencií zasahovať do výkonu monetárnej politiky.

1.4.3.1 Nezávislosť

Ako bolo spomenuté v prvej kapitole, práve nezávislosť centrálnej banky pri výkone svojich funkcií je najzákladnejším prvkom pri posudzovaní pravdepodobnosti, do akej miery by centrálna banka bola schopná participovať na uspokojovaní finančných a mocenských záujmov vlády aj napriek tomu, že by bola táto činnosť v rozpore s cieľom udržiavať cenovú stabilitu. Práve podriadenosť záujmom vlády môže viesť k výkonu časovo nekonzistentnej politiky a to z dvoch hlavných dôvodov:

- minimalizáciou stratovej funkcie klesá z krátkodobého hľadiska nezamestnanosť, čím politik pred voľbami zvyšuje pravdepodobnosť znovuzvolenia
- vláda z neočakávanej inflácie realizuje výnos v podobe lacnejšieho získavania kapitálu na finančných trhoch. Deficity štátnych rozpočtov sú zvyčajne kryté prostredníctvom predaja štátnych dlhopisov verejnosti, pričom nominálna úroková miera je formovaná výškou reálneho požadovaného výnosu r a očakávanou mierou inflácie:

$$i = r_e + E\pi_{t+1}$$

Pokiaľ ide o vládu, ktorá je na strane dlžníka, reálna úroková miera je pre ňu daná rozdielom nominálnej úrokovej miery a miery inflácie v čase t :

$$r = i - \pi_t$$

spojením uvedených dvoch rovníc nadobudne výsledná rovnica tvar:

$$r = r_e + E\pi_{t+1} - \pi_t$$

Z uvedeného vyplýva, že pokiaľ bude reálna inflácia v budúcnosti vyššia, ako je očakávaná veriteľmi, štát ako dlžník de facto realizuje profit.²³

1.4.3.2 *Transparentnosť*

Transparentnosťou v súvislosti s centrálnym bankovníctvom rozumieme rozsah, v akom centrálna banka priebežne informuje trhové subjekty o rôznych operatívnych cieľoch, ktoré má v pláne dosiahnuť počas rozličných časových horizontov, taktiež o plánovaných zmenách hodnôt parametrov, ktoré sú nástrojmi centrálnej banky pri riadení peňažnej zásoby (napríklad predikcia krátkodobej úrokovej miery, prostredníctvom ktorej je dodávaná na trh likvidita) a priebežných zmenách makroekonomických premenných, čím verejnosť vie určiť, do akej miery sa centrálnej banke darí dosahovať svoje stanovené plány. Pre transparentný výkon monetárnej politiky je nevyhnutné zabezpečiť rôzne vnútorné a vonkajšie kontrolné mechanizmy, aby nedochádzalo k pochybnostiam o relevantnosti zverejňovaných údajov, dát a falšovaniu štatistík.

1.4.3.3 *Zodpovednosť*

Zodpovednosť je v tomto kontexte prepojená s nezávislosťou. Podobne ako pri nezávislosti, aj zodpovednosť rastie s množstvom kompetencií, ktoré boli centrálnej banke zverené. Oproti samotnej nezávislosti však nepredstavuje iba samostatný výkon tých ktorých činností, bez zasahovania nadriadenej autority, ale aj nástup nepriaznivých právnych následkov voči centrálnej banke alebo jej riadiacim orgánom, v prípade ak by došlo k závažným pochybeniam pri výkone monetárnej politiky, alebo dokonca k zneužitiu moci samotnými vedúcimi predstaviteľmi. Pokiaľ by teda bola centrálna banka nezávislá,

²³ REĽOVSKÝ, Branislav. Časová nekonzistencia v menovej politike. [online]. In: *BIATEC*. Bratislava: Národná banka Slovenska, roč. 12, s. 11 – 12, 04.10.2004, [cit. 24.11.2018]. ISSN 1335 – 0900. Dostupné na: https://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/MU/04_09.pdf

ale neniesla by ako orgán verejnej správy príslušnú zodpovednosť za svoje konanie, v národnom hospodárstve by to mohlo mať katastrofálne následky.

2 Ciele a metodika práce

Primárnymi cieľmi bakalárskej práce bude najmä zistiť, ako sa vyvíjali úrovne dôveryhodnosti jednotlivých centrálnych bánk vo vybraných ekonomikách za zvolené časové obdobie, merané prostredníctvom príslušných kvantitatívnych metód; definovať faktory vplývajúce na nárast, či pokles kredibility; a taktiež zistiť miery vzájomnej závislosti medzi tými faktormi, medzi ktorými má zmysel závislosť skúmať, resp., či má centrálna banka tendenciu strácať svoju kredibilitu naraz súčasne vo viacerých oblastiach, ktoré spadajú do jej pôsobnosti a sú spolu určitým spôsobom previazané. Analytické výstupy budú prakticky niest' informácie o kvalite doterajšej činnosti skúmaných centrálnych bánk, na základe čoho možno tvrdiť, do akej miery sú jednotlivé inštitúcie spoľahlivé v rámci výkonu monetárnej politiky – takáto informácia sa javí ako významná napríklad pre účely posudzovania rizika investovania do rôznych druhov aktív v tej ktorej krajine, pričom hodnota týchto aktív zvyčajne býva značne ovplyvňovaná opatreniami prijímanými monetárnou autoritou. Ďalším cieľom bude aj zistenie, do akej miery sa líši celková kredibilita centrálnej banky vzťahujúca sa len na oblasť vnútornej menovej stability, a celková kredibilita zahrňujúca aj udržiavanie menovej stability vonkajšej, pričom spôsoby, prostredníctvom ktorých bude dôveryhodnosť v rámci udržiavania vonkajšej menovej rovnováhy posudzovaná, budú navrhnuté autorom tejto bakalárskej práce. Zostavenie týchto vhodných metód tak prakticky predstavuje určitý sprostredkujúci cieľ, ktorý vedie k naplneniu primárnych cieľov.

2.1 Kvantitatívne determinanty kredibility

Samotná úroveň kredibility je podmienená viacerými činiteľmi, pričom len niektoré z nich sa dajú vyjadriť kvantitatívne – hovoríme o indexoch kredibility, ktoré budú využité pre metodologické účely v tejto bakalárskej práci. Reálne očakávania verejnosti z určitého časového hľadiska nemusia zákonite korešpondovať s hodnotami týchto indexov, avšak vytvárajú pozitívny alebo negatívny predpoklad pre vývoj dôveryhodnosti v budúcnosti. Pokiaľ ide o samotnú kredibilitu, môžeme ju vyjadriť ako očakávanú infláciu, ktorá je formovaná na základe súčtu vážených hodnôt inflačného cieľa a priemernej inflácie za minulé obdobia, pričom váhy, ktoré pripisuje súkromný sektor jednotlivým hodnotám vyjadrujú do akej miery verejnosť verí stanovenému cieľu a akou mierou sa podieľajú na očakávaniach minulé inflačné výsledky:

$$\pi_{et} = \lambda \pi^T + (1-\lambda)\pi_{t-q}$$

Kde π_T predstavuje očakávanú infláciu pre obdobie T , π_T inflačný cieľ pre rovnaké obdobie, π_{t-q} priemernú infláciu za predchádzajúcich q období a λ označuje váhy pripisované verejnosťou. Determinantmi kredibility sú práve tie činitele, ktoré majú vplyv na miery týchto váh.²⁴

2.1.1 Determinanty kredibility podľa Mackiewicz-Łyziak

Tri zo štyroch modelov kvantitatívnych determinantov kredibility centrálnej banky uvedených v bakalárskej práci vychádzajú z metodológie poľskej odborníčky na oblasť centrálneho bankovníctva, Joanny Mackiewicz-Łyziak.

2.1.1.1 Dosahovanie deklarovaného inflačného cieľa

Prirodzene, tento faktor zohráva kľúčovú úlohu pri formovaní budúcich inflačných očakávaní. Príčina nesplnenia stanovenej hodnoty môže byť, ako bolo spomenuté, vôľová (keď si autority sledujú vlastné ciele), alebo ňou môžu byť chyby vo výkone monetárnej politiky, ktoré vznikajú predovšetkým v dôsledku:

- nemožnosti presne odhadnúť ekonomicky potrebné množstvo peňazí a monetárne opatrenia sú prijímané len na základe minulých prejavov v ekonomike²⁵
- nesprávne odhadnutých zmien v dopyte ekonomických subjektov po peniazoch, čo vedie k vzniku neoptimálnej rovnováhy medzi dopytom a ponukou peňazí, ktorú centrálna banka priamo ovplyvňuje úrokovou mierou. Do obehu sa tak môže prostredníctvom diskontných nástrojov dostávať prebytočné alebo nedostatočné množstvo peňazí.

Kredibilita pri dodržiavaní inflačného pravidla je funkciou času, počas ktorého sa centrálnej banke podarilo udržiavať infláciu v stanovenom pásme, a veľkosti deviácií od tohto pásma:

$$CI_1 = 0,5 (T_{\pi t} / T_n) + 0,5 \times 100 / e^{0,5(\pi - \pi_t)}$$

²⁴ LEVIEUGE, Grégory a kol. Central bank credibility and the expectations channel: Evidence based on a new credibility index. [online]. In: *NBP Working Paper 209*. Varšava: Narodowy Bank Polski, 2015 [cit. 14.12.2018]. Dostupné na: https://www.nbp.pl/publikacje/materialy_i_studia/209_en.pdf

²⁵ REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 464. vyd. Praha: Management Press, s.r.o, 2014. 423 s. ISBN 978-80-7261-279-6.

pričom výraz $T\pi / T_n$ označuje percento mesiacov v roku, počas ktorých bol dodržaný inflačný cieľ a $100 / e^{0,5(\pi - \pi_t)}$ predstavuje stratu kredibility v dôsledku deviácie od cieľovej hodnoty, ktorá nelineárne klesá od hodnoty 100 po 0. Obom častiam rovnice sú pripisované rovnaké váhy.²⁶

2.1.1.2 Miera inflácie v porovnaní s najrozvinutejšími ekonomikami sveta

Centrálne banky v Ekonomicky vyspelých krajinách sú všeobecne považované za úspešné v rámci procesu dezinflácie – čo najnižšia miera inflácie je totiž dôležitým predpokladom pre trvalý hospodársky rast a zabezpečenie vysokej životnej úrovne. Komparáciou zmien cenových hladín vybranej ekonomiky s tými najvyspelejšími tak vieme čiastočne určiť, do akej miery sa dané hospodárstvo približuje k rozvinutej časti sveta. Pochopiteľne, čím je táto konvergencia vyššia, tým bude vyššia i dôvera verejnosti voči výkonu monetárnej politiky. Príslušný index je možné vypočítať nasledovným spôsobom:

$$\begin{aligned}
 &0 \dots\dots\dots \text{ak } \pi \geq 20\% \\
 &CI2 = 100 - (100 / (20 - \pi_{dev})) \times (\pi - \pi_{dev}) \dots\dots \text{ak } \pi_{dev} < \pi < 20\% \\
 &1 \dots\dots\dots \text{ak } \pi \leq \pi_{dev}
 \end{aligned}$$

kde π_{dev} predstavuje priemernú infláciu najrozvinutejších ekonomík sveta za posledné tri roky (od množstva zvolených ekonomík, ktoré sú vyberané zostupne od tej najrozvinutejšej potom závisí, s akou svetovou úrovňou je krajina porovnávaná – čím viac ekonomík bude do tohto priemeru zahrnutých, tým bude priemer vyšší), π označuje trojročný inflačný priemer v skúmanej krajine. Z rovnice ďalej vyplýva, že kredibilita klesá na nulovú úroveň, pokiaľ je prekročená dvadsať percentná miera inflácie.²⁷

2.1.1.3 Úroveň verejného dlhu

Ďalším z merateľných faktorov vplývajúcich na kredibilitu je pomer verejného dlhu na HDP krajiny. V Európskej únii (a jedno z pravidiel konvergenčných kritérií pre vstup

²⁶ MACKIEWICZ-ŁYZIAK, Joanna. CENTRAL BANK CREDIBILITY: DETERMINANTS AND MEASUREMENT. A CROSS-COUNTRY STUDY. [online]. In: *Acta Oeconomica*. Budepešť: Akademiai Kiado, 09.04 2016, roč. 66, s. 131, [cit. 14.12.2018]. ISSN 15882659. Dostupné na: file:///C:/Users/Richard/Desktop/mackiewiczzyiak2016.pdf

²⁷ Tamtiež

do Eurozóny) sa verejný dlh považuje za bezpečný a udržateľný, pokiaľ nepresiahne hranicu 60% HDP. Pokiaľ je však táto miera prekročená, môžu sa objavovať u verejnosti obavy z udržateľnosti tohto dlhu, a tým predpoklad, že centrálna banka nebude prioritne kontrolovať cenovú stabilitu, ale slúžiť ako veriteľ poslednej inštancie (monetárne krytie dlhu). Z tohto dôvodu rastúci verejný dlh môže viesť k rastu inflačných očakávaní nad stanoveným cieľom, resp. k strate časti kredibility centrálnej banky. Pre výpočet príslušného indexu je hranica verejného dlhu 60% HDP v nasledujúcej rovnici, podobne ako pri konvergenčných kritériách, považovaná za začiatok „nebezpečnej zóny“:

$$\begin{aligned}
 0 & \dots \dots \dots \text{ak } D / HDP \times 100 > 100 \\
 CI3 = 100 \times (1 - D/HDP) \times 2,5 & \dots \dots \dots \text{ak } 60 < D/HDP \times 100 < 100 \\
 100 & \dots \dots \dots \text{ak } 60 > D/HDP^{28}
 \end{aligned}$$

2.1.2 Stabilita a zmena menového kurzu

Posledné dva zo všetkých čiastkových modelov na meranie kredibility, ktoré sú na rozdiel od predchádzajúcich zostavené autorom bakalárskej práce, sa týkajú vonkajšej stability meny. Jedným z prioritných cieľov centrálnej banky je dosiahnutie stability výmenného kurzu spravovanej meny voči ostatným menám na takej úrovni, pri ktorej je zabezpečená vyrovnaná platobná bilancia krajiny. Udržiavanie tohto kurzu je dôležité aj pre splnenie samotného inflačného cieľa. Menový kurz môže byť stanovený úradne (ide o uzavreté ekonomiky), alebo sa jeho hodnota môže vyvíjať v závislosti od trhových podmienok, pričom centrálna banka naň môže priamo vplývať predovšetkým prostredníctvom devízových intervencií (operácií na OTC trhu), alebo nepriamo v podobe rôznych vyhlásení jej popredných predstaviteľov, podľa ktorých sú investori do určitej miery spôsobilí odhadovať budúci vývoj menovo politickej stratégie. Nakoľko ide o nové indexy, ktoré napokon budú vplývať na výpočet celkovej kredibility, v praktickej časti budú porovnané výsledky celkového indexu kredibility s použitím týchto indexov a bez ich použitia. Oba ukazovatele majú vo výslednom indexe rovnakú váhu, pričom prostredníctvom jedného z nich pozorujeme variabilitu menového kurzu a prostredníctvom druhého celkovú percentuálnu zmenu výmenného kurzu meny spravovanej skúmanou centrálnou bankou voči vybranej inej mene za určité časové obdobie. Variabilita bude v

²⁸ MACKIEWICZ-ŁYZIAK, Joana. CENTRAL BANK CREDIBILITY: DETERMINANTS AND MEASUREMENT. A CROSS-COUNTRY STUDY. [online]. In: *Acta Oeconomica*. Budepešť: Akademiai Kiado, 09.04 2016, roč. 66, s. 134, [cit. 14.12.2018]. ISSN 15882659. Dostupné na: file:///C:/Users/Richard/Desktop/mackiewiczlyziak2016.pdf

tomto prípade definovaná ako štandardná odchýlka vypočítaná z rozdielov skutočného menového kurzu od jeho dlhodobého vývojového trendu v jednotlivých obdobiach, pričom hodnoty dlhodobého trendu budú určené s použitím Hodrickovho – Prescottovho filtra. Nakoľko bude veľkosť tejto štandardnej odchýlky určovaná v percentách, hodnoty skutočných kurzov a hodnoty generované HP – filtrom budú najskôr prevádzané na svoje prirodzené logaritmy. Pre výpočet indexu kredibility zohľadňujúceho volatilitu vybraného menového páru teda platí nasledovný vzťah:

$$\begin{aligned}
 &0 \dots\dots\dots \text{ak } \sigma\% \geq 10 \\
 CI4 &= 100 - (\sigma\% / 10) \times 100 \dots\dots\dots \text{ak } 0 < \sigma\% < 10 \\
 &100 \dots\dots\dots \text{ak } \sigma\% = 0
 \end{aligned}$$

Výraz $\sigma\%$ označuje veľkosť štandardnej odchýlky od priemernej percentuálnej veľkosti fluktuácií od trendu generovaného Hodrick – Prescottovým filtrom. Z uvedeného modelu vyplýva, že pokiaľ štandardná odchýlka prekročí hranicu desiatich percent, index nadobudne nulovú hodnotu. Táto hranica bola stanovená ad hoc, pričom ani v jednom prípade nebola prekročená, dokonca vo všetkých okrem dvoch prípadoch nebola presiahnutá ani jej 50 percentá úroveň. Vysoký limit bol stanovený predovšetkým pre širšie možnosti porovnávania a analýzy vývoja tohto indexu. Pokiaľ by bol totiž limit stanovený na nižšej úrovni, indexy by mohli viac krát nadobudnúť nulovú hodnotu, a následne by bolo po jej prekročení irelevantné poukazovať na rozdielny vývoj volatility menových kurzov.

Druhý index zohľadňuje, ako už bolo spomenuté, percentuálne zmeny vo vývoji výmenného kurzu za zvolené časové obdobie. Výsledkom takejto zmeny môže byť posilnenie meny spravovanej skúmanou centrálnou bankou, alebo jej oslabenie voči vybratej inej mene. Zatiaľ čo volatilita menového páru mien krajín, ktoré majú medzi sebou významnejšie obchodné vzťahy, spôsobuje krátkodobú nestabilitu cenovej hladiny, celkové medzироčné oslabenie meny môže v danej krajine výrazne vplývať na splnenie inflačného cieľa centrálnou bankou z dlhodobejšieho časového horizontu. Treba však poznamenať, že nie každé oslabenie meny predstavuje pre tú ktorú ekonomiku ťažkosť – do určitej miery práve oslabenie meny napomáha exportu. Je možné tvrdiť, že oslabenie meny po určitú hranicu týmto spôsobom ekonomike pomáha a po jej prekročení pôsobí zasa negatívne, vzhľadom na zrýchľujúci sa rast cien importovaných statkov. Kde sa táto

hranica nachádza, závisí od konkrétnej obchodnej bilancie medzi dvoma ekonomikami a citlivosti cien importovaných a exportovaných statkov na zmeny menového kurzu.

Hranica, po prekročení ktorej tento index nadobudne nulovú hodnotu, predstavuje 50 percentné oslabenie menového kurzu tej ktorej meny voči USD, a v prípade jeho udržania na rovnakej hodnote, prípadne posilnenia v akejkoľvek miere, dosahuje index najvyššiu hodnotu 100. Spodný limit bol stanovený na základe rovnakej úvahy, ako to bolo v prípade indexu CI₄, a podobne, ani v tomto prípade nebol prekročený a jeho 50 percentá úroveň bola presiahnutá iba dva krát zo všetkých pozorovaní:

$$\begin{aligned} 0 & \dots \dots \dots \text{ak } \Delta_{et1,et0} / e_{t0} \leq - 0,5 \\ CI_5 & = 100 + (\Delta_{et1,et0} / e_{t0}) / 0,5 \times 100 \dots \dots \dots \text{ak } - 0,5 < \Delta_{et1,et0} / e_{t0} < 0 \\ 100 & \dots \dots \dots \text{ak } \Delta_{et1,et0} \geq 0 \end{aligned}$$

2.1.3 Výsledný index kredibility

Vypočítaním jednotlivých indexov kvantitatívnych determinantov a následným súčtom ich vážených výsledkov dostaneme finálny index:

$$CI_f = 0,287 \times CI_1 + 0,256 \times CI_2 + 0,224 \times CI_3 + 0,1165 \times CI_4 + 0,1165 \times CI_5$$

ktorý bude aplikovaný na posúdenie dôveryhodnosti centrálnych bánk v jednotlivých skúmaných krajinách v praktickej časti bakalárskej práce. Uvedený index je upravenou konštrukciou indexu zostaveného J. Mackiewicz-Łyziak, pričom došlo k vyradeniu nižšie uvedeným kvalitatívnych determinantov pre ťažkosti a relevantnosť ich merania, pričom váha pridelená transparentnosti bola rozdelená napoly a jej časti boli pripísané stabilite a zmene menového kurzu, a následne boli váhy zvyšných vyradených faktorov rozdelené pomerne medzi skúmané činitele. Opäť je dôležité zdôrazniť, že výsledný index nemusí záväzne odrážať reálne očakávania verejnosti, no predstavuje potenciálnu zmenu očakávaní v budúcnosti.

2.2 Výber vhodných krajín

Výskum je zameraný na centrálné banky v rýchlo sa rozvíjajúcich ekonomikách, čo v tomto prípade znamená, že ide o menové authority vykonávajúce pôsobnosť v rozvojových štátoch, ktoré v súčasnosti nedosahujú popredné pozície v rôznych svetových

rebríčkoch týkajúcich sa miery životnej úrovne. V niektorých prípadoch ide o regionálne, prípadne svetové mocnosti. Pri výbere krajín boli brané do úvahy kritériá týkajúce sa regionálnej diverzifikácie – z každého svetadiela (s výnimkou Austrálie) bola vybraná jedna krajina, pričom región stredného východu bol posudzovaný samostatne. Ďalším kritériom bola skutočnosť, či centrálna banka v príslušnom štáte využíva inflačné cielenie ako menovo politickú stratégiu, alebo nie. Kľúčovou bola taktiež miera dostupnosti dát, ktoré sú využité pre účely výskumu. Z krajín, ktoré kumulatívne splnili uvedené požiadavky, boli vybrané tie, ktoré dosahovali najvyššie miery priemerného tempa hospodárskeho rastu za posledných desať rokov (od poslednej svetovej hospodárskej krízy) (vypočítané podľa štatistiky zostavenej podľa údajov IMF):

Tabuľka 2: Zoznam pozorovaných krajín

Afrika	Amerika	Ázia	Európa	Stredný východ
Ghana	Dominikánska Republika	Čína	Moldavsko	Turecko

Zdroj: Vlastné spracovanie

2.2.1 *Súčasný profil vybraných krajín a ich centrálnych bánk*

Každá z vybraných krajín má odlišné hodnoty rôznych makroekonomických ukazovateľov, dosahuje komparatívne výhody v iných hospodárskych odvetviach a taktiež sa vyznačujú rôznymi formami štátu a vlády. Niektoré (najmä Čína) sa vyznačujú rapídny rozvojom a konzistentným rastom životnej úrovne, u iných (Turecko), môžeme naopak pozorovať problémy politického, alebo ekonomického charakteru (pričom mnohokrát je práve politická nestabilita zdrojom ekonomických šokov), ktoré sa negatívne prejavujú napríklad na hodnotách inflácie, či vývoji menového kurzu. Forma vlády a spôsob výkonu vládnej moci sú taktiež determinantmi stupňa nezávislosti centrálnej banky.

Stručná analýza spoločenských a hospodárskych pomerov v jednotlivých krajinách, a priblíženie základných rámcov centrálneho bankovníctva má za cieľ vytvoriť čitateľovi všeobecný prehľad o pozorovaných štátoch a jednotlivých centrálnych bankách, hodnotách kľúčových indikátorov využitých pri aplikácii uvedených modelov na meranie kredibility. Kľúčovými indikátormi jednotlivých krajín sú v tejto súvislosti: inflačný cieľ, priemerné medziročné miery inflácie, pomer verejného dlhu a HDP, a výmenný kurz meny príslušného štátu voči USD. Vývoj uvedených indikátorov každej krajiny je zobrazený v tabuľkách v nasledujúcich podkapitolách.

2.2.1.1 Ghana

Ghana predstavuje v súčasnosti krajinu, ktorá sa v rámci afrických štátov zaraďuje na popredné pozície týkajúce sa úrovne tempa hospodárskeho rastu, či politickej a spoločenskej stability.²⁹ Politický systém je v mnohom podobný ako v USA – forma vlády má prezidentský charakter, spolu s bežným rozdelením štátnej moci medzi moc výkonnú, zákonodarnú a súdnu.³⁰

Centrálna banka Ghany – Bank of Ghana – bola zriadená 4. Marca 1957 (dva dni pred deklarovaním nezávislosti Ghany od Veľkej Británie) na základe nariadenia č. 34, prijatého britským parlamentom. Odvtedy prešla viacerými legislatívnymi zmenami, pričom poslednú zmenu predstavuje prijatie zákona č. 291 - Bank of Ghana law v roku 1992. Najvyšším orgánom Bank of Ghana je predstavenstvo zložené z guvernéra (ten je zároveň aj predsedom predstavenstva), ktorým je v súčasnosti Dr. Ernest Addison, jeho dvoch zástupcov a desiatich riaditeľov. Predstavenstvo je vymenované prezidentom Ghany po porade so štátnou radou, pričom funkčné obdobie guvernéra a jeho zástupcov sú štyri roky a u riaditeľov sú to tri roky, v oboch prípadoch s možnosťou opätovného vymenovania. Zvyšné orgány predstavujú výbory predstavenstva, ktorými sú výbor pre audit, ľudské zdroje a legislatívu, hospodárstvo a výskum, strategické plánovanie a rozpočet.³¹

Oficiálnou menou Ghany je ghanské cedi (GHS) od roku 1965 (od roku 1967 tzv. „nové cedi“, ktorého výmenný pomer so „starým“ cedi predstavoval 1:1,2), ktoré prešlo viacerými menovými reformami týkajúcich sa najmä nominálnych hodnôt bankoviek. Pred prijatím cedi a pred vyhlásením nezávislosti od Veľkej Británie cirkulovali v hospodárstve do roku 1958 západoafrické libry, šilingy a pence (deliteľné menové jednotky libry), pričom tie boli následne nahradené ghanskými librami v rovnakej parite. ghanské libry napokon definitívne nahradilo cedi v pomere 8 šilingov a 4 pence za 1 cedi.³²

Vývoj kľúčových veličín (hodnota menového kurzu predstavuje zatváraciu hodnotu k 31.12. príslušného roka, pričom v prípade, že na tento dátum pripadol voľný deň, berie sa do úvahy hodnota z najbližšieho obchodného dňa. Hodnota v zátvorke predstavuje celkovú

²⁹ Overview. [online] In: *The World Bank in Ghana official website*. [cit. 15.01.2019]. Dostupné na: <https://www.worldbank.org/en/country/ghana/overview>

³⁰ Ghana: Constitution and politics. [online]. In: *The Commonwealth*. [cit. 15.01.2019]. Dostupné na: <http://thecommonwealth.org/our-member-countries/ghana/constitution-politics>

³¹ Brief historical backround. [online]. In: *Bank of Ghana official website*. 07.02.2011, [cit. 15.01.2019]. Dostupné na: <https://www.bog.gov.gh/about-the-bank/about-us/130-bank-of-ghana>

³² Brief history of the Ghana currency. [online]. In: *Bank of Ghana official website*. 07.02.2011, [cit. 15.01.2019]. Dostupné na: <https://www.bog.gov.gh/banking/currency/evolution-of-currency-in-ghana>

ročnú percentuálnu zmenu menového kurzu. Parameter σ označuje veľkosť štandardnej odchýlky od priemernej kurzovej volatility):

Tabuľka 2: Vývoj kľúčových veličín v Ghane

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
USD/GHS (+/-%)	1.48 (3,88)	1.63 (10,42)	1.90 (16,43)	2.35 (23,49)	3.20 (36,38)	3.79 (18,55)	4.27 (12,53)	4.52 (5,73)
$\sigma\%$	2,11	1,91	3,35	0,67	7,15	5,4	2,44	2,18
Priemerná miera inflácie (%)	6.7	7.7	7.1	11.7	15.5	17.2	17.5	12.4
Verejný dlh/HDP (%)	46.3	42.6	47.9	57.2	70.2	72.2	73.4	71.8
Inflačný cieľ (%)	7,0- 11,0	9,00	8,5	7,5-11,5	11,0 -15,0	8,00, +/-2,00	8,00, +/-2,00	8,00, +/-2,00

Zdroj: Vlastné spracovanie

2.2.1.2 Dominikánska republika

V súvislosti s Dominikánskou republikou hovoríme o štáte, ktorému sa v rámci latinskoamerických krajín darí napriek množstvu negatívnych prírodných vplyvov v podobe hurikánov, či zemetrasení úspešne bojovať s chudobou a dosahovať vysokých úrovní tempa ekonomického rastu, podporovaných najmä domácim dopytom. Potenciál stať sa vysoko príjmovou krajinou bude však mať Dominikánska Republika zrejme až potom, ako sa v nej zlepšia podmienky predovšetkým v oblasti vzdelávania a podnikateľského prostredia.³³

Centrálnu banku Dominikánskej republiky predstavuje Banco Central de la República Dominicana (ďalej len BCRD), založená 9. októbra v roku 1947 zákonom č.1529, pričom svoju funkciu začala vykonávať 23. októbra toho istého roka ako decentralizovaná a nezávislá inštitúcia vykonávajúca typické činnosti centrálnej banky.³⁴ Jej funkcie a povinnosti sú upravené v súčasnosti v zákone č. 183-02 o monetárnom a finančnom systéme. BCRD spolu s ďalšími orgánmi, Monetárnou radou a Bankovým

³³ Overview. [online] In: *The World Bank in Dominican Republic official website*. [cit. 16.01.2019]. Dostupné na: <https://www.worldbank.org/en/country/dominicanrepublic/overview#1>

³⁴ History. [online]. In: *Banco Central República Dominicana official website*. [cit. 16.01.2019]. Dostupné na: <https://www.bancentral.gov.do/a/d/2884-history>

dohľadom tvoria tzv. Monetárnu a finančnú administratívu, pričom Monetárna rada predstavuje vrcholný rozhodovací orgán pre ostatné dva. Monetárna rada sa skladá z desiatich členov na čele s prezidentom, ktorý je zároveň guvernérom BCRD a od roku 2004 je ním nepretržite Héctor Valdez Albizu.³⁵ Guvernéra menuje vláda na obdobie iba dva roky. Vychádzajúc z kritérií nezávislosti podľa A. Cukiermana je možné konštatovať, že pri tak krátkom funkčnom období sa u verejnosti môžu vyskytnúť pochybnosti, či je uvedené obdobie postačujúce na zabezpečenie potrebnej miery nezávislosti centrálnej banky.³⁶ Okrem prezidenta majú v monetárnej rade na vedúcich pozíciách zastúpenie ešte tajomník ministerstva financií a bankový dozorca.

História meny Dominikánskej Republiky – dominikánskeho pesa (DOP) – siaha do roku 1844. Vtedy sa peso stalo prvý krát oficiálnou menou tejto krajiny po tom, ako dosiahla nezávislosť od Haiti. V období medzi rokmi 1891 a 1897 bola vydaná druhá mena, tzv. franco, ktorá však nedokázala nahradiť peso a šesť rokov tak obiehala v národnom hospodárstve spolu s ním. V roku 1905 ale nahradil peso americký dolár, a to vo výmennom pomere 5:1 v prospech americkej meny. 21. Februára 1937 bol prijatý zákon č. 1259, ktorý oficiálne ustanovil peso oro ako národnú menu. Do roku 1947 obiehala táto mena v ekonomike spoločne s americkým dolárom, a odvtedy je jedinou oficiálnou menou Dominikánskej Republiky.³⁷

³⁵ Monetary Board. [online]. In: *Banco Central República Dominicana official website*. [cit. 16.01.2019]. Dostupné na: <https://www.bancentral.gov.do/a/d/2883-members-of-the-mb>

³⁶ CUKIERMAN, Alex. Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes. [online]. In: *THE WORLD BANK ECONOMIC REVIEW*. Oxford: World Bank, Oxford University Press, Sept. 1992, roč. 6, č. 3, s. 353-398, [cit. 16.01.2019]. ISSN 0258-6770 .Dostupné na: <http://documents.worldbank.org/curated/en/797831468739529187/pdf/multi-page.pdf>

³⁷ Dominican Peso. [online]. In: *Oanda*. [cit. 16.01.2019]. Dostupné na: <https://www.oanda.com/currency/iso-currency-codes/DOP>

Tabuľka 3: Vývoj kľúčových veličín v Dominikánskej republike

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
USD/DOP (+/-%)	37.20 (3,33)	38.50 (3,49)	40.15 (4,29)	42.62 (6,15)	44.24 (3,8)	45.48 (2,8)	46.17 (1,52)	47.62 (3,14)
$\sigma\%$	0,29	0,23	0,65	0,53	0,23	0,3	0,24	0,67
Priemerná miera inflácie (%)	6.3	8.5	3.7	4.8	3.0	0.8	1.6	3.3
Verejný dlh/HDP (%)	36.57	37.29	40.89	45.07	44.34	44.49	47.09	49.12
Inflačný cieľ (%)			5.5% +/-1%	5.0% +/-1%	4.5% +/-1%	4.00, +/-1	4.00, +/-1	4.00, +/-1

Zdroj: Vlastné spracovanie

2.2.1.3 Čína

Čína predstavuje jedinú komunistickú krajinu na svete, ktorá napriek svojmu politickému systému dosahuje solídne výsledky v rôznych makroekonomických ukazovateľoch a od roku 2008 najvyššie priemerné tempo hospodárskeho rastu na svete. Dynamický je taktiež rast životnej úrovne strednej triedy. Je však dôležité poukázať na rozdiel medzi ekonomickým a politickým systémom Číny. Zatiaľ čo je politický systém deformovaný komunistickou ideológiou, popierajúcou osobnú slobodu jednotlivcov v rôznych aspektoch, ekonomický systém ponechal od roku 1978 komunistický režim v podobe, ktorá vo veľkej miere zodpovedá modernej otvorenej trhovej ekonomike. Najvýraznejšiu výnimku predstavujú azda päťročné hospodárske plány. Aktuálne prebieha trinásť „päťročnica“ (2016 – 2020), počas ktorej si čínska vláda primárne stanovila dosiahnuť redukciiu sociálnych rozdielov, zvýšenie efektivity využívania energie a zjednodušenie prístupu ku vzdelaniu a zdravotnej starostlivosti v prípade chudobnejších vrstiev obyvateľstva. Plánované medziročné tempo rastu HDP predstavuje 6,5 %.³⁸

Ľudová Banka Číny (People's Bank of China – PBC), ktorá dnes predstavuje centrálnu banku Čínskej ľudovodemokratickej republiky, vznikla v roku 1948 (počas občianskej vojny) spojením bánk Huabei, Beihai a roľníckou bankou Xibei.³⁹ PBC

³⁸ Overview. [online] In: *The World Bank in China official website*. [cit. 18.01.2019]. Dostupné na internete: <https://www.worldbank.org/en/country/china/overview>

³⁹ People's Bank of China - Company card. [online]. In: *CbondS*. [cit. 18.01.2019]. Dostupné na: <http://cbonds.com/organisations/emitent/55597>

spadala pod priamu kontrolu ministerstva financií, pričom vykonávala činnosti komerčnej aj centrálnej banky. Jej primárnou úlohou bola podpora štátu pri splňaní päťročných hospodárskych plánov, najmä prostredníctvom poskytovania finančných zdrojov. Zásadnými zmenami prechádzala PBC v období medzi rokmi 1979 - v čase prechodu na tzv. „socialistické trhovú hospodárstvo“ - a 1983, kedy na základe rozhodnutia čínskej štátnej rady začala Ľudová Banka Číny vykonávať typické funkcie centrálnej banky, teda kontrolovať rozsah peňažnej zásoby a udržiavať stabilitu menového kurzu. Jej postavenie a kompetencie boli neskôr oficiálne upravené zákonom prijatým 18. Marca 1995 ôsmym Národným ľudovým kongresom. V súčasnosti predstavuje PBC gigantickú štruktúru so samostatnými organizačnými zložkami v deviatich rôznych regiónoch Číny a dvoma hlavnými operačnými strediskami lokalizovanými v Pekingu. Top manažment PBC pozostáva z guvernéra, ktorým je v súčasnosti Yi Gang, a jeho zástupcov, ktorých počet sa môže meniť. Guvernéra vymenúva a odvoláva na návrh premiéra Národný ľudový kongres. Zástupcovia guvernéra sú menovaní a odvolávaní predsedom Štátnej rady.⁴⁰

Menová história Číny siaha až do 4. Storočia pred naším letopočtom, nakoľko Čína bola jednou z prvých krajín, ktorá začala využívať peniaze, predovšetkým mince z bronz, namiesto barterového obchodu a počas ekonomického rozmachu v 11. Storočí sa stala prvou krajinou, v ktorej začali obiehať papierové peniaze, tzv. jiao zi.⁴¹ Od roku 1600 vo veľkom rozsahu obiehalo v oblasti juhovýchodnej Ázie španielske peso, od ktorého bola v roku 1889 odvodená nová čínska mena – juan, emitovaná najskôr v podobe strieborných mincí a po krátkom čase aj vo forme bankoviek. Počas občianskej vojny došlo v roku 1948 Ľudovou bankou Číny k emisii „nového juanu“, v čínskom jazyku nazývanom renminbi (ľudová mena). Po víťazstve komunistov v občianskej vojne trpelo čínske hospodárstvo hyperinfláciou, čo donútilo vládu k ďalšej sérii emisie bankoviek, pričom nové bankovky boli vymieňané za staré v pomere 1 : 10 000.⁴² Dlhé obdobie bol kurz juanu fixovaný voči americkému doláru, čo sa zmenilo v roku 2005, po prechode na systém riadeného floatingu.⁴³

⁴⁰ AVERSA, Giovanni. PEOPLE'S BANK OF CHINA - PBOC (ENCYCLOPEDIA). [online]. In: *Bankpedia*. [cit. 18.01.2019]. Dostupné na: <http://bankpedia.org/index.php/en/120-english/p/23737-peoples-bank-of-china-pboc>

⁴¹ SMITHFIELD, Brand. The first Chinese paper money, „jiaozi“, was stamped with six different inks and multiple banknote seals. [online]. In: *The Vintage News*. Timera Media, 18.05.2017, [cit. 18.01.2019]. Dostupné na: <https://www.thevintagenews.com/2017/05/18/the-first-chinese-paper-money-jiaozi-was-stamped-with-six-different-inks-and-multiple-banknote-seals/>

⁴² Currency Information and Research. History of the Chinese Yuan. [online]. In: *Currency Information and research for the Foreign Exchange Industry*. 02.02.2011, [cit. 18.01.2019]. Dostupné na: <http://currencyinformation.org/history-of-the-chinese-yuan>

⁴³ KENTON, Will. CNY (China Yuan Renminbi). [online]. In: *Investopedia*. 13.01.2018, [cit. 18.01.2019]. Dostupné na: <https://www.investopedia.com/terms/forex/c/cny-china-yuan-renminbi.asp>

Tabuľka 4: Vývoj kľúčových veličín v Číne

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
USD/CNY, (+/-%)	6.59 (3,46)	6.30 (-4,28)	6.23 (-1,23)	6.05 (-2,86)	6.20 (2,44)	6.48 (4,64)	6.94 (6,99)	6.50 (-6,29)
$\sigma\%$	0,42	0,38	0,67	0,48	0,85	0,88	1,03	2,34
Priemerná miera inflácie (%)	3.3	5.4	2.6	2.6	2.0	1.4	2.0	1.6
Verejný dlh/HDP (%)	33.7	33.6	34.3	37.0	39.9	41.1	44.3	47.6
Inflačný cieľ (%)	cca 3	cca 4	cca 4	cca 3,5	cca 3,5	cca 3	cca 3	cca 3

Zdroj: Vlastné spracovanie

2.2.1.4 Moldavsko

Napriek skutočnosti, že Moldavsko predstavuje podľa HDP per capita hospodársky najmenej vyspelú krajinu Európy, od roku 2000 sa jej úspešne darí znižovať množstvo obyvateľov žijúcich na hranici chudoby. Priemerné medziročné tempo hospodárskeho rastu od krízy v roku 2008 predstavuje 3,8 %. Značné sociálne rozdiely, nestabilný politický systém, korupcia, nízka miera právnej istoty a pretrvávajúca polarizácia spoločnosti najmä v otázkach zahraničnopolitickej orientácie však spôsobujú zraniteľnosť ekonomického systému.⁴⁴ Jeden z kľúčových pilierov moldavskej ekonomiky predstavuje voľný prístup na trh EÚ na základe asociačnej dohody – vyše polovica moldavského exportu smeruje do Európskej Únie. Pre úplnú integráciu do európskeho spoločenstva však musí táto krajina ešte prejsť rôznymi reformami.⁴⁵

História moldavskej centrálnej banky je pomerne mladá. Národná banka Moldavska bola zriadená prezidentským výnosom 4. júla 1991, teda v rovnakom roku, v akom vzniklo Moldavsko samotné (predtým súčasť ZSSR). Oficiálne bola nezávislosť a zodpovednosť NBM parlamentu prisúdená v roku 1995 prijatím zákona 548-XIII o Národnej banke Moldavska. Svojím pôsobením a opatreniami zohrávala nenahraditeľnú úlohu pri prechode krajiny na trhovú ekonomiku a procese dezinfácie, najvýznamnejším medzníkom v tejto súvislosti bolo v roku 1993 uvedenie novej meny do obehu, ktorou je

⁴⁴ Overview. [online]. In: *The World Bank in Moldova official website*. 11.10.2018, [cit. 22.01.2019]. Dostupné na: <https://www.worldbank.org/en/country/moldova/overview>

⁴⁵ VARELA, Gonzalo. *Moldova Trade Study*. [online]. In: *The World Bank*. [cit. 22.01.2019]. Dostupné na: <http://www.worldbank.org/en/country/moldova/publication/moldova-trade-study>

dodnes moldavský lev. Zásadný vplyv na činnosť NBM, a na makroekonomické prostredie vôbec malo v roku 2010 prijatie inflačného cielenia ako menovo politickej stratégie.⁴⁶ Hlavné rozhodovacie orgány NBM predstavuje predstavenstvo zložené z piatich členov a dozorná rada, tvorená siedmimi členmi. V oboch orgánoch má postavenie predsedu guvernér NBM a v oboch prípadoch sú zástupcovia predsedu jednotlivých orgánov aj zástupcami guvernéra. Tri rovnaké osoby, predstavujúce najvyššie vedenie NBM, sú tak zároveň vo vedúcom postavení jej kľúčových orgánov.⁴⁷ Aktuálne je od 30. novembra guvernérom Octavian Armașu, bývalý minister financií Moldavska, vymenovaný parlamentom na obdobie siedmich rokov.⁴⁸

Moldavský lev vznikol, ako už bolo spomenuté, v roku 1993. Ide o menu, ktorá nesie rovnaký názov ako rumunská mena, ktorej jednotky obiehali v moldavskom hospodárstve počas obdobia, v ktorom bolo Moldavsko súčasťou Rumunska. Od roku 1998 NBM zrušila fixne stanovený kurz leva voči USD, a jeho hodnota voči všetkým ostatným menám sa tak vyvíja na základe trhových podmienok.⁴⁹

Tabuľka 5: Vývoj kľúčových veličín v Moldavsku

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
USD/MDL, (+/-%)	12.06 (-0,98)	11.67 (-3,24)	12.06 (3,31)	12.95 (7,4)	15.55 (20,07)	19.65 (26,33)	19.85 (1,04)	17.03 (14,21)
$\sigma\%$	2,16	1,54	1,49	0,67	1,21	1,72	1,37	4,53
Priemerná miera inflácie (%)	7.4	7.7	4.6	4.6	5.1	9.6	6.4	6.6
Verejný dlh/HDP (%)	26.54	23.4	24.1	23.4	24.5	27.3	37.5	34.4
Inflačný cieľ (%)	5.00 +/- 1.00	5.00 +/-1.00	5.00 +/-1.00	5.00 +/-1.5	5.00 +/-1.5	5.00 +/-1.5	5.00 +/-1.5	5.00 +/- 1.5

Zdroj: Vlastné spracovanie

⁴⁶ History of the NBM. In: *National Bank of Moldova official website*. [online]. 04.11.2014, [cit. 22.01.2019]. Dostupné na: <https://www.bnm.md/en/content/history-nbm>

⁴⁷ The NBM management and organisation. [online]. In: *National Bank of Moldova official website*. 18.01.2019, [cit. 22.01.2019]. Dostupné na: <https://www.bnm.md/en/content/organisation-nbm>

⁴⁸ Mr. Octavian Armașu, Governor of the National Bank of Moldova. [online]. In: *National Bank of Moldova official website*. 30.11.2018, [cit. 22.01.2019]. Dostupné na: <https://www.bnm.md/en/content/mr-octavian-armasu-governor-national-bank-moldova>

⁴⁹ History of the NBM. [online]. In: *National Bank of Moldova official website*. 04.11.2014, [cit. 22.01.2019]. Dostupné na: <https://www.bnm.md/en/content/history-nbm>

2.3 Turecko

Poslednú z vybranej vzorky krajín predstavuje Turecko. Od začiatku nového tisícročia dosahoval tento štát pomerne slušné výsledky makroekonomických ukazovateľov. Dlhodobá fiškálna a ekonomická stabilita, významné zníženie počtu obyvateľov žijúcich na hranici chudoby a zmiernenie regionálnych sociálnych rozdielov ho z hospodárskeho hľadiska priblížili ku krajinám západného sveta.⁵⁰ Posledné dva roky (od pokusu o vojenský prevrat) sa však Turecko ocitá v problémoch. Spôsob vládnutia Recepia Erdogana sa čím viac začína podobat' diktatúre, a vzťahy s USA sa prudko ochladili. Turecká mena sa v auguste roka 2018 voči USD prepadla na rekordné minimum, deficit bežného účtu zaznamenáva 15 ročné maximum a podobne je na tom aj medziročná miera inflácie. Takýto vývoj tureckej ekonomiky je rizikový aj pre finančný sektor eurozóny, nakoľko viac ako polovica aktív vlastnených zahraničnými bankami v Turecku pripadá na európske banky.⁵¹ Vývoj tureckého centrálneho bankovníctva siaha do roku 1854 (do čias krymskej vojny), kedy bola založená *Bank-ı Osmanî* pre účely zhromažďovania zdrojov na financovanie vojnových výdavkov, pričom jej neskôr bolo udelené právo vydávať bankovky po dobu 30 rokov a spravovať štátne rezervy. Bank-ı Osmanî bola však založená vďaka anglickému kapitálu a svoje sídlo mala lokalizované v Londýne – čo predstavovalo prvok neistoty v konzistentnom, dlhodobom záujme na udržiavaní stability tureckého menového systému. Z tohto dôvodu vznikol ďalší pokus o založenie centrálnej banky v roku 1917, mala sa ňou stať *Osmanlı İtibar-ı Millî Bankası*, avšak porážka Turecka v prvej svetovej vojne zapríčinila odklad vzniku monetárnej autority o 13 rokov. V roku 1930 bola prijatím zákona č. 1715 Veľkým Národným zhromaždením zriadená Centrálna banka Tureckej republiky, ktorá začala vykonávať svoje funkcie od roku 1931, pričom nadobudla formu akciovej spoločnosti, s akciami rozdelenými do tried „A, B, C, D“. Každá trieda akcií je vlastnená typovo odlišnými subjektmi. Výkon menovej politiky CBRT bol v značnej miere ovplyvnený v roku 1960 prechodom na plánované hospodárstvo, ktoré sa však po 20 rokoch transformovalo späť do liberálnej formy. Významnými zmenami, týkajúcimi sa predovšetkým právneho postavenia a organizačnej

⁵⁰ Overview. [online]. In: *The World Bank in Turkey official website*. 11.10.2018, [cit. 25.01.2019]. Dostupné na: <https://www.worldbank.org/en/country/turkey/overview>

⁵¹ TASR. Ekonomická kríza v Turecku môže spôsobiť problémy aj bankovému sektoru v EÚ. [online]. In: *Hospodárske noviny*. Bratislava: MAFRA Slovakia, 03.08.2018, [cit. 25.01.2019]. ISSN 1335-4701. Dostupné na: <https://finweb.hnonline.sk/zahranicna-ekonomika/1788589-ekonomicka-kriza-v-turecku-moze-sposobit-problemy-aj-bankovemu-sektoru-v-eu>

štruktúry, prešla CBRT v roku 1970 prijatím zákona č. 1211. Koncept inflačného cielenia prijala turecká centrálna banka v roku 2002.⁵²

Medzi Riadiace orgány CBRT patrí valné zhromaždenie, teda súbeh jednotlivých akcionárov, ktorý sa koná raz ročne a predsedá mu guvernér. Guvernér, ktorým je momentálne Murat Çetinkaya, stojí na vrchole riadiacej štruktúry a je menovaný radou ministrov na obdobie piatich rokov s možnosťou opätovného vymenovania. Okrem valného zhromaždenia predsedá guvernér aj predstavenstvu, ktoré je tvorené okrem neho ďalšími šiestimi členmi, menovanými valným zhromaždením na obdobie troch rokov. Zvyšné vrcholné orgány predstavuje výbor pre monetárnu politiku, audit a výkonný výbor.⁵³

Od roku 1844 oficiálne cirkuluje v tureckom hospodárstve turecká lýra, ktorá nahradila starú menu *kurus*. Dlhé obdobie bola lýra fixovaná voči britskej libe, francúzskemu franku, a od roku 1946 aj voči USD v pomere 2.80: 1. Táto parita bola udržiavaná až do roku 1960, kedy lýra devalvovala voči americkej mene na úroveň 9 : 1, a následná chronická inflácia medzi rokmi 1970 – 1990 zapríčinila jej ďalší dlhotrvajúci pokles a volatilitu. Turecká lýra sa navyše môže „pýšiť“ dosiahnutím zápisu v Guinessovej knihe rekordov ako tretia najmenej hodnotná mena sveta z obdobia medzi rokmi 1995 – 1996 a 1999 – 2004.⁵⁴ V roku 2005 došlo stiahnutím šiestich núl z nominálnych hodnôt bankoviek k nevyhnutnej reforme menového systému.⁵⁵

⁵² Our History. [online]. In: *Turkiye Cumhuriyet Merkez Bankasi official website*. [cit. 25.01.2019]. Dostupné na: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/EN/TCMB+EN/Main+Menu/About+The+Bank/History>

⁵³ *Decision Making*. In: *Turkiye Cumhuriyet Merkez Bankasi* [online]. [cit. 25.01.2019]. Dostupné na: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/EN/TCMB+EN/Main+Menu/About+The+Bank/Organization/>

⁵⁴ The Turkish lira. [online]. In: *global exchange*. [cit. 25.01.2019]. Dostupné na: <http://www.globalexchange.es/en/currencies-of-the-world/turkish-lira>

⁵⁵ SITA. Turecko zavedie od roku 2005 novú menu. [online]. In: *Banky.sk*. 24.09.2004, [cit. 25.01.2019]. Dostupné na internete: <https://banky.sk/turecko-zavedie-od-roku-2005-novu-menu/>

Tabuľka 6: Vývoj kľúčových veličín v Turecku

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
USD/TRY, (+/-%)	1.53 (2,99)	1.88 (22,32)	1.78 (-5,21)	2.14 (20,29)	2.33 (8,84)	2.91 (24,75)	3.51 (20,58)	3.79 (7,86)
$\sigma\%$	3,28	4,2	2,07	2,45	3,14	2,05	4,01	3,93
Priemerná miera inflácie (%)	8.6	6.5	8.9	7.5	8.9	7.7	7.8	11.1
Verejný dlh/HDP (%)	40.1	36.5	32.7	31.4	28.8	27.6	28.3	28.3
Inflačný cieľ (%)	6.5 +/- 2.00	5.5 +/- 2.00	5 +/- 2.00	5 +/- 2.00	5 +/- 2.00	5 +/- 2.00	5 +/- 2.00	5 +/- 2.00

Zdroj: Vlastné spracovanie

3 Výsledky práce

Nasledujúca časť bakalárskej práce bude venovaná výpočtom jednotlivých indexov kredibility pre každú centrálnu banku prostredníctvom vzorcov obsiahnutých v častiach 2.2.1.1 až 2.2.2 a údajov uvedených v predchádzajúcej kapitole. Agregovaním výsledkov čiastkových indexov budú následne vypočítané finálne indexy, ktoré vypovedajú o celkovej miere kredibility každej centrálnej banky, pričom bude porovnaný výsledok tohto indexu s použitím modelov z časti 2.2.2 a bez nich. Výpočty budú uskutočnené pre každý z rokov v období medzi rokmi 2010 – 2017 pre účely poukázania na vývojové trendy indexov a zistenie mier korelácií medzi vybranými čiastkovými indexmi jednotlivých centrálnych bánk.

3.1 Výpočty indexov kredibility

Prvý z indexov na výpočet kredibility zohľadňuje dôveryhodnosť centrálnej banky v rámci dosahovania stanoveného inflačného cieľa. Pri výpočte bolo vychádzané zo vzťahu uvedenom v kapitole 2.2.1.1.

Tabuľka 7: Credibility index (ďalej len CI_1) - presnosť v dosahovaní inflačného cieľa

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Priem.	Koef. variácie
BoG	70,83	93,9	100	75,32	56,59	1,41	1,15	15,21	51,8	0,66
BCRD			46,02	95,83	51,44	16,64	24,83	87,5	53,71	0,47
PBC	58,33	30,53	27,86	32,2	25,07	25,33	33,51	24,95	32,22	0,21
NBM	25,33	30,69	79,17	100	100	18,57	54,17	56,61	58,07	0,45
CBRT	68,87	87,5	8,82	47,47	19,82	39,93	46,35	6,34	40,64	0,54

Zdroj: Vlastné spracovanie

V súvislosti s počítaním hodnôt tohto indexu sa môže sporným javiť posudzovanie deviácií skutočných hodnôt inflácie od cieľového pásma, a to z dôvodu nerovnakého rozsahu tohto pásma u jednotlivých centrálnych bánk. Napriek skutočnosti, že neistota

ekonomických subjektov ohľadne konkrétnej očakávanej inflácie rastie priamo úmerne veľkosti rozsahu cieľového pásma, boli za odchýlenia od cieľových hodnôt považované rozdiely medzi reálnou infláciou a hornej alebo dolnej hranice pásma, a nie od jeho strednej hodnoty. Kredibilita totiž predstavuje dôveryhodnosť, že monetárna autorita splní svoj vopred deklarovaný cieľ, pričom tento cieľ môže nadobúdať rôzne parametre, a taktiež rôzny rozsah možností, ktoré znamenajú splnenie cieľa. Je teda na mieste sa domnievať, že v tejto súvislosti by nebolo relevantné brať do úvahy mieru neistoty ohľadom konkrétneho žiadúceho výsledku, ale to, či jeden z takýchto výsledkov nastane.

Pokiaľ ide o roky 2010 a 2011 pri centrálnej banke Dominikánskej Republiky, nebolo možné uskutočniť výpočty z dôvodu absencie stratégie inflačného cielenia v týchto obdobiach.

Druhý index zohľadňuje inflačný diferenciál medzi trojicou najrozvinutejších krajín na svete a tou ktorou skúmanou krajinou. Základom pre výpočet bude vzťah uvedený v časti 2.2.1.2, pričom v tomto prípade budú za najvyspelejšie ekonomiky sveta považované USA, Nemecko a Japonsko.

Tabuľka 8: CI_2 - Miera inflácie v porovnaní s najrozvinutejšími ekonomikami sveta

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Priem.	Koef. variácie
BoG	42,1	56,88	68,54	60,12	46,1	27,47	17,1	22,36	42,58	0,36
BCRD	74,09	76,68	73,88	77,13	86,98	90,49	95,14	94,12	83,56	0,10
PBC	91,52	90,88	86,70	88,64	94,67	95,09	95,14	95,32	92,25	0,03
NBM	70,90	78,62	71,74	77,34	81,93	71,69	67,80	64,85	73,11	0,06
CBRT	61,67	67,59	64,10	66,58	62,24	63,23	62,05	57,88	63,17	0,03

Zdroj: Vlastné spracovanie

Prostredníctvom tretieho indexu je počítaná strata kredibility centrálnej banky v dôsledku úrovne verejného dlhu. Spôsob výpočtu tohto indexu je uvedený v časti 2.2.1.3.

Tabuľka 9: CI₃ – Úroveň verejného dlhu

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Priem.	Koef. variácie
BoG	100	100	100	100	74,5	69,5	66,5	70,5	85,13	0,16
BCRD	100	100	100	100	100	100	100	100	100	
PBC	100	100	100	100	100	100	100	100	100	
NBM	100	100	100	100	100	100	100	100	100	
CBRT	100	100	100	100	100	100	100	100	100	

Zdroj: Vlastné spracovanie

Vzhľadom na skutočnosť, že hodnota tohto indexu ostáva konštantná na maximálnej úrovni až do momentu prekročenia hranice 60 % verejného dlhu na HDP krajiny, a žiadna z analyzovaných ekonomík s výnimkou Ghany túto mieru ani v jednom období neprekročila, dosahujú štyri z piatich centrálnych bánk v tomto prípade najoptimálnejšie možné výsledky, pričom je v súvislosti s nimi irelevantné skúmať prvok variability.

Štvrtý index zohľadňuje stabilitu menového kurzu. Na výpočet tohto indexu bude použitý model uvedený v časti 2.1.2. Do úvahy pri výpočtoch boli brané mesačné zatváracie kurzy príslušného menového páru a hodnota vyrovnávacieho parametra pri Hodrick – Prescottovom filtri predstavovala 14 400.

Tabuľka 10: CI₄ – Stabilita menového kurzu

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Priem.	Koef. variácie
BoG	78,9	80,9	66,5	93,3	28,5	46	75,6	78,2	68,49	0,24
BCRD	97,1	97,7	93,5	94,7	97,7	97	97,6	93,3	96,08	0,02
PBC	95,8	96,2	93,3	95,2	91,5	91,2	89,7	76,6	91,19	0,04
NBM	78,4	84,6	85,1	93,3	87,9	82,8	86,3	54,7	81,64	0,09
CBRT	67,2	58	79,3	75,5	68,6	79,5	59,9	60,7	68,59	0,1

Zdroj: Vlastné spracovanie

Posledný z čiastkových indexov podáva informáciu o kredibilite centrálnej banky v rámci udržiavania priaznivej úrovne menového kurzu. Podobne ako pri predošlom indexe, aj podrobnosti týkajúce sa výpočtu tohto indexu sú uvedené v kapitole 2.1.2.

Tabuľka 11: CI₅ – Zmena menového kurzu

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Priem.	Koef. variácie
BoG	92,24	79,17	67,15	53,02	27,23	62,91	74,93	88,54	68,15	0,23
BCRD	93,33	93,01	91,43	87,70	92,40	94,39	96,97	93,72	92,87	0,02
PBC	93,09	100	100	100	95,11	90,71	86,03	100	95,62	0,05
NBM	100	100	93,37	85,19	59,86	47,35	97,91	100	85,46	0,19
CBRT	94,03	55,36	100	59,43	82,31	50,49	58,84	84,27	73,09	0,23

Zdroj: Vlastné spracovanie

Finálny index kredibility centrálnej banky predstavuje agregované hodnoty čiastkových indexov, vynásobené príslušnými váhami z hľadiska miery ich dôležitosti pri podieľaní sa na výpočte celkovej kredibility (výpočet je uvedený v časti 2.2.3). Ako už bolo spomenuté v jednej z predchádzajúcich častí, finálny index bude počítaný bez použitia modelov uvedených v časti 2.2.2 (Cif 1), pričom váhy pridelené CI₄ a CI₅ budú pomerne rozdelené medzi ostatné indexy; a spolu s ich použitím (Cif 2). V ďalšej časti bude poukázané aj na percentuálne rozdiely medzi výsledkami Cif1 a Cif2, teda na vplyv volatility a znehodnotenia či zhodnotenia meny voči americkému doláru na celkovú úroveň kredibility príslušnej centrálnej banky.

Tabuľka 12: Finálny index 1 (CI_{f1})

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Priem.	Koef. variácie
BoG	69,75	83,32	89,49	77,45	58,32	30	25,56	33,74	58,45	0,37
BCRD			71,09	90,8	77,49	65,65	70,26	93,36	78,11	0,12
PBC	81,58	70,97	68,58	70,85	70,2	70,43	73,51	70,37	72,06	0,04
NBM	62,35	66,94	82,77	92,43	93,96	60,09	72,1	72,03	75,34	0,14
CBRT	75,56	84,5	53,91	69,19	57,4	65,25	67,26	50,9	65,5	0,13

Zdroj: Vlastné spracovanie

Vzhľadom na skutočnosť, že s výnimkou ghanskej centrálnej banky dosiahli zvyšné pozorované subjekty rovnakú (najvyššiu) hodnotu v rámci CI_3 , faktor, ktorý najviac ovplyvnil poradie jednotlivých centrálnych bánk v prípade priemernej hodnoty CI_{f1} bol inflačný diferenciál medzi príslušnými ekonomikami. Vychádzajúc z predchádzajúcich výsledkov individuálnych indexov kredibility nie je žiadnym prekvapením, že v rámci indexu CI_{f1} dosahuje najhorší priemerný výsledok za pozorované obdobie Bank of Ghana, taktiež s najvyšším rozptylom hodnôt jej jednotlivých výsledkov. Je potrebné poznamenať, že centrálnu banku Dominikánskej Republiky nemožno v tejto súvislosti objektívne porovnávať s ostatnými inštitúciami, nakoľko v rokoch 2010 a 2011 v Dominikánskej Republike absentoval režim inflačného cielenia, a teda nebolo možné pre tieto roky vypočítať CI_1 a následne ani CI_{f1} bez výrazného skreslenia výsledkov.

Po zohľadnení dodatočných indexov kredibility CI_4 a CI_5 budú vyzeráť výsledky finálneho indexu CI_{f2} nasledovne:

Tabuľka č.13: Finálny index 2 (CI_2)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Priem.	Koef. variácie
BoG	73,44	82,56	84,22	76,45	51,22	35,69	37,14	45,31	60,75	0,3
BCRD			76,07	90,9	81,58	72,64	76,55	93,4	81,85	0,08
PBC	84,58	77,28	75,11	77,07	75,57	75,21	76,85	74,54	77,03	0,03
NBM	68,6	72,84	84,28	91,69	89,29	61,24	76,76	73,27	77,25	0,11
CBRT	76,74	78,02	62,23	68,79	61,6	65,19	65,42	55,93	66,74	0,09

Zdroj: Vlastné spracovanie

Z výsledkov vyplýva, že v prípade priemernej hodnoty sa poradie od najkredibilnejšej po najmenej kredibilnú inštitúciu nezmenilo a rovnako tak je to aj v prípade kolísania hodnôt jednotlivých výsledkov. Medzi BoG a CBRT došlo k zníženiu odstuhu medzi ich priemernými výsledkami o 15% a medzi CBRT a PBC k zvýšeniu o 57 %. Pri PBC a NBM sa rozdiel znížil o 93,3%. Vo všeobecnosti môžeme tvrdiť, že indexy CI_4 a CI_5 majú na celkovú kredibilitu pozorovaných subjektov pozitívny vplyv, čo sa netýka len zvýšenia celkových priemerných úrovní finálnych indexov, ale taktiež aj zníženia rozsahu variability týchto úrovní, nakoľko ukazovatele CI_4 a CI_5 nie sú tak premenlivé, ako ostatné čiastkové indexy. Kredibilita centrálnych bánk v udržiavaní vonkajšej menovej stability teda priaznivo prispieva k celkovej dôveryhodnosti jej činnosti.

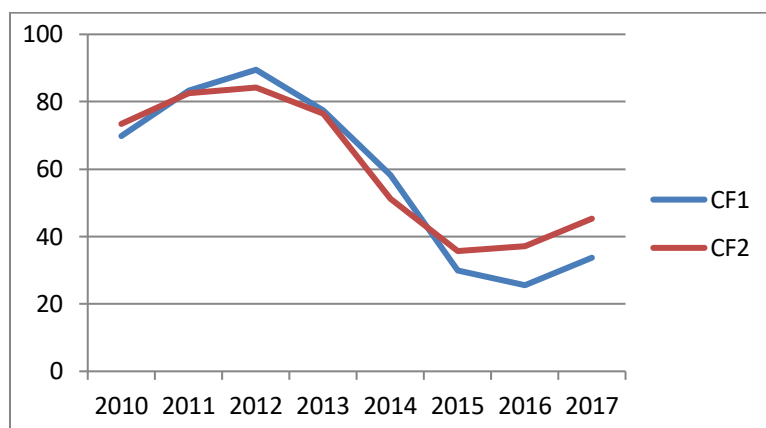
3.2 Vzťahy medzi výslednými hodnotami

Doteraz bola pozornosť venovaná úrovniam kredibility jednotlivých skúmaných centrálnych bánk počas rokov 2010 – 2017 pri dosahovaní cieľov, ktorých splnenie týmto inštitúciám prislúcha. V rámci osem ročného obdobia bola zisťovaná jej priemerná úroveň a stabilita. Z čiastkových ukazovateľov boli odvodené dva kumulované ukazovatele, ktoré vypovedajú (každý v rozdielnom rozsahu) o celkovej dôveryhodnosti monetárnej autority, resp. o jej spôsobilosti na plnenie úloh, ktoré sú jej zákonom zverené. Nebolo však poukázané na vzájomné vzťahy, ktoré platia medzi čiastkovými indexmi a taktiež nebol hlbšie analyzovaný diferenciálny vývoj finálnych indexov, ktorý bude spolu skúmaný v poslednej podkapitole spolu s korelačnými vzťahmi vybraných indexov. Predovšetkým bude prostredníctvom korelácií pozorované prepojenie udržiavania vonkajšej a vnútornej

menovej stability, teda do akej miery môže byť index CI_1 ovplyvňovaný indexmi CI_4 a CI_5 .

3.2.1 Vzťahy výsledných hodnôt centrálnej banky Ghany

Graf 1: Vývoj CI_{f1} , CI_{f2} BoG



Zdroj: Vlastné spracovanie

Tabuľka 14: Rozdiely indexov CI_{f1} , CI_{f2} BoG

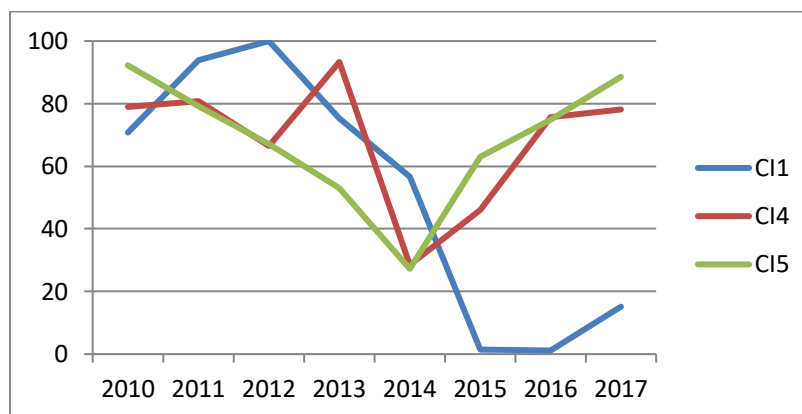
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Priem.
Rozd. CI_{f2}, CI_{f1} (%)	5,29	-0,91	-5,89	-1,29	-12,17	18,97	45,31	34,29	10,45

Zdroj: Vlastné spracovanie

Z časového hľadiska sa oba indexy navzájom prevyšovali rovnako dlhé obdobie. Najvyššiu mieru konvergenzie dosahovali tieto indexy v roku 2011, teda v čase pokoja na devízovom trhu v prípade páru USD/GHS, a taktiež zanedbateľnej deviácie inflácie od inflačného cieľa. Najvyšší percentuálny rozdiel medzi danými indexmi nastal v roku 2016, teda opäť v období relatívnej stability ghanskej meny, avšak vysokej miery vnútornej menovej nerovnováhy, čo bolo zapríčinené najmä prudkou revalváciou USD/GHS v roku 2014 – v roku, v ktorom možno pozorovať najvyšší záporný rozdiel medzi CI_{f2} a CI_{f1} . Účinok znehodnotenia meny sa tak prejavil na spôsobilosti ghanskej centrálnej banky udržať infláciu na cieľových hodnotách s ročným oneskorením. Nakoľko šlo v tomto prípade o kladný rozdiel skutočnej inflácie od cieľných hodnôt, index CI_2 zohľadňujúci

rozdiel rastu cenových hladín medzi krajinami rozvinutého sveta a príslušnou ekonomikou, v ktorej pôsobí skúmaná centrálna banka taktiež vykazoval razantný pokles, čo sa pri pretrvávajúcom efekte vonkajšej menovej nestability na cenovú hladinu dotklo vo väčšej miere ukazovateľa CI_{f1} .

Graf2: Vývoj CI_1 , CI_4 , CI_5 BoG

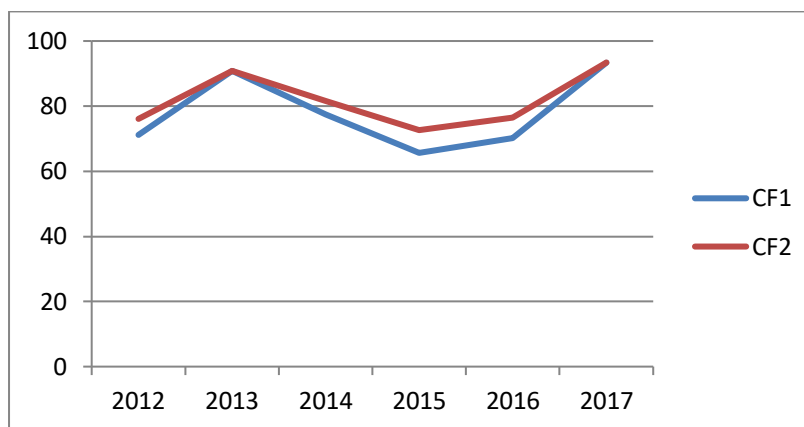


Zdroj: Vlastné spracovanie

Na prvý pohľad je evidentné, že medzi danými indexmi neplatí nijaká závislosť, čo potvrdzujú aj koeficienty korelácie medzi nimi – medzi CI_4 a CI_1 dosahuje tento koeficient hodnotu 0,24 a medzi CI_5 , CI_1 iba -0,08. Do roku 2014 mali však všetky prevažne klesajúci trend. Následne došlo k stabilizácii už znehodnoteného ghanského cedi, čo posunulo indexy zohľadňujúce udržiavanie vonkajšej stability meny nahor, avšak nepriaznivý efekt na vnútornú menovú stabilitu naďalej pretrvával. Medziročný rast indexu spotrebiteľských cien nadobudol svoje maximum v roku 2016, po ktorom nasledoval pokles miery tohto rastu, čo podmienilo zároveň obrat vo vývoji CI_1 , dosahujúceho v tomto období alarmujúcich hodnôt. Z hľadiska pohybu Philipsovej krivky nahor vzhľadom na zvyšujúce sa inflačné očakávania je možné tvrdiť, že na zrýchľujúci pokles CI_1 medzi obdobiami 2012 -2015 istou mierou prispel práve vývoj inflačných očakávaní verejnosti.

3.2.2 Vzťahy výsledných hodnôt centrálnej banky Dominikánskej Republiky

Graf 3: Vývoj CI_{f1} , CI_{f2} BCRD



Zdroj: Vlastné spracovanie

Tabuľka č. 15: Rozdiel medzi CI_{f1} , CI_{f2} BCRD

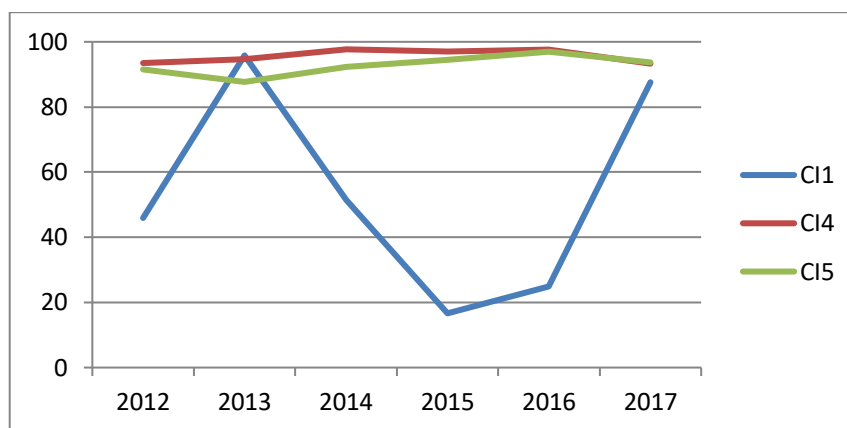
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Priem.
Rozd. CI_{f2}, CI_{f1} (%)			7,01	0,11	5,28	10,65	8,95	0,04	5,34

Zdroj: Vlastné spracovanie

Na rozdiel od vývoja finálnych indexov centrálnej banky Ghany nadobúdala v prípade BCRD CI_{f2} počas všetkých období vyššie hodnoty ako CI_{f1} . Napriek skutočnosti, že výsledky centrálnej banky Dominikánskej Republiky v rámci udržiavania stability cenovej hladiny od prijatia stratégie inflačného cielenia neboli celkom priaznivé, najvýraznejšie odchýlky skutočnej inflácie od inflačného cieľa boli záporné, čo spolu so sústavným znižovaním inflačného cieľa zabezpečilo, že sa hospodárstvo Dominikánskej Republiky približovalo k hospodárstvám rozvinutých krajín zohľadnených pri výpočtoch indexu CI_2 . Práve vysoké hodnoty CI_2 zabezpečili stabilné a v konečnom dôsledku aj uspokojivé úrovne celkovej kredibility meranej indexom CI_{f1} . Index CI_{f2} nadobúdala vyššie hodnoty najmä pre nízku mieru volatility dominikánskeho pesa a amerického dolára (ukazovateľ CI_4 v prípade BCRD vykazuje dokonca najvyššiu priemernú hodnotu zo všetkých ukazovateľov tohto typu), a aj keď išlo o stabilný pokles dominikánskej meny, ani v jednom z pozorovaných období nedošlo k výraznému znehodnoteniu. Pokiaľ ide

o najvýraznejšie priblíženie oboch indexov, došlo k nemu v roku 2017, v čase, kedy oba ukazovatele prekročovali 90 percentnú hranicu, a najvyšší rozdiel je zaznamenaný v roku 2015, kedy, naopak, oba indexy vykazovali najnižšie hodnoty.

Graf 4: Vývoj CI_1 , CI_4 , CI_5 BCRD



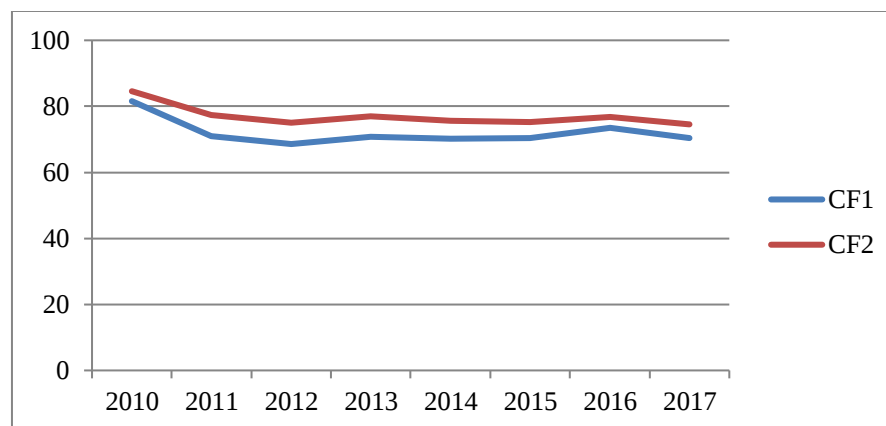
Zdroj: Vlastné spracovanie

Pomerne vysoká miera negatívnej korelácie medzi indexmi zohľadňujúcimi dôveryhodnosť centrálnej banky pri udržiavaní vonkajšej a vnútornej menovej stability naznačuje, že zatiaľ čo je vývoj kurzu dominikánskeho pesa pod kontrolou BCRD, na infláciu nepriaznivo vplývali, najmä v roku 2015, iné faktory. Hodnota korelačného koeficientu nadobúda -0,65 v prípade dvojice indexov CI_4, CI_1 , a -0,7 pri dvojici CI_5, CI_1 . V tejto súvislosti však, ako už bolo spomenuté, nešlo o kladnú medzeru medzi skutočnou infláciou a inflačným cieľom, ale zápornú – čo indikuje, že v týchto obdobiach centrálna banka svojimi monetárnymi opatreniami nepôsobila dostatočne na maximalizáciu výrobného potenciálu ekonomiky. Príliš nízka miera inflácie, spôsobujúca zároveň nárast reálnej úrokovej miery a pokles inflačných očakávaní napokon viedli BCRD k zvýšeniu ponuky peňazí prostredníctvom zníženia diskontnej úrokovej sadzby zo 6.25% na 5.75% p.a., čo výrazne napomohlo obratu vo vývoji CI_1 .⁵⁶

⁵⁶ Central Bank Reduces its Monetary Policy Interest Rate in 50 Basic Points. [online]. In: *Banco Central República Dominicana official website*. 30.03.2015, [cit. 16.01.2019]. Dostupné na: <https://gdc.bancentral.gov.do/Common/public/mig/monetary-policy-communique/coma2015-03-31.pdf>

3.3 Vzťahy výsledných hodnôt Ľudovej Banky Číny

Graf5: Vývoj CI_{f1} , CI_{f2} PBoC



Zdroj: Vlastné spracovanie

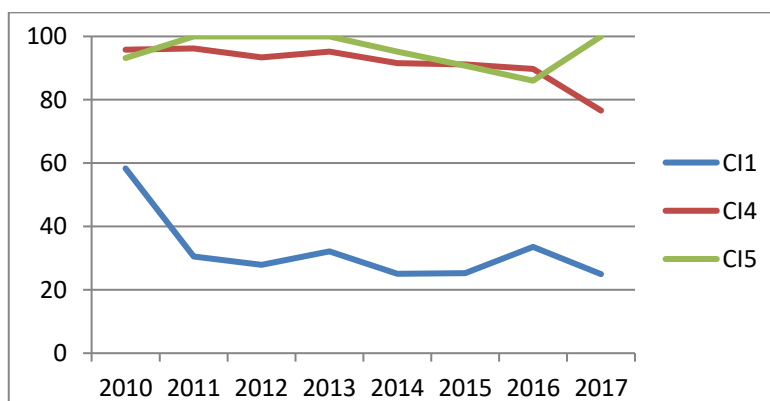
Tabuľka č. 16: Rozdiel medzi CI_{f1} , CI_{f2} BPoC

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Priem.
Rozd. CI_{f2}, CI_{f1} (%)	3,68	8,89	9,52	8,78	7,65	6,79	4,54	5,93	6,97

Zdroj: Vlastné spracovanie

Finálne indexy kredibility Ľudovej Banky Číny sa vyznačujú najvyššou mierou stability hodnôt jednotlivých výsledkov s uspokojivými úrovňami. Faktory pôsobiace na úroveň CI_{f1} sú podobné, ako v prípade BCRD. Vo väčšine prípadov šlo o záporný odklon skutočnej inflácie od cieľových hodnôt, čo znižovalo hodnoty CI_1 , avšak zároveň priaznivo pôsobilo na vývoj ukazovateľa kredibility CI_2 , podmieneného inflačným diferenciálom v rozvinutých ekonomikách a tej ktorej skúmanej ekonomike. Odklony od inflačného cieľa však nedosahovali príliš vysokých úrovní. Vývoj indexu CI_{f2} bol v porovnaní s CI_{f1} navyše pozitívne ovplyvnený posilnením čínskeho jenu voči USD v štyroch z ôsmich sledovaných období a taktiež nízkou volatilitou tohto menového páru v prípade jeho devalvácie aj revalvácie. Oba indexy boli k sebe najviac priblížené na začiatku pozorovaného časového úseku, kedy zároveň vykazovali najvyššie úrovne, a najvyšší rozdiel medzi nimi je evidovaný v roku 2012, kedy index CI_{f1} dosahoval svoje minimum a index CI_{f2} zasa druhú najnižšiu hodnotu.

Graf č. 6: Vývoj CI_1 , CI_4 , CI_5 BPoC



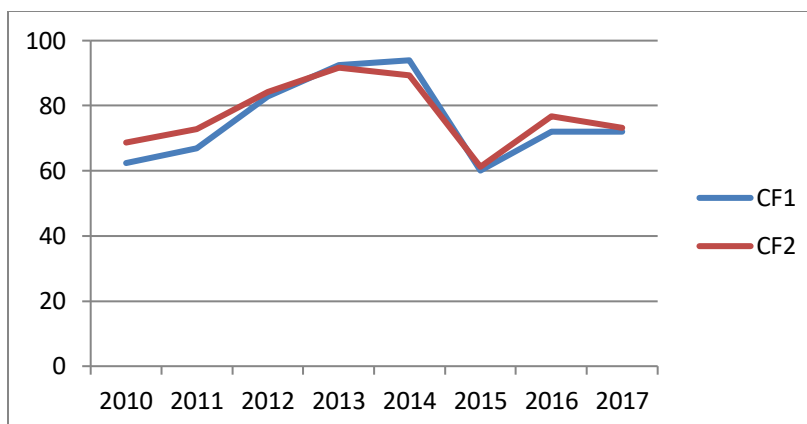
Zdroj: Vlastné spracovanie

Polohy indexov CI_4 a CI_5 sú v tomto prípade neporovnateľne vyššie, ako je poloha CI_1 . O korelácii príliš veľký zmysel hovoriť nemá, nakoľko pre páry CI_1 , CI_5 dosahuje hodnota korelačného koeficientu -0,24 a pre CI_1 , CI_4 0,42. Napriek tomu je potrebné poukázať na vzťah medzi kredibilitou čínskej centrálnej banky v udržiavaní vonkajšej menovej rovnováhy a zároveň stabilného rastu cenovej hladiny. Jedným zo spôsobov, ktorým sa centrálna banka dokáže stimulovať export, je prostredníctvom devalvácie tuzemskej meny. Ľudová Banka Číny práve tento nástroj zvykne využívať⁵⁷, napriek čomu však v danom časovom úseku dochádzalo k posilneniu čínskej meny s následným negatívnym vplyvom na požadovaný rast cenovej hladiny. Zaujímavým sa však javí napriek pomerne nízkej korelácii vzťah indexov CI_1 a CI_4 – v období nízkej volatility USD/CNY mala inflácia tendenciu rásť (nakoľko rástla nižším, ako požadovaným tempom, práve zvýšenie tohto tempa sa PBC snažila dosiahnuť) a naopak, pričom s nízkou dlhodobou volatilitou sú veľa krát spájané práve zásahy centrálnej banky do trhového vývoja menového kurzu.

⁵⁷ How Does China Control Exchange Rates?. [online]. In: *FXCM official website*. 30.03.2015, [cit. 16.01.2019]. Dostupné na: <https://www.fxcm.com/uk/insights/how-does-china-control-exchange-rates/>

3.4 Vzťahy výsledných hodnôt Národnej Banky Moldavska

Graf č.3: Vývoj CI_{f1} , CI_{f2} NBM



Zdroj: Vlastné spracovanie

Tabuľka č. 17: Rozdiel medzi CI_{f1} , CI_{f2} NBM

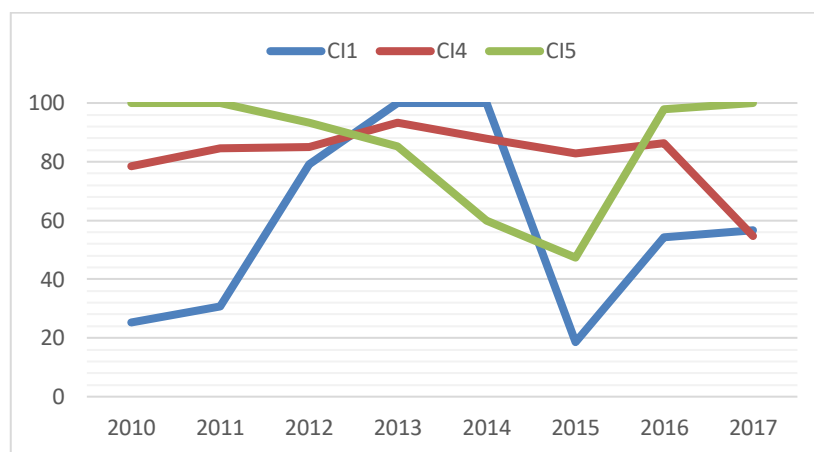
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Priem.
Rozd. CI_{f2}, CI_{f1} (%)	10,02	8,81	1,82	-0,8	-4,97	1,91	6,46	1,72	3,12

Zdroj: Vlastné spracovanie

Indexy celkovej kredibility Národnej Banky Moldavska sa vyvíjali zatiaľ v najmenšom priemernom percentuálnom rozdiel medzi doteraz analyzovaných ukazovateľov. To však neznamená, že oba nevykazovali zvýšené miery fluktuácie. V porovnaní s ostatnými centrálnymi bankami vyššiu nestabilitu svojich finálnych indexov vykazovala iba Bank of Ghana. Na túto nevyváženosť mala vplyv najmä kolísavosť indexu CI_1 , ktorý v rokoch 2013 a 2014 dosiahol maximálnych hodnôt, no okrem týchto rokov daný ukazovateľ vykazoval podstatne nižšie hodnoty. V tomto prípade boli inflačné medzery medzi skutočnou a cieľovou infláciou kladné, čo spôsobovalo taktiež stratu zhruba štvrtiny celkovej kredibility meranej prostredníctvom indexu CI_2 . Vzájomný vývoj oboch indexov je podobný, ako v prípade centrálnej banky Ghany – najskôr v období relatívnej vonkajšej menovej stability, dokonca revalvácie moldavského leva voči USD, úroveň indikátora CI_{f2} prevažovala úroveň CI_{f1} , čo sa zmenilo v roku 2013, po začiatku kontinuálneho klesania moldavskej meny. Vonkajšia menová nerovnováha prispela následne v roku 2014 k strmému pádu indexu CI_{f2} aj CI_{f1} , nakoľko zvýšené ceny importu viedli k rastu cenovej

hladiny. Po zastabilizovaní už znehodnoteného moldavského leva (efekt na vnútornú menovú rovnováhu však stále pretrvával) úroveň CI_{f2} opäť prekročila úroveň CI_{f1} , ktorý začal rásť pomalším tempom. Miera konvergencie medzi oboma indexmi bola opäť najvyššia v bode, v ktorom CI_{f2} dosiahol svoje maximum a CI_{f1} druhú najvyššiu hodnotu. V čase najvyššieho rozdielu dosahovali oba indexy druhé najnižšie hodnoty.

Graf č.4: Vývoj CI_1 , CI_4 , CI_5 NBM

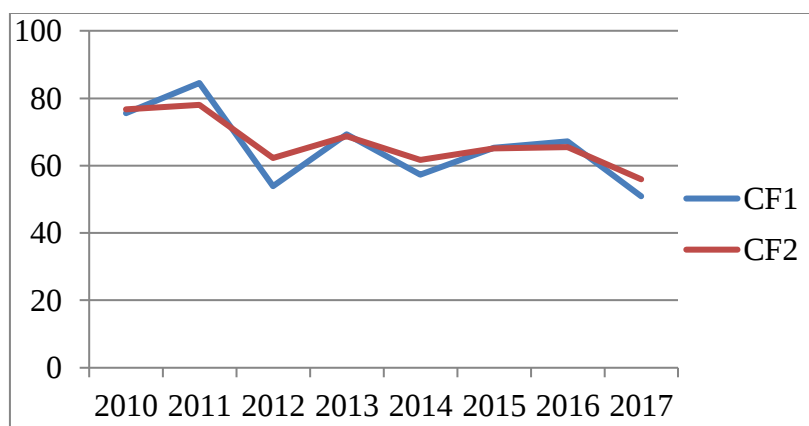


Zdroj: Vlastné spracovanie

Korelačný koeficient dvojice CI_1 a CI_4 predstavuje 0,31 a medzi CI_1 a CI_5 sa táto hodnota blíži k nule. Z grafu je zrejmé, že priaznivý vývoj hodnoty menového kurzu Národná Banka Moldavska zabezpečiť nedokázala (a tým ani požadovanú vnútornú menovú stabilitu), avšak vzhľadom na index CI_4 sa dá konštatovať, že tempo poklesu bolo pomerne stále, čo je určite negatívna správa pre hospodárstvo ako celok, ale z hľadiska očakávaní ohľadom budúceho vývoja je u ekonomických subjektov znížený prvok neistoty. Zvýšená miera tejto neistoty nastala práve v období posilnenia moldavského leva. Pri vývoji indexov CI_1 a CI_5 je možné pozorovať, ako má strata, resp. nárast kredibility v rámci zabezpečovania priaznivého menového kurzu tendenciu pomerne výrazne predbiehať vývoj kredibility v udržiavaní stabilného rastu cenovej hladiny, čo sa, ako bolo poukázané, prejavuje aj na vývoji finálnych indexoch.

3.5 Vzťahy výsledných hodnôt centrálnej banky Turecka

Graf č.5: Vývoj CI_{f1} , CI_{f2} CBRT



Zdroj: Vlastné spracovanie

Tabuľka č. 18: Rozdiel medzi CI_{f1} , CI_{f2} CBRT

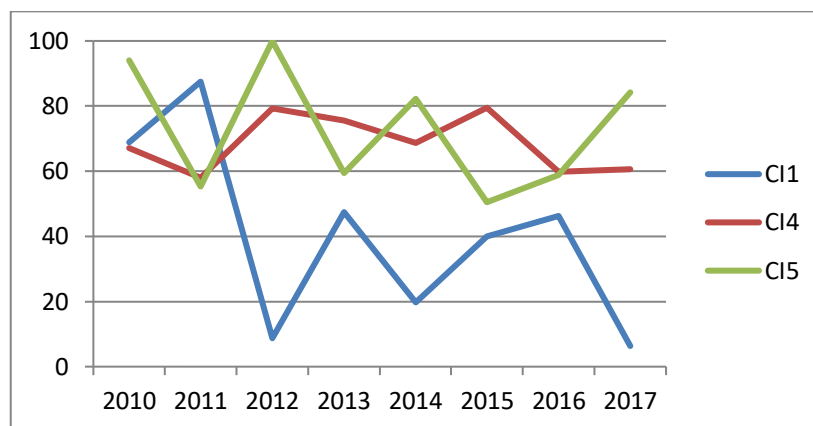
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Priem.
Rozd. CI_{f2}, CI_{f1} (%)	1,56	-7,67	15,43	-0,58	7,32	-0,09	-2,74	9,88	2,89

Zdroj: Vlastné spracovanie

Spoločný vývoj všeobecných indexov kredibility bol v tomto prípade zmiešaný. Priemerný percentuálny rozdiel však nadobúda kladnú hodnotu, čo znamená, že tieto rozdiely boli vyššie v momentoch, keď úroveň indexu CI_{f2} prekonávala úroveň CI_{f1} . O vývoji CI_{f2} sa dá ďalej tvrdiť, že sa vyznačuje vyššou mierou stability svojich hodnôt, ako ukazovateľ CI_{f1} čo svedčí o pomerne rovnovážnom (i keď klesajúcom) vývoji kurzu tureckej líry a USD, avšak dynamickejších zmenách cenovej hladiny. Z hľadiska osemročného obdobia oba indexy vykazujú mierny klesajúci trend. Infláciu sa takmer ani raz nepodarila udržať v cieľovom pásme, pričom limity tohto pásma boli do roku 2012 sústavne znižované, čím dochádzalo k zvýšeným mieram deviácií skutočnej a cielenej inflácie. Z uvedeného vyplýva, že tieto deviácie nadobúdali kladnú hodnotu, čo nepriaznivo vplývalo aj na index CI_2 . Obdobie, v ktorých dosiahli oba indexy svoje minimum, je totožné. Ide o rok 2017, v ktorom síce nie sú evidované najslabšie výsledky CBRT v oblasti udržiavania vonkajšej menovej stability, avšak razantný pokles, najmä

ukazovateľa CI_{f1} , nastal v dôsledku nebezpečne nízkej kredibility v rámci udržiavania menovej stability vnútornej. Najnižší rozdiel medzi oboma ukazovateľmi je v roku 2015, v čase, kedy vykazovali oba indexy len priemerné hodnoty, a naopak, k najvyššiemu rozdielu došlo v roku 2012, v ktorom CI_{f1} disponoval druhou, a CI_{f2} tretou najnižšou hodnotou.

Graf č6: Vývoj CI_1 , CI_4 , CI_5 CBRT



Zdroj: Vlastné spracovanie

Negatívne, aj keď len mierne korelácie medzi skúmanými indexovými pármami - - 0,35 pri CI_1 a CI_4 ; a -0,48 pri CI_1 a CI_5 – naznačujú, že na nadmerný rast cenovej hladiny nemalo vplyv znehodnocovanie tureckej líry. Treba si však uvedomiť, že vždy, pokiaľ nedosiahol index CI_5 svoju najvyššiu úroveň, tá ktorá mena voči americkému doláru zákonite oslabila, pričom efekt z vonkajšej menovej nestability na nestabilitu vnútornú má tendenciu prejavovať sa s určitým časovým oneskorením, ako to bolo vidno napríklad pri analýze vzťahov indexov kredibility pre Národnú banku Moldavska alebo centrálnu banku Ghany, pričom zároveň zmeny vo vnútornej menovej stabilite pôsobia na zmeny indexu CI_1 vyššou intenzitou, ako je to v prípade pôsobenia zmien vonkajšej menovej rovnováhy na index CI_5 . V tomto zmysle teda môžu pôsobiť hodnoty korelačných koeficientov zavádzajúco. Na grafe je možné pozorovať, že vývoj indexu CI_5 mal opäť aj v tomto prípade sklon predbiehať vývoj CI_1 . Pokiaľ ide o vývoj ukazovateľa CI_4 , vyplýva z neho pravidelné striedanie sa období s vyššou a nižšou volatilitou menového kurzu v rámci určitého intervalu, teda vývoj kredibility CBRT v tejto oblasti môže byť označený za zmiešaný.

4 DISKUSIA

Z analýz výsledkov uskutočnených meraní kredibility prostredníctvom aplikácie vhodných metód je možné vyvodiť predovšetkým konštatovanie, že vonkajšia menová nestabilita vplýva na vnútornú menovú nestabilitu s určitým časovým oneskorením, pričom v momente, kedy sa devalvácia meny zastaví na určitej úrovni, začína index CI_5 vykazovať rast, a indexy zohľadňujúce vnútornú menovú nerovnováhu a inflačný diferenciál ešte len začínajú klesať, alebo sú už v pokročilejšej časti poklesu. Takýto jav je úplne prirodzený, nakoľko vo všetkých prípadoch, v ktorých bolo možné pozorovať rýchlejšie úrovne rastu cenovej hladiny bola zvýšená inflácia zapríčinená najmä, alebo aspoň z podstatnej časti, práve oslabením meny, a nie naopak. Pokiaľ by nastala opačná situácia, teda, že vývoj indexu CI_1 by mal tendenciu predbiehať vývoj indexu CI_5 , znamenalo by to, že na infláciu majú vplyv iné faktory ako menový kurz a ten by sa pohyboval v závislosti od očakávaní účastníkov na devízovom trhu, pre ktorých by práve výsledky inflácie predstavovali zásadnú informáciu, podľa ktorej by sa zachovali (v tomto prípade by teda predávali menu, ktorá obieha v krajine, v ktorej sa nedarí udržiavať cenovú hladinu pod kontrolou). Napriek tomu, že znehodnotenie meny je do istej miery v niektorých prípadoch dominantným faktorom vplývajúcim na úroveň celkovej kredibility, zakomponovanie tohto faktora spolu s rozsahom volatility toho ktorého menového páru do finálneho indexu napomohlo väčšej vyváženosti dôveryhodnosti všetkých centrálnych bánk v sledovanom období a taktiež jej celkovo vyššej úrovni. Na tento jav má vplyv aj skutočnosť, že hranice, po ktorých nadobúdajú indexy CI_4 a CI_5 nulovú hodnotu boli stanovené relatívne vysoko oproti indexu CI_1 , čo, ako už bolo spomenuté, malo zabezpečiť širší rozsah analytických možností vývoja týchto indexov. Index CI_1 navyše vykazoval aj najvyššiu nestabilitu u všetkých centrálnych bánk oproti ostatným indexom aj z dôvodu jeho nelineárneho klesania a rastu, v čom sa od ostatných indexov odlišoval. Je preto prirodzené, že po pridaní dvoch stabilnejších indexov do celkovej úrovne kredibility vykazoval index CI_{12} nižšiu volatilitu ako jeho ochudobnená verzia.

Pokiaľ ide o dôvody nezaraďenia indexov CI_2 a CI_3 do záverečných porovnávacích analýz, pri indexe CI_3 nemalo nijaký význam skúmať a analyzovať pohyby krivky tohto indexu, nakoľko v takmer všetkých prípadoch vykazoval konštantnú (najvyššiu) hodnotu. Index CI_2 bol zasa priamo ovplyvnený faktorom pôsobiacim na úroveň indexu CI_1 – teda mierou inflácie. Treba však dodať, že tieto indexy vykazovali aj inverzný vzťah v prípade, v ktorom šlo o záporný rozdiel medzi skutočnou a cieľovou

infláciou, keďže podľa filozofie vyplývajúcej z indexu CI_2 je pre túto formu kredibility ideálna čo najnižšia miera rastu cenovej hladiny. Príčinou neanalyzovania konkrétnych pohybov krivky tohto indexu bola však značná neprehľadnosť niektorých grafov v prípade, že by k trom prudko sa meniacim a prekrývajúcim sa krivkám pribudla ešte jedna. Navyše, momenty, v ktorých nastal záporný vzťah medzi indexmi CI_1 a CI_2 je možné spozorovať aj porovnaním vývoja indexu CI_1 a finálneho indexu CI_{fl} .

Na záver by bolo v súvislosti s vykonanými analýzami vhodné ozrejmiť aj dôvody dvoch skutočností, ktoré sa môžu niektorým čitateľom javiť ako nie úplne jasné. Prvou z nich je posudzovanie stredného východu ako samostatného regiónu, nielen ako súčasť Ázie. V tomto prípade nešlo o nijaký hlbší dôvod, akým bolo len zohľadnenie značnej regionálnej diverzifikácie a rozlohy najväčšieho svetadielu sveta. Druhú skutočnosť predstavuje obdobie, počas ktorého bol sledovaný vývoj jednotlivých veličín – rok 2018 v ňom zahrnutý nie je, nakoľko vo všetkých prípadoch v čase vykonávania analýz ešte nebolo možné získať relevantné dáta z tohto roku, čo nie je prekvapivé, keďže presnú sumarizáciu a následné uvoľňovanie údajov o národnom hospodárstve zvyčajne nie je možné uskutočniť v krátkom čase po skončení kalendárneho roka, resp. v tomto prípade ide o obdobie zhruba jedného mesiaca.

5 ZÁVER

Použitím kvantitatívnych metód, zahŕňajúcich v sebe stav makroekonomických premenných, na vyčíslenie miery dôveryhodnosti centrálnej banky v príslušnej krajine dospievame k poznatku, že kredibilita a vývoj ekonomických parametrov sa ovplyvňujú vzájomne. Samozrejme, podľa použitých indexov nemôže dôjsť k strate kredibility bez nastania určitej negatívnej odchýlky od cieleného vývoja kľúčových veličín, no strata kredibility vplýva na očakávania ekonomických subjektov ohľadom budúceho stavu tých premenných, na ktoré má centrálna banka prostredníctvom monetárnych opatrení vplyv, pričom tieto negatívne očakávania mnohokrát vedú opäť k ďalšiemu nepriaznivému vývoju daných ekonomických ukazovateľov – nie je preto žiadnym prekvapením, že väčšinou mali finálne indexy tendenciu rásť aj klesať aspoň dve obdobia po sebe. Toto tvrdenie potvrdzuje skutočnosť, že očakávania verejnosti ohľadom vývoja ekonomiky, resp. monetárnej politiky majú potenciál zrýchliť samotné účinky monetárnych opatrení prijímaných centrálnou bankou, a to tak v pozitívnom, ako aj negatívnom zmysle. Následkom pozitívneho urýchlenia efektu monetárnych opatrení je relatívna jednoduchosť výkonu samotnej monetárnej politiky, zatiaľ čo v prípade negatívnych akcelerácií, kedy verejnosť prestáva veriť v dosiahnutie cieľov deklarovaných centrálnou bankou, je monetárna autorita nútená vykonávať dôraznejšie opatrenia na vrátenie ekonomiky späť do požadovaného stavu, napríklad prostredníctvom zmeny diskontnej úrokovej sadzby, ako tomu bolo v prípade centrálnej banky Dominikánskej Republiky. Ďalším zo zásahov, prostredníctvom ktorých je centrálna banka spôsobilá udržiavať si dostatočnú úroveň svojej kredibility aj napriek pesimistickým očakávaniam ekonomických subjektov, najmä v súvislosti s vonkajšou menovou stabilitou, sú devízové intervencie – v analyzovanej vzorke centrálnych bánk bolo toto opatrenie používané centrálnou bankou Číny, a s vysokou pravdepodobnosťou je možné to isté predpokladať aj o centrálnej banke Dominikánskej Republiky. Napriek pomerne vysokej efektívnosti takýchto zásahov na OTC trhu, takéto správanie centrálnej banky prináša svoje negatíva – tie spočívajú nielen v jeho nákladovosti, ale aj v potenciálnom riziku narušenia kladných obchodných vzťahov s krajinou, voči ktorej mene je príslušná mena umelo devalvovaná pre účely zvýšenia miery exportu (vhodným príkladom sa javí byť súčasné napätie medzi Čínou a USA, ktoré má korene v nepoctivom správaní Číny v rámci medzinárodného obchodného styku).

Ako bolo spomenuté v úvode bakalárskej práce, téma kredibility centrálnej banky je témou pomerne mladou. Ako každý iný činiteľ vplývajúci na stav ekonomiky, aj dôvera v monetárnu autoritu má svoje miesto v rámci skúmania a analyzovania za pomoci použitia či už kvantitatívnych, alebo kvalitatívnych metód. Bolo by tiež zaujímavé porovnať namerané hodnoty príslušných indexov so skutočnými inflačnými očakávaniami obyvateľov v tej ktorej krajine, no pre príliš náročné a zdĺhavé zhromažďovanie údajov tohto typu sme takéto porovnanie neuskutočnili, a očakávania tak môžu byť. Napriek tejto skutočnosti, práca obsahuje nielen približný obraz toho, s akou dôveryhodnosťou vykonávajú vybrané centrálné banky svoje činnosti, ale aj nové metódy prispievajúce k vernejšiemu určovaniu celkového stavu tejto dôveryhodnosti – čím aspoň v skromnej miere prispieva k rozšíreniu analytických metód vzťahujúcich sa na túto oblasť, a prináša nové podnety pre ich ďalšie zdokonaľovanie.

Zoznam použitej literatúry

- [1] The Editors of Encyclopaedia Britannica. William Paterson, british economist. [online]. In: *Encyclopaedia Britannica*. 20.07.1998, [cit. 22.11.2018]. Dostupné na internete: <https://www.britannica.com/biography/William-Paterson-British-economist>
- [2] The Editors of Encyclopaedia Britannica. Bank of England (Central Bank of United Kingdom). [online]. In: *Encyclopaedia Britannica*. 20.07.1998, [cit. 22.11.2018]. Dostupné na internete: <https://www.britannica.com/topic/Bank-of-England>
- [3] Our History. [online]. In: *Bank of England*. [cit. 22.11.2018]. Dostupné na internete: <https://www.bankofengland.co.uk/about/history>
- [4] REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 464 vyd. Praha: Management Press, s.r.o, 2014. 423 s. ISBN 978-80-7261-279-6.
- [5] GRZNÁROVÁ, Iveta. Príbeh dvanásť nulovej bankovky. A iné bankroty. [online]. In: *Hospodárske noviny*. Bratislava: MAFRA Slovakia, 19.10.2012, [cit. 23.11.2018]. ISSN 1335-4701. Dostupné na: <https://style.hnonline.sk/vikend/458791-pribeh-dvanastnulovej-bankovky-a-ine-bankroty>
- [6] LIOUDIS, Nick. What is the gold standard?. [online]. In: *Investopedia*. [cit. 23.11.2018]. Dostupné na: <https://www.investopedia.com/ask/answers/09/gold-standard.asp>
- [7] SABANOŠ, Peter. O finančnej a menovej politike rakúskeho cisárstva v rokoch 1762 – 1815. [online]. In: *Primaplana*. 24.01.2014, [cit. 23.11.2018]. Dostupné na: <https://www.primaplana.cz/news/o-financnej-a-menovej-politike-rakuskeho-cisarstva-v-rokoch-1762-1815/>
- [8] RELOVSKÝ, Branislav. Časová nekonzistencia v menovej politike. [online]. In: *BIATEC*. Bratislava: Národná banka Slovenska, roč. 12, s. 11 – 12, 04.10.2004, [cit. 24.11.2018]. ISSN 1335 – 0900. Dostupné na: https://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/MU/04_09.pdf
- [9] JOHNSON, Paul. Political business cycle. [online]. In: *A Glossary of Political Economy Terms*. [cit. 24.11.2018]. Dostupné na: http://webhome.auburn.edu/~johnspm/gloss/political_business_cycle
- [10] SARWAT, Jahan. Inflation Targeting: Holding the line. [online]. In: *Finance and Development Article*. Washington, DC: International Monetary Fund. [cit. 24.11.2018]. ISSN 0015-1947. Dostupné na: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/target.htm>

- [11] PETTINGER, Tejvan. Is zero inflation a good thing?. [online]. In: *Economics help*. 25.03.2017, [cit. 24.11.2018]. Dostupné na: <https://www.economicshelp.org/blog/13272/inflation/is-zero-inflation-a-good-thing/>
- [12] MANKIW, Gregory. *Macroeconomics*. 7. vyd. New York: Worth Publishers, 2009. 602 s. ISBN 1-4292-1887-8.
- [13] BLINDER, Alan. Central-Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Build It? [online]. In: *The American Economic Review*. Pittsburgh: American Economic Association, Dec. 2000, roč. 90, č. 5, s. 1423 [cit. 05.12.2018]. ISSN 0002-8282. Dostupné na: <file:///C:/Users/Richard/Desktop/blinder2000.pdf>
- [14] LEVIEUGE, Grégory a kol. Central bank credibility and the expectations channel: Evidence based on a new credibility index. [online]. In: *NBP Working Paper 209*. Varšava: Narodowy Bank Polski, 2015 [cit. 14.12.2018]. Dostupné na: https://www.nbp.pl/publikacje/materialy_i_studia/209_en.pdf
- [15] MACKIEWICZ-ŁYZIAK, Joana. CENTRAL BANK CREDIBILITY: DETERMINANTS AND MEASUREMENT. A CROSS-COUNTRY STUDY. [online]. In: *Acta Oeconomica*. Budepešť: Akademiai Kiado, 09.04 2016, roč. 66, s. 131, [cit. 14.12.2018]. ISSN 15882659. Dostupné na: <file:///C:/Users/Richard/Desktop/mackiewiczlyziak2016.pdf>
- [16] Overview. [online] In: *The World Bank in Ghana official website*. [cit. 15.01.2019]. Dostupné na: <https://www.worldbank.org/en/country/ghana/overview>
- [17] Ghana: Constitution and politics. [online]. In: *The Commonwealth*. [cit. 15.01.2019]. Dostupné na: <http://thecommonwealth.org/our-member-countries/ghana/constitution-politics>
- [18] Brief historical background. [online]. In: *Bank of Ghana official website*. 07.02.2011, [cit. 15.01.2019]. Dostupné na: <https://www.bog.gov.gh/about-the-bank/about-us/130-bank-of-ghana>
- [19] Brief history of the Ghana currency. [online]. In: *Bank of Ghana official website*. 07.02.2011, [cit. 15.01.2019]. Dostupné na: <https://www.bog.gov.gh/banking/currency/evolution-of-currency-in-ghana>
- [20] Overview. [online] In: *The World Bank in Dominican Republic official website*. [cit. 16.01.2019]. Dostupné na: <https://www.worldbank.org/en/country/dominicanrepublic/overview#1>
- [21] History. [online]. In: *Banco Central República Dominicana official website*. [cit. 16.01.2019]. Dostupné na: <https://www.bancentral.gov.do/a/d/2884-history>
- [22] Monetary Board. [online]. In: *Banco Central República Dominicana official website*. [cit. 16.01.2019]. Dostupné na: <https://www.bancentral.gov.do/a/d/2883-members-of-the-mb>

- [23] CUKIERMAN, Alex. Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes. [online]. In: *THE WORLD BANK ECONOMIC REVIEW*. Oxford: World Bank, Oxford University Press, Sept. 1992, roč. 6, č. 3, s. 353-398, [cit. 16.01.2019]. ISSN 0258-6770 .Dostupné na: <https://documents.worldbank.org/curated/en/797831468739529187/pdf/multi-page.pdf>
- [24] Dominican Peso. [online]. In: *Oanda*. [cit. 16.01.2019]. Dostupné na: <https://www.oanda.com/currency/iso-currency-codes/DOP>
- [25] Overview. [online] In: *The World Bank in China official website*. [cit. 18.01.2019]. Dostupné na internete: <https://www.worldbank.org/en/country/china/overview>
- [26] People`s Bank of China - Company card. [online]. In: *CbondS*. [cit. 18.01.2019]. Dostupné na: <http://cbonds.com/organisations/emitent/55597>
- [27] AVERSA, Giovanni. PEOPLE'S BANK OF CHINA - PBOC (ENCYCLOPEDIA). [online]. In: *Bankpedia*. [cit. 18.01.2019]. Dostupné na: <http://bankpedia.org/index.php/en/120-english/p/23737-peoples-bank-of-china-pboc>
- [28] SMITHFIELD, Brand. The first Chinese paper money, „jiaozi“, was stamped with six different inks and multiple banknotes seals. [online]. In: *The Vintage News*. Timera Media, 18.05.2017, [cit. 18.01.2019]. Dostupné na: <https://www.thevintagenews.com/2017/05/18/the-first-chinese-paper-money-jiaozi-was-stamped-with-six-different-inks-and-multiple-banknote-seals/>
- [29] Currency Information and Research. History of the Chinese Yuan. [online]. In: *Currency Information and research for the Foreign Exchange Industry*. 02.02.2011, [cit. 18.01.2019]. Dostupné na: <http://currencyinformation.org/history-of-the-chinese-yuan>
- [30] KENTON, Will. CNY (China Yuan Renminbi). [online]. In: *Investopedia*. 13.01.2018, [cit. 18.01.2019]. Dostupné na: <https://www.investopedia.com/terms/forex/c/cny-china-yuan-renminbi.asp>
- [31] Overview. [online]. In: *The World Bank in Moldova official website*. 11.10.2018, [cit. 22.01.2019]. Dostupné na: <https://www.worldbank.org/en/country/moldova/overview>
- [32] VARELA, Gonzalo. Moldova Trade Study. [online]. In: *The World Bank*. [cit. 22.01.2019]. Dostupné na: <http://www.worldbank.org/en/country/moldova/publication/moldova-trade-study>
- [33] History of the NBM. In: *National Bank of Moldova official website*. [online]. 04.11.2014, [cit. 22.01.2019]. Dostupné na: <https://www.bnm.md/en/content/history-nbm>
- [34] The NBM management and organisation. [online]. In: *National Bank of Moldova official website*. 18.01.2019, [cit. 22.01.2019]. Dostupné na: <https://www.bnm.md/en/content/organisation-nbm>
- [35] Mr. Octavian Armaşu, Governor of the National Bank of Moldova. [online]. In: *National Bank of Moldova official website*. 30.11.2018, [cit. 22.01.2019]. Dostupné na: <https://www.bnm.md/en/content/mr-octavian-armasu-governor-national-bank-moldova>

- [36] History of the NBM. [online]. In: *National Bank of Moldova official website*. 04.11.2014, [cit. 22.01.2019]. Dostupné na: <https://www.bnm.md/en/content/history-nbm>
- [37] Our History. [online]. In: *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası official website*. [cit. 25.01.2019]. Dostupné na: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/EN/TCMB+EN/Main+Menu/About+The+Bank/History>
- [38] *Decision Making*. In: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası [online]. [cit. 25.01.2019]. Dostupné na: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/EN/TCMB+EN/Main+Menu/About+The+Bank/Organization/>
- [39] The Turkish lira. [online]. In: *global exchange*. [cit. 25.01.2019]. Dostupné na: <http://www.globalexchange.es/en/currencies-of-the-world/turkish-lira>
- [40] SITA. Turecko zavedie od roku 2005 novú menu. [online]. In: *Banky.sk*. 24.09.2004, [cit. 25.01.2019]. Dostupné na internete: <https://banky.sk/turecko-zavedie-od-roku-2005-novu-menu/>
- [41] Central Bank Reduces its Monetary Policy Interest Rate in 50 Basic Points. [online]. In: *Banco Central República Dominicana official website*. 30.03.2015, [cit. 16.01.2019]. Dostupné na: <https://gdc.bancentral.gov.do/Common/public/mig/monetary-policy-communiqué/coma2015-03-31.pdf>
- [42] How Does China Control Exchange Rates?. [online]. In: *FXCM official website*. 30.03.2015, [cit. 16.01.2019]. Dostupné na: <https://www.fxcm.com/uk/insights/how-does-china-control-exchange-rates/>