

ODBORNÝ BANKOVÝ ČASOPIS

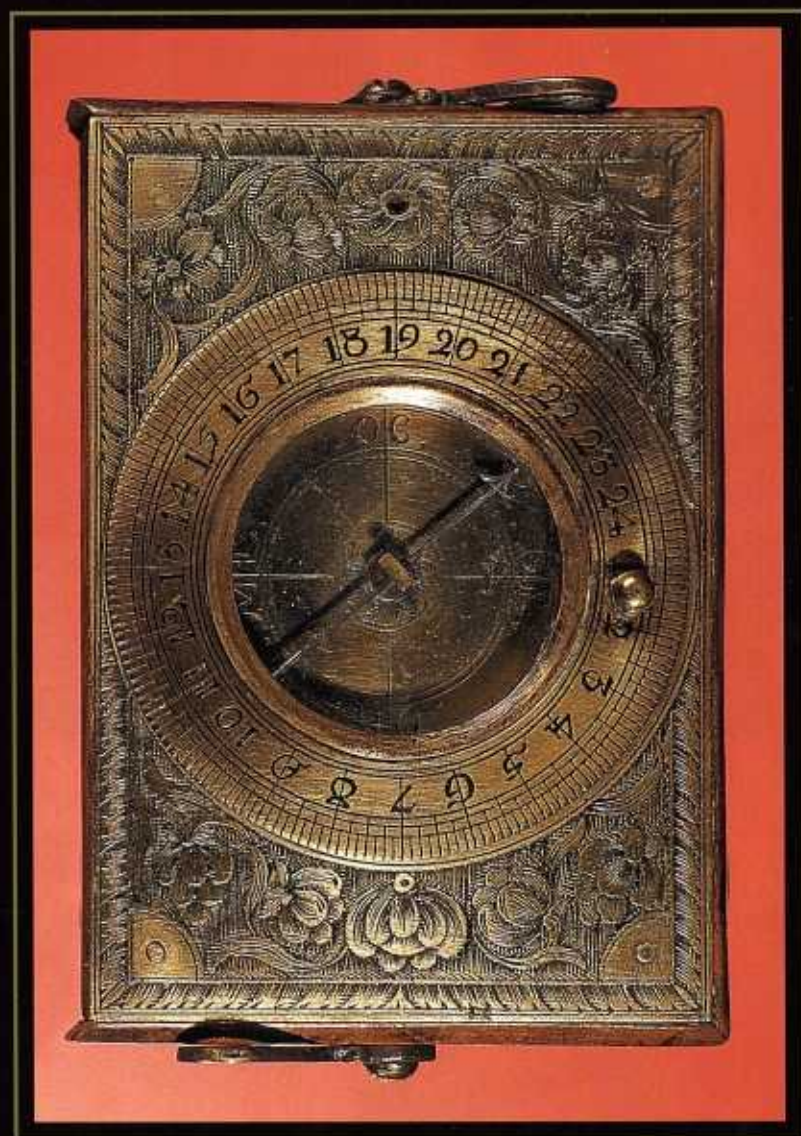
AUGUST 1996

ROČNÍK 4

BANKING JOURNAL

AUGUST 1996

VOLUME IV



NÁRODNÁ
BANKA
SLOVENSKA
NATIONAL
BANK OF
SLOVAKIA

8

BILATTEC



Kto je často na služobných cestách vie oceniť komfort a organizáciu. Skvele premyslený systém kombinovaného balenia.

**Samsonite
Mobile Office**

umožňuje balenie tak pracovných ako i osobných predmetov.



Špeciálne integrované priečinky ponúkajú dostatok miesta pre prenosný počítač, doklady, mobilný telefón ako i osobné veci. Všetko po ruke a na kolieskach.

Samsonite, široká ponuka kufrov a príslušenstva pre prácu i cestovanie, ktoré Vás reprezentujú a Vám slúžia.

Dovozca a distribútor  **Samsonite** pre Slovenskú republiku

car Montabi s. r. o.
Sládkovičova 9,
974 05 Banská Bystrica
tel.: 088 641 87-9, fax: 641 90



Obsah/Contents

NA AKTUÁLNU TÉMU

Ing. Alica Polónyiová Opatrenia Národnej banky Slovenska v oblasti menovej politiky Monetary Policy Measures Taken by the NBS	2
---	---

Doc. Ing. Jozef Medved, CSc. Banka Slovakia v kontexte projektu The Bank Slovakia in the Context of the Project	3
---	---

Ing. Adeľa Hošková, CSc. Skúsenosti zo zavedenia hypotekárnych úverov v ČR Introduction of Mortgage Lending in the Czech Republic and the Garnered Experience	5
---	---

POSTREHY • PODNETY

Ing. Peter Oravec Informácie – cieľ alebo prostriedok? Information – Objective or Instrument?	8
---	---

PAMÄTNÉ MINCE

Ing. Dagmar Flaché Tatranská zubačka na pamätnej minci The Tatra Rack Railway on Commemorative Coin	10
---	----

RECENZIA

PhDr. Milica Lesáková Podnikateľský plán a investičné rozhodovanie Business Plan and Investment Decisions	12
---	----

ATLAS PEŇAZÍ

Gabriel Schlosser Francúzska republika – história a súčasnosť francúzskej meny French Currency – Past and Present	13
---	----

PRÍLOHA

Ing. Zora Kominková, CSc. Regulovanie peňažnej zásoby a aktuálne otázky menového programovania v podmienkach SR Regulation of the Money Stock and Issues of Monetary Targeting in the Slovak Republic	15, 29
---	--------

BIATEC
Odborný bankový časopis
august 1996

Vydavateľ:
Národná banka Slovenska

Published by
National Bank of Slovakia

Redakčná rada/Editorial Council:
Ing. Vladimír Masár (predseda),
Mgr. Soňa Babincová, PhDr. Eva
Barliková, Ing. Adam Celušák, CSc.,
Prof. Ing. Irena Hlavatá, CSc.,
Ing. Štefan Králik, Ing. Jozef Kreutz,
Doc. Ing. Jozef Makúch, CSc.,
Ing. Gabriela Miklošová, Ing. Pavol
Ochotnícký, CSc., Doc. Ing. Anna Pilková,
CSc. MBA, Ing. Monika Siegelová,
Ing. Vladimír Valach

Redakcia/Editorial Staff:
šéfredaktorka/Editor in Chief
Mgr. Soňa Babincová ☎ 210 4406
zástupkyňa šéfredaktorky/Editor
Ing. Alica Polónyiová ☎ 210 3400
výtvarná redaktorka/Graphics Editor
Anna Chovanová ☎ 210 4536

Adresa redakcie/Editorial Office:
Národná banka Slovenska
redakcia BIATEC
Štúrova 2, 818 54 Bratislava
tel.: 210 3034, 210 4406, 210 3400,
fax: 210 3035

Objednávky a predplatné
prijíma redakcia: na časopis ☎ 210 3034
na inzerciu: ☎ 210 4536

Počet vydaní: 12 - krát do roka

Cena jedného výtlačku: 19,10 Sk
vrátane DPH

Ročné predplatné: 229 Sk vrátane DPH

Tlač / Printed by: i + i print, spol. s r.o.
Ondavská 3, 826 47 Bratislava

Distribúcia / Distributed by:
PNS, a. s., Košická 1, 813 80 Bratislava

Termín odovzdania rukopisov: 5. 8. 1996

Dátum vydania: 19. 8. 1996

Podávanie novinových zásielok povolené
Riaditeľstvom poštovej prepravy
Pošta Bratislava 12 zo dňa 24. 3. 1994
č. j. 290/94

Registračné číslo: MK SR 698/92
ISSN 1335 - 0900

1. strana obálky/Front Cover:
Banký merací prístroj zo 17. storočia.
Zo zbierok Múzea mincí a medailí v Kremnici / Mining instruments from the 17th century

Foto: Mikuláš Červeňanský



OPATRENIA NÁRODNEJ BANKY SLOVENSKA V OBLASTI MENOVEJ POLITIKY

V máji 1996 Banková rada NBS schválila konkretizáciu Menového programu NBS na rok 1996. Príčinou tejto konkretizácie, resp. modifikácie menového programu bol najmä vývoj v prvom štvrtroku 1996. V tomto období bol priaznivý vývoj inflácie a reálnej ekonomiky sprevádzaný výrazným deficitom obchodnej bilancie, stagnáciou, resp. poklesom čistých zahraničných aktív pri výraznom raste peňažného agregátu M2, spôsobeného najmä expanziou úverov tak v slovenských korunách, ako aj v cudzej mene.

Asymetria vývoja v 1. štvrtroku pokračuje i v súčasnosti. Zatiaľ čo hrubý domáci produkt (HDP) vzrástol za prvý štvrtrok o 7,3 % v stálych cenách a medziročná inflácia meraná indexom spotrebiteľských cien dosiahla k ultimu júna 6,2 %, deficit obchodnej bilancie za prvých 5 mesiacov roka už predstavuje 858 mil. USD a celý bežný účet je schodkový vo výške 717 mil. USD. Tento vývoj je naďalej sprevádzaný neprímerane vysokým nárastom úverov podnikom a obyvateľstvu.

Podľa predbežných údajov k 30. 6. 1996 poklesli devízové rezervy celého bankového sektora, najmä však obchodných bánk, od začiatku roka o 350 mil. USD. Tento vývoj sa v priebehu prvého polroka odrazil v čistých zahraničných aktívach, ktorých pokles o viac ako 6 mld. Sk odráža nepriaznivý vývoj nielen obchodnej bilancie, ale aj ostatných položiek platobnej bilancie. Aj napriek tomuto kontrakčnému pôsobeniu čistých zahraničných aktív na peňažnú zásobu, vzrástla táto položka v sledovanom období o 11 mld. Sk, čo predstavuje 21,5 % medziročné tempo rastu a prekročila polročnú, už konkretizovanú programovú hodnotu o 5,3 mld. Sk. Expanzívny vplyv na rast a objem peňažných prostriedkov v reálnej ekonomike zaznamenali výlučne domáce zdroje, keď čisté domáce aktíva vzrástli v júni oproti východisku roka o 17 mld. Sk, pričom na zabezpečenie programového vývoja a hodnoty M2 mali v prvom polroku poklesnúť o 4 mld. Sk.

Medziročná miera rastu čistých domácich aktív (16,4 %) viac ako dvojnásobne prekračuje kritériálnu hodnotu stanovenú menovým programom.

Pri priaznivom vývoji vládneho sektora zaznamenali v rámci domácich zdrojov expanzívne najvýraznejší vývoj úvery podnikom a obyvateľstvu, ktoré pri medziročnom tempe rastu 19,2 % k 30. 6. 1996 už prekračujú celoročnú úroveň o 8,5 mld. Sk.

Na základe už teraz známych skutočností sa očakáva v druhom polroku zosilnenie tlaku rastúceho deficitu štátneho rozpočtu a prílevu prostriedkov zo zahraničia formou priamych úverov alebo formou projektového financovania na už dnes vysokú peňažnú zásobu.

V snahe udržať a podporiť vývoj základných makroekonomických ukazovateľov, NBS zaviedla opatrenia na elimináciu a zníženie nadmerného množstva peňazi v ekonomike, spôsobeného najmä neprímeraným úverovaním ekonomiky. V marci 1996 začala s pravidelnými emisiami vlastných pokladničných poukážok a s pružným využívaním fluktuálneho pásma v rámci devízového fixingu NBS. Napriek umiestneniu viac ako 18 mld. Sk pokladničných poukážok v bankovom sektore a návratu späť na centrálnu paritu výmenného kurzu (v rámci pomeru Sk/IDX, kde IDX je vnútorná jednotka výmenného koša), obchodné banky nezareagovali na tento krok tak, ako sa očakávalo a doposiaľ neprehodnotili svoje správanie, nevyužívali pokladničné poukážky NBS ako investičnú možnosť a naďalej pokračovali v nadmernom úverovaní ekonomických subjektov.

Takto vytváraný a ovplyvňovaný domáci dopyt sa môže odraziť v prehrievaní ekonomiky a tým zakladá nebezpečenstvo možných budúcich inflačných tlakov. Zároveň spôsobuje rastúci deficit obchodnej bilancie jednak zo strany uspokojovania domáceho dopytu zahraničnou ponukou, a jednak antiexportnou reorientáciou domácich výrobcov na domáci trh.

Preto bolo nevyhnutné prijať zásadnejšie opatrenia v oblasti menovej politiky s cieľom usmerniť vývoj menových agregátov a sprostredkovať ekonomiky.

Banková rada NBS na svojom zasadnutí dňa 15. júla 1996 rozhodla o konkretizácii nástrojov menovej politiky zameraných na ovplyvňovanie tak domácich, ako aj zahraničných aktivít bankového sektora. Cieľom týchto opatrení je odčerpať prebytočnú

likviditu obchodných bánk a tým usmerňovať aj vývoj platobnej bilancie.

S účinnosťou od 1. augusta 1996 Banková rada NBS schválila zvýšenie povinných minimálnych rezerv a zjednotenie ich výpočtu na jednotnú sadzbu tvorby PMR vo výške 9 % bez rozdielu v terminovanosti priamých vkladov v obchodných bankách. Výnimkou sú stavebné sporiteľne, kde sa stanovuje 3 % sadzba tvorby PMR. S cieľom zmierniť negatívny dopad tohto kroku na hospodárenie bánk, s účinnosťou od toho istého dňa budú PMR obchodných bánk určené vo výške 1,5 % p. a., maximálne však do výšky stanovených PMR v hodnotenom období.

Zároveň sa zavádza devízová pozícia obchodných bánk na menové účely, ktorej základnou myšlienkou je vyčlenenie devízových aktív voči rezidentom z tejto pozície a začlenenie korunových pasív voči nerezidentom, bankám, do devízovej pozície na menové účely. Obchodné banky budú povinné od 31. 12. 1996 dosahovať minimálny pomer takto stanovených devízových aktív a pasív vo výške 0,65, od 31. 3. 1997 minimálne 0,7 a od 30. 6. 1997 bude minimálny koeficient devízovej pozície obchodných bánk na menové účely na úrovni 0,8, s cieľovou úrovňou nad 0,9. Týmto opatrením sa má dosiahnuť stiahnutie určitej korunovej likvidity a do určitej miery aj pozastavenie dolarových trendov, keďže najmä v poslednom čase čoraz väčší objem úverov slovenským subjektom v slovenskej ekonomike bol poskytovaný v cudzích menách, v devízach. Motiváciou k týmto devízovým úverom boli výhodnejšie úrokové sadzby pri garantovaní fixného kurzu.

Banková rada NBS rozhodla s účinnosťou od 17. 7. 1996 o zvýšení hodnoty lombardnej sadzby NBS na 15 %.

V rámci opatrení na devízovom fixingu schválila rozšírenie fluktuálneho pásma na stanovovanie výmenného kurzu slovenskej koruny na $\pm 5\%$ s platnosťou od 17. 7. 1996, pričom sa zároveň ruší limit maximálnej možnej dennej zmeny v rámci tohto pásma

Z vystúpenia guvernéra NBS Ing. Vladimíra Masára na tlačovej konferencii dňa 17. júla 1996.

Spracovala Ing. Alica Polónyiová



BANKA SLOVAKIA V KONTEXTE PROJEKTU

Doc. Ing. Jozef Medveď, CSc.

Významná zmena v procese transformácie Slovenska nastala po vzniku samostatnej Slovenskej republiky, nielen čo sa týka zmeny v organizácii verejného sektora, ale predovšetkým v oblasti ekonomickej transformácie. Výstavba orgánov a inštitúcií nového štátu do istej miery na jednej strane spomalila proces privatizácie, ale na druhej strane mu dala charakter národného chápania, identifikácie a rozhodovania o jeho priebehu. Tak ako vo všetkých štátoch strednej Európy, aj na Slovensku sa transformačný proces orientoval i orientuje hlavne – a možno

výhradne na ekonomickú stránku života spoločnosti. Uvedená orientácia je prirodzená, ak berieme do úvahy skutočnosť, že kvalitatívna zmena práve v tejto oblasti má dosah na uplatňovanie politicko-ekonomických nástrojov a dosahovanie hospodársko-politických cieľov. Žiada sa v tejto súvislosti pripomenúť, že proces transformácie v podmienkach samostatného Slovenska pokračoval v dimenziách centralizácie, teda podľa skúseností zo spoločného štátu – ČSFR, kde sa uvedené ekonomické procesy riadili z politicko-hospodárskeho centra – Prahy.

V podmienkach SR absentoval i absentuje pri ekonomickej transformácii súlad z pohľadu optimálneho regionálneho ekonomického rozvoja (dôkazom sú niektoré ukazovatele od ekonomickej výkonnosti po zamestnanosť v jednotlivých regiónoch) a tiež z pohľadu súladu medzi prirodzenou a hodnotovo-peňažnou transformáciou hospodárstva. Proces privatizácie je nepochybne nezvratný proces, hlavne pokiaľ ide o prirodzenú stránku hospodárstva – výrobné a obchodné podniky, ako aj podniky služieb sa postupne stávajú vlastníctvom súkromných osôb. Uvedený proces sa oneskorene začal vo finančnictve. Možno i preto, že jeho inštitúcie sa začali (najmä v bankovníctve) organizačne meniť a prispôbovať vznikajúcim trhovým podmienkam hneď v začiatku 90. rokov.

Masová spoločenská privatizačná inícia-



tíva nielenže kryštalizovala novú kvalitu ekonomických vzťahov a štruktúr, ale vyplavovala a ponúkala stále nové myšlienky, prerastajúce do projektov, ako ďalej postupovať čo najefektívnejšie v hospodárskej, vlastníckej transformácii. Jeden z takýchto myšlienkovito ucelených projektov sa začal formovať v samom začiatku roka 1993 pri návrhu vlády SR v Banskej Bystrici a načrtával možnosti systémového budovania regionálnych finančných centier. Projekt sa za niekoľko týždňov dopracoval a v podobe modelového projektu schválil vládou SR v apríli 1993. Rámcovým východiskom bola myšlienka, že „dočasne voľné peňažné prostriedky nie sú nič iné ako odložená spotreba, mali by sa využiť v rozhodujúcej miere na investovanie tam, kde je ich pôvod vznik, aby zvýšili objem spotreby, prispeli k hospodárskemu rastu, umožnili realizovať vlastnú regionálnu hospodársku politiku, prispeli k vyššej úrovni medziregionálnej hospodárskej súťaže a v konečnom dôsledku k vyššej úrovni hospodárskeho rozvoja štátu ako celku.

Modelový projekt budovania regionálneho finančného centra korešpondoval s hospodársko-politickou stratégiou vlády – vybudovať v súmestí Banská Bystrica – Zvolen tretie metropolitné centrum Slovenska. Ani najmenej nemal ambície nahrádzať nenahradiťelnú – Bratislavu, tak historicky, ako aj geograficky, tradíciou, vysokým stupňom infraštruktúry, stabilizovanou a dynamizujú-

cou inštitucionalizáciou spoločenských vzťahov a prirodzene, ako finančné centrum Slovenska.

Uvedený projekt obsahoval:

- východiskové informácie o predpokladoch regionálneho hospodárskeho centra – Banskej Bystrice a Zvolena – hlavne v oblasti histórie finančných inštitúcií, hospodárstva regiónu v širšom kontexte, vedeckých a vzdelávacích podmienok;

- zámer zriadiť komerčné banky s určitou postupnou špecializáciou v Banskej Bystrici a vo Zvolene v prísnej väzbe na hospodársko-politické ciele v trans-

formačnom procese Slovenska – podpora drobného a stredného podnikateľského stavu a rozvoja bytovej výstavby vrátane príspevku k formovaniu trhu v oblasti hypoték;

- jeho súčasťou boli i predstavy o dobudovaní primeraného vedeckého a vzdelávacieho zázemia v oblasti komplexne chápaných financií – teórie financií a verejných financií, bankovníctva, firemných financií a medzinárodných financií;

- integrálnou súčasťou projektu bolo i systémové začlenenie výstavby finančnictva, bankovníctva a poisťovníctva FINE X, ktorá v tom čase v plnom rozbehu pripravovala svoj I. ročník, na Slovensku svojho druhu celkom nový a ako analógiu brnianskeho FIBEX-u;

- projekt nezabudol na skutočnosť, že Banská Bystrica má jednu veľmi silnú stránku ako bývalé krajské mesto – vybudované inštitucionálne zázemie, vysokú úroveň vzdelanosti (vrátane mesta Zvolen) a veľmi silnú bázu pre rozvoj vzdelania a vedy do budúcnosti. Prirodzene, ponúkalo sa aj systémové posilnenie existujúcich finančných inštitúcií.

Projekt obsahuje pôvodné a systémové usporiadanie myšlienok, možno ho úspešne aplikovať aj na iné regionálne hospodárske centrá, samozrejme, s rešpektovaním špecifik a komplexnej hospodárskej politiky SR. Všetky súčasti rámcového a modelového projektu regionálneho finančného centra dostali nielen obsahovo-vecnú; ale



tiež časovo-horizontálnu podobu. Treba zdôrazniť, že realizácia projektu postupovala v integrálnej jednote všetkých súčastí, hoci nie celkom podľa pôvodných zámerov. To ale treba chápať v kontexte dynamického formovania sa spoločnosti. Vzniku komerčnej banky s centrárou v Banskej Bystrici predchádzali rôzne pochybnosti o ekonomickej opodstatnenosti, o vlastníckom formovaní a pod. Prejavilo sa to okrem iného pripomienkami MMF a Svetovej banky, ktoré proces privatizácie a reštrukturalizácie v kontexte komerčného bankovníctva nie celkom chápali za účasti Fondu národného majetku.

Prvé snahy o vznik banky, ktorá mala prispieť k rozvoju drobného a stredného podnikania skončili v apríli 1994. Úsilie o založenie takejto banky – Banky Slovakia, a. s. – zavŕšila akciová spoločnosť Carpatia Consulta, ktorá napĺňala predstavy medzinárodných finančných inštitúcií a požiadavky Národnej banky Slovenska pre udelenie bankovej licencie, za účinnnej podpory akcionárov – Fondu národného majetku SR, Slovenskej poisťovne, Slovenskej sporiteľne a mesta Banská Bystrica, s výrazným pochopením vlády SR, ktorá úlohu o založení finančnej inštitúcie na podporu drobných a stredných podnikateľov a regionálny rozvoj deklarovala vo svojom vládnom vyhlásení po voľbách v septembri 1994, rovnako ako to bolo za vládnej podpory v roku 1993.

Treba povedať, že vývoj na bankovom trhu za obdobie od vzniku myšlienky do jej definitívnej realizácie pokročil, čo malo vplyv na strategické formovanie Banky Slovakia, a. s. Dynamika vývoja hospodárskeho prostredia, v ktorom sa banka formuje, podmiňuje rozšírenie trhového segmentu malých a stredných podnikateľov o ďalší segment – strategických klientov, čo by jej malo umožniť postupne vytvárať satelitné hospodárske celky, ktoré by znižovali obchodné riziko nielen pre banku, ale i pre strategických klientov a umožňovali plynulejší rozvoj malých a stredných firiem. Navyše by dochádzalo k multiplikácii dočasne voľných peňažných prostriedkov v relatívne uzatvorených peňažných operáciách. Prirodzene, takáto predstava predpokladá nielen voľbu strategického klienta, ale tiež predmet podnikania umožňujúci „nasávať drobných a stredných podnikateľov ako planéty“.

Stratégia banky vychádza z cieľa, postaveného na troch nerozdielnych súčastiach – rast, efektívnosť, stabilita. Z toho vyplýva, že banka je pripravená finančne podporiť každý reálny a efektívny projekt i mimofinanziskové trhové segmenty. Banka Slovakia, a. s., bola založená a oficiálne registrovaná na obchodnom súde v auguste 1995. Za niečo viac ako šesť mesiacov splnila všetky

požiadavky medzinárodných finančných inštitúcií a Národnej banky Slovenska, ktorá rozhodla o povolení na výkon bankových činností s účinnosťou od 1. júna 1996. Za obdobie záverečných príprav (od augusta 1995 do marca 1996). Banka Slovakia, a. s., a jej právny predchodca systémovo plnili podmienky v štyroch základných súčastiach:

- materiálne-technické zabezpečenie (odkúpenie a generálna rekonštrukcia budovy);

- výber, inštalácia, implementácia bankového informačného systému, ktorý v tendri banka identifikovala ako najvhodnejší pre svoje zámery a rozvoj. Bankový informačný systém – International banking automation system (IBAS) inštaloval zahraničný producent a dodávateľ CBA – Commercial Banking Applications A/S Oslo. Inštalácia, implementácia, domestikácia a parametrizácia vrátane školení a tréningov trvala 5 mesiacov;

- personálne naformovanie vrcholového manažmentu, výkonného manažmentu, tzv. pracovníkov prvého kontaktu s klientom a servisných (prevádzkových) pracovníkov sa uskutočňovalo i uskutočňuje podľa náročných kritérií – konkurzom, resp. priamou akvizíciou.

O vysokej kvalifikačnej úrovni svedčí vysoký podiel pracovníkov s vysokoškolským (takmer 60 %) a ekonomickým (50 %) vzdelaním. Uvedené charakteristiky dopĺňa údaj o priemernom veku pracovníkov – 32,5 roka, o podieli pracovníkov 18 až 30 ročných (40 %) a pracovníkov vo veku 18 až 40 rokov (86 %). Kľúčové funkcie banky sa obsadzujú pracovníkmi s finančnou a bankovou praxou, s vysokou úrovňou teoretického poznania a požadovanými manažérskymi skúsenosťami. Osobitnú pozornosť venuje banka vzdelávacím aktivitám, odbornému rastu a tréningom, pričom sa v tejto oblasti chce opierať o spoluprácu s Fakultou financií UMB v Banskej Bystrici, ktorá vznikla rozhodnutím senátu univerzity v júli 1995 a je tak ďalšou z realizovaných súčastí projektu;

- v oblasti tvorby predpisovej základne banky sa taktiež splnili všetky aktuálne požiadavky NBS a Ministerstva financií SR. V súvislosti s požiadavkami spomínaných inštitúcií (NBS, MMF a Svetová banka) na zabezpečenie prevahy súkromného v štruktúre základného kapitálu treba uviesť, že Fond národného majetku SR ako asi 60 %-ný akcionár Banky Slovakia, predložil NBS písomné prehlásenie, že do 2 rokov od vydania licencie sa vzdá prostredníctvom kapitálového trhu takej časti akcií, ktorá zmení jeho majoritnú akcionársku pozíciu tak, aby to vyhovovalo požiadavkám NBS. Na margo majoritnej pozície FNM v akcionárskej štruktúre banky sa

žiada poznamenať, že je pre prípravu, rozbeh a počiatočnú stabilitu nezastupiteľná. Veď jeho postavenie vo vlastnickej a štrukturalnej transformácii hospodárstva SR nespočíva len v pasívnom administratívno-právnom či trhovom transfere majetku, ale očakáva sa aj aktívny prístup pri formovaní nielen novej kvality vlastníckych štruktúr, ale tiež pri rozbehu nových inštitúcií, ktoré prispievajú k urýchleniu procesu transformácie na jednej strane a na druhej strane prispievajú k harmonizácii ekonomickeho rozvoja regionálnych celkov. Nie zanedbateľné postavenie má FNM v kontexte na prípravu a realizáciu privatizácie bankových a finančných inštitúcií.

Na záver náčrtu o postupnej realizácii modelového projektu regionálneho finančného centra a osobitne Banky Slovakia sa žiada poznamenať, že nielen myšlienka o „dočasne voľných peňažných prostriedkoch...“ a ich vplyv na rozvoj hospodárstva všeobecne a regiónu osobitne, bola jediná, ale že projekt je súčasne náčrtom modelu decentralizácie, regionalizácie hospodárskych, obchodných a finančných aktivít, náčrtom možnej a možno aj nevyhnutnej cesty zvyšovania efektívnosti hospodárstva Slovenska ako celku, hospodárstva, ktoré poznalo centralistické prístupy v riadení spoločenských procesov. Nepochybne ide o cestu vyššej ekonomickej regionalnej aktivity, harmonického hospodárskeho rastu regionálnych celkov, ktorú prinesie súťaž hospodárskych subjektov na globálnom trhu Slovenska. Pritom naznačená cesta decentralizácie nemusí mať formu, akú sme naznačili. Môže ísť o budovanie regionálnych centier projektovaných podľa neopakovateľných predpokladov vzájomných komparatívnych výhod (napr. centrá turistiky, priemyselno-finančné). Silné stránky regiónov Slovenska v hospodárskej oblasti by samotný trh, a máme na mysli tak slovenský, ako i medzinárodný, mali dostať do konkurenčnej výhody, čo by mohlo znamenať nové možnosti hospodárskeho rozvoja mladej Slovenskej republiky.

Banka Slovakia má v tomto zmysle ambície vyplývajúce:

- z loga, ktorým je slinko ako staroslovenský národno-historický a národno-kultúrny motív zosobňujúci stálosť, jas, teplo, úrodu a život. Uvedené logo zakoreňuje banku do určitého rámca a odráža nadčasovosť, citovosť a tiež etiku budúceho pôsobenia banky;

- z motto, ktoré vyjadruje jej históriu, perspektívu a prostredie spoločenské, trhové a normatívne, v ktorom vznikla: „Rýchlo, kvalitne, vytrvale a obozretne pri dosahovaní akýchkoľvek efektov, merateľných i nemerateľných. To všetko na vysokej profesionálnej úrovni.“



SKÚSENOSTI ZO ZAVEDENIA HYPOTEKÁRNYCH ÚVEROV V ČR

Ing. Adela Hošková, CSc.
Inštitút menových a finančných štúdií NBS

Legislatívna základňa hypotekárneho úverovania v ČR

Dlho očakávaný zákon riešiaci otázky hypotekárneho úverovania predstavuje komplex noviel piatich zákonov:

- zákon č. 530/1990 Zb. o dlhopisoch, v znení neskorších zákonov,
- zákon č. 513/1991 Zb., Obchodný zákonník, v znení neskorších predpisov,
- zákon č. 328/1991 Zb. o konkurze a vyrovnaní, v znení neskorších predpisov,
- zákon č. 21/1992 Zb. o bankách, v znení neskorších predpisov.

Aj keď schválená podoba zákona nepredstavuje zatiaľ ideálne riešenie danej problematiky, je nepochybne dôležitým krokom pre rozbehnutie hypotekárnej agendy v bankách.

Najdôležitejšou časťou je novela zákona o dlhopisoch (článok 1). Tu je zakotvená základná schéma fungovania hypotekárneho bankovníctva. Základným článkom je dlhopis – záložný list. Ten možno charakterizovať niekoľkými základnými atribútmi:

- môže byť vydaný iba bankou,
- jeho splatnosť je dlhodobá,
- jeho nákup je takmer bezpečnou investíciou.

Posledný atribút je významný. Je lákadlom najmä pre investorov, preferujúcich istotu svojich investícií, za ktoré sú ochotní „zaplatiť“ ich nižšou výnosovosťou. Bezpečnosť investícií do hypotekárnych záložných listov je v novom zákone zaistená radom jeho ustanovení:

a) Zdroje získané predajom hypotekárnych záložných listov sú umiestnené

Česká republika nadväzuje na svoje tradície a znovu zaviedla hypotekárne úverovanie.

Tým je vytvorený nástroj, ktorý umožňuje zhromažďovanie priaznivo zúročeného kapitálu na financovanie bytov, ale i nebytových podnikateľských priestorov. Zákonom z 18. 4. 1995, ktorý vstúpil do platnosti 1. júna 1995, sa Českej republike ako prvej z reformujúcich sa krajín podarilo vniesť do života zákonodarstvo v oblasti hypotekárneho úverovania.

v hypotekárnych úveroch, čo sú úvery poskytnuté bankou na investície do tuzemskej nehnuteľnosti alebo na jej výstavbu či obstaranie. Ich splácanie je zabezpečené záložným právom k tejto alebo inej tuzemskej nehnuteľnosti. V tejto súvislosti sa hovorí o riadnom krytí hypotekárnych záložných listov, čo znamená, že ich menovitá hodnota vrátane úrokov je krytá pohľadávkami banky z hypotekárnych úverov. Na riadne krytie menovitej hodnoty hypotekárnych záložných listov možno použiť iba pohľadávky neprevyšujúce 70 % ceny zaobstarávanej nehnuteľnosti. Zákon popri riadnom krytí pripúšťa i náhradné krytie, nakoľko objektívne nie je možné zabezpečiť, aby v každom okamihu bola každá koruna získaná predajom hypotekárnych záložných listov umiestnená v hypotekárnych úveroch. Náhradné krytie menovitej hodnoty hypotekárnych záložných listov je však možné iba do výšky 10 % tejto menovitej

hodnoty, a to iba v hotovosti, vkladmi v Českej národnej banke, štátnymi dlhopismi alebo cennými papiermi vydanými ČNB.

b) Ak by sa hypotekárna banka dostala do konkurzného pokračovania, uspokojujú sa pohľadávky majiteľov hypotekárnych záložných listov pred pohľadávkami ostatných veriteľov.

c) K bezpečnosti investícií do hypotekárnych záložných listov nepriamo prispieje aj novela Občianskeho súdneho poriadku (článok IV). V nej sa pamätá na prípady, keď sa príjemca hypotekárneho úveru (hypotekárny dlžník) dostáva do ťažkostí a z určitého dôvodu riadne nespláca hypotekárny úver. Nové znenie odseku 1 § 337 Občianskeho súdneho poriadku garantuje hypotekárnej banke, že jej pohľadávka z hypotekárneho úveru, ktorá slúži na krytie menovitej hodnoty hypotekárnych záložných listov, zabezpečená záložným právom k nehnuteľnosti, sa bude pri súdnom výkone rozhodnutia uprednostňovať pred ostatnými pohľadávkami, vzťahujúcimi sa na nehnuteľnosť, ktorá je predmetom súdnej exekúcie.

d) Novelizované znenie zákona o bankách (článok V) stanovuje, že hypotekárne záložné listy môže vydávať iba banka, ktorá má na túto činnosť licenciu. Je samozrejmé, že o rozšírenie licencie v tomto smere sa môžu úspešne usilovať iba úplne bezproblémové banky.

Nehnuteľnosť, ktorou je zaisťované splácanie hypotekárneho úveru, nesmie byť zaťažená žiadnym iným záložným právom. Výnimkou je záložné právo, ktorým je zabezpečený úver poskytnutý stavebnou sporiteľňou (podľa zákona č. 96/1993 Zb. o staveb-



nom sporeni). V tomto prípade je ale hypotekárny úver limitovaný výškou rozdielu medzi 70 % ceny založenej nehnuteľnosti a úverom zo stavebného sporenia.

Novela poveruje Ministerstvo financií ČR (§ 16), aby prostredníctvom vyhlášky určilo spôsob výkonu dozoru nad dodržiavaním predmetného zákona pri vydávaní záložných listov a pri výkone činnosti, ktoré s tým súvisia.

Okrem úprav v zákonoch o dlhopisoch a Občianskeho súdneho poriadku bol upravený aj Obchodný zákonník. V rámci neho bolo vyňaté záložné právo na nehnuteľnosti pri zaistení práv spojených s dlhopismi (vypúšťa sa ods. 4 § 261 a § 291 a 298).

Do zákona o konkurze a vyrovnaní bolo vložené nové ustanovenie (§ 3, ods. 3), podľa ktorého v prípade, keď je banka v konkurze, uspokojujú sa predmetné pohľadávky majiteľov záložných listov. Pokiaľ by sa nemohli uspokojiť všetky pohľadávky, uspokojia sa pomerne.

Ďalej bol upravený aj zákon o bankách. Do základného ustanovenia § 1 bol vložený nový odsek (3), ktorý stanovuje, že hypotekárne záložné listy môže vydávať podľa zákona o dlhopisoch iba banka, ktorá je na to oprávnená. Okrem toho nový § 11a takejto banke určí povinnosť vydať obchodné podmienky na poskytovanie hypotekárnych úverov. V nich má stanoviť najmä postup pri oneskorení dlžníka pri splácaní úverov alebo úrokov a taktiež prípady zmien na strane dlžníka, z ktorých banke vzniká oprávnenie požadovať predčasné splácanie úveru.

K úplnosti celej hypotekárnej problematiky prispel aj predpis upravujúci systém štátnej podpory v tejto oblasti. Podmienky na poskytovanie štátnej finančnej podpory hypotekárneho úverovania bytovej výstavby sú súčasťou nariadenia vlády č. 24 zo dňa 11. 10. 1995, ku ktorému Ministerstvo financií ČR a Ministerstvo hospodárstva ČR vypracovalo záväzný výklad. Tento výklad vysvetľuje všeobecné princípy a podmienky poskytovania štátnej finančnej podpory, postupy pri uplatňovaní nároku na poskytovanie podpory, postup pri vyplácaní podpory, postupy pri stanovení a výpočtoch výšky podpory, povinnosti príjemcu podpory, povinnosti banky a režimu štátnej podpory.

Subvencovanie hypotekárnych úverov v ČR na základe rozhodnutia vlády sa bude zatiaľ vykonávať v dvoch hlavných formách:

1. Výnosy z hypotekárnych záložných

listov sú oslobodené od dane. To znamená, že banky sa budú môcť výhodnejšie refinancovať a tak budú môcť ponúknuť aj výhodnejšie podmienky v rámci hypotekárnych úverov.

2. Vláda bude podporovať hypotekárne úverovanie bytovej výstavby za týchto základných podmienok nariadenia vlády č. 244/1995 Zb.:

- Podpora sa poskytuje za podmienky, že klient má s hypotekárnou bankou zmluvne dojednaný hypotekárny úver so splatnosťou najdlhšie na dvadsať rokov, ktorý sa použije:

- a) na výstavbu rodinného domu,
- b) na zakúpenie pozemku na území ČR,
- c) na zakúpenie obytného domu, rodinného domu alebo bytu, ktoré boli novo postavené, avšak za predpokladu, že na ne už nebola poskytnutá podpora podľa tohto nariadenia a ďalej za predpokladu, že súčet úverov na výstavbu alebo zakúpenie nepresiahne limity uvedené v časti N, bod 2.

d) na splácanie úveru dohodnutého po 1. januári 1995 na účely stanovené v rámci písmena a) a b).

- Výška podpory pripadajúca na mesačnú splátku sa stanoví:

- a) pre úverové zmluvy, pokiaľ sa začal čerpať hypotekárny úver do jedného roku po nadobudnutí účinnosti nariadenia vlády, t. j. do 26. 10. 1996, ako rozdiel medzi výškou splátky pri bežnom úroku a výškou splátky pri úroku zníženom o štyri percentuálne body – výpočet sa vykonáva podľa algoritmov, ktoré sú uvedené v prílohe podmienok štátnej finančnej podpory hypotekárneho úverovania bytovej výstavby.

- b) pre úverové zmluvy, pokiaľ sa hypotekárny úver začal čerpať po uplynutí jedného roku od nadobudnutia účinnosti nariadenia vlády, t. j. po 26. 10. 1996, ako rozdiel medzi výškou splátky pri bežnom úroku a výškou splátky pri úroku zníženom o tri percentuálne body – výpočet sa vykonáva podľa algoritmov uvedených v prílohe podmienok štátnej finančnej podpory hypotekárneho úverovania bytovej výstavby.

- c) pokiaľ do 26. 10. 1996 nedôjde v prípade zmlúv o hypotekárnom úvere, ktoré boli uzatvorené pred týmto dátumom k prvému preukázateľnému čerpaniu, prislúcha týmto úverom podpora vo výške troch percentuálnych bodov.

Ministerstvo financií ČR a Ministerstvo hospodárstva ČR v súlade s podmienkami na poskytovanie prostriedkov na podporu hypotekárneho úverovania bytovej výstavby stanovujú pre

obdobie od 26. 10. 1995 do 26. 10. 2000 maximálnu sadzbu úrokov pre výpočet štátnej podpory 11,5 %:

- ak je maximálna úroková sadzba nižšia než sadzba úrokov u poskytnutého úveru, základom pre výpočet nároku na podporu je maximálna úroková sadzba,

- ak je maximálna úroková sadzba vyššia než sadzba úroku poskytnutého úveru, základom pre výpočet nároku na podporu je sadzba úroku poskytnutého úveru.

Táto maximálna sadzba úroku je pre výpočet štátnej podpory záväzná a môže byť zmenená iba na základe dodatku k týmto podmienkam.

Uvedené dve formy štátnej podpory hypotekárneho financovania sú ešte doplnené aj o úľavy poplatkov za emisiu záložných listov. Tie, ktoré sú určené na financovanie bytovej výstavby sú úplne oslobodené od poplatkov, ostatné iba čiastočne.

Zákonná úprava poskytovania hypotekárnych úverov, na ktorú české banky čakali už dlhší čas, umožňuje zmenu doterajších stavebných úverov na hypotekárne. Hypotekárne úvery však budú môcť poskytovať len tie banky, ktoré od Českej národnej banky získajú oprávnenie na tento typ operácií. ČNB je pri udeľovaní licencií veľmi opatrná. Nepočíta sa s väčším počtom bánk. Začiatkom roku 1996 vlastnilo licenciu 5 bánk v ČR: Komerční banka, a. s., Bayerische Vereinsbank, A. G., Česká spořitelna, a. s., Českomoravská hypoteční banka, a. s. a Zemská banka, a. s.

Udeľovanie ďalších licencií bude závisieť od vývoja trhu a solidnosti žiadateľa o licenciu. Preto je o túto licenciu medzi viac ako 56 registrovanými bankami veľký záujem.

Prvé skúsenosti a prax

Od začiatku roku 1995 rozšírila Komerční banka, a. s., v ČR svoje obchody o nový produkt – hypotekárny úver, ktorý doposiaľ financovala z vlastných zdrojov banky, teda nie prostredníctvom záložných listov.

Predmetom hypotekárneho úveru a súčasne predmetom záložného práva na nehnuteľnosť, ktorým je tento úver zabezpečený, môže byť rodinný dom, nájomný dom, byt a stavebný pozemok, nie však poľnohospodárska pôda, obecné alebo družstevné byty a objekty, ktoré slúžia na podnikanie. Hypotekárny úver sa poskytuje na



dobu 10, 15 alebo 20 rokov podľa prania a finančných možností klienta, iba úvery na stavebné pozemky je nutné splatiť do 10 rokov. U občanov, ktorých hlavným zdrojom sú príjmy zo závislej činnosti, je splatnosť úverov limitovaná hranicou odchodu do starobného dôchodku.

Úroková sadzba je stanovená ako pevná na obdobie jedného roka. Po uplynutí tejto doby banka ponúkne klientovi podmienky úveru, ktoré budú zahŕňať úrokovú sadzbu stanovenú podľa aktuálnych podmienok vývoja trhu, pričom prípadný medziročný prírastok úrokovej sadzby nebude viac ako jeden percentuálny bod. Úver sa úročí a spláca konštantnými mesačnými čiastkami, tzv. anuitami, ktoré obsahujú úrokovú a umorovací zložku a ich pomer sa mení s každou nasledujúcou anuitou.

Záujem občanov o nový produkt Komerčnej banky, a. s., je podľa očakávania veľký. Po prijatí právnej normy štátnej podpory hypotekárneho úverovania, ktorá sa práve začína uvádzať do života, sa počíta v dôsledku sprístupnenia väčšiemu okruhu záujemcov s ďalším rastom klientov.

Aj napriek krátkemu obdobiu poskytovania hypotekárnych úverov možno zovšeobecniť niektoré skúsenosti, ktoré sa týkajú záujmov verejnosti o nový produkt z hľadiska regiónov a typu produktu. Jednoznačne najväčší záujem je o úvery na nákup rodinných domov, ďalej nasledujú úvery na rekonštrukciu a výplatu dedičských podielov. Zatiaľ malý záujem o úvery na byty je podmienený obmedzenou ponukou bytov, ktoré by bolo možné získať do vlastníctva v zmysle zákona č. 72/1994 Zb. o vlastníctve bytov. Iba taký byt môže byť predmetom hypotekárneho úveru (teda v zmysle uvedeného zákona), nakoľko s ním možno disponovať a zriadiť na túto nehnuteľnosť zástavné právo. Najväčší záujem z hľadiska regiónov bol zaznamenaný v stredných Čechách a na južnej Morave.

Odborníci z Komerčnej banky, a. s., majú negatívne pripomienky k stanovenej percentuálnej sadzbe založenej nehnuteľnosti na krytie hypotekárnych záložných listov, ktorá je v ČR 70 %. Vychádzajú jednak zo skúsenosti krajín s rozvinutým hypotekárnym bankovníctvom s neporovnateľne stabilizovanejším trhom s nehnuteľnosťami, kde je kodifikovaná hranica 60 %, ako i zo skúsenosti v ČR pred rokom 1948, kedy platila tiež maximálna úroveň 60 %. Podľa nich práve táto časom a skúsenosťami

preverená hranica robí hypotekárne záložné listy bezpečnou a zaujímavou investíciou, ktorá zabezpečuje dostatok zdrojov na refinancovanie hypotekárnych úverov.

Vzhľadom na to, že banka nepozná žiadateľa o úver, je potrebné, aby k žiadosti o poskytnutie úveru predložil pred začatím prerokovania úverového prípadu a neskôr v jeho priebehu celý rad dokladov (napr. popis nehnuteľnosti, stavebné povolenie, potvrdenie zamestnávateľa o príjmoch zo závislej činnosti, oceňovací posudok k nehnuteľnosti a iné). O tom, že táto agenda je nevyhnutná, svedčí nasledujúci údaj: po preverení predpísaných dokladov Komerčná banka, a. s., v priebehu prvého štvrtroku 1995 neakceptovala 26 žiadostí, a to predovšetkým preto, že príjem žiadateľa nezaručoval pravidelné a včasné platenie splátok, alebo že chceli hypotekárny úver použiť na konsolidáciu už skôr poskytnutého podnikateľského úveru.

V 80 % úverových prípadov, ktoré v roku 1995 banka prevzala a potvrdila, sú limitom úverov v prvom rade príjmy (ani nie tak zálohovaný majetok), keďže dávajú reálny predpoklad na splácanie dlhu.

Disponibilné príjmy banka zafažuje do 75 % ako maximálne možnú výšku anuity a z toho sa počíta výška úveru a doplnkové zdroje, nehnuteľné a finančné. Najviac sa jej osvedčujú zákazníci so stálym príjmom, a to nie z najvyšších tarifných stupní, ale z priemerných. Dôvody týchto úvah sú logické. Keď konkrétny dlžník stratí miesto, väčšinou si v primeranej úrovni nové miesto nájde, ale miesto s vysokým platom si už s najväčšou pravdepodobnosťou nenájde.

Komplikácie sú zatiaľ u podnikateľov, ktorí nechodia bežne do zamestnania. Ťažko sa u nich dokazuje výška príjmov, lebo napr. si neplnia dôsledne všetky svoje daňové povinnosti. Preto v takýchto prípadoch sa musí postupovať individuálne a opatrne. Treba trvať na preukázaní daňového priznania.

Klient má možnosť splatiť úver aj naraz, napr. keď mu banka ponúka po jednom roku návrh na úver s novou percentuálnou sadzbu. Dôvodom je skutočnosť, že si banka nechala priestor na možnosť zmeny úrokovej sadzby 1, 4 až 5 rokov, podľa daných okolností. Ak by klient chcel splatiť dlh mimo týchto období naraz, musí platiť sankciu 10 % zostatku úveru.

Čo sa týka záložných listov, ani jedna z tých bánk, ktoré už dostali licenciu, ich zatiaľ neemitovala. Pre získanie licencie

na poskytovanie hypotekárnych úverov prostredníctvom záložných listov musí každá banka podať príslušnú žiadosť. Dôležitou podmienkou na jej udelenie je preukázať, že žiadateľ o licenciu má plne funkčný software, ktorý mu umožní riadiť budúce hypotekárne úvery. Samozrejme, okrem toho musia byť splnené ďalšie požiadavky ČNB a iné zákonné predpisy v plnom rozsahu.

Požadovaný softwarový systém musí spĺňať požiadavky na výkazy predkladané ČNB. Preto nestačí jednoduchý import osvedčených softwarových systémov zo zahraničia, ale je nevyhnutné tieto systémy novo vyvinúť a špeciálne prispôbiť, čo je spojené s veľkými nákladmi na programovanie. V ČR sa touto činnosťou už od r. 1994 zaoberá spoločnosť Inter Dialog Software Praha. Vyvinula špeciálny softwarový produkt pod názvom ID Hypobanka, určený pre Českú republiku.

Pochopiteľne, každá banka si takýto produkt môže vypracovať aj sama, na základe skúseností Hypotečného ústavu pri Komerčnej banke v Brne sa odporúča na začiatku radšej investovať a tieto práce zveriť skúsenej firme, ktorá by vypracovala spôsob uvedenia do danej problematiky, nakoľko šetriť v tejto oblasti sa nevypláca.

Použitá literatúra:

1. Budík, J.: Nové možnosti, väčší rizika, největší opatrnost. Ekonom, roč. 39, 1995, č. 25, s. 24.
2. Čevelová, V.: Úvěry na bydlení v praxi. Bankovníctví, 1995, č. 10, s. 7.
3. Gossányi, V.: V České republice začínají tři banky poskytovat občanom dlhodobé úvery na nehnuteľnosti. Trend, roč. 5, 1995, č. 11, s. 22A.
4. Mataj, J.: Hypoteční úvěry se mohou rozběhnout. Bankovníctví, 1995, č. s. 4-5.
5. Nesnídal, J.: Právní rámec pro hypotéky. Ekonom, roč. 39, 1995, č. 23, s. 59.
6. Neubauer, P. – Stöcker, O.: Zástavní list v České republice. Bankovníctví, 1995, č. 14, s. 6-7.
7. Wiesnet, B.: Banka, která chce získat licenci na poskytování hypotečních úvěrů, musí mít funkční software. Hospodářské noviny, 20. 9. 1995, s. 9.
8. Zahour, J.: Hypotéky bytovou situací neřeší. Ekonom, roč. 39, 1995, č. 25, s. 37.



INFORMÁCIE – CIEĽ ALEBO PROSTRIEDOK?

Ing. Peter Oravec

Bankové zúčtovacie centrum Slovenska, a. s.

Úvaha o informatike

V prevažnej väčšine podobných prípadov je príčinou neúspechu neodbornosť v prístupe a spracovaní informácií. Parafelou by mohol byť príklad kopača zlata, ktorý sa pokúsi kopať zlato na prvom mieste, kde mu padnú oči. Nikto neverí v jeho úspech. V informatike však mnohí konajú podobne - a veria v úspech. Nakoniec - zlato je všade okolo nás, avšak v mikroskopických dávkach. A nie vždy je rentabilné pokúšať sa ho dolovať.

Je vôbec dosť informácií, ktoré sú použiteľné pre naše rozhodovanie? Je, a dokonca ich je obrovský prebytok. Veď žijeme v období informačnej revolúcie, alebo inak povedané, sme na ceste do informačnej spoločnosti. Produkcia informácií značne prevyšuje naše možnosti a schopnosti ich triediť, ukladať a spracovávať. Spracovávať, to znamená pripravovať ich tak, aby naše rozhodovanie bolo sprevádzané jasnou predstavou o výsledku, ale aj o možných rizikách a následkoch.

Problém zdanlivého nedostatku informácií nie je v ich množstve, ale v kvalite ich spracovania. Tú však nemožno získať horúčkovitým „prehrabávaním“ informácií vtedy, keď sme v informačnej núdzi. Kvalitu informačných procesov si zabezpečíme len cieľavedomým budovaním informačných zdrojov a nástrojov na ich spracovanie, podriadených cieľom a stratégii pri realizácii našich činností. Samozrejme,

**V súčasnosti pravdepodobne nenájdeme človeka, ktorý by verbálne neuznával potrebu informácií. Snaha získať informácie sprevádza každú ľudskú činnosť, teda aj podnikateľskú. Prínos získaných informácií pre zvýšenie „zisku“ z činností, ktoré vykonávame, je často problematický.
V čom to je?**

pod vedením špecialistov ovládajúcich problematiku činností a cieľov organizácie. Tak ako uznávame nezastupiteľnú úlohu ekonómov, právnikov, marketingových pracovníkov a ďalších profesionálov v organizme inštitúcie, musíme k nim v dnešných podmienkach zaradiť aj informatikov.

Aby nedošlo k omylu - informatik nie je, resp. nemusí nim byť pracovník, ktorý virtuózne ovláda personálny počítač. Informatik je špecialista, ktorý je schopný predložiť informácie k riešenému problému, umožňujúce presné a včasné rozhodnutie.

Z uvedeného vyplýva, že neriadený zber a ukladanie informácií je neproduktívna činnosť. Riadenie týchto procesov vychádza zo stratégie a cieľov činností organizácie. A to prislúcha vrcholovému manažmentu. Pre stručnú orientáciu zamerania informačných systémov môžu slúžiť kategórie, ako napr. výnosy a riziká činností organizácie.

Projekt medzibankového informačného systému

Každý podnikateľský subjekt - banky nevynímajúc - má vlastné informačné zázemie a vlastné mechanizmy informačného zabezpečenia. Zároveň však platí, že každé spoločenstvo subjektov má isté záujmy, a teda aj informačné pozadie spoločné. Je to dané rovnakým druhom činnosti, rovnakou legislatívou, rovnakými záujmami - pokiaľ hovoríme o makroštruktúre.

Uvedené znamená, že existujú aj spoločné informačné záujmy. Nie všetky subjekty spoločenstva však majú rovnaké možnosti a predpoklady získať potrebné informácie. Je výhodné, ak sú spoločné informačné záujmy realizované organizáciou, ktorá má rovnaký vzťah ku všetkým členom spoločenstva.

V prípade bánk na území Slovenskej republiky túto funkciu prevzalo Bankové zúčtovacie centrum Slovenska, a. s. (BZCS). BZCS koncom roku 1994 v spolupráci s Asociáciou bánk a jej Komisiou pre medzibankový informačný systém vypracovalo Projekt medzibankového informačného systému - PROMIS.

Výhodou tohto riešenia je účelné využitie telekomunikačných a výpočtových kapacít, ktoré boli vybudované na realizáciu medzibankového platobného styku. Druhou nepopierateľnou výhodou je neutralita BZCS voči zdrojom informácií, t.j. nezainterosovanosť na



použití vo vlastnej činnosti. Zvyšuje to dôveryhodnosť – z pohľadu zdrojov informácií – vo vzťahu k možnému zneužití (inak povedané zmanipulovaniu) informácií.

Prvá etapa budovania PROMIS bola zavŕšená uzatvorením Rámcovej zmluvy o realizácii Projektu medzibankového informačného systému a jeho uvedením do prevádzky od 1. marca 1996. PROMIS v súčasnosti obsahuje:

Bázu dát bankových služieb – je určená predovšetkým marketingovým pracovníkom bánk, ale aj nebankovým subjektom. Obsahuje adresáre, zoznamy vedúcich pracovníkov, akcionárov, štruktúry bánk – pobočky, expozičnú, dcérske a materské spoločnosti, umiestnenie bankomatov a najdôležitejšie údaje, ako sú údaje o službách – bežné účty, termínové vklady, vkladné knižky, úvery, cenné papiere.

Vybrané informácie z kurzových lístkov – údaje z kurzových lístkov Národnej banky Slovenska a Českej národnej banky od 8. 2. 1993, t.j. dátumu rozdelenia meny. Báza dát umožňuje rôzne operácie pri vyhľadávaní, napr. zistiť maximálnu, minimálnu a strednú hodnotu meny jednotky vybraného štátu v zadanom časovom intervale.

Vybrané informácie z Obchodného vestníka – báza dát obsahuje kompletné údaje z Obchodného vestníka od jeho vzniku s možnosťou vyhľadávania podľa názvu alebo IČO podnikateľského subjektu.

V modernejšej verzii je k dispozícii Obchodný vestník vo plnotextovom systéme, ktorý poskytuje maximálne pohodlie pri vyhľadávaní v ľubovoľnom zoskupení kľúčových slov. Záujem o tento informačný zdroj predstihuje všetky očakávania a potvrdzuje predpoklad, že použitá technológia má neobmedzené možnosti využitia tam, kde sú cieľom precízne analýzy v oblasti bankových obchodov.

Spravodajstvo Asociácie bánk – komplexná informačná báza dát o činnosti Asociácie bánk a jej komisii. V spojení s elektronickou poštou uvedenou do prevádzky umožní spriehľadníť, urýchliť a skvalitniť proces výmeny informácií medzi bankami, pripomenkovanie legislatívnych dokumentov, mať prehľad o činnosti komisii atď.

Školenia, kurzy, semináre, veľtrhy, výstavy – báza dát s informáciami o školeniach, kurzoch a seminároch Inštitútu bankového vzdelávania Národnej banky Slovenska a Bankovej

akadémie Praha. Podľa záujmu sa bude tento okruh rozširovať tak, aby pokryl čo najväčší rozsah bankových činností.

Stratené šeky – báza dát, obsahujúca v súčasnosti okolo 1 000 položiek, patrí k informačným zdrojom, znižujúcim riziko v bankových činnostiach.

Denné kurzové lístky – pravidelný servis sprístupňujúci kurzový lístok Národnej banky Slovenska pre banky po 13.00 hodine dňa predchádzajúceho dňa platnosti. Služba je využívaná všetkými bankami na území SR.

Ekonomické ukazovatele – databáza obsahuje tri oblasti – Ukazovatele finančnej analýzy, Štatistické dáta a Menový vývoj.

Ukazovatele finančnej analýzy obsahujú údaje za celú SR z oblastí maloobchodu, veľkoobchodu, výroby a služieb. Údajovú základňu tvoria dáta z účtovných závierok podávané k daňovým priznaniam za roky 1993, 1994 a 1995. Za rok 1993 to predstavuje spracovanie asi 19 000 podnikateľských subjektov vykonávajúcich činnosť, za rok 1994 asi 24 000 a za rok 1995 približne 25 000 subjektov.

Štatistické spracovanie prebieha so súhlasom MF SR za aktívnej spolupráce pracovníkov z bánk, Inštitútu menových a finančných štúdií NBS a Fakulty podnikového manažmentu Ekonomickej univerzity v Bratislave. Všeobecne je užívateľom PROMIS-u k dispozícii štatistické spracovanie kvartálov, decimov a stredných hodnôt. Zdrojom štatistických dát je ŠÚ SR. Databáza obsahuje vybrané údaje z rôznych tematických okruhov štatistických publikácií, spracovaných v elektronickej podobe. Vybrané údaje charakterizujú ekonomický vývoj národného hospodárstva SR v členení:

- makrodáta (HDP, HDP v odvetviach, štátny rozpočet, ceny a inflácia, zahraničný obchod SR, nezamestnanosť),
- vekové zloženie obyvateľstva SR,
- trh práce.

V súčasnom období sa dopracováva subdatabáza **Menový prehľad**. Databáza obsahuje za jednotlivé mesiace menový vývoj roku 1996, realizáciu meny, infláciu, peňažný, kapitálový a medzibankový trh a platobnú bilanciu.

PROMIS prezentuje aj štatistické údaje o činnosti jednotlivých používateľov umožňujúce riadiť jeho rozvoj z hľadiska záujmu o zdroje dát i kvalitu služieb.

Rozvoj informačných systémov

Základným cieľom PROMIS-u je skvalitňovať informačnú podporu jednotlivých bankových činností v oblastiach spoločného záujmu bánk.

V prvom rade pôjde o prepojenie vnútorných bankových komunikačných systémov na PROMIS. Na tento účel je vhodné využiť vo väčšine bánk už vybudované prepojenie slúžiace na prenos dát v rámci medzibankového platobného styku. Toto prepojenie zároveň umožní využiť elektronickú poštu na prenos správ medzi bankami, Asociáciou bánk a BZCS.

Ďalej bude rozširovaná ponuka informačných zdrojov v súlade so záujmami bánk. Tento proces bude najúčinnejší vtedy, keď sa stabilizuje spolupráca medzi záujmovými skupinami odborníkov všetkých bánk tak, aby bolo možné formalizovať požiadavky a následne ich realizovať v čo najkratšom čase.

Tretím cieľom je využiť adekvátne informačné technológie. Tam, kde je možné údaje formalizovať, sa budú používať databázové systémy. V opačnom prípade už overený a úspešne implementovaný fulltextový systém.

Záver

Bankovníctvo v Slovenskej republike má za sebou prvú etapu na ceste informatizácie. Sú vybudované základné predpoklady na jej úspešný rozvoj – telekomunikačná infraštruktúra, databázové centrum i spoločný informačný systém PROMIS. Prieniku informácií do bánk by prospelo ustanovenie **hlavných informatikov** v bankách, ktorí by zodpovedali za expanziu informačných zdrojov na príslušné pracoviská bánk.

Príležitosťou na prehĺbenie informovanosti výkonných pracovníkov bánk o službách PROMIS-u a možnostiach jeho využitia v ich práci bude nepochybne i prezentácia BZCS na štvrtom ročníku Medzinárodného veľtrhu finančnictva, bankovníctva a poisťovníctva FINEX '96. Návštevníci budú mať k dispozícii aj podrobné príručky o obsahu a činnosti jednotlivých informačných systémov a pre ich tvorcov z BZCS je len samozrejmé, že privítajú všetky námety a pripomienky na skvalitnenie bankového PROMIS-u.



TATRANSKÁ ZUBAČKA NA PAMÄTNEJ MINCI

Štvrtá pamätná minca, ktorú Národná banka Slovenska vydáva v roku 1996, je venovaná 100. výročiu otvorenia prevádzky ozubnicovej železnice na trati Štrba - Štrbské Pleso. Je to druhá minca tematického okruhu „Rozvoj vedy a techniky“, ktorý sa v rámci koncepcie tvorby emisných plánov postupne dopĺňa. Prvá minca s touto tematikou, emitovaná v roku 1995, pripomínala 100. výročie začatia prevádzky prvej električky na Slovensku v Bratislave.

Vysoké Tatry boli dlhé obdobie nenaľušenou prírodnou krajinou. Vzhľadom na veľký rozsah ťažko prístupného bralnatého reliéfu sa prenikanie človeka zväčša obmedzovalo len na ich okrajové časti. Do povedomia verejnosti vstúpili svojim rekreačným a liečebným významom v polovici 19. storočia. Výrazne k tomu prispela v roku 1871 Košicko-bohumínska železnica zo Žiliny cez Štrbu a Poprad do Spišskej Novej Vsi, ktorá podstatne uľahčila prístup do tejto atraktívnej oblasti. Postupne vznikali a rozvíjali sa turistické a kúpeľné centrá. Veľhory s unikátnymi prírodnými hodnotami, podtatranské osady, ktoré vynikali zvláštnym pôvabom, ako aj zvesti o výborných liečebných výsledkoch príťahovali stále viac kúpeľných hostí a turistov.

V roku 1872 dal gróf Szentiványi, majiteľ pozemkov okolo Štrbského plesa, postaviť na jeho brehu prvú chatu, ktorú sprístupnil aj pre návštevníkov hôr. Okolo chaty vyrástla časom v nadmorskej výške 1325 m malebná osada Štrbské Pleso s klimatickými kúpeľmi. Jej rýchly rozvoj ovplyvnil potrebu zabezpečiť sem vhodnú dopravu, keďže povozy a fiakre už nepostačovali. Po zohľadnení potreby prekonať na pomerne malom úseku výškový rozdiel 450 m, sa začala budovať ozubnicová železnica podľa švajčiarskeho systému.



Výstavbu trate, ktorá začala v auguste 1895, realizovala spoločnosť Košicko-bohumínskej železnice. Do prevádzky bola uvedená 28. júla 1896. Spočiatku vlaky jazdili len v letných mesiacoch, neskôr aj v zime, no ani v najúspešnejších rokoch nebola prevádzka celoročná. Základný vozový park železnice pozostával z dvoch parných lokomotív, ktoré vyrobila lokomotívka vo Floridsdorfe pri Viedni, štyroch osobných a dvoch nákladných vozňov, ktoré dodala firma Ganz a spol. z Budapešti. Úzkorozchodná trať s rozchodom 1000 mm mala dĺžku 4,8 km a stúpanie 127 promile. Pri použití zmiešanom adhéznom a ozubnicovom systéme bola Riggerbachova ozubnica osadená v niekoľkých úsekoch v celkovej dĺžke 4,1 km. Maximálna dosahovaná rýchlosť na ozubnici bola

10 km/h, priemerná 7,6 km/h a cesta trvala 37 min.

Pri návrhu železnice si stavitelia vzali za vzor tirolskú zubačku z Jenbachu k jazeru Achensee, ktorej prevádzka sa začala už v roku 1889. Obidve železnice mali podobný charakter prevádzky i trate, rovnaký ozubnicový systém aj rozchod. Tiež výroba lokomotív bola zadaná rovnakej lokomotívke.

Zo Štrby bola v roku 1921 vybudovaná kvalitná cesta, stúpajúca k Štrbskému Plesu. S rozvojom automobilizmu začali zubačke nebezpečne konkurovať majitelia súkromných áut, autobusov a od roku 1926 pravidelná autobusová doprava. Negatívne pôsobilo aj pomerne drahé cestovné a pomalé cestovanie. Aj napriek snahe prezentovať ozubnicovú železnicu ako horskú atrakciu, musela byť jej prevádzka z dôvodu nerentability zastavená. Premávka na trati bola ukončená 14. augusta 1932. Kofaj zubačky bola odstránená, lokomotivy slúžili v dielňach Košicko-bohumínskej železnice vo Vrútkach ako vykurovacie kotle a osud vozňov je neznámy.

Napriek tomu ozubnica po štyridsiatich rokoch znovu ožila. Myšlienka obnovenia trate vznikla v súvislosti s usporiadaním Majstrovstiev sveta v lyžovaní v klasických disciplínach vo Vysokých Tatrach. Nová ozubnicová železnica s elektrickou trakciou využila z dvoch tretín trasu starej zubačky, zmenili sa len úseky pred dolnou a vrcholovou stanicou. Prevádzka bola otvorená 12. februára 1970. V porovnaní s pôvodnou zubačkou prepraví päťkrát viac cestujúcich za hodinu - 500 osôb, dosahuje podstatne vyššiu maximálnu rýchlosť - 30 km/h pri stúpaní, 23 km/h pri klesaní a cesta trvá 16 minút.

Na umelecký návrh pamätnej mince vypísala Národná banka Slovenska verejnú anonymnú súťaž, ktorá bola ukončená bez udelenia cien, ako aj



2. cena

Akad. sochár Patrik Kovačovský



bez návrhu niektorej z predložených výtvarných prác na realizáciu. Komisia na posudzovanie návrhov slovenských mincí odporučila vypísať na návrh mince užšiu súťaž, do ktorej boli vyzvaní štyria autori najúspešnejších návrhov z verejnej súťaže. Užšej súťaže, ktorej uzávierka bola 18. januára 1996, sa zúčastnili všetci štyria vyzvaní autori.

Odborným členom komisie bol Doc. Ing. Jozef Strišš, CSc., z Vysokej školy dopravy a spojov v Žiline, ktorý emisnému odboru NBS poskytol potrebný dokumentačný materiál o zubačke, ako aj odborné stanoviská k zobrazeniu historických reálií zubačky na jednotlivých výtvarných návrhoch. Ďalšie podklady boli získané v spolupráci so Slovenským technickým múzeom v Košiciach.

Na udelenie zníženej prvej ceny a na realizáciu odporučila komisia návrh akademického sochára Vojtecha Pohanku, ktorý je úspešným autorom troch slovenských pamätných mincí venovaných výročiam Jána Kollára, Svätopluka a Mikuláša Galandu. Jeho návrh presvedčil súladom averznej a reverznej strany, vyváženou kompozíciou a úrovňou spracovania témy. Pri znížení ceny bola zohľadnená skutočnosť, že pred realizáciou mince bolo

3. cena

Mária Poldaufová



potrebných viac autorských úprav sadrového modelu.

Na líci dvestokorunáka je uprostred hornej časti mincového poľa umiestnený štátny znak Slovenskej republiky. Pod ním je označenie nominálnej hodnoty „200 Sk“, ktoré začína zobrazením kvetu plesnivca alpinskeho, v dvoch riadkoch názov štátu „SLOVENSKÁ REPUBLIKA“ a uprostred dolnej časti mince letopočet razby „1996“. Značka Mincovne Kremnica, štátny podnik, je pri spodnom okraji mince.

Na rube dvestokorunáka je v popredí scenérie vysokohorskej tatranskej prírody vyobrazená historická ozubnicová železnica. Pod ňou je v dvoch riadkoch umiestnený text „ZUBAČKA ŠTRBA“ „ŠTRBSKÉ PLESO“, pod ktorým sa nachádzajú letopočty „1896 - 1996“, označujúce rok otvorenia pre-

3. cena

Akad. sochár Imrich Svitana



vádzky ozubnicovej železnice a 100. výročie otvorenia jej prevádzky. Štylizované iniciály autora návrhu dvestokorunáka akademického sochára Vojtecha Pohanku „VP“ sú umiestnené pri spodnom okraji mince.

Zníženú druhú cenu v súťaži získal akademický sochár Patrik Kovačovský, ktorého návrh komisia pozitívne hodnotila najmä pre invenčné spracovanie zadanej témy a netradičné kompozičné riešenie.

Tretia cena bola udelená autorke Márii Poldaufovej, ktorej návrh zaujal vecnou úrovňou zobrazenia historických reálií a vyjadrením dobovej atmosféry. Zníženú tretiu cenu získal akademický sochár Imrich Svitana za vyrovnanú vysokú sochársku úroveň jeho súťažných návrhov (spolu ich bolo 7, na obr. je výber).

Pamätná minca v hodnote 200 Sk, s priemerom 34 mm a hmotnosťou 20 g je vyrazená zo striebra s rýdzosťou 750/1000 v Mincovni Kremnica, štátny podnik, v počte 23 600 kusov, z toho 1 600 kusov v „proof“ kvalite. Na hrane mince je dvakrát sa opakujúci text „VYSOKÉ TATRY“, oddelený drobnými kvetmi.

Ing. Dagmar Flaché
Foto: Ing. Štefan Fröhlich



J. Fotr, Podnikateľský plán a investičné rozhodovanie, GRADA 1995, Praha, 177 s.

Podnikateľský plán a investičné rozhodovanie

Príprava a realizácia podnikateľských projektov je základnou formou naplňania zvolenej podnikateľskej stratégie firmy. Kvalitná príprava týchto projektov je pritom jedným z primárnych predpokladov dosiahnutia podnikateľského úspechu v náročných podmienkach trhovej ekonomiky.

Publikácia Podnikateľský plán a investičné rozhodovanie, ktorú odporúčame do pozornosti podnikateľskej verejnosti, načrtáva a rieši otázky vlastnej prípravy a realizácie podnikateľských projektov (od identifikácie základnej myšlienky až po uvedenie projektu do prevádzky). Túto činnosť možno podľa autora publikácie rozčleniť do troch nasledujúcich fáz:

- predinvestičnej,
- investičnej,
- prevádzkovej (operačnej).

Každá z nich je dôležitá z hľadiska úspešnosti podnikateľského projektu. Zvýšenú pozornosť treba venovať predinvestičnej fáze, lebo úspech daného projektu závisí od informácií a poznatkov marketingového, technicko-technologického, finančného a ekonomického charakteru, ktoré sa získajú v rámci spracovania feasibility study (technicko-ekonomickej štúdie) projektu. Závisí tiež od interpretácie týchto informácií a poznatkov danej štúdie. Aj keď jej spracovanie nebýva zvyčajne láčnou záležitosťou, nemalo by to podnikateľov odrádzať. Práve tým možno neraz predísť značným stratám, ktoré sú spojené s vloženými prostriedkami do zlého projektu. Z publikácie, z ktorej je zrejme autorova dôkladná odborná znalosť problematiky, upozorňujeme na niektoré vybrané okruhy problémov.

Predinvestičná fáza sa člení do troch čiastkových etáp, ktoré tvoria:

- identifikácia podnikateľských príležitostí,
- predbežný výber projektov a príprava projektu zahrnujúceho analýzu jeho variant,
- hodnotenie projektu a rozhodnutie o jeho realizácii či zamietnutí.

Identifikácia podnikateľských príležitostí (opportunity studies) tvorí východisko predinvestičnej fázy, lebo podnikateľské projekty sa odvíjajú od výberu určitých podnikateľských príležitostí. Táto fáza môže byť pritom už podnetom pre mobilizáciu finančných zdrojov alebo potenciálnych investorov, či už domácich alebo zahraničných, ktorí majú záujem na získaní informácií o nových zaujímavých a životaschopných podnikateľských príležitostiach.

Predbežné technicko-ekonomickej štúdie (pre feasibility studies) a ich spracovanie slúžia ako základ pre finálne rozhodovanie o realizácii či zamietnutí projektu. Ide o časovo náročnú úlohu, ktorá si vyžaduje značné náklady. Vzhľadom na to treba zvlášť pri rozsiahlych projektoch spracovať predbežnú technicko-ekonomickej štúdiu, ktorá predstavuje určitý medzistupeň medzi stručnými a podrobnými technicko-ekonomickej štúdiami (feasibility studies). Tie detailne rozpracovávajú jednotlivé aspekty podnikateľských projektov.

Cieľom spracovania predbežnej technicko-ekonomickej štúdie je určiť, či:

- boli posúdené všetky možné varianty projektu,
- povaha a náplň projektu oprávňuje jeho detailnú analýzu v podobe technicko-ekonomickej štúdie projektu,
- určité aspekty projektu sú do tej miery závažné, že vyžadujú ich podrobné posúdenie

pomocou podporných a doplnkových štúdií, ako sú marketingové prieskumy, laboratórne testy, poloprevádzkové overovanie,

- základná myšlienka, na ktorej je projekt založený, je pre určitého investora alebo skupinu investorov dostatočne atraktívna,
- podnikateľská príležitosť je sľubná do tej miery, že už na základe informácií z tejto štúdie, možno rozhodnúť o realizácii určitého projektu,
- stav životného prostredia v predpokladej lokalite, realizácia projektu i potenciálne dopady tohto projektu sú v súlade s existujúcimi štandardami ochrany životného prostredia.

Vlastné technicko-ekonomickej štúdie a ich posudzované varianty by sa mali týkať týchto komponentov projektu:

- stratégie firmy a rozsahu projektu,
- marketingové stratégie,
- základy surovín a materiálov,
- lokality projektu,
- technologického procesu výrobného zariadenia,
- pracovníci a mzdové náklady,
- organizačné usporiadanie,
- plánu realizácie a jeho rozpočtu (finančné a ekonomické dopady jednotlivých variantov projektu).

Technicko-ekonomickej štúdie projektu (feasibility study) poskytuje všetky podklady potrebné pre investičné rozhodovanie, kriticky analyzuje základné komerčné, technické, finančné a ekonomické požiadavky, resp. požiadavky týkajúce sa ochrany životného prostredia, a to na základe variantného riešenia, ktorých základ bol koncipovaný už v predbežnej technicko-ekonomickej štúdií.

Hodnotiaci správa (appraisal report) projektu býva často podkladom pre hodnotenie projektu investičnými a finančnými inštitúciami. Tieto inštitúcie využívajú spravidla určité vlastné postupy a procedúry hodnotenia v súlade s individuálnymi cieľmi, posudzovanie nákladov, efektov a očakávaného rizika.

Investičná fáza predstavuje väčší počet činností, ktoré tvoria náplň vlastnej realizácie projektu. Podľa autora knihy ju tvoria nasledovné kroky:

- vytvorenie právnej, finančnej a organizačnej základne pre realizáciu projektu,
- spracovanie projektovej dokumentácie a získanie technológie,
- realizácia ponukového konania zahrnujúceho vyhodnotenie ponúk a výber dodávateľov,
- získanie pozemkov a výstavba budov,
- zaistenie predvýrobných marketingových činností vrátane zabezpečenia zásob,
- získanie a zaučenie personálu,
- kolaudácia a skúšobná prevádzka.

Cieľom príspevku bolo upriamiť pozornosť najmä podnikateľom na problematiku, ktorú publikácia rieši z odborného-praktického hľadiska a ponúka komplexnú orientáciu v príprave podnikateľských projektov a zamerov.

**PhDr. Milica Lesáková
POLNOBANKA, a. s.**



FRANCÚZSKA REPUBLIKA

HISTÓRIA A SÚČASNOSŤ FRANCÚZSKEJ MENY

Štátne zriadenie

Výkonnú moc má prezident, ktorý sa volí na sedemročné obdobie. Vymenúva predsedu a členov vlády, ktorí sa zodpovedajú parlamentu. Senát (horná komora) má 319 členov, volia ich členovia obecných, miestnych a regionálnych rád. Desiat senátorov volia francúzski občania žijúci v zahraničí. Senátori sa volia na deväť rokov, pričom každé tri roky sa konajú voľby do jednej tretiny Senátu. Národné zhromaždenie (dolná komora) má 577 poslancov volených na základe väčšinového systému z jednotlivých volebných obvodov na päť rokov.

Prírodné podmienky

V strede územia sa rozkladá Francúzske stredohorie s nadmorskou výškou skoro 2000 m. Obklopujú ho štyri nížiny, ktoré spolu tvoria vyše 60% celkovej rozlohy krajiny. Na juhozápade leží Akvitánska panva, veľká úrodná oblasť s riekou Garonnou a jej prítokmi. Pyreneje na juhozápade tvoria prirodzenú hranicu so Španielskom, Alpy s najvyšším vrchom Európy Mont Blancom (4807 m) oddeľujú na juhovýchode Francúzsko od Talianska. Časť vysočiny Jura na východe tvorí hranice medzi Francúzskom a Švajčiarskom. Parížsku panvu oddeľuje od údolia Rýna vysočina Vogézy. Ardeny na severovýchode zasahujú do Belgicka. Dôležité rieky sú Rýn, Loira, Rhôna a Seina. Na juhu krajiny je stredomorské podnebie s teplými letami a miernymi zimami. Na ostatnom území prevláda mierne podnebie. Zrážky sú prumerané.

Hospodárstvo

Takmer dve tretiny územia sa obrábajú. Hlavnými produktami sú obilniny (pšenica, kukurica, jačmeň), výrobky z mäsa a mlieka, cukrová repa a hrozno na víno. Francúzsko je v poľnohospodárskej výrobe sebestačné, dováža iba tropické ovocie a krmivá. Opätovné zalesňovanie zabezpečuje budúcnosť dôležitého dreárskeho priemyslu. K prírodnému bohatstvu krajiny patria zásoby uhlia,

železnej rudy, medi, bauxitu, volfrámu, ropy a zemného plynu. Široká sieť hydroelektrární využíva dobré prírodné podmienky. Hlavné odvetvia francúzskeho priemyslu: textilný, chemický, oceľiarsky, potravinársky, automobilový, letecký, strojársky a elektrotechnický priemysel. Francúzsko je dnes po USA, Japonsku

Štát v západnej Európe pri pobreží Atlantiku a Stredozemného mora, s rozlohou 551 500 km² (47. miesto na svete), s počtom obyvateľov 57 571 000 (20. miesto), hlavné mesto Paríž. Francúzsko je členom OSN, EÚ, OECD, NATO, G-7. Úradným jazykom je francúzština, ďalej sa používa bretónčina, baskický jazyk a v Alsasku nemčina. Náboženstvo: rímskokatolícke (vyše 80 %).

K Francúzsku patria ešte zámorské departementy a územia.

a Nemecku štvrtou najväčšou priemyselnou veľmocou.

Menové informácie

Menová jednotka: 1 frank (Franc) = 100 centimov (Centimes). ISO kód FRF. Adresa emisnej banky: Banque de France, 39, rue Croix des Petits Champs, B.P. 140-01, 75049 Paris, Cedex 01, France.

História štátu

Okolo r. 1500 pred n. l. sa z východu na územie dnešného Francúzska postupne sťahovali Kelti (Galí). Od 7. stor. pred n. l. zakladali na pobreží Stredozemného mora svoje osady starovekí Gréci. Od r. 123 pred n. l. si Galov začali podrobovať Rimania. Po odchode Rimanov v 5. stor. n. l. vtrhli na územie germánske kmene, medzi ktorými získali vedúce postavenie Frankovia. Franskí Karolovci vybudovali za Karola Veľkého ríšu, ktorá sa po jeho smrti v 9. stor. rozdelila a západná časť sa stala predchodcom dnešného Francúzska. V stredoveku sa mnohé dynastie pokúšali rozšíriť svoju moc na celé územie dnešného Francúzska: Karolovci, Kapetovci a rod Valois. Na začiatku obdobia vlády rodu Valois (1328) bolo ešte Akvitánsko, Bretónsko, Burgundsko a Flámsko mimo domény francúzskeho kráľa, ale v 16. stor. sa tieto územia stali

súčasťou francúzskeho štátu. Takmer celý stredovek, no predovšetkým v Storočnej vojne bojovali francúzski králi s Angličanmi o získanie severnej a západnej časti Francúzska. R. 1453 zostalo v anglických rukách už len mesto Calais. Konsolidáciu Francúzska narušali aj náboženské konflikty. Celé 16. stor. poznamenali občianske vojny medzi katolíckimi a protestantskými hugenotmi. Po vymretí rodu Valois nastúpil na trón Henrich Navarrský z rodu Bourbonovcov, ktorý bol protestant. Keď sa stal francúzskym kráľom Henrichom IV., prestúpil na katolícku vieru a zaručil hugenotom náboženskú slobodu. Štátnu jednotu brzdila i nezávislosť provincií, a to aj napriek snahám bourbonovských

panovníkov, predovšetkým Ľudovíta XIV. a jeho ministrov o ich oslabenie. V 18. stor. dosiahlo Francúzsko vysoký stupeň centralizácie a monarchia sa okázalo glorifikovala. Príčinou revolúcie r. 1789 bola nespokojnosť s vysokými, neprimeranými daňami a hospodárskymi privilégiami šľachty a vysokého duchovenstva. Revolučné idey sa šírili po celej Európe, najmä za Napoleona. Po porážke Napoleona pri Waterloo (1815) nasledovala v prvej polovici 19. stor. reštaurácia vlády Bourbonovcov a Orleánska monarchia. Tieto slabé monarchie zvrhla revolúcia živená spomienkami ľudu na slobodu, ktoré mal za republiky. Prevrat Ľudovíta Napoleona III., synovca Napoleona I., zmenil druhú republiku na druhé cisárstvo. Ľudovít sa vyhlásil za cisára Napoleona III. Jeho vláda sa však skončila porážkou v prusko-francúzskej vojne (1870–1871). Po tejto porážke bola vyhlásená tretia republika, ktorá čoskoro na to musela čeliť povstaniu – Parížskej komuné. Na konci 19. stor. dosiahla francúzska koloniálna ríša najväčší územný rozmach predovšetkým v Afrike, juhovýchodnej Ázii a Tichomorí. R. 1870 Francúzsko stratilo Alsasko-Lotrinsko, ale koncom 1. svetovej vojny ho získalo naspäť. V 2. svetovej vojne r. 1940 Nemecko rýchlo porazilo Francúzsko a r. 1942 obsadilo celú krajinu. Štvrtá republika (1946–1958), ktorá vznikla po vojne, sa vyznačovala nestabi-



litou, Suezskou krízou r. 1956 a národnoslobodzovacími vojnami v niektorých kolóniách, čo viedlo k jej rozpadu a k nástupu generála de Gaulla k moci r. 1959. Piata republika si upevňovala pozíciu v západnej Európe, najmä aktívnou účasťou v Európskom spoločenstve. De Gaulle zároveň presadzoval zahraničnú politiku nezávislú od USA, budovanie francúzskeho vojenského potenciálu a stiahnutie francúzskych jednotiek z jednotného veliteľského systému NATO. Túto politiku presadzovali ďalší francúzski prezidenti G. Pompidou, V. Giscard d'Estaing a Francois Mitterand.

História meny

Grécki osadníci v Massalii (Marseilles) razili prvé mince na území Francúzska asi od r. 500 pred n. l. Boli to malé strieborné mince napodobňujúce razby gréckych miest v Malej Ázii. Neskôr v 4. stor. pred n. l. sa stal typickými mincami v Massalii strieborné drachmy a menšie oboly. V 3. stor. pred n. l. sa tu začali raziť bronzové mince a ich razba pokračovala aj po dobytí územia Rimanmi a vytvorení novej provincie Galie v 2. stor. pred n. l. V južnom Francúzsku sa až do 1. stor. pred n. l. okrem toho razili aj strieborné a neskôr aj bronzové napodobneniny mincí gréckych kolónií na pobreží Španielska, ostrova Rodos a Kartága a od konca 2. stor. pred n. l. aj rímskych republikánskych mincí. Keltské kmene obývajúce väčšinu Galie začali raziť svoje mince v 3. stor. pred n. l. Boli to napodobneniny gréckych mincí, najčastejšie zlatých statérov Filipa II. Macedónskeho. V severnom Francúzsku kopirovali mince Syrakúz a Tarenta. Mnohé galské kmene razili od 2. stor. pred n. l. aj strie-

borné a bronzové mince. Prvé rímske mince vydané v Galii boli strieborné denáre, ktoré sa razili od r. 118 pred n. l. v Narbonne. Počas panovania cisára Augusta začali pravidelnú razbu rímskych mincí mincovne Nemausus (Nîmes) a Vienne. Ich činnosť však rýchlo skončila a väčší význam nadobudla iba mincovňa Lugdunum (Lyon), ktorá bola v činnosti ako jediná mincovňa, okrem mincovne v Ríme, v západnej časti ríše. Mincovníctvo v Galii bolo obnovené okolo r. 260, keď sa provincia stala súčasťou samostatného cisárstva galských uzurpátorov. Počas 4. stor. sa zlaté, strieborné a bronzové mince razili v mincovniach Lugdunum a Arelate (Arles). Kópie rímskych zlatých mincí razili aj germánski dobyvatelia – Vizigóti. Prvý franský panovník, ktorý razil napodobneniny zlatých rímskych solidov, bol Theodebert I. Skutočný začiatok franského mincovníctva Merovejovcov je v 6. stor. v Provence. V r. 574–628 sa v mincovniach v Marseilles, Arles, Uzès a Viviers razili zlaté mince podľa byzantského vzoru, nazývali sa triens (= 1/3 solida). Postupne sa v nich zvyšoval podiel striebra na úkor zlata a koncom 7. stor. boli razené z rýdžeho striebra. Tieto denáre (denier) s hmotnosťou 1,7 g sa stali na dlhé roky základom francúzskeho menového systému: 12 denárov = 1 sou, 20 sou = 1 livre. Situácia sa zmenila nástupom Karolovcov – Pipina Krátkeho a Karola Veľkého. Mincovníctvo sa postupne stalo kráľovskou výsadou. Karol Veľký vo svojej reforme v r. 793–794 zjednotil mincovníctvo a zaviedol nový, ťažší denár. V 9. a 10. stor. sa postupne narušal kráľovský monopol na razbu mincí. Právo raziť mince získali grófi, opáti a biskupi. Mincovanie miestnych feudálov a duchovenstva vyvrcholilo v období

10.–13. stor. Kráľovské mincovníctvo začína nadobúdať opäť svoj význam za panovania Filipa II. Augusta. Najbežnejšími mincami sa stal parížsky denár (denier paris) razený Kapetovcami v hlavnej mincovni v Paríži a turský denár (denier tournois) prevzatý z opátstva St. Martin. Tým vznikli dve odlišné menové systémy, ktoré vedľa seba existovali do 15. stor., keď prestal platiť denarius paris. Ľudovít IX. Svätý ďalej upevnil význam kráľovského mincovníctva, keď všetky ostatné mince mali len miestnu platnosť a jedine kráľovské mince platili v celom kráľovstve. Zaviedol nový typ mince turský groš (gros tournois) – veľkú striebornú mincu s hmotnosťou 4,22 g skoro z rýdžeho striebra, ktorá mala hodnotu 12 denárov a denier à l'écu – zlatú razbu s hmotnosťou 4,19 g. Filip IV. tiež úspešne razil zlaté mince, ktoré vydával aj prvý kráľ z rodu Valois Filip VI. Pozoruhodnou mincou v tomto období bol agnel (= 20 sou) s baránkom Božím v mincovnom poli a écu (= 16 sou, 8 denárov) nazývaná aj chaise, zobrazujúca panovníka na tróne. Storočná vojna v 14. stor. bola obdobím postupného znehodnocovania peňazí so vzrastajúcim podielom medi, preto sa mince začali nazývať „čierne peniaze“. V tomto období sa objavila nová zlatá minca franc à cheval (= 20 sou), razená Jánom II. Dobrým, pripomínajúca jeho vykúpenie z anglického zajatia po bitke pri Poitiers r. 1356. Z názvu tejto mince pochádza pomenovanie súčasnej francúzskej meny. Mnohí zemepáni využili slabosť francúzskych kráľov a začali raziť vlastné zlaté a strieborné mince. Medzi známe mince patria v 14. a 15. stor. strieborné grošové mince blanc (= 10 denárov) a v 15. stor. zlaté salut (= 25 sou) s reliéfom Zvestovania Panny Márie a s pozdravom

Ave, ktoré sa razili hlavne v mincovniach v Normandii. Po uzavretí mieru za Karola VII. mohli dôjsť aj k reforme francúzskeho mincovníctva. Medzi zlatými razbami dominovalo écu, medzi striebornými demi-blanc a blanc. Drobné mince predstavovali bilonové mince mailles (= 1/2 denára), denár a double tournois (= 2 denáre). Ľudovít XI. zaviedol ešte menšie mince: liard a hardi (obe = 3 denáre). V r. 1514 sa do obehu dostala veľká strieborná minca teston (= 10 sou), na ktorej sa objavil prvý realistický portrét panovníka, František I. zaviedol označovanie mincovní písmenami abecedy, namiesto komplikovaného stredovekého systému tajných značiek. Henrich III. razil krásne strieborné mince teston, 1/4 écu (= 15



Rím-cisárstvo: Augustus (27 p. n. l.–14 n. l.), strieborný denár z mincovne Lugdunum (dnes Lyon) z obdobia rokov 2 p. n. l.–14 n. l. (vpravo) a jeho dohové falzum – jadro tzv. suberátneho, silne postriebreného medeného denára (vľavo), reverz



Kráľovské razby: Karol VIII. (1483–1498): écu d'or (zlaté écu) z mincovne Rouen (tajná mincovná značka – bodka pod 15. písmenom legendy), averz



Kráľovské razby: Filip VI. z Valois (1328–1350), strieborný tournois, groš b. l. z obdobia okolo r. 1337, reverz



Bretónsko: Jem IV. (1364–1399), blanc, mincovňa Rennes, averz



Kráľovské razby: Karol VI. (1380–1422), blanc guenat, razený okolo r. 1389, averz

Kráľovské razby: Ľudovít XIV. (1643 až 1715), 1/2 écu z roku 1647, mincovňa Paríž, reverz



Monako: Ľudovít I. (1662–1701), 1/12 écu z r. 1667, reverz, zmenšená razba podľa pôvodných mincí z r. 1665–1666



REGULOVANIE PEŇAŽNEJ ZÁSObY A AKTUÁLNE OTÁZKY MENOVÉHO PROGRAMOVANIA V PODMIENKACH SR

Ing. Zora Komínková, CSc.
Inštitút menových a finančných štúdií NBS

Základný teoretický rámec

V menovej politike Národnej banky Slovenska (ďalej NBS) hrá dôležitú úlohu menové programovanie, ktorého základom je regulovanie peňažnej zásoby, definovanej peňažným agregátom M2. Rast agregátu M2 je v menovom programe NBS každoročne vyhlasovaný ako menovopolitický medzicielef. Dosiagnutie tohto cieľa by formálne (v zmysle monetaristickej interpretácie kvantitatívnej rovnice peňazí $M \cdot V = P \cdot Q$, predpokladajúcej neutralitu peňazí) malo zabezpečovať prisun takého množstva peňazí do ekonomiky, pri ktorom ponuka peňazí určená takto centrálnou bankou (v našom prípade NBS) zodpovedá potrebe reálneho rastu outputu (Q , resp. HDP) a nepreleje sa do inflačných tlakov (resp. do rastu cien).

Centrálna banka, pravda, celkovú ponuku peňazí v ekonomike neurčuje priamo, ale prostredníctvom užšieho peňažného agregátu - menovej bázy, predstavujúcej vlastné peniaze centrálnej banky, nazývané tiež ako rezervné peniaze, alebo slovami hlavného protagonistu monetarizmu M. Friedmana „mocné peniaze“. Menová báza je teda nástrojovou veličinou centrálnej banky, od ktorej sa odvíja mechanizmus regulovania peňažnej zásoby v ekonomike. Monetaristická schéma menového programovania sa skladá z dvoch okruhov - peňažného a reálneho, ktoré sú navzájom prepojené multiplikačnými konštantami peňažného multiplikátora a rýchlosti obehu peňazí. Graficky ju možno znázorniť takto:

menová báza ↔ peňažný multiplikátor ↔ množstvo peňazí v ekonomike (M2) ↔ rýchlosť obehu peňazí (V) ↔ HDP (=P·Q)

kde

M = množstvo peňazí v ekonomike, V = rýchlosť obehu peňazí, P = cenová hladina, Q = output

V našom príspevku sa budeme zaoberať prvým okruhom tejto schémy, t. j. vzťahmi a súvislosťami, ktoré sú obsiahnuté v jej peňažnej časti, ohraničenej na jednej strane menovou bázou a na druhej strane (celkovým) množstvom peňazí v ekonomike.

Základným predpokladom, *sine qua non* podmienkou fungovania celej monetaristickej schémy je, že ponuka peňazí v ekonomike je *exogénne* určená centrálnou bankou. Centrálna

banka určuje veľkosť menovej bázy pozostávajúcej z peňazí, ktoré sú čiastočne v rukách verejnosti vo forme hotovostného obeživa a čiastočne v držbe bánk vo forme obeživa v ich pokladniciach a vkladov bánk (rezerv) v centrálnej banke.

Predpokladá sa, že na základe ustálených konvencií alebo zákonne stanovených pravidiel jestvuje medzi menovou bázou a celkovým množstvom peňazí v ekonomike (definovaným nejakým širším peňažným agregátom, napr. M2, M3 a pod.) pevný multiplikačný vzťah, známy ako peňažný multiplikátor. Za predpokladu, že hodnota multiplikátora má charakter konštanty alebo dobre predikovateľnej veličiny, môže centrálna banka regulovaním menovej bázy presne určovať ponuku peňazí v ekonomike. Robí tak jednak cestou aktívnych postupov, ktoré predstavujú predovšetkým operácie na voľnom trhu (nákup a predaj vládnych cenných papierov), jednak pasívnymi opatreniami, t. j. najmä reeskontom krátkodobých cenných papierov, emitovaných na krytie verejného i súkromného dlhu.

Možnosť centrálnej banky *exogénne* určovať množstvo peňazí v ekonomike je zároveň podmienená plnou autonómiou národnej meny, čo znamená, že centrálna banka nemá povinnosť udržiavania výmenného kurzu voči iným menám. Podmienkou je teda voľný režim výmenného kurzu, pri ktorom sa rovnováha na devízovom trhu dosahuje bez intervencií centrálnej banky.

Ak najdôležitejším krédom monetarizmu je, že ponuka peňazí je vždy *exogénne* daná, druhým nemenej dôležitým predpokladom je, že *dopyt* verejnosti po peniazoch je stabilnou funkciou dôchodkov (resp. výdavkov), že ho významne neovplyvňujú zmeny v úrokových mierach ani iné faktory. Predpoklad stabilného dopytu po peniazoch je napokon - vzhľadom na konštrukciu peňažného multiplikátora - implicitne obsiahnutý v uvažovanom multiplikačnom mechanizme.

Treba však povedať, že uvedené dva predpoklady monetaristického modelu - *exogénna* ponuka peňazí a stabilná funkcia dopytu po peniazoch - platia pre dlhšie časové obdobie a v krátkom období je ich platnosť veľmi relatívna¹. Centrálna banka na jednej strane nie sú z čisto technických dôvodov schopné presne určiť okamžité, resp. krátkodobú potrebu peňazí v ekonomike. Zároveň pravidla nie sú ani plne nezávislé v rozhodovaní o určovaní ponuky peňazí, pretože vysoký stupeň internacionalizácie kapitálových trhov neumožňuje uplatňovanie voľného režimu výmenného kurzu v dokonale čistej podobe².



Na druhej strane ani funkcia dopytu po peniazoch sa nevyznačuje takou stabilitou, ktorá by zodpovedala požiadavkám modelu. Predpoklad nezávislosti dopytu po peniazoch od úrokových mier neplatí v reálnom živote absolútne. Dopyt po peniazoch navyše veľmi citlivo reaguje na akékoľvek zmeny (poruchy či „šoky“) na peňažných a kapitálových trhoch, ako aj v celkovom ekonomickom prostredí³.

Keďže zmeny v dopyte po peniazoch sa zrkadlovo reflektujú v peňažných zostatkoch verejnosti, držaných čiastočne v podobe obeživa, v rozhodujúcej miere však uložených vo vkladoch v bankách, potom všetky tieto zmeny sa prenášajú aj do hodnoty peňažného multiplikátora. Multiplikátor preto v praxi zďaleka nie je stabilný, čo v konečnom dôsledku znamená, že centrálna banka nemôže v žiadnom období presne určiť ponuku peňazí jednoduchým nastavením menovej bázy na želanú úroveň.

Skutočnosť, že NBS prijala prax menového programovania (resp. regulovania peňažnej zásoby prostredníctvom menovej bázy) by sa v kontexte uvedených výhrad k teoretickým predpokladom i praktickému ústupu väčšiny centrálnych bánk od tohto postupu mohla javiť ako konzervatívna anomália. Tejto praxi navyše protirečí aj druhý simultánny medzicieľ menovej politiky NBS, ktorým je udržiavanie fixného výmenného kurzu slovenskej koruny. Teoretickým predpokladom úspešnosti menového programovania v podmienkach SR napokon protirečila aj nestabilita peňažného prostredia podmienená transformačným procesom v ekonomike, vrátane zmien v správaní všetkých ekonomických subjektov.

Napriek týmto obmedzeniam sa domnievame, že prijatý postup mal z pohľadu NBS isté racionálne jadro. Bez ohľadu na to, že teoretické úskalia tejto koncepcie a nestabilita formujúceho sa peňažného prostredia mali zjavný dopad na konkrétne výsledky doterajšej trojročnej praxe regulovania peňažnej zásoby v ekonomike Slovenska, menové programovanie napomohlo vytvoriť v NBS štandardné metodologické inštrumentárium, ktorým je vybavená každá centrálna banka (hoci jeho využitie nemusí mať práve podobu menového programovania) a založiť potrebné databázy o peňažných behavioristických charakteristikách obyvateľstva, podnikov i vládneho sektora. Napokon, vytvorili sa takto aj základy informačnej siete medzi NBS a verejnosťou, ktorá by sa v budúcnosti mohla stať dôležitým prenosovým kanálom na formovanie očakávaní ekonomických subjektov podľa ohlasovaných zámerov menovej politiky NBS.

Výsledky menového programovania NBS

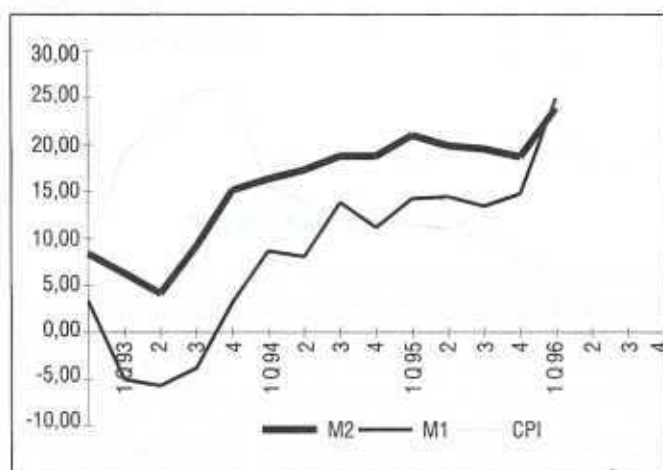
V menovom vývoji SR od roku 1993 sa z hľadiska plnenia menovopolitických cieľov NBS zatiaľ presadzovala rozporná tendencia. Na jednej strane sa veľmi úspešne darilo realizovať konečný makroekonomický cieľ menovej politiky NBS – znižovanie miery inflácie (z 25,1 % v roku 1993 na 7,6 % v roku 1995, resp. na 6,0 % v medziročnom porovnaní aprílových úrovní rokov 1996 a 1995). Na druhej strane pri plnení medzicieľa (rastu M2) dezinflačnej politiky takúto úspešnosť nemožno konštatovať.

	Menový program		Skutočnosť	
	M2	inflácia (CPI)	M2	inflácia (CPI)
1993	12 %	17,0	18,3 %	25,1
1994	13,2 %	10,0–13,2	18,9 %	11,7
1995	12,3 %	8,0	21,2 %	7,6
1996	13,2 %	6,0–7,5	24,1 %*	6,1**

* Medziročný nárast marec 1996/marec 1995. Na báze 1. štvrtroka 1996 by medziročný nárast peňažnej zásoby M2 dosiahol 38,5 %; ** Marec 1996/ marec 1995.

Bez zohľadnenia ďalších súvislostí (programovaný a skutočný rast HDP, miera stability rýchlosti obehu peňazí) je z tabuľky zrejmé, že medzi programovaným a skutočným ročným rastom peňažnej zásoby v SR boli značné rozdiely, charakteristické rýchlejšim než predpokladaným rastom peňažného agregátu M2. Z grafu 1 vidno, že medzi rastom agregátu M2 (na ilustráciu ani M1) a infláciou v SR nejstuje bezprostredný vzťah, ktorý by mohol indikovať, že regulovaním peňažnej zásoby by mohla NBS v danom roku priamo ovplyvniť mieru inflácie v ekonomike. Takmer dvojnásobný nárast M2 oproti programovanej hodnote v roku 1995 však vyvoláva otázku samotnej opodstatnenosti vyhlasovania tohto menovopolitického medzicieľa.

Graf 1: Vývoj peňažných agregátov M2, M1 a inflácie (medziročné zmeny v %, štvrťročne)



Problém možno postaviť aj opačne. Ak budeme považovať za žiaduce, aby NBS naďalej opierala svoju menovú politiku o menové programovanie na základe medzicieľa rastu širokého peňažného agregátu⁴, je predovšetkým potrebné dať tomuto medzicieľu určitú dôveryhodnosť, ktorú mu môže dať iba zblíženie programovaného a skutočného výsledku. Túto požiadavku bude napokon potrebné splniť aj v prípade, ak by rast agregátu M2 stratil v menovej politike NBS funkciu menovopolitického medzicieľa a plnil by – tak ako v praxi väčšiny centrálnych bánk – (iba) úlohu orientačného a kontrolného indikátora stavu peňažnej zásoby v ekonomike.

Analýza mechanizmových a systémových súvislostí určovania peňažnej zásoby v menovej politike NBS, ktorú predkladáme v tomto príspevku, môže podľa našej mienky splniť dve úlohy:

- prispieť k odhaleniu príčin neuspokojujúceho vzťahu medzi programovanými a skutočnými hodnotami rastu agregátu M2,
- reálnejšie odhadnúť možnosti programovania rastu peňažnej zásoby v dlhodobejšom horizonte menovej politiky NBS.

Naším cieľom je preto preskúmať, do akej miery súčasné podmienky menového vývoja na Slovensku spĺňajú dva nevyhnutné predpoklady, vymedzujúce možnosť centrálnej banky regulovať peňažnú zásobu v ekonomike:

- 1) existenciu stabilného, t. j. konštantného, resp. predikovateľného multiplikačného vzťahu – peňažného multiplikátora – medzi menovou bázou (peniazmi centrálnej banky) a širším peňažným agregátom (menovopolitickým medzicieľom), v našom prípade M2;
- 2) možnosťou centrálnej banky priamo určovať (resp. regulovať) veľkosť menovej bázy ako svojej hlavnej nástrojovej veličiny, čo primárne znamená existenciu dostatočne veľkého inter-



venčného priestoru na ovplyvňovanie tokov na strane zdrojov menovej bázy.

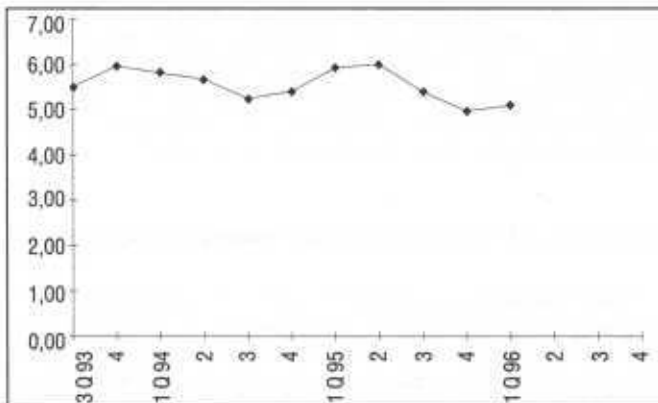
Tretím, implicitným predpokladom je, že peňažnú zásobu v ekonomike vieme presne zmerať, že teda zvolený peňažný agregát (M2) je správnym obrazom štruktúry peňažných zostatkov ekonomických subjektov nefinančného sektora. Tento predpoklad budeme považovať za splnený⁵.

Upozorňujeme však, že predložená analýza má iba podmienenečnú vypovedaciu hodnotu, pretože analytický materiál, ktorý máme za tri roky samostatnej činnosti NBS k dispozícii, nespĺňa dĺžkou (resp. krátkosťou) časového obdobia podmienky platnosti monetaristických modelov. Nevyhnutnosť nahradenia štandardných časových radov založených na báze ročných ukazovateľov štvrtročnými radmi všetky zistenia značne relativizuje⁶.

K multiplikačnému vzťahu medzi menovou bázou a agregátom M2

Pojem peňažného multiplikátora v prísom zmysle slova by mal znamenať, že násobný vzťah medzi menovou bázou (MB) a agregátom M2, ktorého existencia je vždy prítomná vzhľadom na v zásade rovnakú obsahovú náplň menovej bázy (v definičnej podobe použitia) a agregátu M2⁷, vykazuje v čase vlastnosť konštanty alebo spoľahlivo predikovateľnej veličiny. Naším zámerom nebolo skonštruovať peňažný multiplikátor na podmienky SR, ale zistiť práve mieru stability multiplikačného vzťahu medzi oboma agregátmi.

Graf 2 Multiplikačný vzťah medzi MB a M2



Ako vidno z jednoduchého pomerového porovnania M2 a MB (graf 2, údaje za august 1993 – marec 1996), násobná relácia medzi oboma agregátmi zďaleka nebola stála a ani v rovnakých štvrtrokoch jednotlivých rokov nevykazovala pravidelný trend. Skutočnosť, že hodnota tohto empirického multiplikátora sa pohybovala v intervale 5–6 v praxi znamená, že peniaze NBS (menová báza) umožňovali náhodne produkovať raz 5-násobný, inokedy až 6-násobný objem peňažnej zásoby M2.

Nestálosť peňažného multiplikátora má svoje príčiny, ktoré vedú k potrebe analyzovať v ňom obsiahnuté vzťahy. Ako sme uviedli, podstatou transmisnej funkcie peňažného multiplikátora v mechanizme menového programovania je téza, že medzi ponukou peňazí, ktoré má pod kontrolou centrálna banka (t. j. menovú bázu) a celkovou ponukou peňazí v ekonomike (M2) existuje dostatočne stabilný vzťah.

Celkovú ponuku peňazí predstavujú z prevažnej časti vklady v bankách, nad ktorými nemá centrálna banka priamu kontrolu;

zvyšok tvorí obeživo v rukách verejnosti. Pri abstrahovaní od rozličných druhov vkladov rovnica ponuky peňazí (1) je $M = CU + D$, kde M je celková peňažná zásoba v ekonomike (vyjadrená napr. agregátom M2), CU je obeživo a D sú celkové vklady.

Predpokladá sa, že centrálna banka môže regulovať ponuku (stranu zdrojov) menovej bázy. Dopyt po menovej báze (stranu použitia) určuje verejnosť, ktorá chce tieto peniaze použiť ako obeživo (CU) a banky, ktoré ich potrebujú ako rezervy (RE). V jednoduchom tvare to vyjadruje rovnica (2) $MB = CU + RE$.

Ponuku peňazí teda ovplyvňuje správanie verejnosti, bánk, ale aj centrálnej banky. Správanie týchto troch skupín subjektov vyjadrujú tri premenné: pomer obeživa a vkladov (cu)⁸, pomer rezerv a vkladov (re)⁹ a zásoba peňazí centrálnej banky (MB – menová báza).

Ak rovnice (1) a (2) zapíšeme pomocou pomerov cu a re , dostaneme:

$$M = CU + D = (1 + cu) \cdot D \quad (3)$$

$$\text{a } MB = RE + CU = (re + cu) \cdot D \quad (4)$$

Odtiaľ dostaneme tvar peňažného multiplikátora mm :

$$mm = M/MB = (1 + cu) / (re + cu),$$

ktorý umožňuje odvodiť jeho vzťah k jednotlivým zložkám ponuky peňazí¹⁰. Zo zápisu je zrejmé, že mm je tým väčší, čím menší je pomer rezerv a vkladov (re) a zároveň, čím menší je podiel obeživa a vkladov (cu).

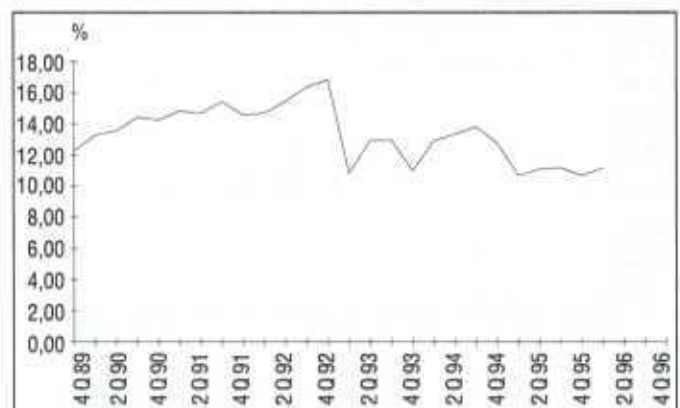
Predpoklad stálosti (predvídateľnosti) hodnoty peňažného multiplikátora implicitne zahŕňa predpoklad, že stále (predvídateľné) sú aj pomery cu a re . Verejnosť a bankový sektor má teda ustálený spôsob správania, determinujúci ich rozhodovanie, aký podiel peňažnej zásoby si želá držať v hotovosti a aký vo vkladoch, resp. aký podiel z vkladov budú banky držať v rezervách. Tu však vstupuje aj regulačná funkcia centrálnej banky v oblasti povinných minimálnych rezerv (ďalej PMR) a diskontnej politiky.

Miera stability peňažného multiplikátora je teda odrazom stability celkového menového prostredia. Odzrkadľuje jednak mieru stability dopytových preferencií po peňažných aktívach určujúcich štruktúru celkovej peňažnej zásoby, jednak všetky zmeny, ku ktorým dochádza v ponuke peňazí zo strany centrálnej banky.

Ak sa takto pozrieme na pozadie zistenej nestálosti multiplikačného vzťahu medzi menovou bázou a peňažnou zásobou M2 v SR, možno z nasledujúcich troch grafov konštatovať niekoľko záverov.

1. Pomer obeživa a vkladov cu (graf 3) sa pohyboval v intervale 16,85–10,84. Tento zjavne veľký interval (nezodpovedajúci predpokladu stálosti cu) predstavuje zmenu medzi dvoma po sebe nasledujúcimi štvrtrokmi (4Q 1992 a 1Q 1993) zlomového

Graf 3 Vývoj pomeru obeživa a vkladov





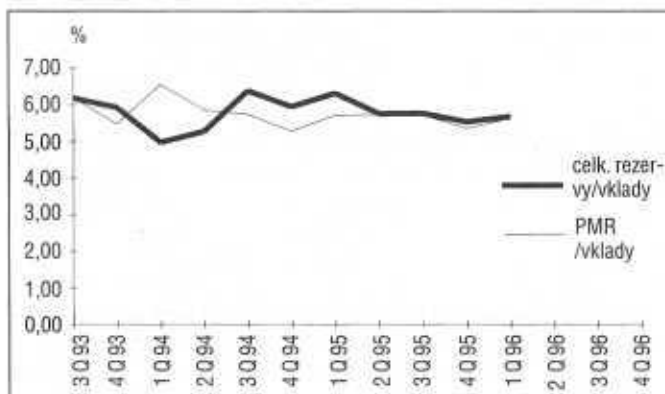
obdobia očakávania rozdelenia ČSFR a menovej odluky. Pokles pomeru *cu* nebol vyvolaný zmenou ekonomicky odôvodniteľných preferencií ekonomických subjektov v držbe hotovostných vkladov, ale limitom kolkovania federálneho obeživa.

K výrazným výkyvom došlo aj medzi tretím a štvrtým štvrťrokom 1993 (z 12,96 na 11,0) a tretím a štvrtým štvrťrokom 1994 (z 13,82 na 10,54)¹¹. Keďže k miernemu poklesu pomeru *cu* došlo aj medzi tretím a štvrtým štvrťrokom 1995, dala by sa tomuto vývoju pripísať sezónna charakteristika. Zaujímavé však je, že oproti štandardne pozorovanému sezónnemu rastu pomeru *cu* v tomto období (spôsobeného zvýšeným dopytom po hotovostných peniazoch v predvianočnom období), v SR sa pomer *cu* vždy znížil. Vysvetlenie je zrejme v terajších vysokých úrokových mierach z vkladov, ktoré pri pripisovaní úrokov koncom roka výrazne zvyšujú objem vkladov, čo tlačí na znižovanie pomeru *cu*. V roku 1993 však medzi tretím a štvrtým štvrťrokom došlo aj k absolútnemu poklesu obeživa v peňažnej zásobe.

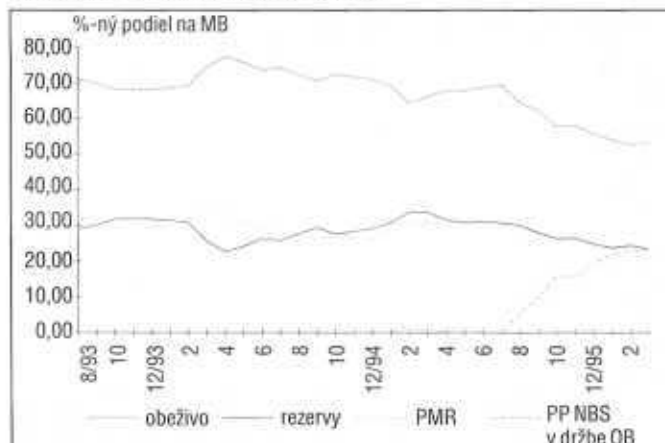
Napokon výrazný pokles obeživa medzi štvrtým štvrťrokom 1994 a prvým štvrťrokom 1995 bol spôsobený administratívnym zásahom (účtovnou zmenou emisie obeživa z konca roku 1994).

2. Pomer rezerv a vkladov (graf 4) mal v čase rovnomernejší vývoj (čo je dané rozhodujúcim podielom PMR na celkových rezervách bankového sektora). Až do 2. štvrťroka 1995 sa však vyznačoval značnými odchýlkami vo vývoji celkových rezerv a PMR. Neplnenie PMR, resp. od druhej polovice roku 1994 ich preplňovanie, odzrkadľuje známe problémy s riadením likvidity obchodných bánk. Relatívna stabilizácia pomeru *re* od 2. štvrťroka 1995 na úrovni zhruba 5,65 je efektom zavedených emisií pokladničných poukázok NBS (ďalej PP NBS) na sterilizáciu prebytočnej likvidity, ktoré začali dynamicky zvyšovať svoj podiel na použití menovej bázy (graf 5).

Graf 4 Vývoj pomeru rezerv a vkladov



Graf 5 Štruktúra použitia menovej bázy



3. Ak napokon vezmeme do úvahy vzájomné podiely obeživa a rezerv na celkovom objeme menovej bázy (graf 5), môžeme vyhodnotiť intenzitu vplyvu pomerov *cu* a *re* na nerovnomernosť multiplikačného vzťahu medzi MB a M2. Je zrejme, že pri permanentne vyššom podiele obeživa na MB mal pomer *cu* na vývoj multiplikátora rozhodujúci vplyv. Zároveň však s prakticky permanentným poklesom podielu obeživa na MB zo 71,10 % (august 1993) na 53,15 % (marec 1996) možno až do polovice roku 1995 konštatovať zrkadlivo narastajúci vplyv rezerv. Od júla 1995 sa v dôsledku prudko rastúceho objemu PP NBS v držbe obchodných bánk pomer *re* postupne znižoval¹². Keďže PP NBS sa vzhľadom na svoju povahu nezapájajú do multiplikačného procesu, ich rastúci podiel na použití menovej bázy mal stabilizujúci efekt na hodnotu peňažného multiplikátora.

Na základe uvedených zistení by sa dalo konštatovať, že neexistencia dostatočne predikovateľného multiplikačného vzťahu medzi menovou bázou a peňažnou zásobou M2 môže byť jedným z faktorov, ktoré spôsobili nepresvedčivé výsledky NBS pri regulovaní peňažnej zásoby. Permanentné prekračovanie ročného rastu M2 vedie k záveru o podhodnotení veľkosti peňažného multiplikátora v menovom programovaní NBS.

Tento záver vyvoláva pre menovú politiku NBS v oblasti regulovania peňažnej zásoby navonok jednoduchú implikáciu – znížiť veľkosť peňažného multiplikátora. Z definície *mm* vyplýva, že zníženie jeho hodnoty sa dá dosiahnuť zvýšením pomerov *cu* a *re*. Keďže zvýšenie pomeru *cu* nie je operatívnym nástrojom, zostáva možnosť zvýšenia pomeru *re*. To možno dosiahnuť zvýšením sadzieb PMR, resp. zjednotením sadzieb PMR z neterminovaných a terminovaných vkladov s použitím jestvujúcej vyššej sadzby z neterminovaných vkladov alebo stanovením novej sadzby pre celkový úhrn vkladov.

Vzhľadom na nestálosť multiplikačného vzťahu medzi menovou bázou a peňažnou zásobou M2 však v našich podmienkach nemožno prijať vysvetlenie nadmerného rastu peňažnej zásoby iba podhodnotením veľkosti peňažného multiplikátora. Preto ani zvýšenie pomeru *re* nemôže byť jednoznačným riešením nepresností v programovaní rastu peňažnej zásoby.

K možnosti NBS priamo určovať veľkosť menovej bázy

Ako sme už uviedli, využitie peňažného multiplikátora ako prevodovej konštanty medzi menovou bázou a širším peňažným agregátom pri regulovaní peňažnej zásoby sa zakladá na predpoklade, že centrálna banka môže slobodne určovať veľkosť menovej bázy. Možnosť uplatňovania takéhoto priameho postupu sa viaže na štruktúru aktív bilancie centrálnej banky, ktoré vytvárajú stranu zdrojov menovej bázy (teda súčet čistých zahraničných aktív a čistých domácich aktív).

Dokonale pružný mechanizmus regulovania menovej bázy teda predpokladá, že centrálna banka môže výsostne svojimi intervenciami prispôbovať veľkosť menovej bázy svojim menovopolitickým zámerom. Môže teda bez akýchkoľvek exogénnych obmedzení zvyšovať alebo znižovať výšku, resp. regulovať dynamiku vývoja čistých zahraničných aktív (ČZA) a čistých domácich aktív (ČDA).

Regulovanie výšky čistých zahraničných aktív sa realizuje nákupom a predajom zahraničných mien na devízových trhoch. Tieto intervencie ovplyvňujú menovú bázou v priamoúmernom smere (nákup zvyšuje, predaj znižuje). Kriteriaálnym predpokladom neobmedzeného využívania devízových intervencií je voľný režim výmenného kurzu meny, pretože pri fixnom kurze je centrálna banka povinná udržiavať kurz meny a jemu zodpovedajúcu potrebnú úroveň devízových rezerv. Vo vzťahu k menovej



báze to znamená, že na rozdiel od podmienok voľného režimu výmenného kurzu, keď sa tlak ČZA na rast alebo naopak na zužovanie menovej bázy automaticky neutralizuje zmenou výmenného kurzu, v podmienkach fixného kurzu je možnosť použitia devízových intervencií centrálnej banky na zmenu veľkosti menovej bázy limitovaná kritériom stability výmenného kurzu¹³.

Regulovanie čistých domácich aktív môže centrálna banka uplatňovať iba voči tým ich zložkám, ktoré nevstupujú do menovej bázy nezávisle od činnosti centrálnej banky. Takéto priamo-ovplyvniteľné položky sú jednak úvery, poskytované obchodným bankám z rezerv za diskontnú (resp. lombardnú) sadzbu, jednak cenné papiere v držbe centrálnej banky. Na druhej strane čistý úver vláde je v zásade kumuláciou pohľadávok voči vládnemu sektoru, ktorých vývoj má z pohľadu centrálnej banky autonómny prebieh.

V štandardných podmienkach najbežnejším spôsobom zmeny veľkosti menovej bázy sú operácie centrálnej banky na voľnom trhu (nákup cenných papierov menovú bázu zvyšuje, ich predaj ju znižuje). Operatívny priestor tohto mechanizmu vytvára predovšetkým rozpočtové hospodárenie vlády, kryté emisiami vládných cenných papierov. Predmetom operácií na voľnom trhu sú v prevládajúcej miere krátkodobé štátne pokladničné poukážky určené na krytie bežného rozpočtového deficitu.

Obchodovanie centrálnej banky s dlhodobými štátnymi obligáciami (a najmä systematické budovanie vlastného rozsiahleho portfólia vládných dlhopisov) by v zásade malo byť skôr sporadické, pretože táto prax navodzuje niektoré, pre centrálnu banku systémovo nežiaduce implikácie. Môže vyvolať predstavy, že jej primárnym cieľom je uľahčiť financovanie rozpočtových deficitov vládneho sektora. Na druhej strane môže posunúť do nesprávnej – akoby opatreniami menovej politiky centrálnej banky determinovanej – polohy súvislosti vývoja dlhodobých úrokových mier¹⁴.

Samozrejme, odvodiť nejakú štandardnú štruktúru zdrojov menovej bázy nie je možné vzhľadom na to, že tá sa formuje pod vplyvom menového vývoja a menovopolitických opatrení centrálnej banky. Napríklad z porovnania bilancií dvoch „modelových“ centrálnych bánk – amerického Federálneho rezervného systému (FRS) a nemeckej centrálnej banky, ktorých meny fungujú v režime voľného výmenného kurzu a na ich menovú bázu teda nepôsobí exogénny vplyv čistých zahraničných aktív, je zrejmé, že tieto banky pôsobia v celkom odlišnom, v mnohom aj historicky podmienenom domácom menovopolitickom prostredí. Ak ich spoločným dlhodobým znakom je prevaha čistých domácich aktív v menovej báze, na druhej strane podiel vládných cenných papierov v portfóliu oboch bánk sa pod vplyvom dlhodobého vývoja rozpočtového hospodárenia a vládneho dlhu udržiava na diametrálne odlišných úrovniach: zatiaľ čo FRS disponuje extrémnymi objemami vládných cenných papierov, Deutsche Bundesbank vlastní iba minimálne objemy¹⁵.

Domnievame sa, že pri charakteristike zdrojovej strany menovej bázy NBS je treba rovnako brať do úvahy širšie (ekonomické i systémové) než čisto menové súvislosti formovania jej štruktúry. Boli to jednak transformačné podmienky (re)konštituovania duálneho bankového systému, resp. potreba zdrojového zabezpečenia bankového sektora, jednak odčlenenie funkcie centrálnej banky od ministerstva financií a proces (re)konštituovania štandardných tržovo-peňažných vzťahov medzi vládnym sektorom (štátnym rozpočtom) a centrálnou bankou. Je to, pravda, aj vývoj bežného rozpočtového hospodárenia a vládna stratégia postupného umorovania štátneho dlhu. Všetky tieto skutočnosti orientujú formovanie štruktúry menovej bázy NBS skôr smerom blízky Deutsche Bundesbank, teda do podoby s nízkym objemom vládných cenných papierov v portfóliu NBS.

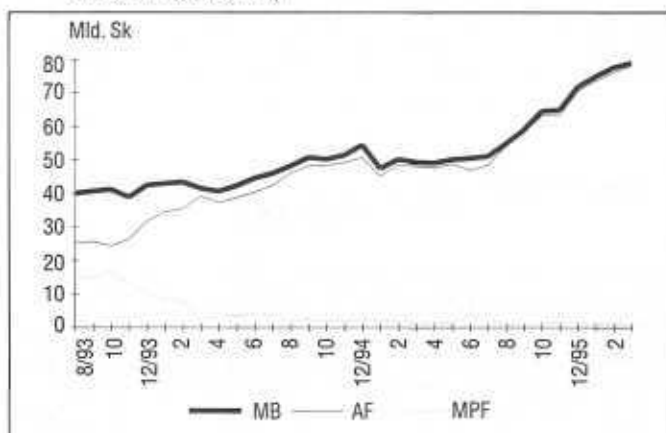
Popri tejto javovej podobnosti sa však štruktúra zdrojov menovej bázy NBS a Deutsche Bundesbank formuje v zásadne odlišných systémových podmienkach kurzového režimu. Na rozdiel od nemeckej centrálnej banky, ktorá reguluje menovú bázu (a jej prostredníctvom domácu peňažnú zásobu) pri voľnom režime výmenného kurzu meny, NBS pri regulovaní menovej bázy operuje v podmienkach režimu fixného výmenného kurzu.

Fixný výmenný kurz, ktorý NBS deklaruje ako ústredný strednodobý cieľ zabezpečujúci vonkajšiu stabilitu slovenskej meny, prirodzene, ohraničuje intervenčný priestor NBS pri regulovaní menovej bázy. Dôsledky tohto ohraničenia sa zatiaľ nepresadzovali s plnou účinnosťou, pretože ich tlmil systém vnútornej konvertibility meny. Ani liberalizácia bežného účtu platobnej bilancie (realizovaná k 1. 10. 1995) nevytvorila prostredie, v ktorom by sa naplno otvoril konflikt medzi dvoma medzicielemi menovej politiky NBS – udržiavaním fixného výmenného kurzu a regulovaním peňažnej zásoby. Intervenčnú povinnosť NBS na devízových trhoch naďalej pribrzdzuje obmedzenia na kapitálovom účte.

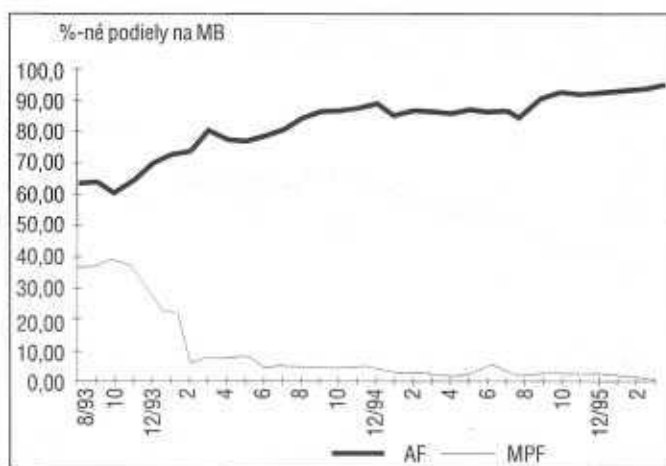
Na zobrazenie konkrétneho intervenčného priestoru, ktorý má NBS na regulovanie menovej bázy, dobre slúži rozdelenie monitoringu zdrojov menovej bázy na autonómne (AF) a menovopolitické (MPF) faktory. V štruktúrnom členení AF to sú čisté zahraničné aktíva (ČZA), čistý úver vláde (ČÚV), úvery do ekonomiky (ÚE) a ostatné čisté aktíva (OČA), do MPF sú zahrnuté úvery bankám (ÚB) a držba vládných cenných papierov (DCP).

Grafy 6 a 7 ukazujú, že vývoj menovej bázy bol od začiatku sle-

Graf 6: Vplyv autonómnych a menovopolitických faktorov na tvorbu zdrojov menovej bázy



Graf 7: Podiel autonómnych a menovopolitických faktorov na menovej báze





dovaného obdobia podmienený zdrojmi patriacimi do skupiny AF, teda zdrojmi, ktorých vývoj NBS nemôže priamo ovplyvňovať. Táto jednostranná väzba vývoja menovej bázy na AF sa výrazne upevnila od marca 1994, odkedy sa podiel AF na tvorbe zdrojov MB trvale pohyboval na úrovni vyše 90 %. Táto úroveň sa od posledného štvrtroku 1995 zvýšila až takmer na 100 %. To v praxi znamená, že NBS vlastne nemá žiaden priestor, v rámci ktorého by mohla svojim zámerným rozhodovaním ovplyvňovať veľkosť menovej bázy.

Druhým empirickým zistením je, že veľkosť menovej bázy mala v zásade rastovú tendenciu, ktorej dynamika sa výrazne zrýchliła v druhej polovici roku 1995. Vzhľadom na prakticky absolútnu väzbu tvorby menovej bázy s pôsobením AF to potom znamená, že rast menovej bázy bol vyvolaný autonómnymi faktormi, že to teda nebol trend, ktorý by bol výsledkom zámernej regulatívnej politiky NBS. Ináč povedané, NBS je neustále nútená svoju politiku v oblasti regulovania peňažnej zásoby podriaďovať trendu, ktorý v zmenách menovej bázy spôsobujú jednotlivé zložky AF.

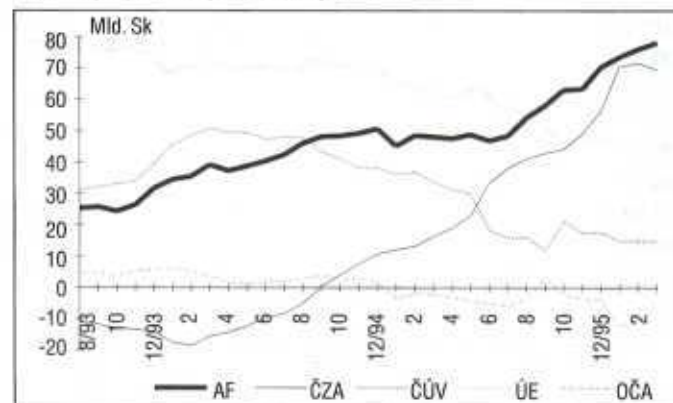
V závere tejto časti chceme naliehavo zdôrazniť, že uvedené konštatovania o nedostatocnom intervenčnom priestore NBS pri regulovaní peňažnej zásoby prostredníctvom menovej bázy treba chápať výhradne v súvislostiach alternatív zámernej (*ex ante*) a následnej (*ex post*) regulácie. Samozrejme, že zámerne, *ex ante* určenie veľkosti menovej bázy, dané možnosťou ovplyvňovať toky jej zdrojov, je pre centrálnu banku optimálne, nie však jediné riešenie. V prípade ohraničení, tak ako je to v situácii NBS, ktoré neumožňujú využívanie celej šírky tohto intervenčného priestoru, možno žiaducu veľkosť menovej bázy dosiahnuť následnými, *ex post* opatreniami na strane použitia (zmeny sadzieb povinných minimálnych rezerv) a v hraničných situáciách napokon aj direktívnymi zásahmi do riadenia kapitálových tokov medzi domácou krajinou a zahraničím¹⁶.

Interpretácia vývojového trendu zdrojových zložiek menovej bázy NBS

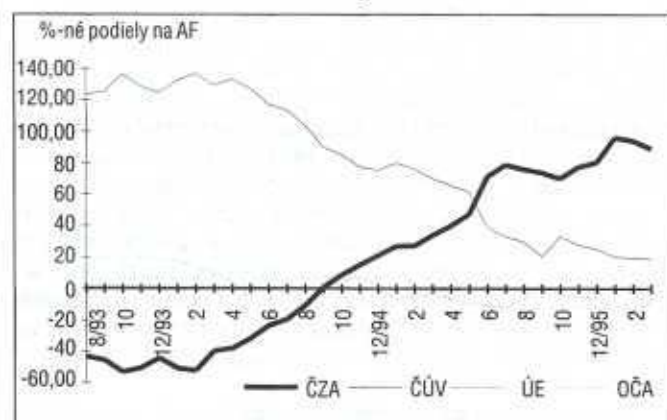
Vývoj objemov jednotlivých zložiek AF (ČZA, ČÚV, ÚE a OČA) a ich podielov na skladbe AF (grafy 8 a 9) ukazuje, že najdynamickejšími zložkami AF boli čisté zahraničné aktíva a čistý úver vláde.

Čisté zahraničné aktíva Od februára 1994, kedy došlo k obratu v dynamike čistých zahraničných aktív a tendencia k prehlbovaniu pasívneho salda zmenila smer, aby v septembri 1994 dosiahla vyrovnanú bilanciu, mal vývoj ČZA výhradne prorastový vplyv na menovú bázu. Najdynamickejší rast ČZA možno pozorovať v 2. a 4. štvrtroku 1995, výsledkom čoho bolo zvýšenie objemu ČZA v meno-

Graf 8 Vývoj štruktúry autonómných faktorov



Graf 9 Štruktúrne zloženie autonómných faktorov



vej báze od apríla do decembra 1995 na trojnásobok a zvýšenie ich podielu na zdrojoch menovej bázy z 38,8 % na 78,7 %.

Tento trend pokračoval aj v januári 1996, prudký nárast ČZA v tomto mesiaci (ktorý zvýšil ich podiel na menovej báze na 94,4 %) bol však spôsobený v prvom rade metodickými zmenami vo výpočte ČZA. Spomalenie rastu ČZA vo februári a ich absolútny pokles v marci je odrazom prepadu na bežnom účte platobnej bilancie SR, resp. najmä pasívneho salda bilancie zahraničného obchodu. Podiel ČZA na zdrojoch menovej bázy na úrovni 88 % však zostal rozhodujúcim faktorom determinujúcim operatívny priestor NBS.

Čistý úver vláde. Dynamika tohto faktora mala v zásade zrkadlový priebeh k čistým zahraničným aktívam. Výrazne prorastový vplyv na menovú bázu mal ČÚV v mesiacoch november 1993 až marec 1994, keď permanentne rástol absolútny objem ČÚV a jeho expanzívny efekt na menovú bázu bol v značnej miere odčerpávaný záporným saldom čistých zahraničných aktív.

Rozbehnutie mechanizmu splácania vládneho dlhu pomocou emisií dlhopisov Ministerstva financií SR viedlo k postupnému znižovaniu absolútneho objemu ČÚV. V roku 1994 od marcovej špičky poklesol do konca roku o 25 % a východiskový stav z roku 1995 sa v priebehu roka podarilo znížiť viac než o polovicu. Koncom roku 1995 podiel ČÚV na zdrojoch menovej bázy predstavoval 24,7 %. (Rozdielovú hodnotu medzi ČZA a ČÚV predstavovali záporné hodnoty čistých ostatných aktív, pôsobiace v smere znižovania menovej bázy.)

Celkove sa dá konštatovať, že vývoj ČÚV od 2. štvrtroku 1994 mal na vývojovú dynamiku menovej bázy prevažne protirastový vplyv. Vzhľadom na dôslednú orientáciu rozpočtovej politiky vlády SR na urýchlené splácanie vládneho dlhu¹⁷, možno predpokladať ďalšie postupné znižovanie vplyvu tohto faktora. Prirôdzené, je tu riziko prípadného prepadu fiskálnej zložky rozpočtových deficitov v budúcich rokoch, z hľadiska predikovateľnosti menovej bázy je to však určitejší faktor než ČZA.

Dôsledky absencie menovopolitických faktorov. Uskutočnená analýza vedie k zisteniu, že na tvorbe zdrojov menovej bázy NBS prakticky absentujú menovopolitické faktory a intervenčný priestor NBS na regulovanie peňažnej zásoby v ekonomike je teda značne obmedzený. Hlavným faktorom tohto vývoja bol v uplynulom období čoraz jednoznačnejšie prudký rast čistých zahraničných aktív, ktorý sa priemietol do nadmernej likvidity bankového sektora. V dôsledku toho sa bankový sektor stal prakticky celkom nezávislým od rezervných peňazí NBS. Bankový sektor je navyše schopný a aj veľmi ochotný držať vo svojom portfóliu bezpečné vládne cenné papiere a ani tie nestačia pohltiť celú prebytočnú likviditu. NBS sa takto nachádza v defenzívnej situácii sterilizačnej politiky, ktorá v priebehu roku 1995 nadobudla



permanentný charakter emitovania vlastných pokladničných poukázok (PP NBS).

Druhým dôsledkom praktickej nekontrolovateľnosti bankového sektora bolo narastanie jeho úverových aktivít voči súkromnému sektoru, ktoré v roku 1995 výrazne prekročili úverový rámec vymedzený NBS¹⁸. Výsledkom bolo prekročenie programovaného rastu peňažnej zásoby M2 takmer na dvojnásobok.

Niektoré námety pre politiku regulovania peňažnej zásoby v podmienkach SR

Aj keď vzhľadom na rýchly hospodársky rast a pokračujúci deflacioný trend v ekonomike nepristúpila NBS v roku 1995 k opatreniam na spomalenie rastu peňažnej zásoby, menový vývoj z roku 1995 možno chápať ako upozornenie, že jestvujúca prax menového programovania neplní svoju funkciu medzicielea menovej politiky.

(Postoj NBS k teoreticky zjavne neprípustnému prekročeniu rastu peňažnej zásoby v roku 1995 núka aj inú interpretáciu, ktorá vedie k analógiám s postupmi viacerých centrálnych bánk z vrcholného obdobia monetarizmu a menového programovania. Dôraz na regulovanie peňažnej zásoby a viera v absolútnu neutralitu peňazí boli aj v tomto období spravidla viac oficiálnou rétorikou než dôsledne uplatňovanou menovopolitickou praxou. Napríklad sám Milton Friedman hodnotil menové programovanie amerického FRS zo 70. rokov ako „rétorickú kamufláž“¹⁹, zatiaľ čo hlavná váha menovej politiky FRS sa naďalej sústreďovala na regulovanie úrokových mier.)

Rozdiely medzi programovanou a skutočnou mierou rastu peňažnej zásoby v SR boli bezpochyby čiastočne spôsobené nevzretosťou systémov správania sa jednotlivých skupín subjektov, podieľajúcich sa na tvorbe štruktúry peňažnej zásoby. Stabilita týchto vzťahov podmieňuje platnosť celého modelu určovania, resp. regulovania ponuky peňazí centrálnou bankou na základe multiplikačného vzťahu medzi menovou bázou a zvoleným širším peňažným agregátom²⁰. Zistené nepravidelnosti vo veľkosti peňažného multiplikátora poukazujú na nespoľahlivú väzbu medzi menovou bázou a agregátom M2, význam tohto zistenia však vzhľadom na mimoriadnu krátkosť sledovaného obdobia nemožno absolutizovať.

Vážnejšou a zrejme rozhodujúcou skutočnosťou, ktorá spôsobuje nesúlad medzi programovaným a skutočným rastom M2, je absencia systémovej závislosti bankového sektora od peňazí NBS, vyjadrená v absolútnom vplyve autonómnych faktorov na tvorbu zdrojov menovej bázy. NBS sa takto nachádza v pozícii „hasiča neustále hroziaceho požiaru“, zatiaľ čo programovanie rastu peňažnej zásoby by malo byť výrazom jej vlastného zámeru, ktorému sa bude prispôbovať činnosť bankového sektora. V našich terajších podmienkach je to, žiaľ, naopak.

Vzniká napokon otázka, aké reálne miesto môže mať programovanie rastu peňažnej zásoby v menovej politike NBS v budúcom období. Zachovanie tejto praxe je bezpochyby účelné z orientačných, resp. kontrolných dôvodov. Vzhľadom na nedostatočnú predvídateľnosť menového i ekonomického vývoja SR by však zrejme bolo vhodné pristúpiť k praxi intervalového programovania, ktoré by dalo väčší priestor na udržanie dôveryhodnosti stanoveného cieľa.

Osobitným problémom, ktorý môže v budúcnosti paralyzovať prax regulovania peňažnej zásoby, je fixný režim výmenného kurzu slovenskej koruny, ktorý NBS sleduje ako dlhodobejší cieľ stability meny.

Z režimu fixného výmenného kurzu vyplýva pre centrálnu banku fungujúcu v podmienkach úplnej konvertibility meny

(resp. plne liberalizovaného bežného i kapitálového účtu platobnej bilancie) povinnosť intervenovať v prípade menovej nerovnováhy (znehodnotenia či zhodnotenia meny) na devízových trhoch. V týchto podmienkach sa preto zabezpečenie vonkajšej stability meny nevyhnutne stáva prvoradým cieľom menovej politiky. To na druhej strane znamená, že realizácia vnútorného cieľa menovej stability, definovaná (napr.) rastom zvoleného peňažného agregátu zostáva až druhoradou, resp. reziduálnou úlohou, ktorej striktné zabezpečenie naráža na ohraničenia, dané intervenčnými povinnosťami centrálnej banky v oblasti kurzovej politiky.

Skutočnosť, že NBS prijala takúto schému stabilizácie meny, v ktorej sa simultánne zabezpečenie oboch cieľov (udržanie fixného kurzu Sk a rast peňažnej zásoby M2) fakticky vylučuje, bola umožnená tým, že menový vývoj v SR bol chránený režimom vnútornej konvertibility meny, ktorý kládol podstatne nižšie nároky na devízové intervencie NBS²¹. Relatívne vysoká miera ochrany domáceho menového prostredia zostáva aj po liberalizácii bežného účtu platobnej bilancie. V prospech funkčnosti praxe regulovania peňažnej zásoby bude pôsobiť aj rozšírenie a v druhej inštancii aj využívanie fluktuálneho pásma výmenného kurzu na +/- 3%.

Liberalizácia bežného účtu platobnej bilancie nie je zo systémového hľadiska krokom, ktorý by sám o sebe spôsobil dramatické zmeny v devízových tokoch medzi SR a zahraničím. V najbližšom období sa pritom spomali tvorba devízových zdrojov zahraničnoobchodným sektorom (pokiaľ nebude v dôsledku narastania záporného salda obchodnej bilancie pôsobiť v smere ich odlevu).

Zdrojom tlaku na peňažnú zásobu však bude zrejme vývoj na kapitálovom účte, tak ako to anticipuje z očakávaného prílevu zahraničných investícií NBS a napokon tak, ako to všeobecne indikuje Heckscher-Ohlinova teoréma o protikladnom vývoji bežného a kapitálového účtu.

V súvislosti s najbližším pravdepodobným vývojom kapitálového a finančného účtu treba mať na zreteli, že tieto účty zatiaľ nie sú liberalizované. Vo vzťahu k možnostiam regulovania rastu peňažnej zásoby to pritom nemá jednoznačne pozitívny (alebo ochranný) význam. Asymetricky zostavený časový harmonogram liberalizácie týchto účtov, s uvažovaným rýchlejším uvoľňovaním kapitálových tokov smerom do SR než zo SR, môže byť ďalším prvkom obmedzujúcim možnosti regulovania peňažnej zásoby. Z hľadiska tohto zámeru by symetrické časovanie liberalizačného procesu bolo vyhovujúcejšie, je však riskantnejšie z hľadiska udržiavania fixného výmenného kurzu meny.

Určitým kompromisným riešením, ktoré by mohlo aj v dlhodobejšom, resp. strednodobom horizonte udržať v relatívnom súlade (alebo aspoň nevyhroťiť na ostrie noža) plnenie cieľa fixného výmenného kurzu pri súčasnom programovaní rastu peňažnej zásoby, je ďalšie rozšírenie (a využívanie) fluktuálneho pásma výmenného kurzu a zavedenie intervalového stanovovania rastu peňažnej zásoby.

* * *

Príspevok bol odovzdaný do redakcie v júni 1996. Nezahmuje preto viaceré opatrenia súvisiace s témou príspevku, ktoré NBS ohlásila 15. júla 1996.

¹ Bibliografia kritikov monetaristickej koncepcie je mimoriadne rozsiahla, uvedené súvislosti veľmi výstižne hodnotí N. Kaldor v článku z roku 1985 „Ako zlyhal monetarizmus“. (KALDOR, N.: How monetarism failed. Challenge, May-June 1985, s.4-13.



- ² Nie je to celkom umožnené ani trom hlavným – „rezervným“ – menám (americkému doláru, nemeckej marke a japonskému jenu), ktorých výmenné kurzy sú definične určené floatingovým režimom. Ešte relatívnejšiu podobu má táto podmienka napr. v rámci Európskeho mechanizmu výmenných kurzov, ale aj v iných bilaterálnych či multilaterálnych väzbách medzi rozličnými národnými menami.
- ³ Finančné inovácie a liberalizačné procesy na kapitálových trhoch v priebehu 70. rokov natoľko pozmenili peňažné prostredie vo vyspelých trhových ekonomikách, že prakticky celkom narušili základné predpoklady fungovania monetaristického teoretického modelu. V praxi to znamenalo výrazný ústup centrálnych bánk od monetaristických princípov menovej politiky, hoci jej základné protiinflačné krédo zostáva aj v súčasnosti ústredným cieľom väčšiny centrálnych bánk.
- ⁴ Jeho súčasná definícia na úrovni M2 si bude pravdepodobne zia-dať v budúcnosti úpravu.
- ⁵ Jestvuje však rozsiahla literatúra, ktorá upozorňuje na relativnosť tohto predpokladu. Osobitne rozvoj finančných inovácií v priebehu 70. rokov významne narušil tradičnú štruktúru ponuky peňazí. Reakcie sa túto skutočnosť sa uberali dvoma smermi. Na jednej strane centrálné banky podstatne zrelativizovali význam programovania peňažnej zásoby vo svojej menovej politike. Na druhej strane sa rozvinuli alternatívne prístupy k meraniu peňažnej zásoby. (Pozri napr. *Divisia Measures of Money*, Bank of England Quarterly Bulletin, May 1995, s. 240-255; FISHER, P. – HUDSON, S. – PRADHAN, M.: *Divisia indices for money: an appraisal of theory and practice*. Bank of England Working Paper No 9, May 1993).
- ⁶ Zároveň uvádzame, že so zámerom zachovať autenticitosť formujúceho sa (a preto nestabilného) peňažného prostredia v SR, použité časové rady neboli očistené od sezónnych a náhodných výkyvov.
- ⁷ Oba agregáty sú súčtom obeživa a vkladov, v menovej báze však vklady vystupujú v pomernej podobe rezerv bankového sektora v NBS. Abstrahujeme pritom od skutočnosti, že v menovej báze je obeživo vykazované vrátane jeho objemov v pokladniciach obchodných bánk. Hodnota tohto rozdielu mala mierne rastúcu tendenciu (z približne 3 mld. Sk z konca roku 1993 sa zvýšila na zhruba 5,5 mld. Sk koncom roku 1995) a predpokladáme, že neovplyvňuje trend multiplikačného vzťahu.
- ⁸ Pomer obeživa a vkladov je daný zvyklosami verejnosti, koľko peňazí chce držať v hotovosti a koľko vo vkladoch. Je ovplyvňovaný nákladmi na držbu hotovosti a jej dostupnosťou. Z hľadiska analýzy multiplikačného procesu je dôležité, že sa predpokladá, že tento pomer je stály, resp. predikovateľný (napr. v sezónnych výkyvoch).
- ⁹ Pomer rezerv a vkladov je určený dvoma momentmi: po prvé požiadavkami centrálnej banky na výšku povinných minimálnych rezerv (PMR), po druhé výškou nadbytočných rezerv, ktoré banky držia v centrálnej banke nad PMR. Úroveň nadbytočných rezerv závisí od výnosu alternatívnych aktív a je teda funkciou trhových úrokových mier.
- ¹⁰ Uvedený zápis peňažného multiplikátora je jeho najvšeobecnejším tvarom. Samozrejme, peňažný multiplikátor sa dá skonštruovať na rozličné zložky peňažnej zásoby (M1, neterminované vklady, terminované vklady atď.) podľa cieľa analýzy. V našom prípade použitý agregát M2 je daný zámerom overenia predpokladu možnosti regulovania množstva peňazí v ekonomike centrálnou bankou.
- ¹¹ Zistenie príčin týchto výkyvov vedie k potrebe analýzy vývoja peňažnej zásoby v jej jednotlivých štruktúrnych (obeživo, neterminované vklady, terminované vklady) a subjektových (obyvateľstvo, podniky) zložkách, na ktorú nie je v tejto štúdii priestor.
- ¹² Podiel PP NBS v držbe obchodných bánk na použití menovej bázy sa od konca roka 1995 udržiava na úrovni zhruba 25 % (v marci 1996 to bolo 23,48 %).
- ¹³ V tejto súvislosti pripomeňme, že Bundesbanka, ako hlavný proponent menového programovania, pristúpila k tejto praxi v roku 1975, teda až po rozpade Bretton-woodskeho systému fixných kurzov. Regulovanie rastu peňažnej zásoby ako medzicielej svojej menovej politiky uplatňuje v podmienkach plávajúceho výmenného kurzu DEM voči hlavným zahraničným menám (USD, JPY). Tomuto floatingovému režimu v zásade neprotirečí ani Európsky mechanizmus výmenných kurzov, deklarovaný síce na báze fixných kurzov, avšak s rozsiahlym kurzovým rozpätím (+/- 15 %).
- ¹⁴ Bližšie pozri: *The monetary policy of the Bundesbank*. Deutsche Bundesbank, marec 1994, s. 88.
- ¹⁵ V bilancii amerického FRS predstavovali napr. v apríli 1992 vládne cenné papiere 83,4 % celkových aktív, čiže aj zdrojov menovej bázy. (DORNBUSCH, R. – FISCHER, S.: *Macroeconomics*. 6th Edition. McGraw-Hill, Inc., 1994, s. 409.) Na druhej strane v bilancii Bundesbanky za rok 1993 pri 70,4 %-nom podiele čistých domácich aktív na celkových aktívach predstavovali vládne cenné papiere iba 1,2 %. (Deutsche Bundesbank: *Geschäftsbericht* 1993, s. 138.)
- ¹⁶ Takouto administratívnou „ochranou“ bol aj východiskový režim vnútornej konvertibility slovenskej koruny a (iba) postupná liberalizácia jednotlivých účtov platobnej bilancie s možným asymetrickým riešením časovania liberalizačných krokov voči kapitálovým tokom zo SR a do SR.
- ¹⁷ Tak ako sa táto politika presadila v štátnom rozpočte na rok 1995 a 1996.
- ¹⁸ Podľa predbežných výsledkov sa priestor, vyčlenený na rok 1995 bankovému sektoru na úvery podnikom a obyvateľstvu prekročil o 8 %.
- ¹⁹ Dornbusch, R. – Fischer, S.: *Macroeconomics*. 6th ed., McGraw-Hill 1994, s. 423.
- ²⁰ S týmto problémom sa stretla aj väčšina centrálnych bánk vo vyspelých krajinách, ktoré ho riešili buď úplným ústupom od praxe menového programovania, alebo obmedzením funkcie menového medzicielea na určitý kontrolný indikátor stavu peňažnej zásoby v ekonomike. Napokon aj nemecká Bundesbanka, ktorá rast peňažného agregátu M3 naďalej ohlasuje ako kriteriálnu veľičinu menového programu, stanovuje jeho rast pomocou intervalových hodnôt v rozsahu 2-3 %-ných bodov. Veľkosť intervalu pritom stanovuje podľa miery neistoty v očakávaníach najbližšieho ekonomického vývoja.
- ²¹ Napriek tomu dynamický prílev devízových zdrojov, vyvolaný priaznivým vývojom zahraničného obchodu, spôsobil už v tomto období nadmerný nárast likvidity v bankovom sektore, ktorý prudko tlačil na rast peňažnej zásoby.



sou) a strieborný frank (= 20 sou). Začal raziť mince aj z čistej medi – boli to v r. 1575 prvé strojovo razené double tournois a denier tournois. Nástupom Henricha IV. na trón vypukla v r. 1589 krátka občianska vojna, v ktorej opozičná Katolícka liga vydávala mince v mene Karola X. Za vlády Ľudovíta XIII. sa na istý čas obnovila razba lokálnych mincí veľkých feudálov. Po reforme v r. 1640–1641 bol zavedený ako hlavná zlatá minca louis d'or (= 10 libier) namiesto écu, strieborné écu (= 60 sous) nazývané aj louis d'argent a jeho diely. Takto vytvorený mincový systém zostal bez zmeny aj počas dlhého panovania Ľudovíta XIV. a Ľudovíta XV. Ako drobné mince sa razili bilonové 1, 2 a 4 sous a medené lardy. V r. 1716 začala pracovať Banque Royale pod vedením Johna Lawa, ktorá však vydávala príliš veľa papierových platidiel a tak skrachovala. Pevný menový systém bol opäť vytvorený r. 1720. Koncom 18. stor. výnos ministra Caloneho stanovil pomer striebra k zlatu na 15,5:1, ktorý sa zachoval až do r. 1921. V r.

1789 sa objavili assignáty, ktoré sa však už r. 1790 veľmi rýchlo znehodnocovali. Moderný frank v desiatkovej sústave vznikol v 3. roku Republiky podľa zákona zo 6. 2. 1795 – prvou mincou bol strieborný päťfrank. V r. 1800 sa Napoleon dohodol s parížskymi finančníkmi na vytvorení Banque de France. Menový zákon zo 17. germinalu 11. roku (7. 4. 1803) definitívne uzavrel obdobie inflácie papierovej meny a zlahčovania striebornej meny a zaviedol bimetalizmus. Razili sa nové mince: strieborné 1/4, 1/2, 1, 2 a 5 franky a zlaté 20 a 40 franky. Napoleonské mincovníctvo sa uchovalo aj v Bourbonovskej Reštaurácii. V období druhej republiky sa oživil dizajn mincí z obdobia Veľkej francúzskej revolúcie a na minciach sa objavilo heslo „LIBERTÉ, ÉGALITÉ, FRATERNITÉ“: Ľudovít Napoleon ako cisár Napoleon III. dal raziť mince, nové nominály 5, 10, 50 a 100 frankov zo zlata a bronzové 1, 2, 5 a 10 centimov. V r. 1865 sa Francúzsko, Taliansko, Belgicko a Švajčiarsko v Latinskej menovej únii dohodli na harmo-

nizácii tvaru, veľkosti a zložení svojich strieborných a zlatých mincí. Za základ systému bol prijatý francúzsky zlatý päťfrank. Po prusko-francúzskej vojne (1870) vznikla tretia republika, ktorá prebrala existujúci mincový systém. Počas 1. svetovej vojny papierové platidlá nahradili zlato, ale ďalej sa pokračovalo v razbách zo striebra. V mene Vichystickej republiky sa vydávali centimy (10, 20, 50), franky (1 a 2) s nápisom ÉTAT FRANÇAIS. V r. 1946 sa obnovili mince z medzivojnového obdobia. Napriek úspešnému a dlhému obdobiu dynamického rozvoja ekonomiky, frank podliehal inflačnému vývoju. Od 1. 1. 1960 platí nový frank, ktorý nahradil starý v pomere 1:100. S francúzskym mincovníctvom je úzko spojené mincovníctvo monackého kniežatstva, ktoré je od r. 1643 pod francúzskou ochranou. Na jeho území obiehali francúzske platidlá, i keď razilo aj vlastné mince podľa francúzskych vzorov do r. 1739 vo vlastnej mincovni, neskôr v Paríži.

Motívy francúzskych bankoviek

Bankovka s nominálnou hodnotou 20 frankov (140 x 75 mm)

Hlavným motívom líčnej strany bankovky je portrét Clauda Debussyho (1862–1918), hudobného skladateľa, „otca“ hudby 20. stor. Najvýznamnejšie diela: lyrická opera Pelléas a Mélisanda na Maeterlinckov text, oratórium Martýrium sv. Sebastiana, balet Hry, z orchestrálnych skladieb – Faunovo popoludnie, Nokturná, More, Obrazy atď. Debussyho tvorbu dopĺňujú komorné skladby, kantáty a zborové skladby. V pozadí portrétu je obraz rozbitého mora. Portrét na rubovej strane bankovky dopĺňa scéna z opery Pelléas et Mélisande.



Bankovka s nominálnou hodnotou 50 frankov (124 x 80 mm)



Hlavný motív líčnej strany je portrét Antoine de Saint-Exupéryho (1900–1944),

spisovateľa a letca, autora románov z prostredia vojenských letcov Pošta na juh a Nočný let. Za dielo Zem ľudí dostal Veľkú cenu Francúzskej akadémie za román. Vo filozofickej rozprávke Malý princ zdôraznil hodnoty mravnej zodpovednosti, lásky a bratských, ľudských vzťahov. Posmrtné vyšlo jeho filozoficko-

symbolické dielo Citadela. Portrét dopĺňa mapa s diaľkovou leteckou trasou a postavičkou Malého princa. V púštnej scéne so zamračenou oblohou na rubovej strane dominuje lietadlo – dvojplášnik a postavička Malého princa.

Bankovka s nominálnou hodnotou 100 frankov (160 x 85 mm)

Na líčnej strane bankovky je portrét maliara Eugéna Delacroixa (1798–1863), hlavného predstaviteľa francúzskeho romantizmu. Namaloval celý rad obrazov s historickými námetmi (Bitka pri



Malý princ, autora románov z prostredia vojenských letcov Pošta na juh a Nočný let. Za dielo Zem ľudí dostal Veľkú cenu Francúzskej akadémie za román. Vo filozofickej rozprávke Malý princ zdôraznil hodnoty mravnej zodpovednosti, lásky a bratských, ľudských vzťahov. Posmrtné vyšlo jeho filozoficko-





Nancy, Bitka pri Poitiers), ktorými prispel k vybudovaniu základov historickej maľby. Delacroix je autorom viacerých nástenných maľieb v Bourbonskom paláci v Paríži, knižnici-Senátu, v Louvri a v kostole St. Sulpice v Paríži. Licnú stranu bankovky dopĺňa detail jeho obrazu „Sloboda vedie ľud“. Na rubovej strane bankovky dopĺňa portét záhradný pavilón a jesenná záhrada v pozadí.

Bankovka s nominálnou hodnotou 200 frankov (172 x 92 mm)

V pravej časti licnej strany bankovky je portrét baróna de Montesquieu (1689–1755), osvietenckého mysliteľa, prozaika, historika – známe sú najmä jeho diela Perzské listy, Úvahy o príčine veľkosti a úpadku Rimanov, O duchu zákonov. V ľavej časti je postava – alegória Spravodlivosti a Vedy. Pozadie tvorí štylizovaný ornament symbolizujúci vedy a umenie. Portrét na rubovej strane dopĺňa zámok v rodnom La Brède a v ľavej časti socha Sullu. Pozadie tvorí štylizovaný kvetinový ornament.



Bankovka s nominálnou hodnotou 500 frankov (181 x 97 mm)

V strede licnej strany bankovky je portrét filozofa, matematika a fyzika Blaisa Pascala (1623–1662). Okruh matematických problémov, ktoré Pascal úspešne rozriešil, je nesmierne široký. Vynašiel a zkonštruoval mechanický sčítací stroj, objavil spôsob výpočtu binomických koeficientov, spolu s P. Fermatom položil základy elementárnej teórie pravdepodobnosti. Známy je Pascalov trojuholník na určenie binomických koeficientov. Skúmal hydrostatický a barometrický tlak. Formuloval základný zákon o rovnomernom šírení sa tlaku v kvapaline a z neho vychádzajúci princíp hydraulického lisu. Okolo r. 1646 sa začal hlbšie venovať filozofii. Stal sa stúpencom jansenizmu. Portét na rubovej strane bankovky dopĺňa pohľad na kláštor Port Royal.



Bankovka s nominálnou hodnotou 500 frankov (154 x 81 mm)

Hlavný motív na licnej strane bankovky tvoria portréty Marie Curie-Sklodovskej (1867–1934) a Pierra Curie (1859–1906), manželov tvoriacich vzácnu bádateľskú dvojicu, ktorých objavy znamenali zrod atómového veku. V r. 1903 im bola udelená Nobelova cena za fyziku spolu s H. A. Becquerelom za mimoriadne zásluhy vo výskume žiarenia, ktoré objavil Becquerel. Oboja boli profesormi na Sorbone a členmi Francúzskej akadémie vied. M. C. Sklodovskej bola r. 1911 udelená Nobelova cena za chémiu ako uznanie jej zásluh o rozvoj chémie, za objav prvku rádia a polónia, za charakteristiku vlastností rádia a jeho izoláciu v kovovom stave. Hlavný motív na rubovej strane bankovky tvorí laboratórium zariadené chemickými prístrojmi a model atómu.

Prekluзивne bankovky



Banque de France rozhodla, že do 31. 12. 2003 sú zameniteľné tieto emisie bankoviek:

- bankovky znejúce na staré franky s nominálnou hodnotou od 5 frankov typ 1871 po 10000 frankov – Napoleon Bonaparte – typ 1955 s prelačou,
 - bankovky znejúce na nové franky od 5 NF – Victor Hugo – typ 1959 po 500 NF – Molière – typ 1959,
 - bankovky znejúce na nové franky 5F – Pasteur – typ 1966, 10 F – Voltaire – typ 1963, 10 F – Berlioz – typ 1072, 50 F – Racine – typ 1962 a 100 F – Corneille – typ 1964.
- Bankovka s nominálnou hodnotou 50 F – Quentin De La Tour – typ 1976 je zameniteľná do 30. 11. 2005.

Text: Gabriel Schlosser
Foto: Ing. Boris Porošin

Technológia VSAT + INTERNET



teraz aj na Slovensku

Nekonečné možnosti spojenia.



Dnešný vek je vekom informácií. Spolu s dátami sa informácie stali exkluzívnym tovarom. Neraz patria k najprisnejšie stráženým tajomstvám firiem.

Súčasnosc stavia pred väčšie spoločnosti s riadiacou centrálou a viacerými pobočkami náliehavú otázku dátovej komunikácie. Rýchlejšie, spoľahlivejšie a zároveň vylučujúcej akúkoľvek možnosť zneužitia cenných dát a informácií.

Pre takúto komunikáciu je ideálnou cestou komplexné riešenie spoločnosti **NETLAB**.

Vysoko spoľahlivé satelitné zariadenia systému VSAT sa vyznačujú nulovou chybovosťou, nezávislosťou od pozemných vedení, širokým spektrom podporovaných protokolov a finančnou nenáročnosťou. Klient si všetky zariadenia prenajíma, takže odpadajú vysoké investície.

NETLAB zabezpečí kompletný servis v oblasti satelitnej komunikácie a **INTERNETu**.

NETLAB poskytne spojenie s nekonečnými možnosťami.

Vieme ako komunikovať.



NETLAB



Nadviazať spoluprácu a rozvinúť vzájomné vzťahy

V dňoch 15. – 23. 6 1996 uskutočnila delegácia Národnej banky Slovenska vedená guvernérom NBS Ing. Vladimírom Masárom návštevu Bieloruska a pobaltských krajín. Cieľom cesty bolo nadviazať spoluprácu s centrálnymi bankami pobaltských krajín a rozvinúť vzťahy s centrálnou bankou v Bielorusku. Počas rokovani guverner NBS informoval guvernerov centrálnych bánk o rozvoji hospodárstva Slovenskej republiky, makroekonomických ukazovateľoch, možnostiach spolupráce s krajinami CEFTA, vymenil si skúsenosti z transformácie bankovníctva, uplatňovania nástrojov menovej politiky centrálnou bankou a asociačného procesu do EÚ.



Guverner NBS Ing. Vladimír Masár v Minsku počas stretnutia s prezidentkou Národnej banky Bieloruska Vinnikovou Tamarou Dmitrievnou

BIELORUSKO – V Bielorusku prebiehajú v súčasnosti rozsiahle zmeny v bankovom sektore, ktoré sa začali nástupom nového vedenia centrálny banky na čele s prezidentkou Národnej banky Bieloruska Vinnikovou Tamarou Dmitrievnou (na fotografii s guvernérom NBS Vladimírom Masárom).

Posilnil sa vplyv štátu v komerčných bankách, centrálna banka prevzala zúčtovacie centrum, snaží sa sprisniť bankový dohľad a devízový režim. Keďže sa nedarí udržať kurz bieloruského rubľa na hornej hranici určeného koridoru 13 100 bieloruských rubľov za 1 USD, Národná banka Bieloruska uvažuje zaviesť systém crawling pegg.

Podľa prezidentky Národnej banky Bieloruska hospodársku krízu krajiny s infláciou 3,5 až 4 % mesačne, vysokým deficitom rozpočtu a záporným saldom zahraničného obchodu, spôsobil rozpor medzi silnou liberalizáciou ekonomiky a vysokým podielom štátneho sektora.

Bielorusko je v tej istej skupine MMF ako Slovenská republika, preto sa najvyšší predstavitelia centrálnych bánk dohodli spolupracovať v rámci tejto skupiny. MMF neposkytol Bielorusku druhú tranžu pôžičky, pretože Bielorusko, podľa predstaviteľov MMF, nedodržalo podmienky pôžičky tým, že vláda poskytla „mäkké úvery“ na bytovú výstavbu a jarné práce v poľnohospodárstve.

Národná banka Bieloruska musí čeliť aj problémom v devízovej oblasti, ktoré vznikli v súvislosti s integračnými procesmi s Ruskom, ktoré má odlišnú bankovú a devízovú legislatívu.

Národná banka Slovenska a Národná banka Bieloruska sa ďalej dohodli na výmene špecialistov.

LITVA – Bankový sektor v Litve sa nachádza v kríze, ktorá postihla 2 najväčšie komerčné banky. Počet reálne činných bánk sa znížil z 29 na 13. Následkom krízy došlo k výmene guvernera centrálny

banky Litvy. Guverner Reinoldijus Šarkinas je už piatym guvernérom od roku 1991.

Hlavnou úlohou menovej politiky centrálny banky bolo znižovanie inflácie a stabilita kurzu národnej meny - LIT, čo sa centrálny banke darilo. V roku 1992 bola v Litve inflácia 1000 %, potom sa prudko znižovala na 35,7 % v roku 1995 a plán na rok 1996 je len 15 %. LIT je fixovaný k USD od 1. 4. 1994 v pomere 1:4, pretože po negatívnych skúsenostiach s kurzom rubľa sa otázka pevného kurzu stala aj politickou otázkou. V súčasnosti vedenie centrálny banky uvažuje o zavedení plávajúceho kurzu.

LOTYŠSKO – Lotyšský bankový sektor prekonal krízu spojenú hlavne s problémovou Bankou Baltia. Centrálna banka maximálne zostrila bankový dohľad, vynucuje si plnenie stanovených ukazovateľov komerčnými bankami. Fond ochrany vkladateľov v Lotyšsku nemajú a podľa vyjadrenia guvernera centrálny banky je riziko na vkladateľoch.

Počas rokovania s delegáciou NBS sa guverner centrálny banky Lotyšska Einars Repše, ktorý sa stal guvernérom ako 29-ročný, prejavil ako tvrdý zástanca liberálnej trhovej ekonomiky. V krajine neexistujú žiadne obmedzenia v devízovej oblasti okrem zákazu kúpy pôdy devízovými cudzozemcami, centrálna banka nereguje ani používanie oprávok, čo je v plnej kompetencii komerčnych bánk. Infláciu sa podarilo znížiť z trojciferných čísel začiatkom deväťdesiatych rokov na 23 % v roku 1995 a na rok 1996 predpokladajú 20 %.

Kurz lotyšskej meny – LAT sa darí udržiavať dlhodobo pevne voči SDR. Nominálny kurz LAT bol stanovený veľmi vysoký – 1 USD = 0,55 LAT. Podľa guvernera centrálny banky Lotyšska sa pritom vychádzalo z ceny najlacnejšieho výrobku – zápalkovej krabičky, ktorá bola stanovená na 0,01 LAT.

ESTÓNSKO – Aj estónsky bankový sektor prekonal krízu, keď zo 42 komerčných bánk v roku 1992 je v súčasnosti 16. V bankovom sektore sa uskutočnila privatizácia, štátna účasť v bankách je maximálne 20 %, len v sporiteľni vlastní centrálna banka 1/3.

Prezident centrálny banky Vahur Kraft informoval delegáciu Národnej banky Slovenska o hospodárskych výsledkoch Estónska o menovej politike centrálny banky.

Infláciu sa podarilo znížiť z 800 % v roku 1992 na 28 % v roku 1995. Pre rok 1996 je plánované 22–25 %. Estónska koruna je naviazaná na nemeckú marku v pomere 1:8, používa sa systém currency board a estónska koruna je plne konvertibilná na bežnom i kapitálovom účte platobnej bilancie.

Záverom možno konštatovať, že pobaltské krajiny po získaní samostatnosti dosiahli veľký pokrok v transformácii ekonomiky, i keď ani jedna krajina sa nevyhla bankovej kríze. Ich hlavná orientácia je na škandinávské krajiny a Nemecko s výhľadom stať sa členom EÚ, ale majú záujem aj o spoluprácu s krajinami CEFTA.

Rozvoj bankových vzťahov s týmito krajinami podmieňuje vzájomný obchod, ktorý je v súčasnosti na nízkej a neuspokojivej úrovni.

Bielorusko sa oproti pobaltským štátom orientuje na hospodársku spoluprácu s Ruskom, bankový sektor prechádza zložitou a nie jednoznačnou etapou. Očakávame v budúcnosti rast vzájomného obchodu, a tým aj väčšie možnosti pre aktivity našich bánk v Bielorusku.

Ing. Vladimír Martvoň
Národná banka Slovenska



Reprezentovali slovenské bankovníctvo



V dňoch 7 až 9. júna 1996 sa v moravskom meste Blansko uskutočnil VI. ročník turnaja mužov a žien v minifutbale a volejbale, na ktorom sa pod patronátom Odborového zväzu pracovníkov peňažníctva a poisťovníctva zúčastnili aj dve družstvá zo Slovenska. Futbalistov reprezentoval výber VÚB, a. s., a volejbalistky boli zastúpené z troch bánk, IRB, a. s., Poštovej banky, a. s., a VÚB, a. s. Turnaj má dobrú povest a je potešením, že sa naše dve mužstvá v športovom záporení neustratili. Družstvo hráčov minifutbalu obsadilo v konkurencii 15 bankových tímov 1. mies-

to, pričom v siedmich stretnutiach dalo svojim súperom 42 gólov a dostalo len jeden. Bez straty setu v obdobnej konkurencii zvíťazili aj naše volejbalistky a získali taktiež putovný pohár. Turnaj sprevádzala výborná atmosféra a radosť, že naši reprezentanti sa pricinili o dobrú propagáciu slovenského bankovníctva. Na snímke sú víťazné družstvá.



Ing. Milan Galiovský
VÚB, a. s.
pobočka Trenčín

Poštová banka navrášila kapitál

Dňa 27. júna 1996 sa konalo valné zhromaždenie Poštovej banky, a. s., na ktorom došlo k zmene právomoci dozornej rady a počtu jej členov zo 7 na 9. Ďalšou zmenou je navýšenie základného kapitálu banky na 909 mil. Sk. Poštová banka dosiahla v uplynulom roku dobré výsledky. Bilančná suma dosiahla k 31. 12. 1995 výšku 8 743,9 mil. Sk, čo predstavuje oproti roku 1994 zvýšenie o 12,1 %. Podiel primárnych zdrojov na bilančnej sume dosiahol 58,6 %. V roku 1995 došlo k zvýšeniu predajnosti produktov. V dôsledku toho sa zvýšil podiel banky na celkových vkladoch obyvateľstva v SR

z 1,71 na 2,33 %. Zvýšil sa tiež podiel banky na úveroch v SR z 0,94 na 1,68 %, pričom na celkovom ročnom prírastku sa banka podieľala 7,85 %. Opravné položky vytvorené v súlade s opatreniami NBS v plnom rozsahu pokrývajú rizikové aktíva banky. Priaznivá situácia v oblasti výkonov umožnila banke dotovať tieto položky vo výške 181 mil. Sk. Banka sa v uplynulom roku zamerala i na budovanie pobočiek, expozitúr, rozšírenie siete bankomatov a tiež na budovanie nového bankového systému STAR BANK. Za rok 1995 dosiahla čistý zisk 27,1 mil. Sk.

— pol —

Fond ochrany vkladov

Národná banka Slovenska v súlade s § 24 zákona NR SR č. 118/1996 Z. z. o ochrane vkladov, ktorý nadobudol účinnosť 1. júla tohto roku, pripravila a zvolala ustanovujúcu schôdzu Rady Fondu ochrany vkladov a Dozornej rady Fondu ochrany vkladov. Vytvorením týchto orgánov a ich ustanovujúcou schôdžou začína svoju činnosť inštitúcia, ktorá je najdôležitejším pilierom nového uceleného systému ochrany vkladov fyzických osôb, teda vkladov občanov uložených v bankách a pobočkách zahraničných bánk na území SR. Týmto sa završuje ďalšia dôležitá etapa dotvárania bankového sektora a ochrany malých vkladateľov na Slovensku, ktorá sa začala už v roku 1994 prípravou zákona NR SR o ochrane vkladov. Pri jeho tvorbe sa dôsledne vychádzalo z princípov obdobných úprav v členských štátoch EÚ a predovšetkým zo smernice Európskeho parlamentu a Rady EÚ z 30. mája 1994 o systémoch ochrany vkladov. V súlade s touto smernicou aj slovenský zákon o ochrane vkladov vychádza zo zásady vzájomnej solidarity bánk a pobočiek zahraničných bánk, ktoré sa zúčastňujú na našom systéme ochrany vkladov. Všetky banky a pobočky zahraničných bánk na našom území sú povinné platiť peňažné príspevky do Fondu ochrany vkladov a jeho prostredníctvom kolektívne zodpovedajú za vklady v ktorejkoľvek banke alebo pobočke zahraničnej banky v prípade, ak sa tieto vklady stanú nedostupnými. Hlavnou úlohou Fondu ochrany vkladov bude sústredovanie a spravovanie príspevkov bánk a pobočiek zahraničných bánk do Fondu, ako aj poskytovanie zákonom určenej náhrady za nedostupné vklady fyzických osôb, uložené v bankách a pobočkách zahraničných bánk na území SR. Za predsedu Rady Fondu ochrany vkladov bol zvolený RNDr. Karol Mrva (NBS), za podpredsedu Ing. Jozef Pamětický (VÚB) a jej ďalšími členmi sú Ing. Milan Lónčík (Poštová banka), Ing. Jozef Straško (Slovenská sporiteľňa), Ing. Mária Suranová (MF SR), Ing. Zuzana Jánošdeáková (MF SR) a JUDr. Štefan Hrčka (NBS). Predsedom Dozornej rady Fondu ochrany vkladov sa stal Ing. Tibor Kašiak (NBS), podpredsedom Ing. Mária Kováčová (MF SR) a jej členmi Ing. Ľubica Strnáďová (Slovenská sporiteľňa), Ing. Anna Majková (MF SR) a JUDr. Renáta Kuklíšová (NBS). Čo sa týka výkonného orgánu Fondu, za predsedu Prezídia Fondu ochrany vkladov bol zvolený Ing. Milan Horvát a za člena Prezídia JUDr. Ildikó Kamenická.

— pol —



Výstava slovenských mincí a medailí v Španielsku

Delegácia Národnej banky Slovenska vedená viceguvernérom Jozefom Mudrikom navštívila v dňoch 18.–21. júna t. r. Španielsko pri príležitosti otvorenia výstavy slovenských mincí a medailí v Museo Casa de La Moneda v Madride.



Záber zo slávnostného otvorenia. Na fotografii sprava: viceguvernér NBS J. Mudrik, tmočníčka V. Kovachova Rivera de Rosales, generálny riaditeľ továrne Fabrica Nacional de Moneda y Timbre Pedro Adánez Alonso a veľvyslanec Slovenskej republiky v Španielsku M. Trávníček.

Výstavu spolu s viceguvernérom NBS otvoril generálny riaditeľ továrne Fabrica Nacional de La Moneda y Timbre pán Pedro Adánez Alonso za prítomnosti slovenského veľvyslanca v Španielsku Milana Trávníčka. Na slávnostnom otvorení výstavy sa okrem priaznivcov numizmatiky zúčastnili veľvyslanci ČR a Cypru v Španielsku, zástupcovia španielskej centrálnej banky, predstavitelia sponzorských firiem, zástupcovia tlače a ďalší pozvaní hostia.

Prítomní slovami úcty a obdivu ocenili prierez históriou slovenských mincí a medailí a platidiel, svedectvo o sedemstoročnej nepretržitej prevádzke kremnickej mincovne.

Členovia delegácie NBS navštívili v rámci pracovného programu tovareň na výrobu bankového a ceninového papiera v Burgose a v Madride si prezreli tlačiareň cenín a bankoviek a závod na výrobu mincí a medailí.

Viceguvernér NBS Jozef Mudrik sa v sprievode veľvyslanca SR v Španielsku Milana Trávníčka a zástupcov NBS stretol na rokovaní s viceguvernérom Bancó de España Miguelom Martínom.

Na záver návštevy v Španielsku a na počesť otvorenia výstavy slovenských mincí a medailí v Museo Casa de La Moneda usporiadal slovenský veľvyslanec slávnostnú večeru, na ktorú prijalo pozvanie i vedenie Fabrica Nacional de La Moneda y Timbre a zástupcovia sponzorskej firmy Union Fenosa. Pozvaní hostia vyzdvihli význam výstavy, ktorá poskytla ďalší priestor na vzájomné spoznávanie a rozvíjanie kultúrneho dedičstva oboch národov.

Dáša Machalová

VIII. slovenská štatistická konferencia

Štatistické metódy v bankovníctve, finančníctve a poisťovníctve boli hlavnou témou VIII. slovenskej štatistickej konferencie, ktorá sa začiatkom leta konala na Donovaloch pod záštitou Slovenskej štatistickej spoločnosti. Sponzormi konferencie boli Národná banka Slovenska a SAS Institute. Organizačne konferenciu zabezpečovali najmä pracovníci Ekonomickej fakulty UMB z Banskej Bystrice. Záujem o uvedenú problematiku potvrdila účasť viac ako 60 odborníkov, najmä z bánk a poisťovní, z vysokých škôl, Ekonomického ústavu SAV a ŠÚ SR. Spolu bolo prednesených 20 príspevkov. S hlavnými referátmi vystúpili Prof. Ing. Adam Laščiak, Dr.Sc. z Ekonomickej univerzity Bratislava a Ing. Pavel Kovanic, Dr.Sc. z Prahy. Profesor Laščiak zhrnul súčasný stav ekonomiky Slovenska a rôzne analytické prístupy k jeho hodnoteniu. Účastníci sa mohli oboznámiť i s autorovou publikáciou, „Úvahy o ekonomike Slovenskej republiky“.

Ing. Kovanic upozornil na rôzne úskalia pri spracovaní finančných údajov. Poukázal na svoj vlastný alternatívny prístup tzv. gnostickej teórie dát, ktorý umožňuje originálny prehľad dát

samotných, ako aj ich analýzu. Budúcnosť však ukáže, či sa tento prístup skutočne presadí spolu s inými alternatívnymi smermi, ako sú fuzzy prístup, metóda GUHA, deterministický chaos, fraktálová geometria a neurónové siete.

Ďalšie príspevky boli zamerané napr. na zaujímavé súvislosti medzi reálnym a efektívnym výmenným kurzom v podmienkach SR, problematiku softwarového produktu v systéme SAS, ktorý umožňuje sledovať dôležité makroekonomické ukazovatele, ďalší referát sa týkal stochastického Box-Jenkinsovho prístupu pri analýze finančných časových radov. Hovorilo sa o problematike splácania úverov, o analýze kumulovaných údajov a možnosti určiť s relatívne malou chybou pôvodné údaje, o problematike určovania výšky poistného.

Aktuálna bola tiež problematika grafických metód analýzy portfólia a možnosti technickej analýzy rizikovosti cenných papierov. Pozornosť prítomnosti vyvolal tiež referát zameraný na výsledky testovania normality rozdelenia výnosov kapitálového trhu. O ďalších, nemenej podnetných a aktuálnych príspevkoch sa môže čitateľ dozvedieť v zborníku z konferencie, ktorý je možné objednať si na adrese: Slovenská štatistická a demografická spoločnosť, Miletičova 3, Bratislava.

RNDr. Samuel Koróny



REGULATION OF THE MONEY STOCK AND ISSUES OF MONETARY TARGETING IN THE SLOVAK REPUBLIC

Ing. Zora Komínková, CSc.

Institute of Monetary and Financial Studies, National Bank of Slovakia

Theoretical background

Monetary targeting plays an important role in the monetary policy of the National Bank of Slovakia (NBS). It is based on the regulation of the money stock, which is defined by the monetary aggregate $M2$. Growth in the $M2$ aggregate is announced annually as the monetary policy intermediate target. Given the monetarist explanation (assuming the neutrality of money) of the quantitative money equation $M \cdot V = P \cdot Q$, reaching this target formally results in an inflow of money into the economy, which maintains a balance between the money supply from the central bank (NBS) and the real growth of output (Q , or GDP). This prevents inflationary pressure (or a rise in prices).

However, the central bank does not determine the total money supply in the economy directly, but through a closer monetary aggregate – the monetary base. The monetary base is composed of internal resources of money of the central bank, which are referred to as reserve money, or, according to Milton Friedman, „high powered money“. The monetary base is the instrumental variable of the central bank, which is used to regulate the money supply in the economy. The monetarist scheme of monetary targeting consists of two parts – the monetary one and the real one, which are connected by the money multiplier and the velocity of money circulation. The following is the graphical representation of this association:

monetary base ↔ money multiplier ↔ money supply in the economy ($M2$) ↔ velocity of circulation (V) ↔ $GDP (P \cdot Q)$

where

$M2$ = money supply in the economy, V = velocity of circulation, P = price level
 Q = output

The article is focused on the explanation of relationships in the monetary part, which are determined by the monetary base and the total money supply in the economy.

The basic assumption, the *sine qua non* condition of the monetarist scheme is that the money supply in the economy is *exogenously* determined by the central bank. The central bank determines the monetary base, which consists of money in the hands of the public such as cash and money in the hands of banks such as currency in their vaults or their reserves deposited in the central bank.

Based on the existence of a conventional and/or legal framework, the theory assumes a stable multiplication relationship between the monetary base and the supply of money (defined as a broader monetary aggregate, e.g. $M2$ or $M3$) in the economy, which is referred to as money multiplier. Assuming that the value of multiplier is constant or easily predictable, the central bank can exactly determine the supply of money in the economy by means of regulation of the monetary base. This can be accomplished by implementing active measures, which include open market transactions (purchase and sale of government securities), or by implementing passive measures, i.e. by rediscounting short-term securities issued to cover both public and private debt.

The capacity of the central bank to influence the supply of money in the economy exogenously is conditioned by full autonomy of the national currency, which implies that the central bank is not obliged to maintain the exchange rate against other currencies. Thus, the condition is a free regime of the exchange rate (floating), where the equilibrium on the foreign exchange market is maintained without interventions of the central bank.

As the basic principle of monetarism is that the *supply* of money is always exogenously given, the second important principle is that the *demand* for money is a stable function of income (or expenses). This means that money demand does not reflect changes in interest rates and other factors. The multiplier mechanism is implicitly built on the assumption of a stable demand for money.

However, it should be noted that these two assumptions of the monetarist model – exogenous supply of money and stable demand function for money – are applied in the long term. In the short term, their validity is very relative¹. Due to obvious technical reasons, central banks are not able to determine the exact, immediate, or short term needs of money in the economy. At the same time they are usually not fully independent in their decisions related to the determination of money supply, as the high level of internationalization of capital markets does not allow for a free exchange rate regime in its perfect pure form².

Conversely, even the money demand function does not reflect stability required by the model. The assumption of independence of the demand for money on interest rates is not perfectly applied in reality. Moreover, demand for money is influenced by a host of changes (disorders, or „shocks“) in the money and capital markets, as well as in the whole economic environment³.



Changes in the demand for money are reflected in the amounts of money balances held by the public either in the form of money in circulation or, prevalently, in the form of deposits in banks. All these changes are then reflected in the value of the money multiplier. Thus, the multiplier in reality is not constant, which implies that in any period of time the central bank does not have the ability to determine the money supply by simply setting the required level of the monetary base.

The fact that the National Bank of Slovakia has adopted rules for monetary targeting (i.e. regulation of the money stock through the monetary base) in light of the above mentioned implications may seem to be a conservative anomaly. Additionally, such an approach runs contradictory to the second simultaneous intermediate target of the NBS monetary policy, which is to maintain a fixed exchange rate of the Slovak currency. The assumptions for a successful implementation of monetary targeting in Slovakia have also been in contradiction to instable monetary and economic environment within the initial period of the transformation process.

Despite these limitations, in our opinion, the approach is justifiable. Although existing theoretical discrepancies and unstable features of the Slovak monetary environment have had an obvious impact on the results of the three-year long practice of money stock regulation, the practice of monetary targeting has facilitated the formation of the standard set of monetary instruments utilized by the National Bank of Slovakia (common to each central bank) as well as the creation of databases on money related features of the behaviour of the public, companies and the government sector. The approach has also facilitated implementation of the information network between the NBS and the public, which can be used in the future as a channel for announcing the NBS monetary policy intentions and getting feedback on the expectations of economic entities.

Results of monetary targeting of the National Bank of Slovakia

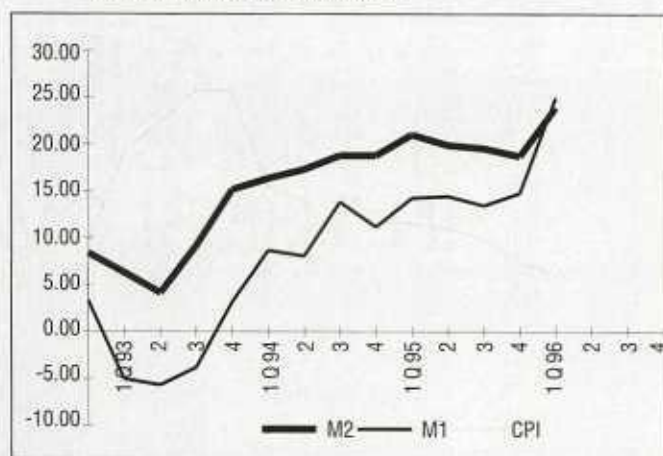
Monetary development in the Slovak Republic since 1993 has been contradictory. On the one hand the NBS successfully implemented a policy of lowering the inflation rate (from 25.1% in 1993 to 7.6% in 1995, and to 6.0% in the yearly comparison between April 1995 and April 1996). On the other hand, such a favourable development has not been achieved in the case of the intermediate target – the growth of *M2*.

Regardless of other interdependencies (expected and actual growth of *GDP*, level of stability of the money velocity) the table shows that there are discrepancies between the targeted and actual yearly growth of the money stock caused by a faster growth of the *M2* monetary aggregate than was predicted. However, Chart 1 shows that there is no direct relationship bet-

	Monetary program		Actual values	
	M2	Inflation (CPI)	M2	Inflation (CPI)
1993	12%	17.0	18.3%	25.1
1994	13.2%	10.0–13.2	18.9%	11.7
1995	12.3%	8.0	21.2%	7.6
1996	13.2%	6.0–7.5	24.1%*	6.1**

* Yearly growth March 1996 / March 1995. Judging from the quarterly comparison, the yearly growth of the money stock (*M2*) would amount to 38.5%; ** March 1996/March 1995.

Chart 1 Development of monetary aggregates *M2*, *M1* and inflation (quarterly changes in per cent)



ween the growth of the *M2* aggregate and inflation in the Slovak Republic, which would imply that the regulation of money stock by the NBS in a particular year would have a direct influence on the inflation rate. An almost twofold growth in the *M2* aggregate against the targeted level for 1995 raises doubts as to the reasonability of announcing such a monetary policy intermediate target.

If viewed from a different perspective, it might be concluded that if it is reasonable for the NBS to form its monetary policy on the basis of targeting the growth of a broader monetary aggregate⁴, it is necessary to improve the credibility of such a target by narrowing discrepancies between the targeted and actual values. It is also critical to apply this requirement if a growth of the *M2* aggregate were to lose its role as a monetary policy intermediate target and instead only be used as a supportive indicator of the level of money stock in the economy.

In our opinion, analysis of system interdependencies in the money stock management as an integral part of the monetary policy of the NBS, may serve the following two roles:

- support detection of the reasons leading to discrepancies between programmed and actual values of the *M2* aggregate;
- support assessment of the NBS viability of targeting the growth of the money stock in the future.

Our goal is to assess to what extent current monetary development in Slovakia fulfills two basic conditions that determine the ability of the central bank to regulate the money stock in the economy:

1. Existence of a stable, i.e. constant or predictable multiplier relationship between the monetary base (the central bank money) and the broader monetary aggregate (monetary policy intermediate target), which is represented by *M2* in our case.

2. Ability of the central bank to directly determine (or regulate) the level of the monetary base as its main instrumental variable, which necessitates the existence of a large space for intervention on the side of resources of the monetary base.

The third implicit precondition is that the money stock in the economy be measurable. This implies that the selected monetary aggregate (*M2*) represents the real picture of the volume of money balances in the hands of economic entities within the non-financial sector. This assumption will be considered fulfilled⁵.

It should be noted that the following analysis is only partially accountable, as the data gathered in the period of three years of independent operations of the NBS do not meet the criteria of

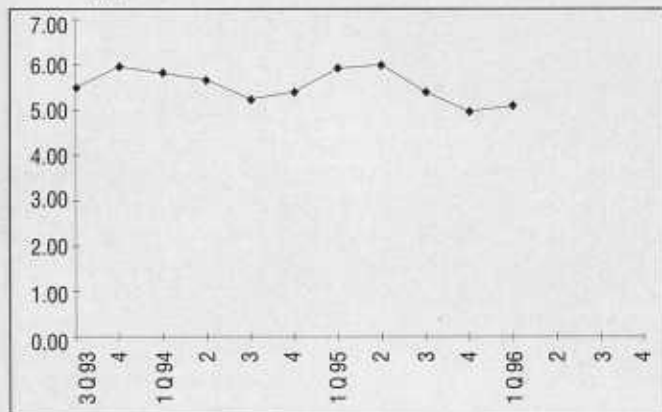


monetarist models because of the short time frame. The necessity to replace standard time series based on yearly indicators with those based on quarterly indicators, diminishes the validity of all findings⁶.

On multiplying relationship between the monetary base and the M2 aggregate

The concept of the money multiplier should imply that the multiplying relationship between the monetary base (*MB*) and the *M2* aggregate, which is always present given the similar structure of the monetary base (in the definition of its use) and the *M2*⁷, performs as a constant or well predictable value. Our intention was not to construct money multiplier for Slovak monetary conditions, but to assess the level of the stability of the empirical multiplying relationship between both aggregates.

Chart 2 Multiplying relationship between the monetary base and M2



As it is visible from the relationship between *M2* and the monetary base (Chart 2, data for 1993 – March 1996), the multiplying relationship between the two aggregates was not stable. Moreover, the same quarterly comparisons did not reflect regular trends. The fact, that the value of this empirical multiplier ranged from 5 to 6 in reality means that the money of the NBS (monetary base) resulted in an accidental fivefold to sixfold rise in the volume of the money stock (*M2*).

However, the reasons for the instability of the money multiplier need to be analyzed. As mentioned before, the transmission function of the money multiplier as it relates to monetary targeting is based on the assumption, that there is a reasonably stable relationship between the money supply controlled by the central bank (i.e. monetary base) and the total supply of money in the economy (*M2*).

The total money supply consists of deposits in banks (over which the central bank has no direct control), and the money in circulation, which is in the hands of the public. The simple form of the money supply equation is $M = CU + D$ (1), where *M* stands for the total money stock in the economy (represented by the *M2* aggregate), *CU* stands for currency in circulation and *D* represents total deposits.

It is assumed that the central bank can regulate the supply (resources) of the monetary base. Demand for the monetary base (uses) is determined by the public, which attempts to use it as currency in circulation (*CU*) and banks, which need it as reserves (*RE*). This is reflected in the equation $MB = CU + RE$ (2).

Thus, the supply of money is determined by the behaviour of the public, banks, and the central bank. The behaviour of these three groups is measured by three indicators: currency/deposit ratio (*cu*)⁸, reserve/deposit ratio (*re*)⁹, and the stock of the central bank money (*MB* – monetary base).

The following equations (1) and (2) are modified by using ratios *cu* and *re*:

$$M = CU + D = (1 + cu).D \quad (3)$$

$$MB = RE + CU = (re + cu).D \quad (4)$$

From that the equation for the money multiplier *mm* is as follows: $mm = M/MB = (1 + cu)/(re + cu)$

The equation helps to derive relationship of the money multiplier for individual items of the money stock¹⁰. It implies that a growth of *mm* is connected with a decrease in the reserve/deposit ratio (*re*), and, in the same time, with a decrease in the currency/deposit ratio (*cu*).

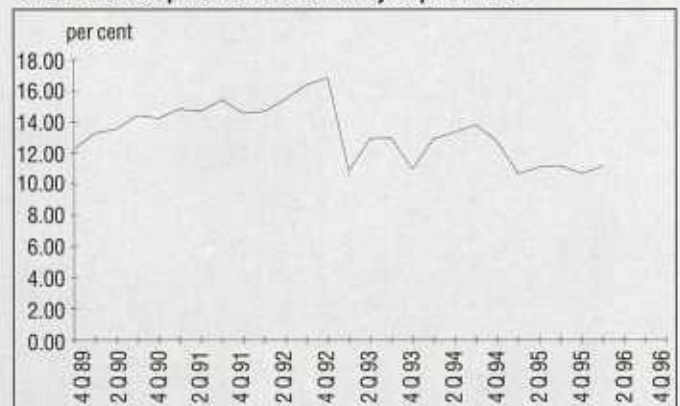
The assumption of predictability (stability) of the value of the money multiplier implicitly includes the assumption that both *cu* and *re* ratios are predictable (stable). Assuming that the public and the banking sector indicate stable behaviour, which determines their decision making with respect to the share of money stock to be held as cash and the share to be held as deposits, and, what share of deposits will be held as reservers. (Obviously, as concerns the latter, the central bank plays a regulatory role in the area of required minimum reserves and discount policy).

Then the level of stability of the money multiplier reflects the stability of the whole monetary environment. It reflects the level of stability of demand preferences for monetary assets, which determine the structure of the total money stock, as well as all changes in the money supply resulting from the operations of the central bank.

If we look at the background of finding that the multiplier relationship between the monetary base and money supply *M2* in the Slovak Republic has been unstable, and consider the attached three charts, we may outline the following conclusions:

1. The currency/deposit ratio (Chart 3) has ranged from 16.85 to 10.84. This wide interval (which does not correspond with the assumption of stability *cu*), however, represents a change between two quarters (4Q 1992 and 1Q 1993) related to the period of expectations on the CSFR dissolution, and, the following monetary split. Decrease in the *cu* ratio was not a result of economically reasonable preferences of the public as for the maintenance of monetary assets in cash or deposits, but it was determined by limited volume of stamped federal notes.

Chart 3 Development of the currency/deposit ratio





Wider discrepancies occurred between 3Q 1993 and 4Q 1993 (from 12.96 to 11.0) and 4Q 1994 (from 13.82 to 10.54)¹¹. Since a slight decrease in the *cu* ratio also occurred between 3Q 1995 and 4Q 1995, this might be considered as a seasonal feature. But, unlike the standard seasonal growth of the *cu* ratio in this period (caused by higher demand for cash before Christmas), in the Slovak Republic the ratio regularly diminished in this period. This could be explained as a result of current high interest rates on deposits in Slovakia, when interest written down at the end of the year increase the final volume of deposits, and thereby decrease the *cu* ratio. Moreover, between the third and the fourth quarters of 1993, absolute decrease of currency in the money stock was recorded.

Finally, the remarkable decrease in the volume of currency between 4Q 1994 and 1Q 1995 was a result of administrative interventions (accounting change in the issue of currency in circulation in 1994).

2. Development of the reserve/deposit ratio (Chart 4) was more regular, which stems from a prevailing share of required minimum reserves (*RMR*) in the total reserves (*R*) of the banking sector. In the second quarter of 1995, remarkable were deviations recorded in the development of reserves and required minimum reserves, reflecting the well-known problem of the liquidity management of Slovak commercial banks. Relative stability of the *re* ratio since the second quarter 1995 at a level of 5.65 has been a result of issuing NBS-bills in order to absorb the surplus liquidity. The instrument started to represent a significant share in the use of the monetary base (Chart 5).

Chart 4 Development of the reserve/deposit ratio

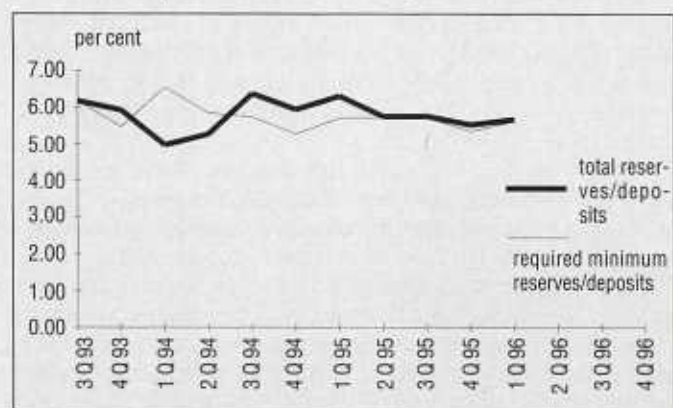
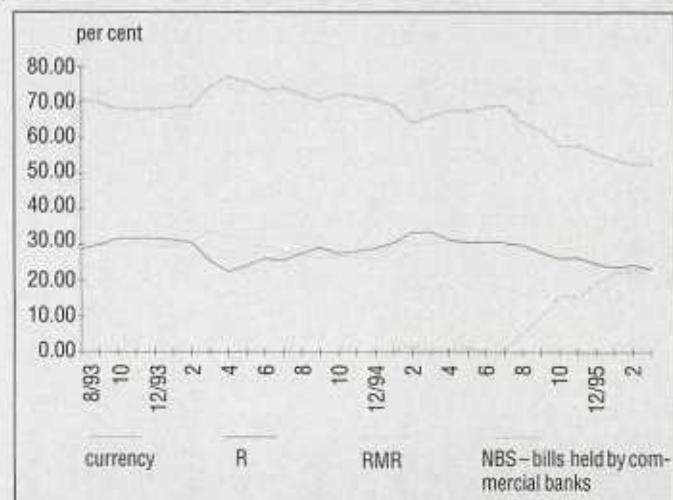


Chart 5 Structure of using the monetary base



3. If we consider the shares of currency and reserves in the total volume of monetary base (Chart 5), we may assess the intensity of impact of the *cu* and *re* ratios on the irregularity of the multiplying relationship between *MB* and *M2*. Obviously, with a permanently higher share of the currency in the monetary base, the *cu* ratio had a significant influence on the development of multiplier. At the same time with a continuous decrease in the share of currency in the monetary base – from 71.10 % (August 1993) to 53.15 % (March 1996), we may observe a growing impact of reserves by the middle of 1995. Given the rapid growth in the volume of the NBS-bills held by commercial banks since July 1995, the *re* ratio begun to drop¹². As the NBS-bills do not participate in the multiplication process, their growing portion in the use of monetary base has helped to stabilize the value of the money multiplier.

Given these conclusions, we might state that the hardly predictable multiplying relationship between the monetary base and money supply *M2* can be one of the factors which led to doubtful results of the NBS in its efforts to regulate the money stock. Continuous overshooting of the targeted annual growth of *M2* results in underestimation of the money multiplier in the NBS monetary targeting.

A simple implication of such conclusion is that the NBS should decrease the value of money multiplier. Given the definition of *mm*, its decrease can be reached, *ceteris paribus*, by increasing both *cu* and *re* ratios. As increase in the *cu* ratio does not represent an operative instrument, the resulting solution is, to increase the *re* ratio. This can be reached by growing the level of required minimum reserves, or by unifying rates of required minimum reserves on both term and demand deposits by using the existing higher rate on demand deposits, or by setting a new single rate on total deposits.

However, with respect to unstability of the multiplying relationship between the monetary base and money stock *M2*, it would be incorrect to accept explanation claiming that the excessive growth of money stock is caused exclusively by underestimation of the value of money multiplier. Therefore the suggested increase in the *re* ratio cannot be a straightforward solution for deviations in the monetary targeting under current Slovak conditions.

Ability of the NBS to determine the value of the monetary base

As we have already described, the usage of money multiplier as a transmission variable between monetary base and a broader monetary aggregate in the regulation of money stock is based on the assumption, that the central bank can freely set the value of the monetary base. Applicability of such a direct approach depends on the structure of assets on the balance sheet of the central bank. These assets represent sources of the monetary base (sum of net foreign assets and net domestic assets).

A perfectly flexible mechanism for regulations of the monetary base requires that the central bank through its interventions can adjust the volume of monetary base so that it fits into its monetary policy targets. In this case, the central bank can either increase or decrease the volume of net foreign assets and net domestic assets without any exogenous limitations.

Regulation of net foreign assets is accomplished by means of purchase and sale of foreign currencies on foreign exchange markets. These interventions have a direct impact on the monetary base (purchase results in its increase, sale results in its decrease). The primary assumption for unlimited foreign exchange interventions is a free exchange rate regime (floating). In the



case of fixed exchange rate the central bank is obliged to maintain the exchange rate of the currency and corresponding level of foreign exchange reserves. As for the impact on the monetary base unlike the free exchange rate regime (under which a pressure of net foreign assets on the increase/decrease of monetary base is automatically compensated by a change of exchange rate), the space for implementation of foreign exchange interventions under the fixed regime is limited by the criterion of exchange rate stability¹³.

Regulation of net domestic assets can be applied only for those which do not contribute to the monetary base independently from the central bank. These directly influenceable items include loans extended to commercial banks from reserves (carrying discount or lombard rate), and securities held by the central bank. On the other hand net credit to government basically represents total receivables from the government sector. From the point of view of central bank, these receivables develop autonomously.

Under standard conditions the most common way for changing the size of the monetary base are operations of the central bank on the open market (purchase of securities results in an increase of the monetary base, sale of securities results in its decrease). The operational space for this mechanism is created prevalently by budget operations of the government, which are covered by issuing government securities. Open market operations are focused mainly on transactions in short-term Treasury bills, which are used to cover current budget deficits.

Central bank trading in long-term government bonds (and especially systematic building of its own large portfolio of government bonds) should be rather sporadic, as this practice may result in some harmful implications. It may create false understanding that the primary role of the central bank is to assist in financing government budget deficits as well as false understanding of the role of central bank in development of long-term interest rates (as if these interest rates were determined by monetary policy of the central bank)¹⁴.

Apparently, it is not possible to develop some „standard“ structure of resources for the monetary base, as its formation is influenced by monetary operations of the central bank. For example, let us consider two „model“ balance sheets of central banks – the American Federal Reserve System (FRS) and the German Bundesbank. Their currencies are maintained in free exchange rate regimes, which implies there is no exogenous impact of net foreign assets on the monetary base. Obviously, the banks operate in different domestic monetary policy environments. On the one hand, their common long-term feature is a majority share of net domestic assets in the monetary base, on the other, the share of government securities in portfolios of the two banks differs as it is heavily influenced by long-term developments in the government budget management and the government debt: while the FRS holds extremely high volumes of government securities, the Bundesbank holds only a minimum volume of them¹⁵. And, it is to be stressed, the mentioned pattern is rather permanent.

In our opinion, as far as resources of the monetary base of the NBS are concerned, we also have to consider broader economic and systemic environments. These include the transformation conditions of re-establishing the dual banking system and the need for acquisition of resources for the banking sector, as well as separation of central bank functions from the Ministry of Finance and the process of re-establishment of standard market relationships between the government and the central bank. Last but not least, current budget development and strategy of redeeming the government debt play significant roles. All these realities make for-

mation of the NBS monetary base structure closer to that of the Bundesbank, which implies a low volume of government securities in the portfolio of the National Bank of Slovakia.

However, besides this formal resemblance, formation of resources of the monetary base of the NBS and the Bundesbank occur in the different exchange rate regimes. Unlike the Bundesbank, which regulates its monetary base (and thereby the whole domestic money stock) in a free exchange rate regime, the NBS operates a regime of fixed exchange rates.

Fixed exchange rate, declared by the NBS as the most important medium term target, is used to ensure the external stability of the Slovak currency. It is obvious that accomplishment of this target reduces intervention space for the NBS in its efforts to regulate the monetary base. However, consequences of such limitations have not been fully reflected yet, as they have been diminished by the system of internal convertibility of currency. Eventually, even the liberalization of the current account of the balance of payments (as of October 1, 1995) did not support formation of an environment, which would reveal conflict between the two monetary policy targets – maintenance of the fixed exchange rate and regulation of money stock. The intervention duty of the National Bank of Slovakia on foreign exchange markets remains reduced by restrictions on the capital account.

To get a clear picture of the intervention space used by the NBS used to regulate the monetary base, the NBS divided the monitoring of resources of monetary base into autonomous factors (AF) and monetary policy factors (MPF). The structure of autonomous factors includes net foreign assets (NFA), net credit to government (NCG), credit provided to the economy (CE) and other net assets (ONA). The monetary policy factors include credits to banks (CB), and government securities (GS).

Charts 6 and 7 show, that the development of the monetary base was influenced by resources that belong to the AF group. This group represents resources which cannot be directly influenced by the NBS. This one-way relationship has been strengthened since March 1994, when the share of AF in the resources of monetary base was about 90% and since the last quarter of 1995 has grown to almost 100%. This means that the NBS has not got any space for discret interventions toward the monetary base.

The second empirical finding is that the monetary base showed a growing trend, with dynamics increasing in the second half of 1995. With respect to the fact that the monetary base growth was supported prevalently by autonomous factors, the

Chart 6 Impact of autonomous and monetary policy factors on the monetary base resources

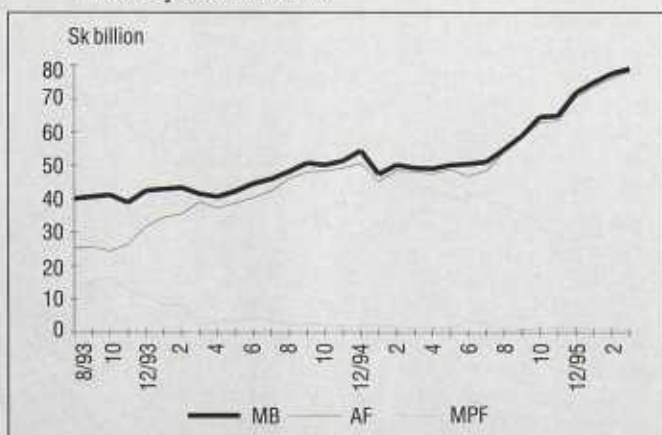
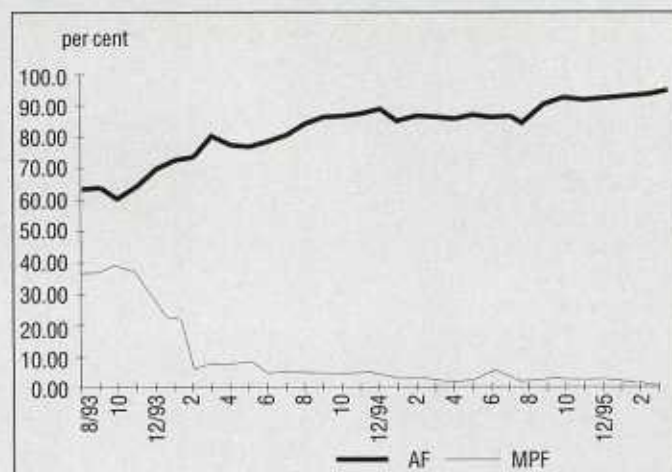




Chart 7 Shares of autonomous and monetary policy factors in the monetary base



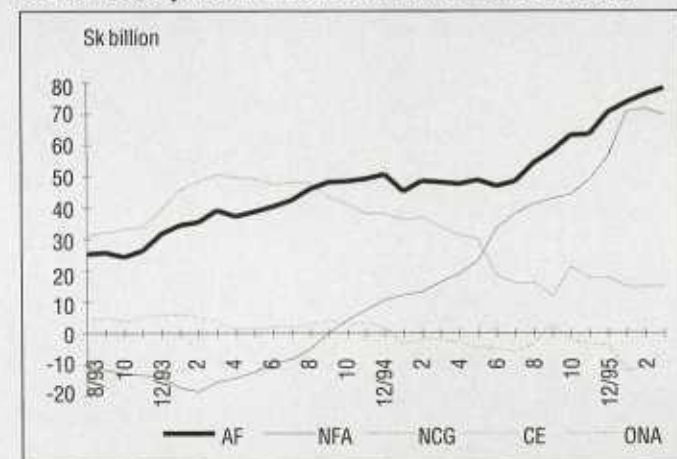
National Bank of Slovakia is constantly forced to subordinate its regulatory measures to the trend established by a group of autonomous factors.

At the end of this section it should be noted that all the above statements on insufficient intervention space for the NBS in regulation of the money stock through monetary base must be considered within the trade-off between a *discret, ex ante* and a *successive, ex post* regulation. Certainly, *ex ante* determination of the monetary base supported by possibility to influence flow of its resources is the optimal but not the only solution for a central bank. Given limitations (such as those for the NBS), which do not allow for full intervention, the required level of monetary base can be reached by implementing *ex post* measures on the side of uses (changes of required minimum reserves). Eventually, in marginal situations, there are also direct (administrative) involvements for the management of capital flows between the domestic economy and foreign countries¹⁶.

Interpretation of development trends in resources items of the NBS monetary base

Development of individual parts of autonomous factors and their shares in the structure of *AF* (charts 8 and 9) shows that net foreign assets and net credit to government were the most dynamic parts of *AF*.

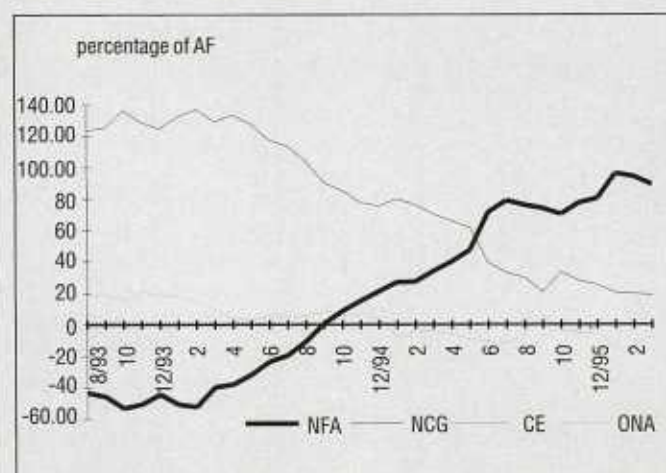
Chart 8 Development of the structure of autonomous factors



Net foreign assets. Since February 1994, when the dynamics of net foreign assets has changed and a tendency towards growing negative balance has reduced continuously, development of *NFA* has supported growth of the monetary base. The most dynamic growth of *NFA* can be observed in the second and the fourth quarters 1995, which has resulted in a threefold increase of *NFA* in the monetary base from April to December 1995. Their share in the monetary base grew from 38.8% to 78.7%.

This trend continued in January 1996. However, the rapid growth of *NFA* in that month (when their share in the monetary base reached 94.4%) was a result of methodological changes in the calculation of *NFA*. Slower growth of *NFA* in February and the absolute drop in March was a result of failure in the current account of the balance of payments, especially the negative balance of foreign trade. The 88% share of *NFA* in resources of the monetary base remains to be a critical factor in setting space for the NBS operations.

Chart 9 Structure of autonomous factors



Net credit to government. Dynamics of this factor was, in principle, opposite to the development of net foreign assets. Net credit to government heavily supported the growth of the monetary base in the period November 1993–March 1994, when the absolute volume of this item continuously grew. Its growing effect on the monetary base was partially offset by the negative balance of net foreign assets in this period.

The mechanism of repayment for government debt through issues of bonds by the Slovak Ministry of Finance resulted in a gradual decrease in the absolute volume of net credit to government. From March 1994 to the end of 1994, it decreased by 25% and its initial volume from the beginning of the year was reduced to its half. At the end of 1995, the share of net credit to government in the sources of the monetary base amounted to 24.7%. (The difference between *NFA* and *NCG* was represented by negative values of other net assets, which caused a decrease in the monetary base).

From the second quarter of 1994, the development of *NCG* has affected the monetary base in a decreasing sense. With respect to the orientation of the Slovak Government on redeeming the government debt¹⁷, we can assume a continuous reduction in the influence of this factor. Obviously, there is a risk of potential failure of the fiscal part of the budget deficit in the following years.

Consequences of the absence of monetary policy factors. The above analysis has confirmed that monetary policy factors in the



formation of sources for the monetary base are missing and that the space for NBS intervention is limited. The basic factor for this development has been the rapid growth of net foreign assets, which has been reflected in the excessive liquidity of the banking sector. As a result of that the banking sector has become independent of the NBS reserve money. Additionally, the banking sector is able and willing to keep in its portfolio safe government securities, which, cannot even absorb the excessive liquidity. As a result, the NBS has been put into a defensive position of a sterilization policy, which in 1995 resulted in permanent issuing of its own bills (NBS-bills).

The second consequence of losing effective control over the banking sector was an expansion of credit activities against the private sector, which in 1995 remarkably exceeded the credit space for commercial banks set by the NBS¹⁸. Compared with the targeted growth of money stock $M2$, the value of actual growth nearly doubled.

Some suggestions for the regulation of the money stock in the Slovak Republic

With regard to the rapid economic growth in 1995 and the continuous anti-inflationary trend in the Slovak economy, the NBS did not implement measures designed to reduce of the growth of the money stock. However, monetary development in 1995 can be considered as a warning signal, which revealed that the existing practice of monetary targeting does not perform its role as an intermediate monetary policy target.

(The approach of the NBS to the theoretically unacceptable excessive growth of the money stock in 1995 brings about different explanations, which, among other, lead to a comparison with procedures of several other central banks from the height of the monetarist period. Even in this period, targeting of the money stock and belief in the absolute neutrality of money were officially announced rather than thoughtfully implemented. Milton Friedman himself considered monetary targeting of the American FRS in the seventies to be „rhetoric camouflage“¹⁹, while the main role of the monetary policy of the FRS continued to be the regulation of interest rates.)

Existing discrepancies between the targeted and actual growth of the money stock in Slovakia were partially caused by the underdeveloped system of behaviour of individual groups of entities that contribute to the formation of the structure of the money supply. The stability of these relationships influences the validity of the model of determination as a whole, or, regulation of the money supply by the central bank, which is developed on the basis of the multiplier relationship between the monetary base and a broader monetary aggregate²⁰. The discrepancies in the value of the money multiplier prove unreliable relationship between the monetary base and the $M2$ aggregate. However, given a short time frame, this conclusion cannot be conceived as absolutely valid.

A more significant reason that leads to discrepancies between the targeted and actual growth of $M2$, is the absence of a systemic dependence of the banking sector on the money of the NBS, which is expressed by the absolute impact of autonomous factors on the formation of sources of the monetary base. The National Bank of Slovakia is put into the position of a „fireman continuously fighting against the threat of fire“, while targeting of the money stock growth should reflect its own strategy, which is to govern the operations of the whole banking sector. However, given the current realities, this rule does not apply.

This brings about doubts as to the applicability of the money stock growth targeting in the future monetary policy of the NBS. Preservation of this approach is justified by a necessity to maintain its control functions. But, given the imperfect predictability of Slovakia's monetary and economic development, we should perhaps recommend the implementation of a corridor form for setting monetary targets, which would allow for higher credibility space for meeting targets.

Nevertheless, the practice of the money stock targeting in the future may be disturbed by maintaining the fixed exchange rate regime of the Slovak crown.

The fixed exchange rate regime in conditions of full convertibility of the national currency (i.e. of fully liberalized current and capital accounts of the balance of payments) will impose on the NBS obligations to intervene in the case of monetary disequilibrium (depreciation or appreciation of currency) on foreign exchange markets. In such conditions, maintenance of external stability of the currency will become the primary monetary policy target. On the other hand, this approach implies that achievement of the internal goal of monetary stability, defined, e.g., as the growth of a selected monetary aggregate, becomes residual, being limited by the intervention obligations of the central bank in the area of exchange rate policy.

The fact, that the National Bank of Slovakia adopted a mechanism for currency stabilization, which, in reality, does not allow for accomplishment of both goals (fixed exchange rate of the currency and growth of money stock $M2$) simultaneously, relates to the starting conditions of the regime of internal convertibility of the Slovak currency, which put substantially lower requirements on the foreign exchange reserves and interventions of the NBS²¹. Relatively high protection of the Slovak monetary environment has been preserved also in conditions of a liberalized current account of the balance of payments. Possibility for the money stock targeting has also been supported by implementation of a broader ($\pm 3\%$) exchange rate fluctuation band of the Slovak crown.

From a systemic point of view, liberalization of the current account does not represent a step, which would result in dramatic changes of the foreign exchange flows between the Slovak Republic and abroad. After all, in the near future the inflow of foreign exchange resources created by Slovakia's foreign trade will be reduced (or, as a result of a growing negative trade balance it may result in an outflow).

Obviously, the pressure on the money stock will come from the development of the capital account, as the NBS anticipates from the expected inflow of foreign investment, or, more generally, as states the Hecksher-Ohlin theorem declaring the contradictory development of the current and capital accounts.

With respect to the expected development of the capital and financial account, we have to consider the fact, that these two accounts are not yet liberalized in Slovakia. However, this has not got a clear, exclusively positive impact on the applicability of the money stock targeting. An asymmetric time schedule for the liberalization of these two accounts, which counts on a faster release of capital flows to Slovakia rather than from Slovakia, may represent an additional item hindering the applicability of the money stock regulation. From this point of view a symmetric time schedule of the liberalization would be more reasonable, although, on the other hand, it is more risky for maintaining the fixed exchange rate regime of the currency.

A further broadening of the fluctuation band of exchange rates and the implementation of corridors for the money stock growth appears to be a certain satisfactory compromise for maintaining both intermediate targets, the fixed exchange rate of the Slovak



crowns and the money stock targeting, in the future monetary policy of the National Bank of Slovakia.

* * *

The article was written in June 1996. For this reason it does not imply new monetary policy measures related to the topic of the article, which the NBS announced on July 15, 1996.

- ¹ The bibliography of critics of the monetarist theory is extremely extensive, the above mentioned issues are evaluated by N. Kaldor in his article „How monetarism failed“ (KALDOR, N.: How monetarism failed. Challenge, May-June, 1985, p. 4-13).
- ² This is not easily applicable even in the case of the three main „reserve“ currencies (American dollar, German mark, Japanese yen), the exchange rates of which are defined in the floating regime. This condition becomes even more relative in the context of the European mechanism of exchange rates, or other bilateral and multilateral relationships among national currencies, for example.
- ³ Financial innovations and the liberalization of capital markets in the seventies modified monetary environment in advanced market economies significantly, so that they broke basic criteria for the functioning of the monetarist model. In reality this implied a retreat from monetarist principles of monetary policy, although its primary antiinflation function continues to be the main target for most of central banks.
- ⁴ Its current definition at the level of M2 will most probably result in adjustments in the near future.
- ⁵ There is extensive research available on the relativity of this assumption. Financial innovations in the seventies disturbed the traditional structure of the money supply. There were two types of responses to this development. On the one hand, central banks have taken the role of monetary targeting more relative, and on the other hand, alternative approaches to the measurement of the money stock were applied. (See for example: Divisia Measures of Money, Bank of England Quarterly Bulletin, May 1995, p. 240-255, FISHER, P. – HUDSON, S. – PRADHAN, M.: Divisia indices for money: an appraisal of theory and practice. Bank of England Working Paper No. 9, May 1993).
- ⁶ To ensure the incorporation of genuine features affecting the formation of the monetary environment in the Slovak Republic, all the used time series have not been cleared from seasonal and random deviations.
- ⁷ Both aggregates represent the sum of currency and deposits. However, deposits are included in the monetary base on a pro rata basis in the form of reserves of the banking sector in the NBS. We take no account of the fact that currency in the monetary base represents all its volume including its portions in the treasuries of commercial banks, while the M2 aggregate includes only the currency held as cash by the public. The volume of the difference grew slowly (from Sk 3 billion in 1993 to Sk 5.5 billion in 1995) and it is not expected to influence the trend of multiplication relationship.
- ⁸ The currency/deposit ratio is influenced by the behaviour of the public, which determines the volume of money to be held as cash and the volume of money to be held as deposits. It is influenced by the maintenance costs of cash and its availability. From the point of view of the multiplier process, there is important assumption that this relationship is stable, or predictable (e.g. in seasonal deviations).
- ⁹ The reserve/deposit ratio is determined by two factors: 1. requirements of the central bank on the level of required minimum reserves, 2. volume of excessive reserves held by banks in the central

bank. The volume of excessive reserves depends on the yields on alternative assets and is a function of market interest rates.

- ¹⁰ The equation for money multiplier can be built using different parts of the money stock (M1, demand deposits, time deposits, etc.) depending on the purpose of analysis. In our case, the M2 aggregate is chosen, as the analysis is orientated on assessing the validity of assumption for the central bank targeting the money stock in the economy.
- ¹¹ Analysis of the deviations results in the need to analyze the development of the money stock as regards structural items (currency in circulation, demand deposits, time deposits) and subject factors (public, companies), which is not the purpose of the article.
- ¹² The share of NBS-bills held by commercial banks in the monetary base has remained at a level of 25% since the end of 1995 (23.48% in March 1996).
- ¹³ With respect to this, it should be noted that the Bundesbank adopted this approach in 1975, which means, after the failure of the Bretton-Woods system of fixed exchange rates. The regulation of the growth of money stock as an intermediate target of its monetary policy is applied in conditions of a floating exchange rate of DEM against major foreign currencies (USD, JPY). In principle, the floating regime of DEM is not contradictory even to the European mechanism of exchange rates, which has been declared on the basis of fixed exchange rates with a wide exchange rate range (+/-15%).
- ¹⁴ For details see: The monetary policy of the Bundesbank. Deutsche Bundesbank, March 1994, p. 88.
- ¹⁵ For example, the balance sheet of the FRS in April 1992 included government securities amounting to 83.4% of total assets, which means, of the monetary base resources. (DORNBUSCH, R. – FISCHER, S.: Macroeconomics. 6th Edition. Mc Graw-Hill, Inc., 1994, p. 409). On the other hand the balance sheet of the Bundesbank for 1993 reflected 70.4% share of net domestic assets in total assets. The government securities amounted only to 1.2%. (Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht 1993, p. 138).
- ¹⁶ The regime of internal convertibility of the Slovak currency and the gradual liberalization of individual accounts of the balance of payments with a potential asymmetric time schedule of liberalization against capital flows from and to the Slovak Republic, may be understood as a sort of administrative „protection“.
- ¹⁷ As this policy was applied in the government budgets for 1995 and 1996.
- ¹⁸ According to preliminary results, the limit set by NBS for the total volume of credit to households and enterprises, was exceeded by 8%.
- ¹⁹ Dornbusch, R. – Fischer, S.: Macroeconomics. 6th ed., McGraw-Hill, 1994, p. 423.
- ²⁰ However, this problem also appeared in central banks of most developed countries. They had either fully rejected monetary targeting, or limited the function of the intermediate target to a certain indicator of money stock in the economy. The German Bundesbank which establishes the growth of the monetary aggregate M3 as its leading monetary policy target, determines its growth by corridor values in the range of 2-3% points. The range is set with regard to the level of uncertainty in expectations of future economic development.
- ²¹ In spite of this, dynamic inflow of foreign exchange resources supported by favourable foreign trade development resulted even in this period in an excessive growth of liquidity in the Slovak banking sector, which put pressure on the growth of the money stock.



Informačné systémy



DODÁVA

AXA DBS

AUTOMATIZOVANÝ INFORMAČNÝ SYSTÉM

PRE BANKY

ZABEZPEČUJE

KOMPLEXNÝ SERVIS

SOFTWARE - HARDWARE

BANKOMATY

AXA, a.s.
821 05 BRATISLAVA
Radničné námestie 4
Tel. (7) 231 583
Fax (7) 235 843

**AXA
DBS**

DATAFIT DP4

ORACLE

UNIX

DERBY®

ORIGINÁLNY SOFTWARE
PRE BANKY A PODNIKY

PROGRESÍVNE MODERNÉ
KOMPLEXNÉ SYSTÉMY

■ BANKOVÉ SYSTÉMY

- INFORMAČNÉ BANKOVÉ SYSTÉMY VO VERZIACH 2.3 a 3.1
- HOMEBANKING VER. 2.0 a 2.5
- ELEKTRONIC BANKING
- ELEKTRONICKÁ PEŇAŽENKA S VYUŽITÍM SYSTÉMOV KOMERČNÝCH BÁNK
- KARTOVÉ AGENDY PRE VŠETKY DRUHY KARIET
- CARDMANAGEMENTY PRE KOMERČNÉ BANKY

■ SYSTÉMY PRE ORGANIZÁCIE

- FINANČNÉ CENTRUM
- ZAHRANIČNÉ PLATBY
- KARTOVÉ SYSTÉMY S ČIPOVÝMI KARTAMI PRE KLUBY A REŠTAURÁCIE
- DOCHÁDZKOVÉ SYSTÉMY
- HOTELOVÉ KARTOVÉ SYSTÉMY
- ČIPOVÉ KARTOVÉ SYSTÉMY NA KLÚČ

-
- VYSOKÁ BEZPEČNOSŤ DÁT
 - PRÍSTUPNÉ CENY
 - PORADENSTVO
 - ZARUČENÝ SERVIS A HOT-LINE

PREDVEDIEME NA POŽIADANIE:

DERBY s. r. o. Košice, Moyzesova 34, PSČ 040 01,
tel./fax. 095 / 62 250 48

DERBY a. s. Zlín, Štípa 365, PSČ 763 14,
tel. 067 / 791 45 56
fax. 067 / 791 40 80

DERBY a. s. Praha, Průmyslová 5, PSČ 108 21,
tel./fax. 02 / 70 30 45



17.–20. 9. 1996 nás môžete navštíviť v našom stánku
v pavilóne B počas výstavy **FINEX '96**
v Banskej Bystrici