



Obsah

Marián Jusko, guvernér NBS / **Príhovor / 2**

NA AKTUÁLNU TÉMU

Menový program Národnej banky Slovenska na rok 2003 / 3

Jacques de Larosière / **Rozširovanie je pre Európu príležitosťou / 6**

Otto Sobek / **10 rokov Národnej banky Slovenska / 8**

doc. Dr. Ing. Vladimír Valach / **Desať rokov zmien v bankovníctve / 11**

MENOVÁ POLITIKA

Ing. Rastislav Čársky, Ing. Silvia Gantnerová, Ing. Martina Klačanská /
Dopad zmien kľúčových sadzieb NBS na klientske úrokové miery z úverov a vkladov / 12

POSTREHY - PODNETY

doc. Ing. Tomáš Sabol, PhD., Ing. Adela Hošková, PhD. /
Priame zahraničné investície v ekonomike Slovenska a ich vplyv na podnikovú sféru / 18

GALÉRIA OSOBNOSTÍ

Mgr. Mária Kačkovičová / **Eugen Löbl / 21**

PROFILY SVETOVÝCH EKONÓMOV

doc. Ing. Vladimír Gonda, CSc. / **James Tobin / 22**

PAMÄTNÉ MINCE

Ing. Dušan Sukup, Ing. Dagmar Flaché /
10. výročie Slovenskej republiky na pamätných minciach / 26

INFORMÁCIE

Z rokovania Bankovej rady NBS / 28

Prehľad vzdelávacích podujatí IBV NBS na I. štvrťrok 2003 / 31

Vybrané ukazovatele hospodárskeho a menového vývoja SR / 32

BIATEC

Odborný bankový časopis
január 2003

Vydavateľ: Národná banka Slovenska

Redakčná rada: Ing. Marián Jusko, CSc. (predseda),
Mgr. Soňa Babincová, PhDr. Eva Barlíková,
prof. Ing. Irena Hlavatá, CSc., Ing. Štefan Králik,
Ing. Jozef Kreutz, doc. Ing. Jozef Makúch, PhD.,
doc. Ing. Anna Pilková, CSc. MBA,
Ing. Monika Siegelová, doc. Dr. Ing. Vladimír Valach

Redakcia: šéfredaktorka: Mgr. Soňa Babincová

☎ 5787 2150, fax: 5787 1127

zástupkyňa šéfredaktorky: Ing. Alica Polónyiová

☎ 5787 2153

výtvarná redaktorka: Anna Chovanová

☎ 5787 2152

Adresa redakcie: Národná banka Slovenska
redakcia BIATEC, Imricha Karvaša 1, 813 25 Bratislava

Objednávky na inzerciu prijíma redakcia: ☎ 5787 2152

e-mail: biatec@nbs.sk

Počet vydaní: 12-krát do roka

Cena výtlačku: 19,10 Sk vrátane DPH + poštovné

Ročné predplatné: 229 Sk vrátane DPH + poštovné

Tlač: i + i print, spol. s r. o.

Mlynské Luhy 27, 821 05 Bratislava

**Objednávky na predplatné v SR a do zahraničia,
reklamácie, distribúcia:**

PONS, a. s., Záhradnícka 151, 821 08 Bratislava

Termín odovzdania rukopisov: 7. 1. 2003

Dátum vydania: 20. 1. 2003

Registračné číslo: MK SR 698/92

ISSN 1335 - 0900

Foto na obálke: Pavel Kochan a Mikuláš Červeňanský
*Pamätné mince, ktoré vydala Národná banka Slovenska
pri príležitosti 10. výročia vzniku Slovenskej republiky*

A full English-language version of this paper is available on the web site
of the National Bank of Slovakia: <http://www.nbs.sk>

Anglická verzia časopisu je publikovaná na internetovej stránke
Národnej banky Slovenska: <http://www.nbs.sk>



Vážení čitatelia,

Národná banka Slovenska si v týchto dňoch pripomína desiate výročie svojho vzniku. Za uplynulé roky si získala dôveryhodnosť, sledujúc napĺňanie cieľov a úloh centrálnej banky pri udržaní si svojej nezávislosti, pôsobila stabilizujúco na vývoj našej ekonomiky.

Centrálne banka zohrala významnú úlohu v oblasti medzinárodnej komunikácie a kooperácie v procese začleňovania Slovenskej republiky do medzinárodných finančných a ekonomických štruktúr.

Zohľadňujúc desaťročné jubileum Národnej banky Slovenska, rád by som vyslovil niekoľko myšlienok k nemenej významnej aktivite centrálnej banky, a tou je vzťah k verejnosti. Naším cieľom je transparentné poskytovanie odborných informácií o centrálnej banke, prezentovanie rozhodnutí Národnej banky Slovenska v oblasti menovej politiky a výkonu bankového dohľadu, informovanie o plnení hlavných úloh centrálnej banky.

Jednou z foriem komunikácie Národnej banky Slovenska s verejnosťou je publikačná činnosť. Spomedzi tlačových produktov centrálnej banky spĺňa tieto zámery aj náš rovnako jubilujúci odborný bankový časopis BIATEC. Od svojho vzniku v januári 1993 poskytuje aktuálne informácie o vývoji slovenskej ekonomiky so zameraním na menovú politiku a činnosť Národnej banky Slovenska, na otázky bankového a finančného sektora v stálych i novozałożených rubrikách, tematických oblastiach a cykloch.

Dovoľte mi, vážení čitatelia, aby som využil túto príležitosť a poďakoval Vám za dôveru a priazeň, ktorú ste prejavovali nášmu časopisu počas uplynulých desať rokov, za mnohé podnetné návrhy a poznatky. Cieľom redakčného kolektívu bolo od zrodu časopisu po dnešok poskytovať priestor odborným informáciám, prezentácii skúseností, analýz a hodnotení, aby bol pre Vás produktívnou inšpiráciou počas práce i v štúdiu.

Rád konštatujem, že mnohí z Vás sa aktívne a tvorivo podieľajú autorskými príspevkami na jeho obsahovom zameraní.

Významným cieľom v budúcej informačnej činnosti centrálnej banky, teda aj časopisu BIATEC, bude informovanie o aktuálnom vývoji Slovenskej republiky v integračnom procese, prezentácia komunikácie Národnej banky Slovenska s Európskou centrálnou bankou, otázky postupného zapájania sa Národnej banky Slovenska do Európskeho systému centrálnych bánk, problematika prípravy Slovenskej republiky na začleňovanie sa do Európskej únie a Európskej menovej únie, ako aj spolupráca s poprednými svetovými finančnými inštitúciami.

Marián Jusko
 guvernér NBS

MENOVÝ PROGRAM NÁRODNEJ BANKY SLOVENSKA NA ROK 2003

Banková rada Národnej banky Slovenska schválila dňa 13. decembra 2002 Menový program na rok 2003, ktorého súčasťou je aj strednodobý výhľad na roky 2004 až 2006. Na tlačovej konferencii dňa 17. decembra 2002 ho prezentoval guvernér Národnej banky Slovenska Marián Jusko.

Výkon menovej politiky v rokoch 2003 až 2006 bude v rozhodujúcej miere determinovaný integračným procesom. Z tohto pohľadu bude dôležité predovšetkým načasovanie vstupu do EMÚ a s tým spojená stratégia v oblasti fiškálnej a menovej politiky, a to s ohľadom na plnenie maastrichtských kritérií a členstva v ERM II.

Hodnoty menového programu na rok 2003 vychádzajú zo zámerov vlády SR znížiť fiškálny deficit v porovnaní s rokom 2002, ako aj z rozhodnutí Úradu pre reguláciu sieťových odvetví ohľadne rastu regulovaných cien. Na základe týchto predpokladov by malo dôjsť k spomaleniu rastu konečnej spotreby verejného sektora i domácností. Nemalo by však dôjsť k výraznejšiemu spomaleniu rastu HDP v porovnaní s rokom 2002, nakoľko v rámci štruktúry HDP predpokladáme priaznivé pôsobenie zahraničného a investičného dopytu. Naplnenie týchto predpokladov by malo zabezpečiť reálny rast HDP na úrovni podmieňujúcej pokračovanie v reálnej konvergencii.

Očakávané oživenie exportu bude v rámci bežného účtu čiastočne kompenzované rastom dovozov investičného charakteru. Zároveň však v porovnaní s rokom 2002 sa v rámci dovozov zníži vplyv konečnej spotreby. Vzhľadom na očakávaný mierny rast reálnej mzdy, rozvoj úverových aktivít a nezmenený sklon k spotrebe by v porovnaní s rokmi 1999 a 2000



Záber z tlačovej konferencie Národnej banky Slovenska k menovému programu na rok 2003. Zľava vrchný riaditeľ menového úseku NBS Peter Ševčovic, viceguvernérka NBS Elena Kohútiková, guvernér NBS Marián Jusko a hovorca NBS Ján Onda.

nemalo dôjsť k prepadu konečnej spotreby domácností a k výraznému zníženiu dovozov spotrebného tovaru.

Z uvedeného vyplýva, že konsolidácia vo verejnom sektore, rastúci zahraničný dopyt a zmiernenie dynamiky konečnej spotreby domácností a verejnej správy vytvorí predpoklady na pokles deficitu obchodnej bilancie a bežného účtu.

V oblasti menových agregátov očakávame, že ich vývoj bude pokračovať v tendenciách roku 2002, pričom nebude ovplyvňovaný uskutočňovaním reštrukturalizácie bankového sektora, výraznejším prílevom privatizačných príjmov a ich použitím, ani zmenami vo výkazníctve bankového sektora. Vzhľadom na nižšiu úroveň úrokových sadzieb v roku 2003 sa však môže zmeniť orientácia časti podnikov zo zahraničných zdrojov na domáce, čo by sa mohlo prejaviť aj v rýchlejšom raste úverov, ako je odhad Národnej banky Slovenska. Rast domácich úverových aktivít spolu s očakávaným prílevom zdrojov zo štrukturálnych fondov EÚ, ako aj čerpaním úverov zo zahraničia približne na úrovni roku 2002 by mali vytvoriť dostatočné zdrojové možnosti pre rast investícií.

Prezentované tempá rastu úverov a peňažnej zásoby predstavujú indikatívne hodnoty a ich vývoj sa posudzuje v kontexte celkového makroekonomického vývoja. Preto aj pri odlišnom vývoji jednotlivých dynamík, ako je uvedený v menovom programe, nie je



nevyhnutná okamžitá korekcia zo strany Národnej banky Slovenska.

Aj v roku 2003 bude pokračovať proces harmonizácie nástrojov menovej politiky s nástrojmi Európskej centrálnej banky ďalším postupným znížením sadzby povinných minimálnych rezerv na 3 %, čím sa dosiahne jednotná sadzba pre banky aj stavebné sporiteľne.

Národná banka Slovenska predpokladá v roku 2003 mierne zníženie sterilizačnej pozície NBS voči bankovému sektoru v dôsledku splatenia zahraničného štátneho dlhu a jeho revolovania na korunovom (domacom) trhu. Národná banka Slovenska odporúča taký postup vlády SR, ktorý na jednej strane umožní znížiť prebytok voľnej likvidity obchodných bánk a na druhej strane zníži kurzové riziko dlhovej služby štátu. V strednodobom horizonte vychádzajú hodnoty menového programu z predpokladu, že prípadné príjmy z privatizácie budú použité na doplnenie zdrojov určených na dôchodkovú reformu a na splácanie dlhovej služby, prednostne zahraničnej.

Použitie prostriedkov z predaja majetku štátu predovšetkým na dlhovú službu štátu a na dôchodkovú reformu by prispelo ku konsolidácii v oblasti verejných financií. Ozdravenie hospodárenia verejných financií spolu s realizáciou štrukturálnych reforiem by tak malo vytvoriť podmienky na stabilný a udržateľný ekonomický rast. Zároveň by nemalo dochádzať k striedaniu výrazného oživenia až prehriatia ekonomiky nasledovaného korekciou tak zo strany menovej, ako aj fiškálnej politiky, s následným tlmiacim dopadom na rast HDP. Práve realizácia reforiem a pokračovanie integračného procesu by mali vytvoriť priestor na minimálne 4 %-ný rast reálnej ekonomiky, pričom štruktúra HDP bude môcť dosahovať vyvážený charakter. Z pohľadu nevyhnutnosti súbežného prebiehania reálnej konvergencie považujeme za podstatné vytvoriť podmienky na čo možno najrýchlejší rast pridanej hodnoty a produktivity.

Hodnoty menového programu sú založené na nezmenených úrokových sadzbách pri relatívne stabilnom výmennom kurze voči euru a americkému doláru.

Na základe uvedených predpokladov by mala hodnota celkovej inflácie v decembri 2003 na medziročnej báze dosiahnuť 7,7 – 9,7 %. Výrazný nárast v porovnaní s rokom 2002 bude ovplyvnený vývojom regulovaných cien (nárast o 20 %), pričom hodnota jadrovej inflácie by mala dosahovať len mierne vyššie hodnoty v porovnaní s rokom 2002. Odkladanie odstránenia cenových deformácií si vyžaduje ich uskutočnenie v relatívne krátkom časovom horizonte a z toho vyplývajúcou vyššou jednorazovou záťažou cien v roku 2003. Navyše sa tento nákladový faktor kumuluje s úpravou nepriamych daní, s konečným efektom zvýšenia daňového zaťaženia. Stabilne rizikovým faktorom cenového vývoja zostáva okrem zmeny rozsahu

úprav regulovaných cien volatilný vývoj cien potravín (s 21,4 %-ným podielom v spotrebiteľskom koši) a pohonných hmôt (premietajúci sa do celého koša).

Nárast inflácie v roku 2003 považuje NBS za nevyhnutný krok v naprávaní cenových deformácií a v procese konsolidácie verejných financií. Prispôbenie cien doteraz regulovaných komodít oprávneným nákladom a primeranému zisku by sa uskutočnilo skôr či neskôr. Ich postupné mierne zvyšovanie by však vytvorilo prostredie permanentne relatívne vysokej inflácie. Vzhľadom na to považujeme za žiaduce koncentrovanie najvýraznejšieho rastu do jedného až dvoch rokov. V strednodobom horizonte tak bude vytvorený priestor na opätovný návrat k znižovaniu inflácie.

Plánovaný vstup Slovenskej republiky do Európskej únie a prizvanie do NATO vytvárajú predpoklady na ďalšie zlepšovanie hodnotenia Slovenska ratingovými agentúrami. Začiatok reforiem vo verejnej sfére (dôchodkovej, sociálnej, zdravotnej) spolu so záväzkom Slovenska plniť maastrichtské kritériá v strednodobom horizonte môžu ešte viac zvýšiť atraktivnosť investícií v Slovenskej republike. To by mohlo vytvárať tlak na zhodnocovanie výmenného kurzu slovenskej koruny. Prvé signály takéhoto vývoja bolo možné pozorovať už v období po voľbách v roku 2002, keď začalo dochádzať k výraznejšiemu prílevu zahraničných zdrojov.

Tejto situácii bude potrebné prispôbiť stratégiu Národnej banky Slovenska v oblasti používania menových nástrojov a miery akceptácie zhodnocovania výmenného kurzu, a to aj vo vzťahu k strednodobému horizontu. Strednodobá stratégia menovej politiky bude musieť byť zameraná na plnenie maastrichtských kritérií tak pre výmenný kurz, ako aj pre infláciu.

V súvislosti s rozhodovaním ohľadne optimálnej stratégie v kurzovej oblasti je možné vysloviť tézu, že príliš rýchle zhodnocovanie – ak nie je v súlade s akcelerujúcim rastom ekonomiky, ale hlavne exportom – nie je pre malú otvorenú ekonomiku prospešné, aj keď môže prispieť k dočasnému zníženiu inflácie. Neúmerná apreciacia meny však môže mať negatívny vplyv na spotrebu, dovozy a súčasne spôsobiť taký pokles cenovej konkurencieschopnosti slovenských producentov, ktorý nebude možné eliminovať rastom produktivity.

Preto sa v takomto prostredí výmenný kurz automaticky stáva predmetom záujmu menovej politiky, pričom však nie je dotknuté plnenie hlavného cieľa centrálnej banky. Národná banka Slovenska bude pokračovať v doterajšom výkone menovej politiky s dôrazom na svoj hlavný cieľ, ktorým je cenová stabilita. Zároveň však bude monitorovať aj vývoj výmenného kurzu. V prípade, že nebude zodpovedať stavu ekonomiky, bude pripravená korigovať ho dostupnými nástrojmi.



Cieľom Národnej banky Slovenska je v strednodobom horizonte dosiahnuť infláciu na úrovni krajín EMÚ, tak aby bolo splnené inflačné maastrichtské kritérium. Na základe technických prepočtov by to malo byť v roku 2006. Prepočty sú založené na odhadoch vývoja regulovaných cien, ako aj na konsolidácii verejných financií, ktorá vychádza zo strednodobého výhľadu predkladaného v rámci návrhu zákona o štátnom rozpočte. Tento dokument predpokladá splnenie maastrichtského kritéria pre fiškálny deficit v roku 2006, čo by umožňovalo vstup do EMÚ najskôr v roku 2008. Takémuto časovému rámcu konsolidácie verejných financií zodpovedá aj strednodobý výhľad inflácie.

Vzhľadom na to, že doteraz nebol zo strany Slovenskej republiky prezentovaný oficiálny termín predpokladaného vstupu do EMÚ, je potrebné chápať strednodobý výhľad nie ako cieľ, ale ako jeden z variantov vývoja za predpokladu statického uplatnenia a zapracovania informácií z regulačných vzorcov a odhady ich dopadov na cenový vývoj. Prísnejšia fiškálna politika, umožňujúca splnenie maastrichtského kritéria už v roku 2005, by však vytvorila priestor na rýchlejší dezinflačný proces a pokles inflácie na úroveň spĺňajúcu nominálne konvergenčné kritérium v tom istom roku. V takom prípade by sa SR mohla stať členom eurozóny v roku 2007.

V súvislosti s tým, ako sa Slovensko oficiálne vyjadrí a rozhodne, resp. formalizuje záväzok krajiny ohľadne plánovaného vstupu do EMÚ, bude dochádzať aj ku kvantifikácii cieľov a formulovaniu konkrétnej stratégie, ktorá by mala mať strednodobý horizont. Až na základe takého rozhodnutia vlády môže Národná banka Slovenska rozhodnúť o stratégii v oblasti úrokových sadzieb a výmenného kurzu, tak aby na jednej strane bolo zabezpečené splnenie maastrichtských kritérií v oblasti inflácie a úrokových sadzieb, a na druhej strane aby bola zabezpečená postupnosť krokov centrálnej banky, bez šokového vplyvu na ekonomiku.

Zhrnutie Menového programu NBS na rok 2003

Cieľ menového programu

Menový program NBS na rok 2003 predpokladá dosiahnutie celkovej koncoročnej miery inflácie v intervale 7,7 – 9,7 %, čomu zodpovedá priemerná ročná inflácia 8,2 – 9,3 %. Jadrová inflácia by sa mala pohybovať v pásme 2,7 – 5,0 % a čistá inflácia by mala dosiahnuť 2,9 až 4,5 %.

Predpoklady menového programu

- relatívne stabilný vývoj výmenného kurzu slovenskej koruny voči euru, zodpovedajúci výkonnosti ekonomiky,
 - rast HDP v stálych cenách 3,7 – 4,1 %,
 - podiel deficitu bežného účtu platobnej bilancie na HDP by mal dosiahnuť 6,2 %,
 - fiškálny deficit by mal dosiahnuť 56,9 mld. Sk, t. j. 4,92 % z HDP.
- Na základe uvedeného vývoja
- by rast peňažnej zásoby mal dosiahnuť 10 %,
 - mal by byť vytvorený priestor na rast úverov podnikom a obyvateľstvu o 9,3 %.

Riziká

- výrazné tlaky na zhodnocovanie výmenného kurzu,
- pomalší hospodársky rast našich obchodných partnerov,
- zmena rozsahu úprav regulovaných cien a nepriamych daní,
- volatilný vývoj cien ropy (mimo referenčného pásma OPEC 22 – 28 USD/Barel).

Podrobnejšie znenie Menového programu Národnej banky Slovenska na rok 2003 vrátane hodnotenia roku 2002 a strednodobého výhľadu do roku 2006 je zverejnené na internetovej stránke NBS <http://www.nbs.sk> v časti Menová politika.

Hlavné ekonomické a peňažné indikátory

| | 2001 | 2002 | 2002 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|--|------------|----------------|------------------------------|-----------|----------------|---------|---------|----------|
| | Skutočnosť | Menový program | Aktualizovaný menový program | Odhad | Menový program | Výhľad | | |
| (medziročná zmena v %) | | | | | | | | |
| Hrubý domáci produkt (stále ceny) | 3,3 | 3,5 – 3,8 | 3,5 – 3,8 | 3,8 | 3,7 – 4,1 | 4,2 | 4,4 | 4,6 |
| Jadrová inflácia (koniec roka) | 3,2 | 3,2 – 4,7 | 3,2 – 4,7 | 1,9 – 2,2 | 2,7 – 5,0 | 5,3 | 2,4 | 2,1 |
| Index spotrebiteľských cien (ročný priemer) | 7,3 | 4,1 – 4,9 | 3,6 – 4,2 | 3,3 – 3,4 | 8,2 – 9,3 | 7,5 | 3,9 | 3,0 |
| Index spotrebiteľských cien (koniec roka) | 6,5 | 3,5 – 4,9 | 3,5 – 4,9 | 2,9 – 3,2 | 7,7 – 9,7 | 7,4 | 3,7 | 2,8 |
| Hrubý domáci produkt (nominálny, v mld. Sk) | 989,3 | 1 032,0 | 1 032,0 | 1 063,0 | 1 170,0 | 1 290,0 | 1 405,0 | 1 525,0 |
| Peňažná zásoba (M2) | 11,9 | 10,5 | 11,4 | 10,4 | 10,0 | 10,3 | 8,7 | 8,5 |
| Úvery podnikom a obyvateľstvu | 4,7 | 7,5 | 6,9 | 12,2 | 9,3 | 9,4 | 9,3 | 9,1 |
| Sterilizačná pozícia voči bankovému sektoru (mld. Sk) | -67,3 | -170,8 | -159,6 | -156,6 | -122,6 | -118,7 | -151,5 | -208,5 |
| Krytie dovozov (mesačný priemer tovarov a služieb) rezervami | 3,1 | 4,1 | 5,6 | 5,8 | 4,4 | 4,2 | 4,3 | 4,9 |
| Podiel deficitu bežného účtu platobnej bilancie na HDP (%) | -8,6 | -7,9 | -8,3 | -8,4 | -6,2 | -5,6 | -5,1 | -4,7 |
| Oficiálne rezervy NBS (mil. USD) | 4 346,4 | 6 575,9 | 8 455,3 | 8 976,9 | 8 058,9 | 8 363,9 | 9 319,4 | 11 664,5 |

ROZŠIROVANIE JE PRE EURÓPU PRÍLEŽITOSŤOU

Jacques de Larosière*

Kedže sledujem hospodársky rozvoj v strednej a východnej Európe za posledných asi desať rokov, som veľmi rád, že môžem prispieť do tohto jubilejného vydania časopisu Národnej banky Slovenska. Môj vrelý vzťah s centrálnou bankou má korene v úplných začiatkoch formovania vášho štátu. Pri príležitosti tejto historickej udalosti by som chcel uviesť niekoľko všeobecných pripomienok.



Jacques de Larosière – významná osobnosť bankových a finančných kruhov Francúzska, v európskom i svetovom meradle

Ak sa pozrieme na spôsob, akým sa do veľkej miery obnovili hospodárske bilancie, a ak vezmeme do úvahy miery inflácie, rozpočtovú disciplínu a menovú stabilitu, môžeme vidieť, že trend je veľmi pozitívny. Vzhľadom na štrukturálne prvky ako je privatizácia hospodárstva, otvorenie sa svetovému trhu, ustanovenie právneho poriadku, posilnenie demokracie a vývoj právneho systému, ktorý je pre investorov predvídateľný a uistujúci, aj tu možno hovoriť o úspechu. Tieto výsledky sprevádza nekompromisné presmerovanie toku obchodovania z východu na západ. To je jedna z najpodstatnejších zmien v histórii modernej ekonomiky.

Deficity platobnej bilancie zaznamenané v tomto regióne (asi 20 miliárd dolárov ročne od r. 1997, resp. 3 – 7 % HDP v jednotlivých krajinách) sú v plnej miere finančne zabezpečené – ba dokonca viac ako zabezpečené – prísunom súkromného kapitálu (odhadovaného na 25 miliárd dolárov za rok 2000). Väčšina týchto tokov pochádza z priamych zahraničných investícií, najstabilnejšej formy externého financovania, ktorú majú štáty k dispozícii (odhadom 17 miliárd dolárov za rok 2000).

V skutočnosti sa prísun priamych investícií do najrozvinutejších štátov strednej a východnej Európy napriek kríze, ktorá ovplyvňuje vznikajúce trhy

od r. 1996, naďalej zvyšujú. Tento pozitívny trend súvisí s pokrokom privatizácie, liberalizácie a štrukturálnej reformy, ktorý tieto štáty dosiahli, a s vyhlídkami, ktoré otvoril proces vstupu do Európskej únie.

Nedostatok likvidity, ktorým istý čas trpia niektoré vznikajúce štáty, sa do krajín strednej a východnej Európy nerozšíril. To, že tu takéto spojivo nejestvuje, čomu napomáha relatívne mierna úroveň zadlženosti, je ilustráciou fenoménu konvergencie, ktorý už charakterizuje kandidátske štáty.

Treba však zdôrazniť, že úspech nie je vyrovnaný. Niektoré štáty postúpili na ceste k transformácii už ďalej. Dá sa povedať, že k najrozvinutejším patria Maďarsko, Poľsko, Česká republika, Slovinsko, Slovensko a štáty stredného Balkánu.

Rozšírenie je pre Európu príležitosťou a treba sa pozrieť na to, čo sa pri vstupe ráta. Často sa hovorí, že priemerný HDP, resp. príjem na hlavu v 10 až 12 kandidátskych štátoch je o viac ako 50 % nižší než priemer HDP členov Európskej únie, a že tieto štáty majú preto k vstupu ešte ďaleko. Som presvedčený, že je to obrovská chyba. Nie je dôležité porovnávať príjmy na obyvateľa, ale skúmať stav štruktúr a inštitucionálneho a právneho prostredia, ktoré zabezpečujú potenciál trvalého rastu. A sem by mala patriť aj finančná stabilita a makroekonomická disciplína. Z tohto uhlu pohľadu sa stáva problém vstupu jednoduchším. Možno dokonca argumentovať, že nízky príjem na hlavu predstavuje príležitosť pre západnú časť únie a príležitosť pre zahraničných investorov získať potenciál pracovnej sily za priaznivých podmienok.

Mali by sme si uvedomiť rozsah prebiehajúcich zmien. Stredná Európa už niekoľko rokov rastie

* Poradca prezidenta BNP Paribas. Bývalý guvernér Banque de France a bývalý prezident Európskej banky pre obnovu a rozvoj.



v priemere o 4 – 6 % ročne. Je to už zjavné, hoci pri tomto tempe bude ešte dosť dlho trvať, kým sa dostanú na úroveň ostatných štátov Európy, ale zároveň sa dá povedať, že situácia je priaznivejšia, lebo v týchto ekonomikách prebiehajú zmeny, ktoré sú síce už viditeľné, ale ešte nie celkom dobre merateľné. Sú tu moderné zóny s vysokým rastom produktivity, najmä v takých rezortoch ako telekomunikácie alebo odvetvia modernej technológie. V niektorých veľkých nadnárodných spoločnostiach sme napríklad svedkami obrovských presunov technológie alebo výskumu do štátov strednej a východnej Európy. To zahŕňa pomerne osobité modely rastu. V tomto zmysle možno povedať, že tempo rastu jedného môže zatieniť rast druhého, inými slovami, že aj keď tieto ekonomiky rastú tempom 4 – 6 % ročne, niektoré rezorty rastú omnoho rýchlejšie, zatiaľ čo iné sú v procese prispôsobovania sa, alebo dokonca zániku. Priemerný ukazovateľ preto nie je najlepším indikátorom posudzovania dynamiky vstupu.

Vstup viacerých štátov, ktoré sú na čele procesu, sa teraz javí relatívne blízky – rok 2004. V tomto kontexte sa zdá dôležité, aby Európska únia zachovala princíp výberovosti: prvý by mal vstúpiť štát, ktorý bude prvý pripravený. Bolo by nenormálne a poľutovaniahodné, keby politika „zoskupovania štátov“ prevládla nad veľmi jasným princípom: princípom prijatia každého kandidátskeho štátu na základe jeho štrukturálnych reforiem, inštitucionálneho prostredia a absorpcie *acquis communautaire*.

Obdobie prechodu budú, pravdaže, nevyhnutné. Bolo tomu tak v minulosti, a kandidátske štáty to budú musieť prijať aj v budúcnosti. Okrem toho si netreba zamieňať hospodársku úniu s menovou úniou. Hospodárska únia je prvým štádiom a do veľkej miery závisí od reforiem inštitucionálneho rámca a vstupu do spoločenstva. Potom je tu menová únia, ktorá sa riadi zásadami Maastrichtu. Štáty, ktoré pokročili v boji s infláciou dlhodobým znížením úrokových sadzieb, dosiahnutím menovej stability a znížením deficitu rozpočtu a štátnej zadlženosti, budú mať k maastrichtským kritériám určite bližšie. Potom budú využívať výhody konvergenzie, ktoré trhy udeľujú tomuto druhu pohybu, a z ktorých štáty južnej Európy už profitujú.

V podstate sme veľmi radi, že naši susedia zo strednej a východnej Európy kandidujú na členstvo v EÚs. Je pravda, že niektoré náklady spoločenstva bude treba lepšie rozdeliť. Na úrovni regionálnych fondov treba napríklad vytvoriť miesto nováčikom. Nie je to síce veľmi populárne – ako ukázali nedávne írské voľby – ale normálne, ak sa

klub rozširuje. Ak však existuje politická vôľa – a vôľa rozširovať sa existuje – nájdú sa aj spôsoby, ako vytvoriť miesto pre nových členov.

Okrem toho si myslím, že toto je pre Európu výzva v tom zmysle, že aj my musíme byť pripravení. Zakaždým sa odvolávame na 31 kapitol, ktoré musia kandidátske štáty rešpektovať. Lenže aj my musíme byť pripravení na ich prijatie. To znamená, že by sme mali byť schopní zjednodušiť náš vlastný proces politického rozhodovania a znížiť náklady na európske inštitúcie, aby sme mohli privítať krajiny, v ktorých je životná úroveň nižšia. V tomto zmysle je rozšírenie výzvou a príležitosťou aj pre Európu.

Evidentne budem vyzerať ako optimista. Samozrejme si uvedomujem závažnosť úloh a výšku potrebnej investície, najmä vo sfére životného prostredia. Som si však istý, lebo veľmi podobnými fázami sme prešli pri štátoch ako Španielsko, Portugalsko, Írsko a Grécko. V tejto súvislosti vypracoval Medzinárodný menový fond štúdie, v ktorých porovnáva rok „n“ – 5 rokov pred vstupom juhoeurópskych štátov – so súčasnou situáciou v kandidátskych štátoch strednej a východnej Európy, ktorú možno pokladať za rok „n“ 5 rokov pred vstupom. V zmysle makroekonomickej disciplíny, úrovne otvorenosti a celého radu štrukturálnych faktorov sú štáty strednej Európy, ktoré sa pokladajú za najrozvinutejšie, už na úrovni, a niekedy dokonca aj nad úroveňou tej disciplíny a kvality štruktúr, ktorá sa v štátoch južnej Európy dosiahla v rovnakom čase pred vstupom.

Nakoniec sa musíme skromne obzrieť do minulosti. Často sme netrpezliví, lebo chceme, aby veci postupovali rýchlejšie, chceme, aby boli štáty perfektné. Pritom však zabúdame, že aj my sme postupovali pomaly. Vezmime si napríklad situáciu v západnej Európe desať rokov po vojne, v r. 1955, najmä vzhľadom na stupeň otvorenosti, liberalizácie cien a obchodu, makroekonomickej disciplíny a inflácie, a porovnajme ju s tým, čo sa deje v strednej Európe desať rokov po páde Berlínskeho múru. Je to niečo, čo by nám, štátom západnej Európy, malo dodať skromnosti a aj veľkú dávku nádeje.

1) Pri priemernom tempe rastu 2 % ročne (skúsenosti z najnovšieho rozširovania) je potrebných 33 rokov na to, aby sa úvodná trhlina zmenšila o polovicu.

10 ROKOV NÁRODNEJ BANKY SLOVENSKA

Otto Sobek

1. január 2003 je nielen dňom 10. výročia vzniku samostatnej Slovenskej republiky, ale aj jej centrálnej banky – Národnej banky Slovenska. Je to príležitosť, aby sme sa zamysleli nad jej doterajšou činnosťou.

Národná banka Slovenska je druhou slovenskou centrálnou bankou v našej histórii. Prvou bola Slovenská národná banka, ktorá pôsobila v rokoch 1939 až 1945. Tak ako Národná banka Slovenska, vznikla náhle, bez dlhodobej prípravy, ako sa vraví, na zelenej lúke. Napriek tomu sa prejavila v ťažkých podmienkach svojej existencie ako múdra a relatívne úspešná inštitúcia. Podrobnejšie hodnotenie jej činnosti je výzvou pre slovenských ekonomických historikov.

S prípravami na založenie Národnej banky Slovenska sa začalo v roku 1992, kedy sa rozpad federácie stával skutočnosťou. Dňa 18. novembra 1992 prijala Národná rada Slovenskej republiky zákon č. 566/92 Zb. o Národnej banke Slovenska. Tento zákon bol v rozhodujúcej miere inšpirovaný vtedy platným zákonom o Nemeckej spolkovej banke. Zákon koncipoval Národnú banku Slovenska ako veľmi nezávislú centrálnu banku, čo sa v ďalšom vývoji ukázalo ako veľmi správne a prezieravé riešenie. (Nezávislosť NBS ďalej posilnila novela zákona o Národnej banke Slovenska č. 149 Z. z. zo 6. apríla 2001.). Národná banka Slovenska mala od samého začiatku vytvorené priaznivé inštitucionálne podmienky na vykonávanie svojej činnosti, ktoré počas celej svojej existencie dokázala využiť. Pomerne úspešne sa jej podarilo prekonať aj skutočnosť, že v čase jej vzniku neexistovali na Slovensku odborníci s praktickými skúsenosťami s uskutočňovaním menovej politiky.

Ako hlavnú úlohu Národnej banky Slovenska formuloval zákon č. 566/92 Zb. zabezpečenie stability meny, čo bolo v súlade s formuláciami, ktoré v tom čase boli bežné v prevažnej väčšine štátov. Stabilita meny ako hlavná úloha menovej politiky má však tú nevýhodu, že ide o pomerne nejasný pojem, ktorý obsahuje prinajmenšom dva prvky: vnútornú stabilitu meny vyjadrenú stabilitou cenovej hladiny a vonkajšiu stabilitu vyjadrenú stabilným kurzom domácej meny voči zahraničným

menám. Skutočnosť, že tieto dva prvky sa môžu dostať do konfliktu bez jasného určenia priority, viedla neskôr k tomu, že vo väčšine zákonov o centrálnych bankách bola stabilita meny ako cieľ menovej politiky nahradená jasnejším a jednoznačnejším pojmom cenovej stability – na Slovensku sa tak stalo novelou zákona o NBS v roku 2001.

V prvých rokoch svojej existencie sa NBS v súlade s predchádzajúcou politikou ŠBČS orientovala na udržanie kurzu slovenskej koruny voči menovému košu zloženému z nemeckej marky a amerického dolára, čo sa chávalo ako kotva priaznivého vývoja slovenskej meny. Táto politika bola úspešná v tom zmysle, že sa podarilo udržať takmer nezmenený kurz slovenskej koruny voči týmto menám až do roku 1998. Vnútorne zhodnotenie slovenskej koruny, ktoré bolo spojené s udržaním nezmeneného nominálneho výmenného kurzu sa však nie vždy zhodovalo so záujmami slovenskej ekonomiky. Od októbra 1998 prešla NBS na pohyblivý kurz slovenskej koruny a začala sa zameriavať primárne na domáce aspekty menového vývoja.

Národná banka Slovenska uskutočňovala od svojho vzniku mierne monetaristickú menovú politiku. To znamená, že sa zameriavala výlučne na boj proti inflácii a na udržanie stabilného výmenného kurzu slovenskej koruny a nekládla si za cieľ adekvátne ovplyvňovať vývoj ekonomiky, ako by to zodpovedalo keynesovsky orientovanej hospodárskej politike. V tejto svojej politike dosiahla významné úspechy. Inflácia, ktorá v roku 1993 dosahovala 25 %, poklesla do roku 1996 na 5,4 %. Napriek monetaristickej politike NBS sa situácia v reálnej ekonomike od roku 1994 vyvíjala veľmi priaznivo a prírastky HDP na Slovensku patrili k najvyšším v Európe. Vývoj na Slovensku teda v podstate potvrdzoval monetaristickú tézu, že na zabezpečenie priaznivého vývoja ekonomiky stačí vytvoriť vhodné podmienky zabezpečením vnútornej a vonkajšej stability meny. V sledovanom období sa dosiahla plná konvertibilita slovenskej koruny a devízové operácie na bežnom účte platobnej bilancie boli liberalizované.

Priaznivý vývoj slovenskej ekonomiky však od



roku 1996 začal narúšať vývoj štátneho rozpočtu. Štátny rozpočet Slovenska vykazoval od roku 1993 deficit. V roku 1997 dosiahol deficit štátneho rozpočtu doposiaľ najvyššiu úroveň, čo bolo vyvolané tým, že v tomto roku štátny rozpočet po prvý raz začal uskutočňovať expanzívnu politiku (napr. výstavbu diaľnic), na ktorú Národná banka Slovenska reagovala sprísnením svojej menovej politiky, čo v súlade s menovou teóriou vyvolalo výrazný rast úrokov. Silná konkurencia medzi potrebou zakryť deficit štátneho rozpočtu dopytom podnikov po úveroch, mala za následok ďalší vzostup úrokových sadzieb vyúsťujúci neraz do absolútnej nemožnosti získať úver. Nutnosť dodržiavať stanovené povinne minimálne rezervy a vysoké úrokové sadzby za ich neplnenie zaviedli sadzbu úrokov na krátkodobé výpožičky na bankovom trhu na úroveň okolo 20 %. Nepriaznivý vývoj platobnej bilancie a deficitu štátneho rozpočtu mali za následok, že pokles miery inflácie sa zastavil a inflácia začala opäť stúpať. Špekulačné krátkodobé pohyby na devízovom trhu znamenali taký nápor na devízové rezervy NBS, že sa Národná banka Slovenska k 1. 10. 1998 rozhodla zrušiť fixnú väzbu slovenskej koruny na menový kôš skladajúci sa z DEM a USD a prejsť na voľný kurz slovenskej koruny, čo znamenalo súčasný pokles jej kurzu.

Nová vláda, ktorá nastúpila po voľbách v roku 1998, bola postavená predovšetkým pred potrebu riešenia narastajúcej ekonomickej nerovnováhy na Slovensku. Prijatím rôznych opatrení sa podarilo nárasť negatívnych tendencií zastaviť, ale iba za cenu výrazného spomalenia ekonomickeho rastu a ďalšieho nárastu inflácie. Až v roku 2001 – 2002 sa začala situácia opäť zlepšovať – hospodársky rast sa opäť urýchlil a inflácia výrazne poklesla. (Pritom nemožno nevidieť, že rekordne nízka inflácia roku 2002 je dôsledkom toho, že vláda v predvolebnom roku odložila uskutočnenie niektorých opatrení v oblasti regulovaných cien na neskoršie obdobie.)

Prehľad o dlhodobom vývoji niektorých dôležitých menovo relevantných ukazovateľov uvádza tabuľka na strane 10. Čísla výrazne ukazujú negatívny vplyv expanzívnej fiškálnej politiky rokov 1996 – 1998, ktoré viedli k pasívnemu saldu platobnej bilancie a neúmerne vysokému deficitu štátneho rozpočtu.

Z používaných nástrojov menovej politiky bol spočiatku najdôležitejší fixný výmenný kurz a priame menové nástroje vo forme úverových limitov. Menej významnú úlohu zohrávali nepriame nástroje ako reeskont zmeniek, lombardný úver a aukčné refinančné úvery. S rozvojom bankového sektora

rástol aj význam uplatňovaných nepriamych nástrojov (aukčné refinančné úvery), ktoré však postupne nahradili operácie na voľnom trhu. V roku 1995 výrazný prebytok likvidity v bankovom sektore prinútil NBS po prvý raz využiť aktívne sterilizačnú menovú politiku emitovaním vlastných pokladničných poukážok. V lete 1995 bol prvýkrát oficiálne kotovaný BRIBOR. Na odčerpávanie prebytočnej likvidity z bankového sektora sa používali aj obojstranné repoobchody.

Prechod na kvalitatívne riadenie pokračoval aj v roku 1996, kedy sa operácie na voľnom trhu stali dominantnými. Význam úverových limitov postupne klesal, až nakoniec NBS od nich ako aj od ostatných priamych nástrojov úplne upustila. V tomto roku NBS tiež prvý raz stanovila úrokový cieľ formou úrokového koridora, ktorý vychádzal z aktuálnej situácie na trhu a z väzby úrokových aktivít na BRIBOR. Nepriaznivý vývoj štátneho rozpočtu si v tomto roku vynútil zvýšenie povinných minimálnych rezerv na 9 %. Zároveň bola zavedená aj devízová pozícia bánk ako forma nepriamej regulácie úverových aktivít v cudzej mene. Základom menovej politiky v tomto čase bolo odčerpávanie prebytočnej likvidity, a tým obmedzovanie možností komerčných bánk poskytovať ďalšie úvery.

V roku 1997 sa menová politika orientovala na udržanie vonkajšej stability meny, čo si vynútilo návrat ku kvantitatívnemu riadeniu likvidity. Úrokové riadenie bolo nahradené objemovým usmerňovaním likvidity bankového sektora, čo pripomínalo situáciu pred rokom 1996. Bankový sektor reagoval na prijaté opatrenia zvyšovaním úrokových sadzieb, ktoré podliehali značnej fluktuácii – BRIBOR sa prestal kotovať. Najväčším problémom (unikátnym v ekonomickej praxi) sa stala skutočnosť, že krátkodobé úrokové sadzby výrazne prevýšili úroveň dlhodobých sadzieb.

Aj v roku 1998 sa kládol dôraz na kvantitatívne riadenie likvidity. Už sme spomenuli, že v tomto roku bol dovedty platný fixný kurz slovenskej koruny nahradený plávajúcím kurzom. Pre celý rok bola typická vysoká fluktuácia koruny a nestabilita BRIBORU.

V roku 1999 sa NBS výrazne zamerala predovšetkým na zamedzenie neúmerneho rastu inflácie, a to naďalej pomocou objemového ovplyvňovania cieľových agregátov. Zaviedla sa možnosť automatického čerpania lombardného úveru pre komerčné banky, ktorý bol poskytovaný s variabilnou úrokovou sadzbou odvodenou od BRIBORU s prirážkou 5 %. V praxi však tento nový nástroj menovej politiky nemal reálny vplyv na likviditu bankového sektora, pretože hlavným nástrojom stále ostali REPO



obchody, ktoré sa uskutočňovali aukčnou formou. Centrálna banka musela v tomto období uskutočniť viaceré investície na devízovom trhu, aby znížila nadmernú volatilitu kurzu. V priebehu roka bola zrušená devízová pozícia bánk a zároveň boli zavedené povinné minimálne rezervy aj pre nerezidentské banky.

Dôležitým obratom vo využívaní nástrojov menovej politiky je rok 2000, kedy sa NBS opäť pokúsila o návrat ku kvalitatívnemu riadeniu likvidity, a to znovuzavedením refinančnej a sterilizačnej politiky. Hlavným cieľom Národnej banky Slovenska pre rok 2000 bolo udržanie stabilnej cenovej hladiny, vyjadrenej tzv. jadrovou infláciou, t. j. infláciou očistenou od vplyvu zmien regulovaných cien, nepriamych daní a dotácií. Za vzájomnej spolupráce menovej a fiškálnej politiky nastalo v tomto období opätovné oživenie ekonomiky, čomu v neposlednom rade napomohlo aj znižovanie úrokových sadzieb z úverov. Od februára stanovovala NBS úrokové sadzby pre jednoduché obchody a dôležitú úlohu zohrávali aj REPO sadzby. Týmto získali komerčné banky neobmedzený prístup k refinančným zdrojom a prebytočné prostriedky ukladali v centrálnej banke, čo prispelo k stabilizácii peňažného trhu a obmedzeniu volatility úrokových sadzieb. REPO tendre postupne badobudli formu strategického nástroja zabezpečujúceho zámeru centrálnej banky v dlhšom časovom období. Ide teda o kombináciu jednoduchých obchodov ako stabilizujúceho prvku a dlhodobějších REPO obchodov pokladničných poukážok NBS vyjadrujúcich strategické zámeru centrálnej banky, čo zodpovedá línii Európskej centrálnej banky.

Dôraz na kvalitatívne riadenie pokračoval aj v nasledujúcom období. V oblasti nepriamych nástrojov naďalej dominovali REPO obchody, pričom REPO sadzba postupne nahradila diskontnú sadzbu, ktorá v slovenskej praxi nikdy nemala veľký význam. Od roku 2002 centrálna banka prestala využívať zmenkové operácie a lombardné úvery a pokračovala v znižovaní povinných minimálnych rezerv, ktoré poklesli na 5 % pre komerčné banky a 3 % pre stavebné sporiteľne.

Do roku 2001 spadá aj prijatie novely zákona o Národnej banke Slovenska, ktorá ďalej posilnila jej nezávislosť. Najvýraznejšou zmenou v porovnaní s pôvodným zákonom je zmena cieľa centrálnej banky z menovej stability na cenovú stabilitu, čím sa Národná banka Slovenska priblížila k politike inflačného cielenia. Zároveň nový zákon zrušil možnosť úverovania štátneho rozpočtu.

Dlhodobým cieľom menovej politiky na Slovensku je v koordinácii s fiškálnou politikou stabilizovať finančný a menový vývoj pri pokračujúcej liberalizácii platobnej bilancie. NBS si vytýčila za cieľ v roku 2005 dosiahnuť úroveň inflácie okolo 3 – 4 %, čo by pravdepodobne znamenalo splnenie maastrichtského kritéria. Z dlhodobého hľadiska budú mať pre úspech menovej politiky významnú úlohu priame zahraničné investície a externé zdroje na reštrukturalizáciu vnútorného a vonkajšieho dlhu. Kurz slovenskej koruny voči euru bude potrebné usmerňovať tak, aby stabilizácia kurzu v období pred prijatím za člena Európskej únie, zafixovanie kurzu v okamihu predpokladaného prijatia za člena Európskej menovej únie bolo udržateľné a nespôsobilo destabilizáciu slovenskej ekonomiky.

Prehľad vývoja vybraných menových ukazovateľov (stav ku koncu roka)

| | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|--|------|------|------|-------|------|-------|------|------|------|
| Rast reálneho HDP (v %) | -3,7 | 4,9 | 6,7 | 6,2 | 6,2 | 4,1 | 1,9 | 2,2 | 3,3 |
| Miera inflácie | 23,2 | 13,4 | 9,9 | 5,4 | 6,1 | 6,7 | 10,6 | 12,0 | 7,3 |
| Deficit štátneho rozpočtu (% z HDP) | -6,2 | -4,9 | -1,5 | -4,2 | -5,7 | -5,6 | -3,7 | -3,1 | -4,6 |
| Rast M2 (% ročne) | 33,3 | 18,6 | 21,2 | 17,0 | 10,5 | 10,8 | 11,7 | 12,6 | 10,3 |
| Úrokové miery z 3-mesač. vkladov | | | | 8,0 | 15,1 | 18,5 | 15,0 | 6,8 | 6,2 |
| Priemerné úrokové miery z novoposkytnutých úverov obchod. bánk | | | | 13,5 | 12,1 | 18,6 | 12,6 | 10,8 | 8,9 |
| Saldo platobnej bilancie (v % z HDP) | -5,0 | 5,2 | 3,7 | -10,4 | -9,5 | -10,1 | -4,9 | -2,3 | -8,7 |
| Hrubá zahraničná zadlženosť (mld. USD) | 3,6 | 4,3 | 5,5 | 7,8 | 10,7 | 11,9 | 10,5 | 10,8 | 11,3 |
| Devízové rezervy NBS (mld. USD) | 0,4 | 1,7 | 3,4 | 3,4 | 3,2 | 2,9 | 3,4 | 4,0 | 4,2 |
| Kurz Sk voči USD | 33,2 | 31,4 | 29,6 | 31,9 | 34,5 | 35,8 | 42,3 | 47,1 | 48,2 |
| Kurz Sk voči EUR | | | | | | | 42,5 | 43,8 | 43,1 |

DESAŤ ROKOV ZMIEN V BANKOVNÍCTVE

VÝVOJ DO BUDÚCNOSTI

doc. Dr. Ing. Vladimír Valach, Asociácia bánk

Bankovníctvo na Slovensku prešlo za desať rokov existencie nového štátu výraznými systémovými, inštitucionálnymi, organizačnými i personálnymi zmenami. Na prvom mieste je potrebné zdôrazniť význam vzniku samostatnej nezávislej Národnej banky Slovenska, v ktorej sa postupne sformoval kolektív profesionálnych pracovníkov, schopných zaviesť samostatnú menovú jednotku a následne formulovať a realizovať menovú politiku nezávislej centrálnej banky spolu s inštrumentárium na usmerňovanie novovznikajúcich a rozvíjajúcich sa komerčných bánk.

Národná banka Slovenska po celých desať rokov existencie Slovenskej republiky bola a je stabilným a stabilizujúcim článkom a činiteľom transformačného procesu u nás. V tejto súvislosti a na tomto mieste je potrebné oceniť i záslužnú činnosť odborného bankového časopisu BIATEC ako informátora, organizátora a podnecovateľa nevyhnutných progresívnych zmien v bankovníctve na Slovensku.

V komerčnom bankovníctve sa rozšírila sieť bánk, ich pobočiek a expozitúr, čím sa výrazne priblížili ku klientele. Rozšírilo sa spektrum bankových produktov a služieb, došlo k ich skvalitneniu, a to aj na základe neustále intenzívnejšej konkurencie. Po privatizácii a vstupe zahraničných bánk do 17 bankových subjektov na Slovensku dochádza aj k ich následnej reštrukturalizácii. Pomerne vysoký podiel zahraničného kapitálu v komerčnom bankovníctve na Slovensku – takmer 84 % – je výzvou pre slovenskú ekonomiku na osvojenie si vysoko profesionálnych bankových technológií a produktov, ako aj osvedčených metód práce a kultúry jednotlivých popredných bánk Európy i zo zámoria a osvojiť si vysoký profesionalizmus ich pracovníkov. Na druhej strane je to zároveň výzva aj pre zahraničné banky ešte lepšie prenikáť do špecifik tohto emerging marketu s výhodnou a perspektívnou geopolitickou polohou, a tak pri plnej adaptácii využívať komparatívne výhody Slovenskej republiky.

Je len prirodzené, že trasy prevratných zmien v bankovníctve neboli vždy priamočiare a zreteľné dopredu. Bolo treba platiť aj daň transformačnému procesu v podobe zvýšených rizík a zvýšeného výskytu tzv. klasifikovaných úverov, ale aj v podobe nie vždy stabilného a transparentného právneho a podnikateľského prostredia. Ktosi múdry povedal, že pohľad do spätného zrkadla má nám slúžiť najmä na to, aby sme lepšie a bezpečnejšie zvládli cestu pred nami.

V kontexte pripravovaných zásadných reformných krokov proreformnej vlády, v predvečer vstupu do Európskej únie a v období zavŕšenia nášho transformačného procesu možno strategické priority bankovníctva na Slovensku v najbližšom období – aj pri zvýšenej úlohe Asociácie bánk – zhrnúť do 4 základných skupín:

1. Napomôcť dosiahnuť stabilné štandardné a transparentné právne a podnikateľské prostredie v práci bánk.

Asociácia bánk pripravila v spolupráci s komerčnými ban-

kami iniciatívne 17 zákonov, v ktorých sa žiadajú novelizačné úpravy. V spolupráci s Národnou bankou Slovenska, ministerstvom financií, príslušnými výbormi NR SR a legislatívnou radou vlády SR ich bude potrebné presadzovať a realizovať.

Celý vejár nástrojov a foriem financovania by mal byť postupne obohatený aj o plne fungujúce inštitúcie a nástroje finančného trhu.

Ako výsledok tohto širokého úsilia musí byť aj zlepšenie právneho a podnikateľského prostredia aj pokiaľ ide o vymáhateľnosť práva a spružnenie práce súdov.

2. Integrácia do EÚ a do Európskej menovej únie

Pôjde o intenzívnejšiu spoluprácu s FBE (Federation bancaire de UE) a jej odbornými komisiami s cieľom dosiahnutia štandardov EÚ v oblasti bezpečnosti a komplexnosti bezhotovostných prevodov, v oblasti bezproblémového prechodu súčasného bankového účtovníctva na medzinárodné účtovné štandardy IAS, na medzinárodný daňový systém a pod.

3. Prechod na novú formu regulácie obozretného podnikania bánk – BASILEJ II

Spolupracovať s Národnou bankou Slovenska pri zavádzaní regulácie obozretného podnikania bánk a zavádzaní nového konceptu kapitálovej primeranosti bánk (The New Basel Capital Accord) s cieľom posilniť zdravý vývoj a stabilitu slovenského a medzinárodného bankového systému, pri prechode prístupu bankového dohľadu od tzv. mandátneho k rizikovo orientovanému bankovému dohľadu.

4. Racionalizácia organizácie a metód práce Asociácie bánk

Považujem za nevyhnutné, aby sa zaznamenali obrovské zmeny, ktoré v súčasnosti prebiehajú v bankovníctve, ekonomike i v celej spoločnosti. Aby Asociácia bánk ako stavovská organizácia komerčného bankovníctva bola schopná nielen registrovať, ale aj participovať a aktívne iniciovať bankovníctvo, správne pomenovať, analyzovať a anticipovať vhodné momenty a faktory procesu, zintenzívniť komunikáciu a spoluprácu s ďalšími partnermi a posilniť dobrý imidž bánk a jej asociácie.

Úspešný priebeh transformačného procesu v bankovníctve za desať rokov existencie samostatnej Slovenskej republiky nás oprávňuje na optimizmus, že úlohy zvládneme aj v ďalšom náročnom období.

DOPAD ZMIEN KLÚČOVÝCH SADZIEB NBS NA KLIENTSKE ÚROKOVÉ MIERY Z ÚVEROV A VKLADOV

Ing. Rastislav Čársky, Ing. Silvia Gantnerová, Ing. Martina Klačanská
Národná banka Slovenska

Od februára 2000 začala Národná banka Slovenska uplatňovať kvalitatívny výkon menovej politiky prostredníctvom stanovovania klúčových úrokových sadzieb na jednoduché sterilizačné a refinančné operácie a od mája toho istého roku stanovuje limitnú sadzbu pre štandardný dvojtýždňový REPO tender. Zmena výkonu menovej politiky sa okrem výraznej stabilizácie peňažného trhu a schopnosti centrálnej banky ovplyvňovať ceny na tomto trhu premietla aj v postupnom prispôbovaní sa klientskych úrokových sadzieb z úverov a vkladov oficiálnym sadzbám NBS.

Reakcia priemerných klientskych úrokových mier na zmenu klúčových sadzieb NBS sa však v porovnaní s reakciou peňažného trhu javí ako menej výrazná, rozložená do dlhšieho časového úseku. Vyplýva to zo skutočnosti, že priemerná celková úroková miera tak z vkladov, ako aj úverov (stavy aj čerpané) je pomerne širokým agregátom vyjadrujúcim vážený priemer všetkých vkladových a úverových produktov a v rámci nich aj všetkých splatností.

Obsahom tohto článku je analýza reakcie krátkodobých klientskych úrokových mier na zmeny klúčových sadzieb NBS, pričom bol tak v prípade vkladov, ako i úverov napočítaný nový užší agregát úrokových mier¹, ktorý zahŕňa banky s rozhodujúcim podielom na trhu (bez stavebných sporiteľní a bankových subjektov, ktoré ukončili činnosť). Tento užší agregát umožňuje získať jednoznačnejšiu informáciu o správaní sa jednotlivých klientskych úrokových mier a eliminovať niektoré náhodné výkyvy. Najmä pri ekonometrickej analýze správania sa klientskych úrokových mier boli s týmto agregátom dosiahnuté štatisticky významnejšie výsledky.

Kým prvá časť článku sa zaoberá stručnou charakteristikou časovej štruktúry úrokových sadzieb, grafickou analýzou krátkodobých klientskych úrokových mier a ich reakciou, resp. prispôbením sa klúčovým sadzbám NBS, druhá je zameraná na ekonometrickú parametrizáciu funkčných závislostí klientskych úrokových sadzieb a sadzieb peňažného trhu na menovopolitické rozhodnutia.²

¹Užší agregát (skupina vybraných bánk) pri analýze čerpaných úverov, stavov úverov a vkladov nezahŕňa rovnaké banky.

²Vzhľadom na skutočnosť, že rozhodnutia o úrovni klúčových úrokových sadzieb sú uskutočňované spravidla posledný týždeň v mesiaci (piatok), v grafickej prezentácii je nová úroveň klúčových sadzieb priradená k mesiacu nasledujúcemu po rozhodnutí BR NBS.

Najjednoznačnejšie informácie o reakcii klientskych sadzieb na zmenu klúčových sadzieb NBS je možné extrahovať z krátkodobých sadzieb, predovšetkým pri čerpaných úveroch a pri vkladoch. Dlhšie časové splatnosti úverov a vkladov sú zväčša ovplyvnené takými faktormi, ktoré znižujú schopnosť extrakcie relevantných informácií. Úrokové miery zo stavu úverov sú čiastočne deformované v dôsledku realizácie reštrukturalizácie úverového portfólia vybraných bánk, ukončenia činnosti niektorých bánk a pod.

Reakcia krátkodobých klientskych úrokových mier na zmenu klúčových sadzieb NBS

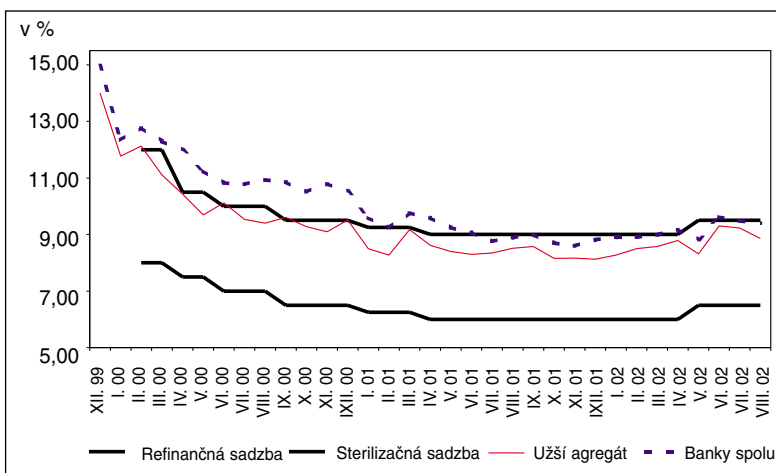
Čerpané úvery³

V prípade čerpaných úverov je takmer 90 % úverov krátkodobých. To znamená, že strednodobé a dlhodobé úvery dosahujú relatívne nízke objemy, čo sa premietá do výraznejšej volatility úrokových mier z týchto úverov. Aj relatívne malý objem úverov, poskytnutý za sadzbu výraznejšie odlišnú od priemeru predchádzajúceho mesiaca, spôsobí výkyv priemernej úrokovej miery. Strednodobé a dlhodobé úrokové miery sú navyše ovplyvňované poskytovaním stavebných a hypotekárnych úverov, ktorých sadzby (najmä pri úveroch stavebných sporiteľní) sú menej citlivé, resp. nie sú citlivé na menovopolitické rozhodnutia. Čiastočne bol vývoj úrokových mier z čerpaných úverov ovplyvnený aj reštrukturalizáciou úverového portfólia obchodných bánk (v decembri 1999 a v júni 2000), čo však z dlhodobejšieho hľadiska výraznejšie nedeformovalo ich vývoj.

Pre analýzu úrokových mier z krátkodobých čerpaných úverov bol vytvorený užší agregát priemernej úrokovej sadzby za banky, ktorých podiel na celkových čerpaných úveroch predstavoval v priemere za september 2001 až august 2002 takmer 65 %. Priemerná úroková miera z krátkodobých čerpaných úverov spolu je teda najvýznamnejšie determinovaná pohybom úrokových sadzieb v tomto agregáte, pričom korelačný koeficient medzi zmenou priemernej sadzby z krátkodobých úverov spolu a jej zmenou v užšom agregáte dosahuje hodnotu 0,85. Z grafu 1 je zjavné, že priemerná úroko-

³Čerpané úvery – toková veličina, objem poskytnutých úverov za jeden mesiac.

Graf 1 Úrokové miery z krátkodobých čerpaných úverov



Tab. 1 Korelačné koeficienty medzi priemernou úrokovou mierou z krátkodobých čerpaných úverov a vybranými úrokovými sadzbami

| | 1M BRIBOR | 3M BRIBOR | REPO sadzba | Refinancná sadzba | Sterilizačná sadzba |
|--------------|-----------|-----------|-------------|-------------------|---------------------|
| Užší agregát | 0,88 | 0,89 | 0,82 | 0,93 | 0,92 |
| Banky spolu | 0,82 | 0,81 | 0,82 | 0,90 | 0,93 |

Tab. 2 Korelačné koeficienty medzi zmenou jednodňovej refinancnej sadzby NBS a kumulatívnou trojmesačnou zmenou priemernej úrokovej miery z krátkodobých čerpaných úverov

| | |
|--------------|------|
| Užší agregát | 0,80 |
| Banky spolu | 0,85 |

vá miera z krátkodobých čerpaných úverov v užšom agregáte citlivo reaguje na zmeny klíčových sadzieb NBS a postupne sa prispôsobila úrovni jednodňovej refinancnej sadzby.

Úroveň priemernej úrokovej miery z čerpaných úverov je v užšom agregáte charakterizovaná pomerne vysokou koreláciou tak k úrovni klíčových sadzieb NBS, ako aj k úrovni jedno a trojmesačného BRIBOR-u (tab. 1).

Podobne aj v prípade korelačných koeficientov medzi zmenou jednodňovej refinancnej sadzby NBS, zmenou priemernej úrokovej miery z krátkodobých čerpaných úverov a užšieho agregátu v nasledujúcich troch mesiacoch je možné identifikovať významný vzťah (tab. 2).

Stavy úverov⁴

V prípade stavu úverov je problém extrakcie relevantných informácií výraznejší. Úrokové miery celkového agregátu, ako aj jeho jednotlivých splatností sú výraz-

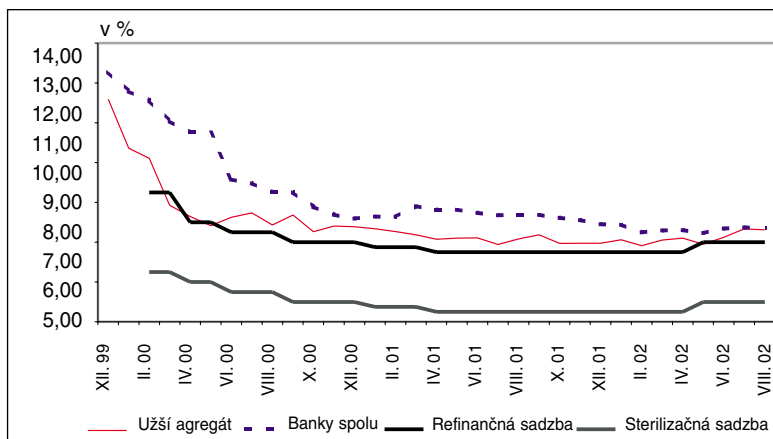
⁴ Stavy úverov – stavová veličina, celkový objem poskytnutých a nesplatených úverov k určitému dátumu.

nejšie ovplyvnené presunmi v rámci reštrukturalizácie úverového portfólia vybraných bánk, zmenami úročenia reštrukturalizovaných úverov a tiež ukončením činnosti niektorých bánk. Súčasne úrokové miery zo stavu úverov obsahujú aj úrokové sadzby z úverov poskytnutých v minulých obdobiach. Aj keď je v prípade úrokových mier zo stavu úverov vo všetkých časových splatnostiach zrejme postupná konvergencia k úrovni jednodňovej refinancnej sadzby, reakciu na zmenu klíčových úrokových sadzieb NBS nie je možné identifikovať.

Vývoj v bankovom sektore bol v období od júna 2000 do marca 2001 pomerne výrazne ovplyvnený reštrukturalizáciou úverového portfólia vybraných bánk. V júni 2000 boli do krátkodobých úverov v rámci reštrukturalizácie bánk prevedené úvery v objeme viac ako 30 mld. Sk, ktoré však po transformácii do reštrukturali-

začných dlhopisov (v januári a marci 2001) nie sú naďalej súčasťou úverovej štatistiky. V užšom agregáte sú zahrnuté banky, ktorých podiel na stave úverov v období september 2001 až august 2002 predstavoval v priemere viac ako 50 %.

Graf 2 Úrokové miery zo stavu krátkodobých úverov



Pre vývoj úrokových mier zo stavu krátkodobých úverov je charakteristická tendencia postupného poklesu smerom k úrovni jednodňovej refinancnej sadzby NBS.

Hodnoty korelačných koeficientov medzi úrovňou priemernej úrokovej miery zo stavu krátkodobých úverov a úrovňou sadzieb NBS na jednodňové operácie sú pomerne vysoké pre užší agregát i pre banky spolu (tab. 3).

Pri pohľade na korelačné koeficienty medzi zmenou

Tab. 3 Korelačné koeficienty medzi priemernou úrokovou mierou zo stavu krátkodobých úverov a vybranými úrokovými sadzbami

| | 1M BRIBOR | 3M BRIBOR | REPO sadzba | Refinančná sadzba | Sterilizačná sadzba |
|--------------|-----------|-----------|-------------|-------------------|---------------------|
| Užší agregát | 0,71 | 0,56 | 0,56 | 0,84 | 0,87 |
| Banky spolu | 0,77 | 0,80 | 0,50 | 0,91 | 0,90 |

Tab. 4 Korelačné koeficienty medzi zmenou jednodňovej refinančnej sadzby NBS a kumulatívnou trojmesačnou zmenou priemernej úrokovej miery zo stavu krátkodobých úverov

| | |
|--------------|------|
| Užší agregát | 0,55 |
| Banky spolu | 0,58 |

jednodňovej refinančnej sadzby a kumulatívnou trojmesačnou zmenou priemernej úrokovej miery zo stavu krátkodobých úverov je však vzájomná korelácia menej významná (tab.4).

Tab. 5 Korelačné koeficienty medzi priemernou úrokovou mierou zo stavu krátkodobých vkladov a vybranými úrokovými sadzbami

| | 1M BRIBOR | 3M BRIBOR | REPO sadzba | Refinančná sadzba | Sterilizačná sadzba |
|--------------|-----------|-----------|-------------|-------------------|---------------------|
| Užší agregát | 0,79 | 0,81 | 0,70 | 0,95 | 0,94 |
| Banky spolu | 0,81 | 0,84 | 0,74 | 0,95 | 0,95 |

Hodnoty korelačných koeficientov medzi priemernými úrokovými mierami z krátkodobých vkladov a kľúčovými sadzbami NBS (najmä na jednoduché operácie) dosahujú pomerne vysoké hodnoty (tab. 5). Pomerne významnú závislosť úrokových mier z krátkodobých vkladov dokumentujú aj korelačné koeficienty medzi zmenou jednodňovej sterilizačnej sadzby NBS a kumulatívnou trojmesačnou zmenou priemernej úrokovej miery z krátkodobých vkladov (tab. 6).

Vklady

Úrokové miery z vkladov síce neboli ovplyvnené takými faktormi ako reštrukturalizácia úverového portfólia obchodných bánk, napriek tomu najčitateľnejšiu informáciu je možné rovnako získať práve z krátkodobých úrokových sadzieb. Súvisí to jednak s rozhodujúcim podielom krátkodobých vkladov na celkových termínovaných vkladoch (približne 80 %), ako aj s postupným ukončením systému progresívneho úročenia strednodobých a dlhodobých vkladov vo vybraných bankách. V rámci dlhodobých vkladov majú rozhodujúci podiel vklady stavebných sporiteľní (96 %), ktoré sú vzhľadom na charakter týchto produktov voči kľúčovým sadzbám NBS značne rigidné.

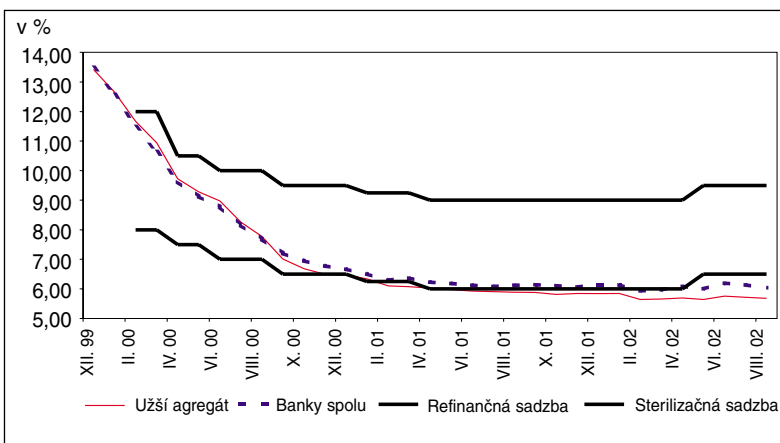
Podiel užšieho agregátu na krátkodobých vkladoch spolu v hodnotenom období bol 50 %. Z grafu 3 je zrejme postupné prispôbovanie sa úrokovej miery z krátkodobých vkladov úrovni jednodňovej sterilizačnej sadzby NBS. Už menej je zreteľná reakcia vkladových sadzieb na zmeny kľúčových úrokových sadzieb.

Tab. 6 Korelačné koeficienty medzi zmenou jednodňovej sterilizačnej sadzby NBS a kumulatívnou trojmesačnou zmenou priemernej úrokovej miery z krátkodobých vkladov

| | |
|--------------|------|
| Užší agregát | 0,77 |
| Banky spolu | 0,75 |

Celkovo možno konštatovať, že úrokové sadzby v užšom agregáte (tak pri čerpaných úveroch, ako aj pri stavoch) zaznamenávajú pomerne zreteľnú konvergenciu k úrovni jednodňovej refinančnej sadzby NBS. Na strane vkladov je zrejme postupné približovanie krátkodobých vkladových sadzieb k úrovni jednodňovej sterilizačnej sadzby, pričom v priebehu roku 2002 dochádza k čiastočnému odklonu od úrovne jednodňovej sterilizačnej sadzby smerom nadol.

Kvantifikácia reakcie klientskych sadzieb (krátkodobých) na zmenu kľúčových sadzieb NBS

Graf 3 Úrokové miery z krátkodobých vkladov


Reakcia klientskych úrokových mier z úverov a vkladov na zmenu kľúčových sadzieb NBS je dôležitou súčasťou transmisného mechanizmu menovej politiky. Z hľadiska ekonomickej teórie by mali byť klientske úrokové miery, predovšetkým krátkodobé, determinované úrokovými sadzbami centrálnej banky a sadzbami na peňažnom trhu. Sadzby na peňažnom trhu predstavujú vo vzťahu k úrokovým sadzbám z úverov určitú aproximáciu hraničných alternatívnych nákladov poskytnutia úveru. Vo vzťahu ku vkladom naopak môžu predstavovať hraničný náklad súvisiaci so

získavaním zdrojov (najmä v prostredí prebytočnej likvidity bankového sektora a jeho nízkej závislosti od refinančných zdrojov NBS). Pre použitie oficiálnych sadzieb centrálnej banky ako vysvetľujúcej premennej pohybu klientskych úrokových mier existuje tiež niekoľko dôvodov. Za určitých podmienok môžu oficiálne sadzby predstavovať hraničné náklady získania zdrojov, pričom sú menej volatilné ako sadzby peňažného trhu a súčasne ich banky môžu používať ako referenčné sadzby na stanovovanie klientskych úrokových mier.

Existenciu väzieb medzi klientskymi úrokovými mierami a kľúčovými sadzbami NBS je možné najjednoduchšie dokumentovať graficky (grafy 1 – 3). Pre exaktnejšie vyjadrenie a parametrizáciu veľkosti vplyvu zmeny oficiálnych sadzieb NBS na krátkodobé klientske úrokové miery, ako aj dĺžku časového horizontu, v ktorom sa tento vplyv do klientskych sadzieb prenáša, je však potrebné použiť ekonometrické metódy.

Na základe týchto predpokladov bol pre krátkodobé úrokové miery z čerpaných úverov, stavu úverov a vkladov spolu, ako aj pre užšie agregáty týchto sadzieb testovaný funkčný vzťah v podobe modelu korekcie chýb (Error Correction Model) s nasledujúcou všeobecnou špecifikáciou:

$$d(i) = \gamma[i_{-1} - \alpha(ip)_{-1}] + \beta_1 d(\text{bribor3M})_{-1} + \beta_2 d(\text{bribor3M})_{-2} \dots + \beta_n d(\text{bribor3M})_{-n}$$

Takto špecifikovaná rovnica predpokladá dlhodobý vzťah klientskych sadzieb k oficiálnym sadzbám NBS a krátkodobý vzťah k sadzbám peňažného trhu.

- i – klientska úroková sadzba (krátkodobé úrokové miery z čerpaných úverov, zo stavu úverov a z vkladov),
- ip – kľúčové sadzby NBS (pre úrokové miery z úverov bola použitá jednodňová refinančná sadzba, pre úrokové miery z vkladov bola použitá jednodňová sterilizačná sadzba; limitná sadzba pre štandardný dvojtýždňový REPO tender nebola použitá vzhľadom na menší počet pozorovaní),
- bribor3M – trojmesačné sadzby peňažného trhu BRIBOR (mesačné priemery),
- α – koeficient dlhodobej elasticity,
- γ – koeficient prispôsobenia,
- β – koeficienty krátkodobých elasticít na zmeny BRIBOR,
- d – prvá diferencia.

Štatisticky významné výsledky boli pri použití takto špecifikovanej funkcie identifikovanej pre dve, resp. tri nezávisle premenné. V prípade úrokových mier z krátkodobých čerpaných úverov bola štatisticky významná rovnica odhadnutá len pre užší agregát (ten však v rozhodujúcej miere určuje celkovú úrokovú mieru), pričom

⁵ Hodnotené je obdobie do augusta 2002.

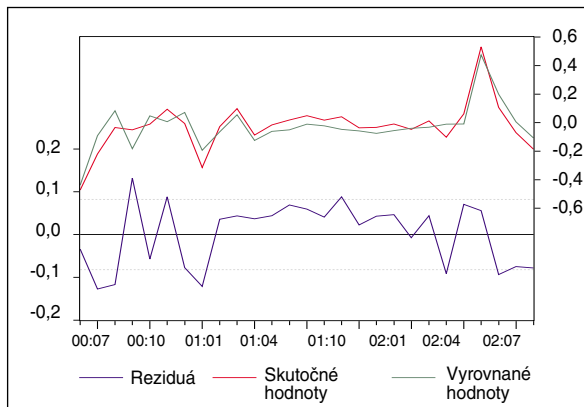
Tab. 7 Hodnoty jednotlivých parametrov odhadnutých rovníc

| | α | γ | β_1 |
|---|----------|----------|-----------|
| Krátkodobé čerpané úvery (užší agregát) | 0,94 | -0,87 | 0,69 |
| Krátkodobé vklady spolu | 0,96 | -0,20 | 0,32 |
| Krátkodobé vklady (užší agregát) | 0,88 | -0,15 | 0,44 |

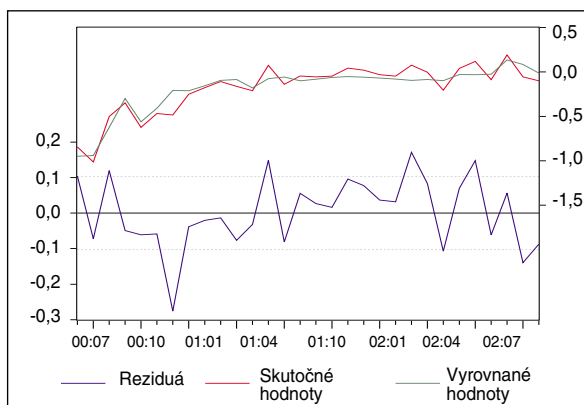
pri úrokových mierach zo stavu úverov nebola potvrdená štatisticky významná funkčná závislosť. Pri úrokových mierach z vkladov bol funkčný vzťah identifikovateľný nielen pre užší agregát (podiel na vkladoch spolu viac ako 50 %), ale aj pre krátkodobé úrokové miery z vkladov spolu. Jednotlivé odhady sú však ovplyvnené krátkosťou časového radu. Vypovedacia schopnosť odhadnutých parametrov môže byť takisto skreslená skutočnosťou, že kľúčové úrokové sadzby boli viackrát znížené (päťkrát) a zvýšené len raz⁵, čo neumožňuje kvantifikovať možnú asymetriu v reakcii klientskych sadzieb (iná reakcia na nárast a iná na pokles oficiálnych sadzieb).

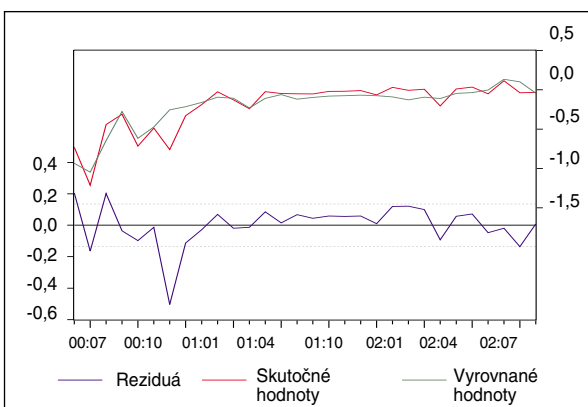
Na základe odhadnutých rovníc pre jednotlivé premenné možno konštatovať, že dlhodobá elasticita klientskych úrokových mier na zmeny kľúčových sadzieb NBS nadobúda vo všetkých prípadoch hodnoty blízko jednej. V prípade úrokových mier z čerpaných úverov v užšom agregáte je rýchlosť prispôsobenia sa k rovnovážnemu

Graf 4 Krátkodobé úrokové miery z čerpaných úverov v užšom agregáte (zmeny)



Graf 5 Krátkodobé úrokové miery z vkladov spolu (zmeny)




Graf 6 Krátkodobé úrokové miery z vkladov v užšom agregáte (zmeny)


stavu (dlhodobej elasticite) v porovnaní s vkladmi výrazne vyššia. Sadzby z úverov sú z krátkodobého hľadiska tiež citlivejšie na pohyb sadzieb na peňažnom trhu. V prípade vkladových úrokových mier je ich krátkodobá elasticita na zmenu sadzieb BRIBOR v užšom agregáte vyššia ako za vklady spolu. Štatisticky významná krátkodobá elasticita na sadzby peňažného trhu bola identifikovaná pri všetkých rovniciach len pre čas $t-1$.

Výsledky modelu korekcie chýb (ECM) pre jednotlivé premenné možno prezentovať na grafoch 4 – 6.

Analýzu vplyvu zmien klúčových úrokových mier na klientske úrokové sadzby je možné rozšíriť o odhad funkčnej závislosti medzi oficiálnymi sadzbami centrálnej banky a sadzbami peňažného trhu (ktoré sú súčasťou vystvetľujúcich premenných v rovniciach klientských úrokových mier – krátkodobý vzťah).

$$d(\text{bribor1M}) = \gamma[\text{bribor1M}_{t-1} - \alpha ip_{t-1}] + \beta_1 d(\text{bribor1M})_{t-1} + \mu_0 d(ip) + \mu_2 d(ip)_{t-2}$$

$$d(\text{bribor3M}) = \gamma[\text{bribor3M}_{t-1} - \alpha ip_{t-1}] + \beta_1 d(\text{bribor1M})_{t-1} + \mu_0 d(ip) + \mu_2 d(ip)_{t-2}$$

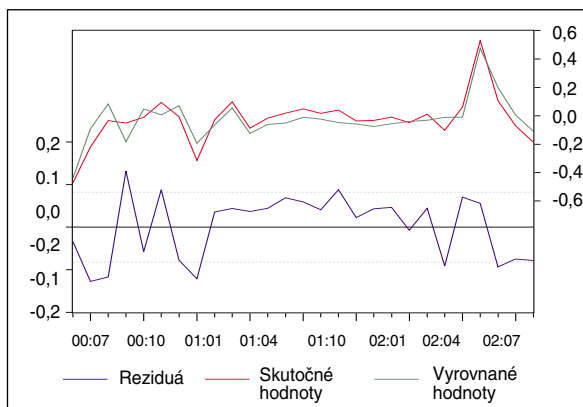
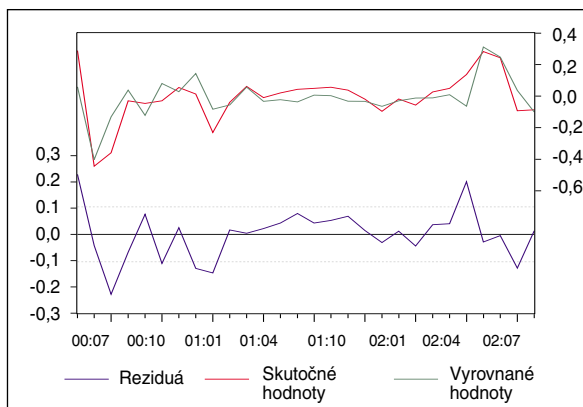
μ – koeficienty krátkodobých elasticít na zmeny klúčových sadzieb NBS.

Odhady funkčného vzťahu pre jednomesačný a trojmesačný BRIBOR parametrizované vo forme modelu korekcie chýb potvrdili štatisticky významnú závislosť (tab. 8, grafy 7 a 8).

Na základe odhadnutých vzťahov tak pre klientske úrokové miery, ako aj sadzby peňažného trhu je možné prezentovať dopad zmeny klúčových úrokových sadzieb NBS na tieto premenné. Graf 9 znázorňuje reakciu vybraných klientských úrokových sadzieb a sadzieb peňažného trhu na zvýšenie klúčových sadzieb NBS o 1 percentuálny bod⁶. Zmena oficiálnych

Tab. 8 Hodnoty odhadnutých parametrov pre rovnice peňažného trhu

| | α | γ | β_1 | μ_0 | μ_2 |
|-----------|----------|----------|-----------|---------|---------|
| BRIBOR 1M | 0,84 | -0,54 | 0,48 | 0,88 | 0,13 |
| BRIBOR 3M | 0,85 | -0,35 | 0,69 | 0,16 | 0,49 |

Graf 7 Jednomesačný BRIBOR (zmeny)

Graf 8 Trojmesačný BRIBOR (zmeny)


sadzieb centrálnej banky sa najprv premieta do reakcie sadzieb BRIBOR a následne do klientských úrokových mier⁷.

Sadzby peňažného trhu BRIBOR reagujú na zmenu (zvýšenie/zníženie) klúčových úrokových sadzieb prakticky okamžite, pričom ich reakcia v prvých mesiacoch má tendenciu byť výraznejšia ako zmena oficiálnych sadzieb centrálnej banky (kulminácia v druhom mesiaci po menovopolitickom rozhodnutí). V nasledujúcich mesiacoch nastáva určitá korekcia smerom k rovnovážnemu stavu (dlhodobá elasticita).

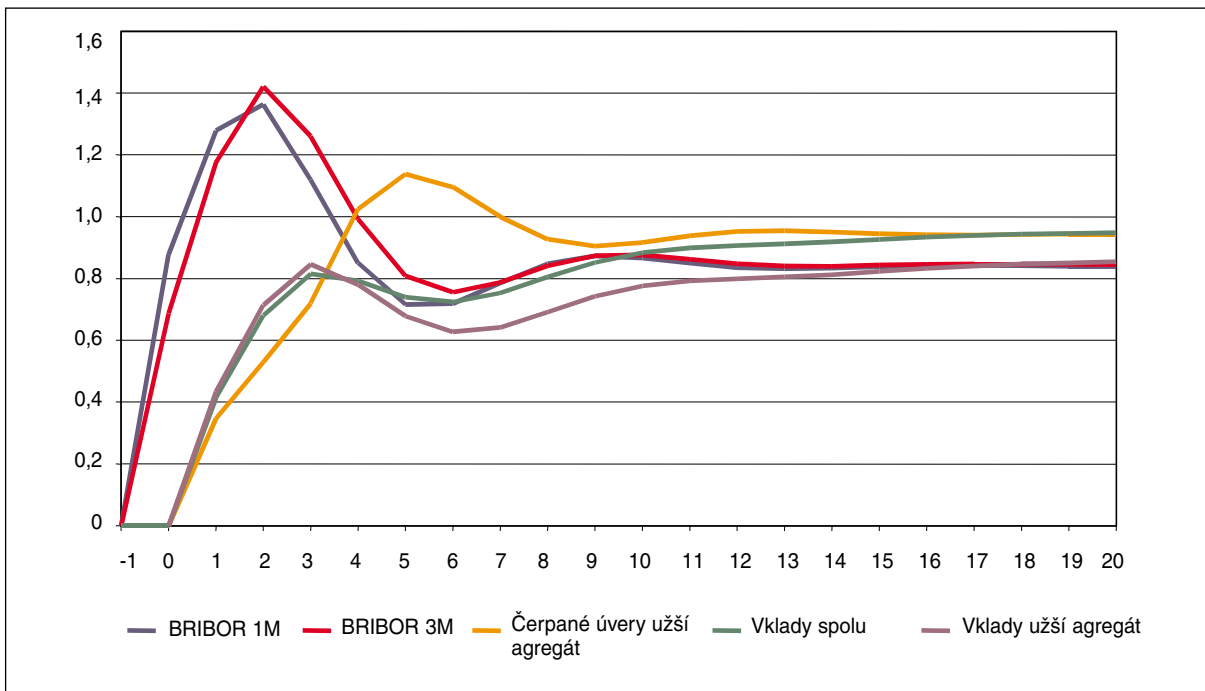
Reakcia krátkodobých úrokových mier z čerpaných úverov (užší agregát) na zmenu klúčových sadzieb NBS je o niečo pomalšia, ako v prípade sadzieb peňažného trhu. K postupnému nárastu úverových sadzieb dochádza až s mesačným posunom. Po prvých piatich mesiacoch nárast úrokových mier z úverov kulminuje,

⁶Pre simuláciu reakcie vybraných klientských úrokových mier a sadzieb peňažného trhu na zvýšenie klúčových sadzieb NBS o 1 percentuálny bod bola použitá impulse-response funkcia na jednoduchom trojrovnícovom modeli pre jednomesačný BRIBOR,

trojmesačný BRIBOR a jednotlivé klientske sadzby, konzistentnom s odhadmi relevantných rovníc ECM.

⁷V prípade zníženia sadzieb by bola reakcia zrkadlovo obrátená.

Graf 9 Reakcia vybraných úrokových mier na zmenu klúčových sadziieb NBS o 1 percentuálny bod



pričom kumulatívne presahuje pôvodnú zmenu oficiálnej sadzby centrálnej banky. V ďalšom období dochádza ku korekcii tejto nadmernej reakcie smerom k rovnovážnemu stavu. Podobnosť reakcie úrokových mier z čerpaných úverov so sadzbami BRIBOR (časovo posunutá) je ovplyvnená pomerne vysokou hodnotou krátkodobej elasticity týchto úrokových mier na sadzby peňažného trhu (0,69).

V prípade úrokových mier z krátkodobých vkladov (spolu a užší agregát bánk) je reakcia takisto posunutá o jeden mesiac. Na rozdiel od úverových sadziieb a sadziieb peňažného trhu však nedochádza k nadmernej reakcii (presahujúcej zmenu oficiálnej sadzby). Po pomerne výraznom náraste vkladových úrokových mier v prvých troch mesiacoch od menovopolitického rozhodnutia je ich vývoj korigovaný sadzbami peňažného trhu mierne smerom nadol (približne od štvrtého do šiesteho mesiaca). V ďalšom období je zrejma postupná konvergencia k rovnovážnemu stavu (dlhodobá elasticita).

Menovopolitické rozhodnutia Národnej banky Slovenska v podobe zmeny klúčových sadziieb majú teda pomerne výrazný efekt na sadzby peňažného trhu a s krátkym oneskorením aj na klientske sadzby z čerpaných úverov a vkladov. Aj keď štatisticky významný funkčný vzťah bol v prípade čerpaných úverov špecifikovaný len pre užší agregát, tento má na celkových čerpaných úveroch podiel takmer 65 % a výrazne tak ovplyvňuje celkovú sadzbu. Predpokladanú reakciu krátkodobých úrokových mier z čerpaných úverov je preto možné aproximovať ich reakciou v užšom agre-

gáte. Pri krátkodobých úrokových mierach zo stavu úverov sa síce nepodarilo dosiahnuť štatisticky významné výsledky, celkovo však možno rovnako konštatovať postupnú stabilizáciu sadziieb, čo zvyšuje pravdepodobnosť ich funkčnej závislosti od sadziieb NBS v budúcnosti. Pri krátkodobých úrokových mierach z vkladov takisto možno konštatovať pomerne pružnú reakciu na zmeny klúčových sadziieb NBS, pričom štatisticky významný vzťah bol identifikovaný nielen pre užší agregát, ale aj pre vklady spolu.

Pri simulácii reakcie sadziieb peňažného trhu a klientských úrokových sadziieb na zvýšenie oficiálnych sadziieb NBS o 1 percentuálny bod je pri všetkých vysvetľovaných premenných zrejma postupná konvergencia k rovnovážnemu stavu (dlhodobá elasticita). Pri sadzbách BRIBOR a úrokových mierach z krátkodobých čerpaných úverov dochádza v porovnaní s vkladmi k rýchlejšiemu prispôbeniu, keď sa kumulatívna zmena týchto úrokových mier ustáli na úrovni dlhodobej elasticity približne po jedenástich až dvanástich mesiacoch od zmeny oficiálnych sadziieb. V prípade vkladov dochádza k stabilizácii kumulatívnej zmeny na rovnovážnej úrovni až po dlhšom období, približne 17 – 19 mesiacoch.

Na prvý pohľad sa obdobie, keď dôjde ku konvergencii reakcie klientských sadziieb (po zmene klúčových sadziieb NBS) k rovnovážnemu stavu môže zdať z pohľadu menovej politiky príliš dlhé. Až dve tretiny impulzu vyplývajúceho zo zmeny oficiálnych sadziieb centrálnej banky sa však prenášajú do reakcie klientských úrokových sadziieb už po 2 – 3 mesiacoch.



PRIAME ZAHRANIČNÉ INVESTÍCIE V EKONOMIKE SLOVENSKA A ICH VPLYV NA PODNIKOVÚ SFÉRU

Doc. Ing. Tomáš Sabol, PhD., Ing. Adela Hošková, PhD.

Ekonomická fakulta Technickej univerzity v Košiciach uskutočnila v priebehu roku 2002 dotazníkový prieskum vo vybraných slovenských podnikoch so zahraničnou účasťou¹. Cieľom tohto prieskumu bolo analyzovať priame zahraničné investície (PZI) na Slovensku a ich vplyv na podnikovú sféru – najmä z hľadiska pozície a vzťahov slovenských pobočiek zahraničného vlastníka v rámci siete firiem nadnárodného vlastníka, vzťahov slovenskej pobočky k iným firmám v SR a očakávaných trendov vývoja v týchto oblastiach.

Čiastkové výsledky prieskumu

V prvej fáze prieskumu bolo zaslaných spolu 314 dotazníkov firmám so zahraničnou účasťou, 76 (24,2 %) sa ich vrátilo vyplnených do konca augusta 2002. Prieskum bol anonymný. Niektoré čiastkové výsledky:

- Majetkový podiel 69 % zahraničných investorov (v rámci sledovaných firiem) dominuje na úrovni 100 % vlastníctva.

- Z hľadiska úrovne spracovania výrobkov prevažuje forma finálnych výrobkov, najmä v oblasti spotrebného priemyslu (textil, elektrotechnika, nábytok, odevy, papier, kovové konštrukcie). Percentuálne najnižšie zastúpenie majú medziprodukty, vo veľkých organizáciách však predstavujú objemovo vysoký podiel (automobilový priemysel, spracovanie kovov).

- V oblasti rozhodovacích právomocí, resp. zodpovednosti za jednotlivé oblasti činnosti môžeme postupne pozorovať pozitívny trend presunu zodpovednosti zahraničných partnerov do rúk slovenského manažmentu, a to vo všetkých oblastiach činnosti s výnimkou technického vývoja produktov a strategického plánovania.

Kompetencie domáceho manažmentu sú najvyššie v oblasti účtovníctva a finančného manažmentu (86 %), približne rovnaká situácia je v oblasti riadenia výroby (v tejto oblasti v počiatočných fázach vstupu PZI rozhodoval prevažne zahraničný vlastník). O niečo nižšie (83 %) sú kompetencie slovenského manažmentu v oblasti operačného plánovania. Ďalšie oblasti usporiadané podľa klesajúcich právomocí slovenského manažmentu: zásobovanie a logistika (76 %), stanovenie ceny produktu, investičné plánovanie, distribúcia predaja (59 %), pries-

kum trhu (56 %). V ostatných oblastiach je zodpovednosť slovenského manažmentu tiež pomerne vysoká, pohybuje sa v intervale 50 – 55 %.

- Vstupom zahraničných investorov všeobecne klesá význam domáceho výskumu. Najmä v rámci veľkých koncernov býva výskum sústredený v materských organizáciách, čo je však celosvetový trend. Typickým príkladom je automobilový priemysel, kde potenciálny model „slovenského auta“ v súčasnosti nie je reálny. Je tu však šanca rozvíjať finálnu produkciu v štruktúre programov, ktoré nadobúdajú sofistikovanejšiu úroveň. Na druhej strane menšie firmy využívajú aj tuzemský výskum, napr. v elektrotechnických odboroch, potravinárskom či papierenom priemysle.

- Takmer vo všetkých sledovaných odboroch možno konštatovať jednoznačné rozšírenie počtu výrobkových radov² (sortimentu) po vstupe zahraničného partnera. Dominantne sa rozšíril sortiment v potravinárskom, textilnom, gumárskom priemysle, výrobe plastov, kovových konštrukcií, strojov a zariadení.

Počet výrobkových radov v jednotlivých organizáciách ovplyvňujú buď výlučne, alebo prevažne zahraniční investori, a to najmä v odboroch textilu, kovových konštrukcií a elektrických strojov. V oblasti firemných činností v sledovaných organizáciách sú rozhodovacie právomoci (domáci manažment verzus zahraničný vlastník) približne vyvážené. Rozdiely sa prejavujú podľa odborov. Napr. rozhodovanie na domácej úrovni prevažuje v oblasti ťažby surovín, textilu (50 %), výrobkov z gumy a plastu (100 %), ostatných nekovových výrobkov (100 %). Rozhodovanie zahraničného investora prevláda najmä v odbore potravín, drevárskeho priemyslu, kovových konštrukcií a spojov.

- Čo sa týka stupňa dôležitosti zdrojov financovania firmy, najvyššie sú hodnotené vlastné príjmy a potom zdroje zahraničného vlastníka. Pomerne dôležité sú aj „ostatné domáce zdroje“ (banky, firmy a pod.). Najnižšie je hodnotené financovanie z (iných) domácich pobočiek zahraničného vlastníka.

- Zaujímavé sú výsledky prieskumu významu jednotlivých oblastí pre konkurencieschopnosť firmy (bola použitá stupnica 1 – 5, kde 1 znamená najmenej dôležitú):

- Kvalita – je hodnotená takmer vo všetkých odboroch ako extrémne dôležitá (5) a veľmi dôležitá (4).

¹Projekt „Integrácia do EÚ a vyhliadky vyrovnávania rozdielov ekonomického vývoja v krajinách strednej a východnej Európy. Stanovenie determinantov rozdielov v produktivite (Productivity Gap)“ je podporovaný Európskou komisiou v rámci kontraktu č. HPSE-2001-00065. (http://www.tuke.sk/ekt/prodgap/main_sk.html)

²Pod počtom výrobkových radov rozumieme počet jasne odlišných produktov, ktoré firma produkuje. Produkty sú od seba výrazne odlišné, ak uspokojujú podstatne iné potreby spotrebiteľa. Pod produktom sa rozumie aj služba.



– Licencie, patenty, výskum a vývoj – hodnotenie dôležitosti je nižšie, prevažuje hodnotenie dôležité (3), málo dôležité (2). Dôvod je zrejme v tom, že nie vo všetkých organizáciách sa využíva forma licencií.

– Ľudské zdroje – prevažuje hodnotenie veľmi dôležité (4) a dôležité (3). Hodnotenie 5 sa vyskytuje málo a nižšie hodnotenia 1 a 2 sa takmer nevyskytujú. Na základe prieskumu vykonaného v roku 2001 zahraniční investori hodnotia pracovnú silu na Slovensku veľmi vysoko, najmä z hľadiska technickej úrovne, ale v poslednom čase aj v oblasti manažmentu. Pomaly sa likvidujú aj jazykové bariéry.

– Manažment firmy – prevažuje hodnotenie veľmi dôležité (4) a extrémne dôležité (5), nižšie hodnotenia sa vyskytujú len ojedinele.

• Predpokladaný smer vývoja sa väčšinou hodnotí ako stabilizovaný, v menšej miere sa predpokladá rast; a to prakticky vo všetkých sledovaných údajoch. Pokles sme zaznamenali iba v nepatrnej miere v odbore ťažby, potravín a textilu.

Čo sa týka predaja a vývozu, predpoklad rastu je v odbore potravín a textilu, v drevárskom a gumárskom priemysle. V odboroch výroby televízorov, kovových konštrukcií a strojov a zariadení sa nepredpokladá zmena.

V oblasti firemných činností (okrem predaja) sú predpoklady rastu v odboroch textilu, dreva a elektrických strojov. V odbore ostatných nekovových súčastí, spojov, kovových konštrukcií a strojov a zariadení sa zmeny neočakávajú.

V oblasti počtu vyrábaných výrobkov sú predpoklady rastu najmä v gumárskom odbore a odbore kovových konštrukcií. V odboroch textilu, chémie, spojov a výroby strojov a zariadení sa zmeny neočakávajú.

• Prínos vstupu zahraničného partnera do výrobných činností slovenských podnikov je veľmi vysoký. Najnižšie je hodnotený v oblasti domáceho predaja (73 %). V ostatných sledovaných ukazovateľoch sa prínos zahraničných partnerov podstatne zvyšuje – hodnota vývozu (82 %), úroveň produktivity v procese výroby (88 %), technologická úroveň výrobných strojov a zariadení (82 %), kvalita produkcie (88 %).

• Vývoz podľa jednotlivých sledovaných odborov má prevažne rastúcu tendenciu. Výnimkou je ťažba a úprava rúd, ďalej služby, výroba potravín, tlač, výroba nekovových minerálov, hotelierstvo a spoje. Ostatné odbory sú orientované proexportne. Výrobu smerujú prevažne svojmu zahraničnému partnerovi, prípadne iným zahraničným odberateľom, a iba v menšej miere domácim pobočkám či ostatným domácim odberateľom.

Výsledky sú podmienené skutočnosťou, že Slovensko je krajina s malým domácim trhom. Zahraniční investori musia byť proexportne orientovaní, aby dostatočne efektívne kapitalizovali investície vložené do výroby. Výhodou sú v súčasnosti nižšie výrobné náklady, z ktorých našou hlavnou komparatívnou výhodou je lacná pracovná sila (nie však trvalou) a strategická poloha. Zahraničný inves-

tor v mnohých prípadoch významne podporuje vývoz aj tým, že dáva k dispozícii svoje zahraničné trhy.

• Dovoz a tuzemský nákup podľa jednotlivých dodávateľov má podobné trendy ako vývoz. Podiel dodávok od slovenských dodávateľov v poslednom čase stúpa, čo je pozitívny trend. Platí to najmä v službách, živočíšnej výrobe, časti chemického priemyslu, výrobe nekovových výrobkov, výrobe kovov, kovových konštrukcií, časti výroby strojov a súčiastok a výrobe nábytku. Ostatné odbory sú z hľadiska dovozu proporcionálnejšie rozdelené medzi dodávateľov zo zahraničia a domácich partnerov.

V zásade je však dovoz surovín a polotovarov stále vysoký, a to aj v takých odboroch, kde by sa mohli využívať domáce surovinové zdroje, ako je nábytkársky, papierenský, textilný priemysel, ale i časť strojárkeho a elektrotechnického priemyslu.

Produktivita práce a pridaná hodnota v priemysle SR

Produktivita práce

V roku 2001 sme zaznamenali rast produktivity práce za SR vo výške 8,3 %, čo však oproti roku 2000 (15,5 %) predstavuje spomalenie rastu o 6,7 percentuálnych bodov.

Čo sa týka jednotlivých odborov, útlm rastu produktivity práce zaznamenávame v garbiarskom a drevárskom priemysle, vo výrobe skla, kovov a kovových konštrukcií a vo výrobe optických prístrojov. Tendencie rastu sa prejavujú vo výrobe potravín, v textilnom priemysle, veľmi významne stúpla produktivita práce vo farmaceutickom priemysle, v odbore kancelárskych strojov a počítačov a vo výrobe rádiových, televíznych a spojových zariadení.

V poslednom čase badať už prehľbujúci sa vplyv pôsobenia podnikov s účasťou či stopercentným zahraničným vlastníctvom na domáci priemysel. Okrem priameho vstupu PZI do jednotlivých slovenských výrobných organizácií sa prejavujú aj tzv. „multiplikačné efekty“ pri kooperáčnych vzťahoch, keď materská organizácia tlačí svojim vplyvom aj na pracovníkov subdodávateľských firiem, aby dodržali rovnakú úroveň výroby a produktivity práce.

Ako príklad v tomto smere môžeme uviesť firmu Volkswagen, Bratislava, kde úroveň produktivity práce v roku 2000 bola 12,3 mil. Sk/prac., čo podľa odborníkov už predstavuje úroveň produktivity práce koncernu a v určitých častiach ju aj prekračuje. Volkswagen v rámci Slovenska v súčasnosti v najväčšej miere prepája svoj podnik so slovenskými strednými a menšími podnikmi vo výrobe súčiastok, a to pre celý koncern (nielen pre bratislavskú pobočku), čo predstavuje približne 150 podnikov.

Aj v chemickom priemysle podniky so zahraničnou účasťou, najmä väčšie, dosahujú nadpriemerné výsledky v úrovni produktivity práce, napr. Slovnaft, a. s., Bratislava dosiahol v roku 2000 10,5 mil. Sk/prac. a Henkel Slovensko, s.r.o. 10,0 mil. Sk./prac.

Veľmi dobré výsledky v tejto oblasti sú v potravinár-



skom priemysle, predovšetkým v RAJO, a. s., Bratislava, kde sa v roku 2000 dosiahla úroveň produktivity práce 9,2 mil. Sk/prac. Ostatné podniky s PZI v danom odbore dosahujú nižšie výsledky, od 4 – 6 mil. Sk/prac., ale zaznamenávajú neustály a pomerne rýchly rast. Horšie sú na tom slovenské podniky, ktoré sú podkapitalizované, a tak nie sú schopné udržať rýchle tempo so svojimi zahraničnými konkurentmi³. Pozoruhodné výsledky dosahuje v odbore papierenského priemyslu SCA Hygiene Products, s. r. o. Gemerská Hôrka, kde sa v roku 2000 dosiahla produktivita práce 9,4 mil. Sk/prac., pričom oproti predchádzajúcemu obdobiu rástla rýchlym tempom.

Produktivita práce slovenských obuvníckych firiem so zahraničnou účasťou je vyššia než v slovenských podnikoch a zaznamenáva aj rýchlejší rast. Podobný stav je aj v textilnom, odevnom a kožiarskom priemysle. Táto skupina organizácií v roku 2001 zaznamenáva za Slovensko celkovo oživenie.

Z výsledkov prieskumu je zrejmé, že lídrmi v jednotlivých odboroch sú najmä organizácie so zahraničnou účasťou, vo väčšine ktorých produktivita práce prevyšuje celoslovenský priemer a blíži sa k európskej úrovni. Ide jednak o podniky s vysokou úrovňou organizácie práce na logistickom základe – napr. montáž automobilov vo firme Volkswagen, ďalej aj o jednoduchší typ výroby, ktorá je z veľkej časti automatizovaná, napr. v prípade hromadnej výroby pracích práškov a výroby mlieka a mliečnych výrobkov.

Na druhej strane je skupina odborov najmä spotrebného priemyslu s vysokým podielom ručnej práce (odevný, elektronický priemysel), ktoré prekonalí ťažký otras zo straty bývalých trhov (RVHP) a museli sa prebojovávať na nové západné trhy. Medzi prvými, ktorým sa začalo dariť, boli podniky so zahraničnou účasťou.

Pridaná hodnota

Čo sa týka dosahovanej úrovne pridanej hodnoty, ktorá predstavuje vlastnú výkonnosť konkrétnej organizácie či odboru, jej podiel na tržbách z priemyselnej činnosti na Slovensku v roku 2001 je 25,7 % a jej absolútna úroveň dosiahla 176,2 mld. Sk (rast oproti roku 2000 je 12,6 %).

Jednoznačne sa ukazuje, že najvyššie podiely pridanej hodnoty na tržbách z priemyselnej činnosti sú prevažne v stredných a menších podnikoch spotrebného priemyslu, konkrétne za rok 2001 v textilnej výrobe 38,5 %, odevnej výrobe 53,6 %, kožiarskom priemysle 36,3 %, výrobe rádiových a televíznych prijímačov 27,1 % a výrobe optických prístrojov 36,9 %. Spoločným menovateľom je zrejme vyšší stupeň finalizácie výroby, zatiaľ čo u všetkých ostatných výrobných odborov ide prevažne o výrobu a montáž výrobných súčiastok pri významnom podiele dovážaných surovín a materiálov.

Príkladom je opäť Volkswagen, Bratislava, v rámci ktorého sa na Slovensku dosahuje nadpriemerná produktivita práce, ale pridaná hodnota, t. j. podiel na tržbách z priemyselnej činnosti je 19 %. Nízku pridanú hodnotu signalizujú aj výsledky prepočtu prílevu a odlevu transferových tokov dodávok medzi materskou a dcérskou firmou. Situácia sa zlepšuje postupným zvyšovaním sofistikácie výrobkov, zapájaním slovenských podnikov do výrobných činností koncernu a predpokladom ďalšieho pozitívneho posunu je aj vytvorenie priemyselného parku na výrobu súčiastok z domácich zdrojov na Záhorí.

Podľa „Top Trend“ podiel pridanej hodnoty na pracovníka v chemickej výrobe je na Slovensku zhruba 13 000 EUR (561 mil. Sk za rok 2000) ročne, pričom v EÚ je šesťnásobný. Vo výrobe gúmy a plastov je to na Slovensku približne 11 300 EUR oproti 45 000 EUR vo vyspelej Európe. V oboch odboroch sa tento podiel priebežne zvyšuje, predovšetkým v chemickej výrobe.

V drevárskom priemysle pretrvávajú rozpory medzi vývozom dreva a jeho spracovaním v tuzemskej výrobe. V podiele pridanej hodnoty na tržbách patrí tento odbor na Slovensku medzi priemerné – 22,9 % (18,5 % za podniky s PZI za rok 2001). Situácia by sa mala ďalej zlepšovať na základe nového programu na podporu spracovania a využívania drevnej suroviny, ktorý vláda schválila v auguste 2001. Štát by mal bonifikovať úvery na projekty zvyšujúce finalizáciu spracovania dreva. Dobré výsledky v odbore v rokoch 2000 a 2001 sú zrejme aj z rastu investícií, ktoré v podnikoch prvotného spracovania dreva stúpili takmer dvojnásobne a vo výrobe nábytku až trojnásobne (Svedwood dva nové závody v Malackách, očakáva sa japonský investor v Bučine Zvolen).

Aj vo výrobe celulózy a papiera začína konjunktúra. Rast úrovne pridanej hodnoty bol v roku 2000 30,5 percentuálnych bodov. V roku 2001 síce ide o útlm, ale nárast je aj tak 20,1 %. Podiel pridanej hodnoty na tržbách za rok 2001 za podniky s PZI dosiahol v tomto odbore 33,6 %. Rast objemu výroby, stabilný rast produktivity práce i pridanej hodnoty zaraďuje papierenský priemysel medzi najproduktívnejšie na Slovensku. Vysoký podiel na týchto úspešných výsledkoch má vstup PZI do viacerých podnikov. SCA Hygiene Products, s. r. o., Gemerská Hôrka, Assi Domän Štúrovo, BOKK-net, Kft. Štúrovo, Slovenské celulózky a papierne Ružomberok – rakúsky Neusidler AG. V tomto odbore si pomerne úspešne vedú aj slovenské podniky Papierne Slavošovce, a. s., a Tento, a. s., Žilina.

Organizácie s PZI dosahujú lepšie výsledky vo všetkých sférach. V slovenských podnikoch prevláda zatiaľ príliš početný neproduktívny personál, zastarané zariadenie a rozdiely sú aj v účinnosti kvality organizácie práce. Spoločným znakom je nutnosť hľadania ciest na zvýšenie náročnosti na kvalitu výroby a služby zákazníkom. Otvorené je aj hľadanie ciest na vyššie využitie spracovania surovín a materiálov z domácich zdrojov.

³Podnikové údaje sú prevzaté z publikácie Trend Top 2001 v slovenskom priemysle. Ročenka, príloha časopisu Trend.

EUGEN LÖBL (1907 – 1987)

Eugen Löbl sa narodil 14. mája 1907 v Holíči. Maturoval na Vyššej škole priemyselnej, strojníc-ky odbor, v štúdiu pokračoval na Vysokej škole pre svetový obchod vo Viedni. V mladosti bol príslušníkom DAV-u, v ktorom sa zoskupovali komunistickí a ľavicovoorientovaní intelektuáli. Löbl spolupracoval najmä s V. Clementisom, L. Novomeským, G. Husákom, D. Okálím a inými. Aj pod ich vplyvom sa stal v roku 1931 členom KSČ.

Jeho prvé pracovné miesto bolo v konštrukčnej kancelárii firmy Nejedlý a spol. Bratislava (1925 – 1926). Odtiaľ prešiel pracovať do poisťovacej spoločnosti Riunione Adriatica di Sicurita Bratislava, kde pôsobil na autoodbore do roku 1938. Od roku 1937 bol tajomníkom Zväzu priateľov ZSSR. V roku 1939 odišiel na príkaz strany do Krakova a neskôr do Londýna, kde pôsobil v nadácii Czech refugee Trust Fund, ktorá pomáhala československým utečencom. V roku 1941 sa stal tajomníkom Zväzu čl. – britského priateľstva. O dva roky neskôr ho československá vláda v Londýne vymenovala za národohospodárskeho poradcu ministra Jána Masaryka v agende UNRRA a v tom istom roku sa stal vedúcim úradníkom Ministerstva hospodárskej obnovy v Londýne. Počas pobytu pripravoval podklady pre knihu o dejinách a technike zahraničného obchodu. Rukopis dokončil v roku 1949, orgány štátnej bezpečnosti ho však zničili.

Od roku 1945 pôsobil ako námestník ministra na Ministerstve zahraničného obchodu v Prahe a v tejto funkcii zotrval až do svojho zatknutia v roku 1949 (to bolo aj príčinou jeho vylúčenia z KSČ). Tri roky strávil vo vyšetrovacej väzbe a v novembri 1952 bol v Slánskeho procese odsúdený za „velezradu, vyzvedačstvo a sabotáže“ na doživotie.

V roku 1955 bol na následky infarktu hospitalizovaný na nemocničnom oddelení pankratickej väznice, kde na žiadosť zástupcov generálneho prokurátora napísal výpoveď o vyšetrovacích metódach, príprave a priebehu procesu. V liste z 28. 7. 1965 žiadal ÚV KSČ o vydanie svojej knihy. Stalo sa tak až v roku 1968, keď vyšla pod názvom „Svedectvo o procese“. Löbl v nej opisoval útrapy a najmä psychický nátlak, ktorému bol vystavovaný vo väzení, aby priznal „vinu“. Kniha bola v tých časoch považovaná za trháč, ale už o rok neskôr sa ocitla na zozname zakázaných kníh.

Po návrate z väzenia v roku 1960 sa Löbl zamestnal ako skladník v podniku Odevy Bratislava a v roku 1963 bol zbavený viny a rehabilitovaný. Dňa 1. apríla 1964 bol prijatý do služby ŠBČS ako riaditeľ krajskej pobočky v Bratislave. Táto funkcia však zďaleka nezodpovedala jeho odborným schopnostiam a kvalitám, čo sám Löbl konštatoval v liste zaslanom manželke generála Klena v roku 1966: „Po rehabilitácii som síce mal nastúpiť vo funkcii námestníka ministra zahraničného obchodu, ale keď som v niekoľkých článkoch zverejnil svoje názory, upadol som do nemilosti a bol som odstavený ako riaditeľ krajskej pobočky.“



Vo svojich teoretických prácach a úvahách sa venoval problematike zefektívnenia vtedajšej socialistickej ekonomiky. V liste z júla 1965 písal hlavnému riaditeľovi ŠBČS T. Šindeláři: „Je žiaduce, aby existovala stála prevaha spotrebiteľa čiže trh kupujúceho, čo docielime tým, že ponuka prevyšuje o niečo dopyt. Ak nechceme pripustiť infláciu, musí byť rámec úveru neprekročiteľný“. Bolo mu cudzie prílišné zasahovanie štátu do ekonomiky a najmä správy meny. „Ak chce mať vláda stabilnú menu a poverí

nejakú inštitúciu touto úlohou, je táto inštitúcia v oblasti stability meny nadriadená vláde.“ Spolu s Ottom Šikom sa podieľal na príprave ekonomickej reformy, ktorá mala zosúladiť plánovanie s trhovým hospodárstvom, pričom veľkú pozornosť venoval reforme československej bankovej sústavy v snahe o inštitucionálne oddelenie emisného a komerčného bankovníctva. Navrhovaný ekonomický model kládol dôraz na zvýšenie ekonomickej samostatnosti podnikov a ich manévrovaciu schopnosť.

Ani na poste krajského riaditeľa ŠBČS to nemal jednoduché, keďže jeho postoje a vyjadrenia verejne odsudzovali akúkoľvek nespravodlivosť. V úvahe, ktorú zaslal priamo J. Lenártovi, ostro kritizoval činnosť ústredných orgánov, ktorých nekvalifikované rozhodnutia zapríčinili hospodárske ťažkosti štátu.

Pre svoje vedomosti a rozhladenosť bol pozývaný ako lektor do kapitalistických štátov. Všetky jeho cesty však schvaľovalo, resp. neschvaľovalo ideologické oddelenie Ústredného výboru KSČ, ktorému v liste z 24. mája 1967 po neumožnení prednášať v Rakúsku písal: „Preto sa na Vás obraciam o vysvetlenie, prečo ste ma diskriminovali.“ V tom istom roku vydala SAV jeho knihu napísanú vo väzení „Úvahy o duševnej práci a bohatstve národa“, v ktorej kritizoval marxizmus a načrtnol perspektívy politického a hospodárskeho vývoja v ČSR.

Po tragických udalostiach v auguste 1968 Löbl tušil, že jeho predstavy o realizácii ekonomickej reformy sú nadobro pochované, a preto sa rozhodol navždy opustiť republiku. Vtedajší oblastný riaditeľ F. Mišeje v liste generálnemu riaditeľovi ŠBČS O. Pohlovi zo dňa 20. septembra 1968 oznámil: „E. Löbl odcestoval do zahraničia v súvislosti so vstupom armád piatich štátov Varšavskej zmluvy na naše územie a preto navrhujem, aby bol dňom 1. októbra 1968 odvolaný z funkcie riaditeľa KP ŠBČS“.

Löbl sa usadil v USA, kde v rokoch 1969 – 1976 pôsobil ako profesor ekonomie a politických vied na viacerých univerzitách. Stal sa podpredsedom Svetového kongresu Slovákov, kde pôsobil ako hlavný národohospodársky odborník. Bol blízkym spolupracovníkom Š. B. Romana, s ktorým napísal populárno-vedeckú knihu „Zodpovedná spoločnosť“. Jeho publikačná činnosť pokračovala úspešne aj v zahraničí. Zomrel v roku 1987 v New Yorku.

Mgr. Mária Kačkovičová, archív NBS

JAMES TOBIN

doc. Ing. Vladimír Gonda, CSc.

Národohospodárska fakulta, Ekonomická univerzita v Bratislave

Minulý rok (12. 3. 2002) vo veku 84 rokov zomrel nositeľ Nobelovej ceny za ekonómiu a jeden z hlavných predstaviteľov súčasného nekeynesovstva americký ekonóm James Tobin. Nobelova cena za ekonómiu mu bola udelená v roku 1981 za „teóriu portfólia“, za analýzu spôsobov, ktorými zmeny na finančných trhoch (t. j. na trhoch peňazí a finančných aktív) ovplyvňujú reálne trhy, na



ktorých subjekty prijímajú rozhodnutia o spotrebe, výrobe a investíciách. Udelenie Nobelovej ceny J. Tobinovi práve v tomto období bolo pre mnohých prekvapením, pretože začiatok 80. rokov minulého storočia charakterizoval intenzívny rast konzervativizmu a vzostup antikeynesovstva, zatiaľ čo Tobin reprezentoval „opozičný“, nekonzervatívny prístup k hospodárskej politike.

James Tobin sa narodil v roku 1918 v Champaign v USA. Jeho otec bol novinár a matka sociálna pracovníčka. V roku 1946 sa J. Tobin oženil s Elizabeth Fay Ringovou, absolventkou ekonómie na MIT (Massachusetts Institute of Technology), kde jej učiteľom bol aj P. Samuelson. Vychovali spolu štyri deti – dcéru a troch synov.

J. Tobin študoval ekonómiu na Harvardovej univerzite (1935 – 1939). Mnohí spolužiaci Tobina sa neskôr stali vedúcimi osobnosťami ekonomickej vedy – Paul A. Samuelson, Lloyd Metzler, John Kenneth Galbraith, Richard Musgrave, Paul Sweezy a ďalší.

Počas druhej svetovej vojny Tobin pôsobil istý čas vo Washingtone v Úrade pre obmedzovanie civilnej spotreby kovov a neskôr štyri roky v námorníctve USA. Po skončení vojny sa vrátil na Harvard, kde v rokoch 1946 – 1947 dokončil doktorát. Jeho doktorská dizertácia bola venovaná teoretickej a empirickej analýze spotrebnej funkcie, ktorá sa stala predmetom jeho

dlhodobého záujmu. V roku 1947 bol zvolený za člena spoločnosti Society of Fellows. Od roku 1950 pôsobil na katedre ekonometrie Yalskej univerzity.

Koncom päťdesiatych rokov J. Tobin začal písať príležitostné články k aktuálnym ekonomickým problémom, ktoré boli určené hlavne laikom. V rokoch 1966 až 1970 pracoval ako predseda Komisie pre plánovanie mesta New Havenu. Avšak hlavný podiel J. Tobina na verejnom živote predstavovalo predovšetkým jeho členstvo v Rade ekonomických poradcov prezidenta J. F. Kennedyho v rokoch 1961 – 1962. Jej aktívnym konzultantom bol aj neskôr, po návrate na Yale. Na Yalskej univerzite pôsobil vyše 50 rokov ako pedagogický a vedecký pracovník. Aj po svojom odchode do dôchodku sa naďalej zaujímal o aktuálne dianie v makroekonomike, čo dokumentujú aj jeho knihy *Full Employment and Growth (Plná zamestnanosť a rast)* a *Money, Credit and Capital (Peniaze, úver a kapitál)* z roku 1997.

Moderné keynesovské prístupy k dopytu po peniazoch

Keynesovská teória dopytu po peniazoch bola v päťdesiatych rokoch 20. storočia rozpracovaná ďalšími autormi (predovšetkým W. Baumolom a J. Tobinom), ktorí došli k záveru, že nielen špekulačný motív držby peňazí je funkciou úrokovej miery, ale že aj transakčný a opatrnostný motív sa odvíjajú od úrokovej miery. J. Tobin ďalej rozpracoval tiež špekulačný dopyt po peniazoch.

a) Baumolov-Tobinov model transakčného dopytu po peniazoch

Na rozdiel od pôvodného keynesovského prístupu tento model dokazuje závislosť transakčného dopytu po peniazoch od úrokovej miery. Celý model vychádza z toho, že dôchodok, ktorý subjekt pre dané obdobie (obyčajne 1 mesiac) obdrží, môže uchovávať (držať) buď vo forme peňazí, ktoré prinášajú nulový výnos (resp. len minimálny výnos na bežnom účte) alebo vo forme obligácií s kladným výnosom r .

Baumolov-Tobinov model uvažuje s hypotetickým jednotliv-

com, ktorý dostáva príjem vyplatený na začiatku obdobia a výdavky uskutočňuje rovnomerne počas celého obdobia. Príjem, ktorý subjekt dostane na začiatku obdobia, môže byť z väčšej alebo menšej časti uložený do alternatívnych aktív – v modeli sa uvažuje s obligáciami vynášajúcimi pevný dôchodok. Zvyšok príjmu sa použije na výdavky. Len čo sa neuložená časť príjmu spotrebuje, obligácie sa periodicky predávajú a získané peniaze sa použijú na výdavky až do konca obdobia. Na začiatku ďalšieho obdobia subjekt obdrží ďalší príjem a situácia sa opakuje.

Každá konverzia (predaj a nákup obligácií) je pritom spojená s určitými transakčnými nákladmi (brokerské poplatky za sprostredkovanie predaja, straty času vyjadrené v peniazoch) a ďalej so stratou dôchodku, ktorý prinášajú alternatívne aktíva. Ak sa subjekt rozhodne držať veľkú peňažnú zásobu, a teda nepeňažné aktíva konvertuje na peniaze menej často, potom náklady na konverziu sa znižujú, ale vznikajú mu veľké alternatívne náklady (náklady obetovanej príležitosti), ktoré sú vlastne stratami z toho, že peniaze neboli uložené do alternatívneho výnosového aktíva.



Naopak, ak sa subjekt rozhodne držať menšiu zásobu peňazí, potom bude musieť obligácie konvertovať na peniaze častejšie. Jeho alternatívne náklady budú menšie; na druhej strane však perióda, za ktorú sa peniaze spotrebujú, bude kratšia, a teda bude musieť častejšie predávať obligácie, v dôsledku čoho náklady na konverziu budú rásť. Čo z toho vyplýva? Subjekt sa chová racionálne, t. j. volí peňažnú zásobu v takej výške, aby minimalizoval celkové náklady, ktoré sú súčtom transakčných nákladov (nákladov na konverziu) a alternatívnych nákladov (strát alternatívneho dôchodku).

Je evidentné, že výška peňažnej zásoby závisí nielen od dôchodku, ale aj od úrokovej miery, ktorá ovplyvňuje výšku alternatívnych nákladov. Držba obligácií je pre subjekt tým zaujímavejšia, čím je úroková miera vyššia. Úroková miera teda pôsobí nepriamo úmerne nielen na špekulačný dopyt po peniazoch (Keynesova pozícia), ale aj na transakčnú zložku dopytu po peniazoch. Naproti tomu sprostredkovateľské náklady, ktoré je potrebné vynaložiť na nákup cenných papierov, pôsobia na transakčný dopyt po peniazoch priamo úmerne – čím sú vyššie, tým je väčšie želanie držať hotovosť, peniaze.

Matematickým odvodením správania sa subjektov dostaneme nasledujúci vzorec, ktorý vyjadruje transakčný dopyt po peniazoch:

$$M^D = \text{odmocnina} \frac{b \cdot Y}{2r}$$

kde b – transakčné náklady za sprostredkovanie obchodu (vrátane dopravy, straty času),

Y – množstvo peňazí, ktoré subjekt dostane na začiatku daného obdobia,

r – miera výnosnosti obligácií.

Zhrnutie: Z Baumolovho-Tobinovho modelu vyplýva, že transakčný dopyt po peniazoch je rastúcou funkciou dôchodku a klesajúcou funkciou úrokovej miery. Záver, že výška úrokovej miery ovplyvňuje držbu peňazí (aj) na transakčné účely, je závažným prínosom tohto modelu.

b) Teória voľby portfólia (Tobinova teória špekulačného dopytu po peniazoch)

J. Tobin rozvinul Keynesovu teóriu špekulačného dopytu po peniazoch a rozvinol ju do podoby teórie voľby portfólia (čiže štruktúry finančných aktív, ktoré majú subjekty v držbe).

V svojej teórii portfólia sa Tobin pokúsil vyhnúť niektorým slabým (a kritizovaným) miestam Keynesovej koncepcie – hlavne prílišnej abstraktnosti modelu. Závažným nedostatkom pôvodnej Keynesovej analýzy špekulačného dopytu po peniazoch bolo tvrdenie, že subjekty držia všetko svoje bohatstvo buď vo forme peňazí alebo vo forme obligácií (v prípade vysokých úrokových mier). Zjavne teda neuvažoval s možnosťou diverzifikácie.

Keynesova teória špekulatívnej držby peňazí predpokladala, že subjekty držia len obligácie, ak je ich očakávaný výnos väčší ako očakávaný výnos peňazí (ktorý je, podľa Keynesa, nulový), alebo len peniaze, ak je očakávaný výnos obligácií menší ako očakávaný výnos peňazí. Len vo výnimočnom prípade, ak by očakávané výnosy obligácií a aj peňazí boli totožné, ľudia by držali obligácie aj peniaze. Z Keynesovej teórie teda vyplývalo, že prakticky nikto nedrží súčasne peniaze

i obligácie (t. j. nedrží diverzifikované portfólio), čo však nezodpovedá realite.

J. Tobin sa pokúsil na tieto slabé miesta reagovať. Vyšiel z Keynesových predpokladov, že subjekty držia bohatstvo v peniazoch alebo v obligáciách, pričom peniaze prinášajú nulový výnos. Zároveň nadviazal na Markowitzovu teóriu portfólia (1952), ktorá ukazuje, že variabilita výnosov (miera rizika) sa dá znížiť investovaním do aktív, ktorých ceny sa nepohybujú spoločne.

J. Tobin skonštruoval model špekulačného dopytu po peniazoch za situácie, keď jedinec zvažuje nielen výnosnosť aktív, ale aj ich rizikovosť. Peniaze sú aktívum s obvykle nulovou výnosnosťou, ale tiež s nulovým rizikom (*ceteris paribus*). Na druhej strane obligácie môžu vykazovať kladnú výnosnosť, ale je tu aj istý stupeň rizika (prípadná strata).

Ľudia majú rôznu averziu k riziku, a tak je tiež pravdepodobné, že sa rozhodnú držať určité diverzifikované portfólio peňazí a obligácií a nielen peniaze alebo len obligácie.

Na základe porovnania výnosov a rizík spojených s rôznymi alternatívami držby cenných papierov a – špekulačných peňažných zostatkov Tobin vytvoril model optimálnej štruktúry portfólia. Dôležitým pravidlom je diverzifikácia (rozptýlenie) portfólia do aktív rôzneho typu. Toto pravidlo možno obrazne vyjadriť vetou: „Nedávajte všetky vajčka do jedného koša“. Optimálne portfólio je spravidla kombináciou nízkorizikových a vysokorizikových aktív. Racionálni investori preto diverzifikujú svoj majetok medzi rozmanité aktíva s rôznym stupňom rizika. V tom je výrazný rozdiel Tobinovej teórie od Keynesovho prístupu. Hlavný záver oboch teórií je však rovnaký: špekulačný dopyt po peniazoch zostáva klesajúcou funkciou úrokovej miery.

Tobinova teória „odvracania rizík“ je novým výkladom toho, prečo možno nájsť peniaze, ktoré bezprostredne neprinášajú žiadny výnos, v portfóliu aktív racionálne sa správajúcich subjektov.

Ako upozorňuje F. Mishkin, Tobinovo úsilie zdokonaľiť Keynesovo vysvetlenie špekulačného dopytu bolo úspešné len čiastočne. Otvorenou totiž zostáva otázka, či špekulačný dopyt vôbec existuje. Ak existujú aktíva, ktoré majú (podobne ako peniaze) nulové riziko, ale sľubujú pritom vyšší výnos – a také aktíva v USA existujú, napr. pokladničné poukážky, podiely na vzájomných fondoch na peňažnom trhu a iné aktíva, kde nehrozí riziko nezaplatenia – potom jednotlivec uprednostní držbu týchto aktív. To relativizuje držbu peňažných zostatkov ako uchovávateľa bohatstva (Mishkin, 1991, s. 379).

Teória spotreby

J. Tobin venoval permanentne veľkú pozornosť teoretickej a empirickej analýze spotrebnej funkcie. Nadviazal na Keynesovu teóriu absolútneho dôchodku, podľa ktorej je bežná spotreba funkciou bežného dôchodku $C_t = f(Y_t)$, i na Duesenberryho teóriu relatívneho dôchodku, podľa ktorej na bežnú spotrebu pôsobí okrem bežného dôchodku aj najvyšší dosiahnutý dôchodok v minulosti $C_t = f(Y_t, Y_{max})$. V roku 1951 vystúpil so zavedením likvidných aktív (LA) medzi argumenty spotrebnej funkcie $C_t = f(Y_t, LA_t)$. Z jeho spotrebnej funkcie vyplýva, že funkcia spotreby je podmienená tak dôchodkom, ako aj aktívami, ktoré domácnosť vlastní. Už táto rovnica dokumentuje kom-



bináciu tokových a stavových veličín vedľa seba, čo znamená úsilie o prepojenie krátkodobých a dlhodobých vplyvov.

Po publikovaní Friedmanovej knihy *Teória spotrebnej funkcie* (1957) sa Tobin ako prvý pokúsil o interpretáciu a výklad Friedmanovej koncepcie permanentného dôchodku, pre ktorú je príznačný prístup k analýze problematiky spotreby z dlhodobejšieho hľadiska. Táto koncepcia odlišuje normálnu (permanentnú) zložku bežného dôchodku od prechodnej (tranzitórnej) zložky a spotrebu chápe ako funkciu iba permanentného dôchodku, zatiaľ čo tranzitívny dôchodok sa usporí.

Na základe výskumov Tobin dospel k záveru, že existuje zjavná krátkodobá nestabilita sklonu k spotrebe, ale zároveň je rovnako nesporná dlhodobá stabilita sklonu k spotrebe. Tento záver plne korešponduje aj s Modiglianého modelom životného cyklu, ktorý tiež obsahuje dlhodobé vplyvy a predstavuje autoritatívny základ analýzy spotreby (resp. úspor ako jej protipólu) do dnešnej doby. Východiskom je dlhodobé, „celoživotné“ uvažovanie subjektov: spotrebiteľia preferujú stabilnú spotrebu pred volatílnou a preto sporia (alebo naopak čerpajú svoje úspory), aby vyrovnávali nepravidelnosti svojho dôchodku.

Tobinova teória spotreby je organicky prepojená s jeho teóriou portfólia, pretože rozhodnutia jednotlivých subjektov o štruktúre aktív a miere rizika, ktoré sú ochotné podstúpiť v záujme zvýšenia celkového objemu svojich aktív, je zároveň rozhodnutím o ich spotrebe.

Tobinova teória Q – hľadanie nových transmisných mechanizmov peňažného impulzu

Tradičný keynesovský peňažný mechanizmus má podobu: $M\uparrow \rightarrow i\downarrow \rightarrow I\uparrow \rightarrow Y\uparrow$.

Avšak vplyv úrokovej miery na investície bol spochybnovaný. Potom, ako monetaristi dokázali podstatnú úlohu peňazí, mnohí ekonómovia začali hľadať nové kanály pôsobenia peňažnej masy na ekonomickú činnosť. V prvých prácach o transmisných mechanizmoch peňažného impulzu sa akcent kládol na investičné procesy (pretože Keynes neraz zdôrazňoval úlohu investícií v procese hospodárskeho cyklu).

Ekonómovia predpokladali, že monetárna politika môže mať vplyv na investičné výdavky cez ceny akcií. Tobin vo svojej teórii Q spojil výšku investičných výdavkov s hodnotou (cenou) akcií. V roku 1969 definoval veličinu q ako podiel trhovej hodnoty podniku (súčet trhových cien akcií) a nákladov na obnovu jej kapitálu (replacement cost of capital). Agregovaním hodnoty q jednotlivých podnikov sa dosiahne hodnota Q pre celú ekonomiku. Pri raste cien akcií dochádza k rastu hodnoty Q , čo pre jednotlivé spoločnosti znamená, že je relatívne lacnejšie obnovovať kapitál (napríklad emisiou akcií získajú viac zdrojov). To vedie k rastu investícií s efektom na rast nominálneho produktu.

Hlavný záver našich úvah o Tobinovej teórii Q smeruje k potvrdeniu existencie vzájomnej väzby medzi koeficientom q a investičnými výdavkami.

Vzniká otázka: Ako môže monetárna politika vplývať na hodnotu akcií? Dá sa to vysvetliť nasledujúco: ak ponuka peňazí rastie, obyvateľstvo zisťuje, že drží väčšie množstvo peňazí, než si želá držať. Preto sa ich snaží „zbaviť“ (minúť). Časť ľudí použije peniaze na nákup akcií; tým rastie dopyt po tomto

druhu cenných papierov, a teda rastie ich hodnota (cena). Rast hodnoty akcií (PA) zvyšuje trhovú hodnotu firiem a, teda, vedie k rastu koeficientu q a rastu investičných výdavkov.

Transmisný mechanizmus monetárnej politiky vyzerá potom nasledujúco:

$$M\uparrow \rightarrow PA\uparrow \rightarrow q\uparrow \rightarrow I\uparrow \rightarrow Y\uparrow.$$

Tobinova analýza dokumentuje dôležitú úlohu, ktorú hrá trh akcií ako zdroj informácií a ako mechanizmus alokácie úspor a investícií v národnej ekonomike i na medzinárodnej úrovni.

Makroekonomická politika – problémy inflácie a nezamestnanosti (Tobin mix)

J. Tobin bol veľkým stúpencom Keynesovej teórie, ktorá pre neho znamenala základné východisko ekonomického uvažovania. Tobin významne zmodernizoval teóriu J. M. Keynesa, odmietajúcu ortodoxnú koncepciu laissez-faire a propagujúcu štátne zásahy do ekonomiky, pričom zachoval jej ciele (ekonomický rast a plnú zamestnanosť) a logiku ich dosiahnutia (aktívne uplatnenie fiškálnej a monetárnej politiky zo strany štátu).

Mnohé významné Tobinove práce sú venované aplikácii makroekonomickej teórie v oblasti hospodárskej politiky. Znám je kritický postoj k príliš zjednodušeným monetaristickým prístupom a odporúčaniam. V oblasti peňažnej politiky, na rozdiel od M. Friedmana, ktorý zdôrazňoval vplyv kvantitatívnych zmien peňažnej masy na ekonomický rast, Tobin hlavne pozornosť venoval kvalitatívnej stránke tohto procesu, konkrétne analýze štruktúry peňažnej masy a jej vplyvu v čase. Podieľal sa na vypracovaní makroekonomických ekonometrických modelov, v ktorých hlavné miesto patrí modelovaniu operácií finančnej a menovej politiky s cieľom dosiahnuť všeobecnú ekonomickú rovnováhu. Jeho model portfóliových investícií, zahŕňajúci široké spektrum cenných papierov, poskytuje hospodárskej politike oveľa bohatší arzenál prostriedkov ako predchádzajúce modely. Tobinov model sa hodil aj na skúmanie vplyvu fiškálnej politiky na ekonomiku.

Keynesovský prístup k makroekonomickej politike, predpokladajúci aktívne využitie opatrení štátu na zmiernenie hospodárskych cyklov, opísal J. Tobin takto: „Keynesovská politika je, po prvé, explicitným využitím nástrojov makroekonomickej politiky na reálne ekonomické ciele, osobitne plnú zamestnanosť a reálny rast národného dôchodku. Po druhé, keynesovské riadenie dopytu je aktivistické. Po tretie, keynesovci si želali spojiť fiškálnu a monetárnu politiku do konzistentného a koordinovaného súboru nástrojov (výzbroje) na sledovanie makroekonomických cieľov“ (citované podľa Samuelsona, 2000, s. 473).

Tobin ako stúpenec Keynesa považoval za teoreticky odôvodnenú potrebu regulovania dopytu. Hlavnú poruchu súčasnej trhovej ekonomiky videl v neplnej zamestnanosti (podzamestnanosti) a nie v inflácii. Bol presvedčený, že nezamestnanosť prináša so sebou obrovské straty, a preto zásadne odmietal názor interpretujúci dlhodobú recesiu (pokles výroby) ako prostriedok boja s infláciou.

Tobin často vystupoval za aktívnejšiu politiku, zameranú na rozšírenie ekonomickej činnosti a za prijatie opatrení na zníženie nezamestnanosti dokonca pod jej „prirodzenú“ úroveň. Často sa venoval prepočtom, nakoľko výhody dosiahnuté z rozšírenia zamestnanosti kompenzujú straty vyvolané inflá-



ciou. Keď bol v roku 1970 zvolený za prezidenta Americkéj ekonomickej spoločnosti, v svojom významnom inauguračnom vystúpení sa venoval práve problematike inflácie a nezamestnanosti. V ňom celkom odmietol prehnané zaoberanie sa infláciou na úkor nezamestnanosti. Ako jeden zo spôsobov riešenia problému nezamestnanosti odporúčal využívať (ako dočasnú prax) politiku regulovania dôchodkov. Zdôraznil potrebu štátnej kontroly miezd a cien; bol presvedčený o tom, že to prispeje k prekonaniu recesií.

Tobin si uvedomoval, že pre stabilizáciu ekonomiky je žiaduca istá kombinácia fiškálnej a monetárnej politiky (policy mix), týkajúca sa ich relatívnej váhy a ich dopadov na rozličné sektory v ekonomike. Základná myšlienka spočívala v tom, že fiškálna a monetárna politika sú substitúty pri regulovaní dopytu.

Zistenie, že zmeny fiškálnej a monetárnej politiky majú odlišné účinky na zloženie reálneho HDP, je dôležité. Napovedá nám to, že konceptori hospodárskej politiky môžu voliť určitú kombináciu oboch politík. Je zrejme, že pri riešení problému vhodnej stabilizačnej politiky sa uplatňujú politické preferencie. Keďže Tobin bol vždy horlivým stúpencom ekonomickej teórie Keynesa, neprekvapuje, že bol jedným z najaktívnejších kritikov ekonomickej politiky prezidenta R. Reagana a prísnej finančnej politiky, ktorú uskutočňoval FED.

Ekonomický rast

Aj keď problematika ekonomickeho rastu nepredstavovala hlavnú oblasť Tobinových záujmov, jeho vklad nájdeme aj v tejto oblasti. Napríklad v článku Money and Economic Growth (1965) ako jeden z prvých v modernej ekonómii hľadal súvislosť medzi peňažnými javmi a rastovým procesom. Hoci k predmetnej problematike pristupoval z pozícií keynesovskej ekonómie, jeho prístup sa odlišuje tak od statickej teórie Keynesa (predpoklad konštantnej zásoby kapitálu ako stavovej veličiny), ako aj od jej dynamizovaného variantu v podobe neoknesovského modelu Harroda a Domara (orientácia na tokové veličiny ako sú úspory a investície). Namiesto investičnej funkcie Keynesa J. Tobin do svojich modelov zavádza tzv. funkciu dopytu po kapitáli. To mu umožnilo skúmať premenlivosť kapitálovej intenzity v produkčnej funkcii, pričom kapitálová intenzita podľa neho závisí od úrokovej miery, ktorá je determinovaná peniazmi a celou štruktúrou finančných aktív.

Významný je Tobinov článok z roku 1972, v ktorom spolu s W. Nordhausom definoval nový index merania ekonomickeho blahobytu – čistý ekonomický blahobyť (Net Economic Welfare – NEW). NEW možno získať korekciou HDP, ak k HDP pripočítame aktivity (presnejšie odhady týchto aktivít) s pozitívnou hodnotou – napríklad práca pre seba, voľný čas, kvalita produkcie a pod., a odpočítame odhady negatívnych aktivít – záporné externality (znečisťovanie životného prostredia), nelegálna časť šedej ekonomiky, výdavky na zbrojenie a pod.

Daný ukazovateľ má ambíciu lepšie vyjadriť prínos ekonomiky pre človeka oproti štandardnému meraniu pomocou HDP. Súčasne treba ale priznať, že problém kvantifikácie jeho položiek, ktoré sa vlastne iba odhadujú, jeho význam značne relativizuje.

Tzv. Tobinova daň („Tobin tax“)

James Tobin ešte pred 30 rokmi (v sedemdesiatych rokoch 20. storočia) podal návrh na zdaňovanie medzinárodných finančných operácií. Zámerom bolo postihnúť špekulačné medzinárodné operácie malou daňou vo výške 0,1 – 1 % z transakcie pri konverzii mien, aby sa zabránilo vzniku finančných kríz a znížilo kolísanie kurzov mien, čo postihuje najmä rozvojové krajiny.

Uvedený návrh dlho zostával len v polohe púhej teórie. Túto myšlienku, ku ktorej sa centrálné banky aj vedúci ekonómovia prevažne stavali pohrdavo (ignorovali ju), si teraz osvojili antiglobalisti a pripojili k nej nový prvok: takto získané peniaze sa majú použiť na rozvoj chudobných krajín.

Podľa výpočtov OSN by „Tobinova daň“ vo výške 0,25 % umožnila získať vyše 300 miliárd USD za rok. (V týchto odhadoch sa už zohľadňuje aj zníženie objemu devízových operácií z dôvodu zavedenia predmetnej dane). Keby sa tieto peniaze použili na rozvoj, umožnilo by to niekoľkonásobne zvýšiť sumu, ktorú vyspelé industriálne krajiny vynakladajú na pomoc pre rozvojový svet.

Touto myšlienkou sa v poslednej dobe začínajú serióznejšie zaoberať aj vedúci politici v priemyselne vyspelých krajinách. Perspektívne úvahy týkajúce sa eventuálneho uplatnenia Tobinovej dane v budúcnosti v každom prípade nebude možné viesť mimo kontextu hľadania „novej globálnej svetovej finančnej architektúry“.

Najvýznamnejšie diela J. Tobina

James Tobin patrí k najvýznamnejším keynesovským teoretikom druhej polovice 20. storočia. Svojím dielom nadviazal na teoretický odkaz J. M. Keynesa, ďalej ho rozvinul a modernizoval. Pre ekonomický svet je známy ako zakladateľ a čelný predstaviteľ tzv. Yalskej školy teórie peňazí a teórie voľby portfólia. Najvýznamnejšou oblasťou jeho vedeckého záujmu boli peniaze a financie, ako aj teoretický výskum a štatistická analýza spotrebných funkcií. K najznámejším dielam, v ktorých Tobin skúmal uvedené problémy, patria:

- Consumer Survey Statistics, A Report of Consultant Committee on Consumer Survey Statistics, Board of Governors of the Federal Reserve System (July 1955).
- National Economic Policy (Essays), New Haven: Yale University Press (May 1966).
- Risk Aversion and Portfolio Choice, J. Tobin and D. Hester, eds., Cowles Foundation Monograph No. 19, New York: J. Wiley & Sons (1967).

- Studies of Portfolio Behavior, J. Tobin and D. Hester, eds., Cowles Foundation Monograph No.20, New York: J. Wiley & Sons (1967).
- Financial Markets and Economic Activity, J. Tobin and D. Hester, eds., Cowles Foundation Monograph No. 21, New York: J. Wiley & Sons (1967).
- The New Economics One Decade Older, Princeton University Press (1974).
- Essays in Economics, Macroeconomics, Vol. I, Markham Pub. Co. (1971). (No.-Holland, 1974).
- Essays in Economics: Consumption and Econometrics, Vol. II, North-Holland Pub. Co., Amsterdam (1975).
- Asset Accumulation and Economic Activity (Reflections on Contemporary Macroeconomic Theory), Yrjö Jahnsson Lectures, Oxford: Basil Blackwell (1980).
- Essays in Economics: Theory and Policy, Vol. III, forthcoming, MIT Press (1982).

10. výročie Slovenskej republiky na pamätných minciach

Pred desiatimi rokmi, prvého januára 1993, vznikla samostatná Slovenská republika. Od prvých dní jej existencie bolo potrebné riešiť zložité ekonomické problémy, urýchlene vybudovať sústavu ekonomických a politických inštitúcií a zakotviť nový štát na medzinárodnej scéne. Dnes môžeme konštatovať, že Slovenská republika sa pomerne úspešne začlenila do medzinárodnej spolupráce. Už v roku svojho vzniku sa stala členom OSN, Rady Európy a podpísala dohodu o pridružení k Európskym spoločenstvám. V roku 2000 sa stala členom Organizácie pre ekonomickú spoluprácu a rozvoj. Výsledky volieb v septembri 2002 vytvorili predpoklad na pokračovanie reforiem a kontinuitu zahraničnopolitickej orientácie. To sa odrazilo na skutočnosti, že Slovensko bolo na pražskom summite v novembri 2002 pozvané na vstup do NATO a v decembri 2002 v Kodani, hlavnom meste Dánska, dostalo ponuku na vstup do Európskej únie. Slovensku sa tak otvorili nové perspektívy v zjednotenej Európe.

Pri príležitosti 10. výročia vzniku samostatnej Slovenskej republiky pripravila Národná banka Slovenska vydanie dvoch zaujímavých pamätných mincí netradičných štvorcových tvarov.

Pamätná bimetalová minca 10 000 Sk

Verejnú anonymnú súťaž, ktorú na výtvarný návrh pamätnej bimetalovej mince vyhlásila Národná banka Slovenska, vyhodnotila odborná komisia v marci 2002, pričom posudzovala 17 predložených prác od 16 autorov. Na udelenie prvej ceny i na realizáciu odporučila návrh akademickej sochárky Ludmily Cvengrošovej, ktorý vyhodnotila ako najkvalitnejší a najvyváženejší. Ocenila vzájomnú prepojenosť kompozičného riešenia averzu i reverzu, ktoré citlivo zohľadňuje a využíva farebný efekt bimetalovej mince. Na averznej strane autorka zvolila figurálny prvok a do stredu mincového poľa na paládiovú platničku umiestnila hlavu mladého dievčaťa, okolo ktorej je na zlatej platničke v kruhopyse uvedený názov štátu. Ústredný motív je doplnený štátnym znakom, letopočtom 2003 a ornamentmi v tvare lipových lístkov umiestnenými

1. cena
akad. sochárka
Ludmila Cvengrošová



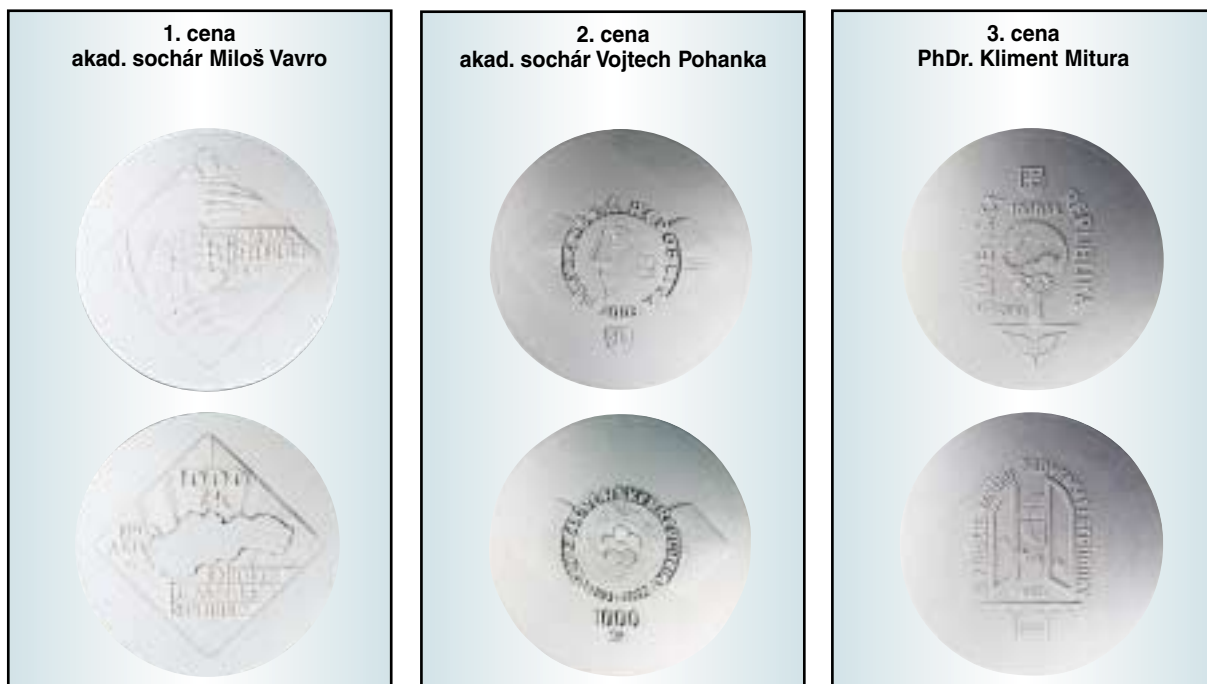
v jednotlivých vrcholoch mince. Na reverze sa opakuje kompozičný princíp averzu. V centre na paládiové platničke autorka pôvodne stvárnila motív rúk s loďkou, ktorý odborná komisia odporučila nahradiť iným vhodnejším motívom, typickejším pre Slovenskú republiku. Autorka zvolila motív Bratislavského hradu ako všeobecne známeho symbolu hlavného mesta Slovenskej republiky. Okolo neho je na zlatej platničke situovaný v kruhopyse nápis „10 ROKOV SLOVENSKEJ REPUBLIKY“. Kompozícia je doplnená obrysom mapy Slovenska, prezidentskou štandardou a lipovou ratolesťou. Druhá ani tretia cena neboli v súťaži udelené.

Minca tvaru štvorca s rozmermi 29,5 x 29,5 mm je vyrazená zo základnej zlatej platničky, do stredu

ktorej je vložená okrúhla paládiová platnička s priemerom 11 mm. Hmotnostné parametre mince boli určené tak, aby sa obsah drahých kovov v minci viazal na diely trojskej unce. Zlatá platnička s rýdzosťou 900/1000, ktorá je dolegovaná 75 dielami striebra a 25 dielami medi, má pri hmotnosti 17,280 g obsah zlata 15,552, čo predstavuje 1/2 unce. Paládiová platnička je z rýdzeho kovu a má hmotnosť 1,555 g, čo je 1/20 unce.

Pri príprave technickej špecifikácie mince bola osobitná pozornosť venovaná otázke spracovania hrany mince, ktorá je v realizovanom riešení prerušovane vrúbkovaná, pričom sa striedajú tri polia vrúbkované s dvoma hladkými. Vrcholy mince sú hladké a zaoblené. Uvedeným riešením hrany mince sa výrazným spôsobom zvýšila technická náročnosť realizácie mince, ale zároveň sa tým zabezpečila jej vyššia ochrana pred prípadným falšovaním, čo je tiež potrebné brať na zreteľ pri príprave mincí pomerne vysokej nominálnej hodnoty.

Mincovňa Kremnica, ktorá razbu realizovala, má už určité skúsenosti s razbou rôznych žetónov a medailí štvorcového tvaru, ale vo svojej stáročnej histórii doteraz nerazila štvorcovú mincu. V porovnaní s razbou medailí a žetónov je razba mincí podstatne zložitejšia, najmä vzhľadom na potrebu dodržať stanovené rozmery mince, jej hrúbku a hmotnosť v rámci povolených tolerancií. Razba mince štvorcového tvaru má v porov-



naní s mincou klasického okrúhleho tvaru viaceré špecifiká, vyplývajúce zo správania sa mincového materiálu pri údere raziaceho lisu, keď pri enormne vysokom tlaku kov „tečie“ do všetkých strán viac-menej rovnomerne. To je pri okrúhlej minci vyhovujúce, ale pri štvorcovej minci musí kov prejsť dlhšiu dráhu do vrcholov ako do stredov strán, a preto je sprievodným javom razby problém s dostatočným dorazením vrcholov. Ďalšie zvyšovanie tlaku síce tento problém pomôže riešiť, ale zároveň spôsobuje vytlačanie materiálu na miestach s najkratšou vzdialenosťou od stredu mince, čiže v stredoch strán. To bol jeden z problémov, ktorý museli pracovníci mincovne vyriešiť v procese prípravy razby, ďalšou zložitou problematikou bola príprava základného náradia a razidiel špeciálneho tvaru. Technicky náročná bola najmä výroba tzv. „kruhu“, ktorý mal v tomto prípade vlastne tvar štvorca. Podstatné zvýšenie náročnosti jeho výroby bolo spôsobené najmä prerušovaným vrúbkovaním hrany mince, čo si vyžiadalo sprísnenie požiadaviek na presnosť výroby „kruhu“ i samotných razidiel.

Okrem konštatovanej skutočnosti, že mincovňa prvýkrát razila štvorcovú mincu stojí za zmienku fakt, že zároveň prvýkrát razila bimetalovú mincu (riešenie je podstatne odlišné od riešenia jednostranne trimetalovej mince 5000 Sk z roku 2001) a pri razbe prvýkrát použila ako mincový kov paládium. Všetky uvedené faktory zvyšovali náročnosť prípravy razby mince, pretože mincovňa nemala skúsenosti s razbou paládia a v porovnaní s jednostranne trimetalovou mincou bolo potrebné vyriešiť aj iný spôsob uzamknutia platničiek. Napriek vysokým technickým nárokom bola razba mince úspešne realizovaná. Minca bola vyrazená len v špeciálnom, tzv. proof vyhotovení v náklade 6 000 kusov a bola emitovaná 16. decembra 2002.

Pamätná strieborná minca 1 000 Sk

Vyhodnotenie súťaže na výtvarný návrh pamätnej striebornej 1 000 Sk mince, do ktorej bolo predložených až 22 diel od 15 autorov, sa uskutočnilo v apríli 2002. Víťazom súťaže sa stal akademický sochár Miloš Vavro. Jeho návrh odbornú komisiu zaujal predovšetkým riešením averzu, kde je centrálny umiestnený štátny znak, okolo ktorého vytvárajú ochranné gesto objímajúce ruky s lipovou ratolesťou. Centrálnym motívom reverzu je silueta mapy Slovenska, pričom zo spodného vrcholu s lipovým lístkom sa vejárovite šíria lúče. Komisia ocenila aj zaujímavé, do pruhov stuhy modelované písmo.

Druhú cenu získal návrh akademického sochára Vojtecha Pohanku, na ktorom komisia vyzdvihla lyrizujúci prejav, invenčnosť a čistotu použitej symboliky a vysokú kvalitu reliéfného spracovania. Tretia cena bola udelená PhDr. Klimentovi Miturovi, ktorého návrh sa vyznačuje racionálnosťou kompozície oboch strán a použitím motívov charakterizujúcich Slovenskú republiku a jej smerovanie do európskych i svetových integračných štruktúr.

Pamätná minca v hodnote 1 000 Sk v tvare štvorca so zaoblenými vrcholmi má rozmer 43,6 x 43,6 mm a hmotnosť 62,207 g, čo predstavuje 2 trojské unce striebra. Jej hrana je prerušovane vrúbkovaná, pričom sa 4 vrúbkované polia striedajú s 3 hladkými. Hrany zaoblených vrcholov sú hladké. Minca bola vyrazená zo striebra s rýdzosťou 999/1000 v Mincovni Kremnica v počte 10 000 kusov len v proof vyhotovení. Jej emisiu pripravuje Národná banka Slovenska v januári 2003. Prípadná dorazba do stanoveného limitu 12 000 kusov závisí od záujmu zberateľov i širšej verejnosti.

Ing. Dušan Sukup, Ing. Dagmar Flaché
Foto: Ing. Štefan Fröhlich



Z ROKOVANIA BANKOVEJ RADY NBS

Dňa 12. decembra 2002 sa uskutočnilo 26. rokovanie Bankovej rady Národnej banky Slovenska (BR NBS) pod vedením jej guvernéra Mariána Juska.

- BR NBS rozhodla o určení základnej úrokovej sadzby Národnej banky Slovenska. Základná úroková sadzba NBS je úroková sadzba Národnej banky Slovenska pre 14-dňové REPO tendre. Ak sa vo všeobecne záväzných právnych predpisoch používa pojem „diskontná úroková sadzba Národnej banky Slovenska“, alebo „diskontná úroková sadzba Štátnej banky česko-slovenskej“, rozumie sa tým základná úroková sadzba Národnej banky Slovenska. **Týmto sa pojem základná úroková sadzba zavádza od 1. 1. 2003.**

- BR NBS rozhodla o podmienkach tvorby povinných minimálnych rezerv bánk, pobočiek zahraničných bánk a stavebných sporiteľní v roku 2003. Povinné minimálne rezervy budú tvoriť v roku 2003 banky a pobočky zahraničných bánk vrátane stavebných sporiteľní vo výške 3 %.

- BR NBS schválila postup pri rozkladoch proti prvostupňovým rozhodnutiam v devízovej oblasti a ustanovila komisiu pre posúdenie rozkladov proti prvostupňovým rozhodnutiam o uložení sankcie za porušenie devízových predpisov.

- BR NBS schválila opatrenie Národnej banky Slovenska o uverejňovaní informácií bankami a pobočkami zahraničných bánk a o spôsobe uverejňovania výročnej správy bánk a zahraničných bánk, ktoré podnikajú na území Slovenskej republiky. Predložený návrh opatrenia smeruje k posilneniu právneho postavenia a právnej istoty súčasných aj možných budúcich klientov bánk s tým, že sa zabezpečí lepšia informovanosť o jednotlivých bankách a o ich obchodoch. Toto opatrenie nahrádza opatrenie č. 3/2001 Národnej banky Slovenska z 22. decembra 2000 o uverejňovaní informácií bankami a pobočkami zahraničných bánk.

- BR NBS schválila opatrenie Národnej banky Slovenska o majetkovej angažovanosti bánk. Toto opatrenie nahrádza doterajšie opatrenie NBS č. 7/2001 o pravidlách pre obmedzenie sústreďovania majetku bánk voči iným subjektom. Jeho účelom je ustanoviť podrobnosti o majetkovej angažovanosti ako aj upraviť predkladanie príslušných hlásení a v nadväznosti na zákonné obmedzenia znížiť riziko vyplývajúce pre banky z prílišnej koncentrácie obchodov voči určitým osobám. Opatrenie je vypracované v nadväznosti na nový zákon o bankách (zákon č. 483/2001 Z.z.) a v súlade so smernicou č. 2000/12/ES Európskeho parlamentu a Rady.

- BR NBS schválila opatrenie Národnej banky Slovenska o primeranosti vlastných zdrojov financovania bánk. Toto opatrenie nahrádza opatrenie Národnej banky Slovenska č. 2/2002 o kapitálovej primeranosti bánk v znení opatrenia Národnej banky Slovenska č. 8/2001. Nové opatrenie je vypracované v nadväznosti na zákon č. 483/2001 Z. z. o bankách a o zmene a doplnení niektorých zákonov.

- BR NBS schválila opatrenie Národnej banky Slovenska o zatriedovaní majetku a záväzkov bánk a pobočiek zahraničných bánk, o úprave ich ocenenia, o tvorbe a rušení rezerv a s tým súvisiacich hláseniach. Toto opatrenie nahrádza opatrenie č. 3/1995 Národnej banky Slovenska z 3. marca 1995 o pravidlách hodnotenia pohľadávok a podsúvahových záväzkov bánk podľa rizík v nich obsiahnutých a pre tvorbu zdrojov na krytie týchto rizík.

- BR NBS schválila opatrenie Národnej banky Slovenska o predkladaní výkazov bankami a pobočkami zahraničných bánk Národnej banke Slovenska.

- BR NBS schválila opatrenie Národnej banky Slovenska, ktorým sa mení opatrenie Národnej banky Slovenska č. 6/1999, ktorým sa určujú podmienky na usmerňovanie platobnej bilancie Slovenskej republiky.

- BR NBS schválila opatrenie Národnej banky Slovenska o spôsobe tvorby, štruktúre a zozname konštantných symbolov používaných v platobnom styku. Toto opatrenie Národnej banky Slovenska bolo vypracované v súlade s § 75 ods. 1 zákona č. 510/2002 Z.z. o platobnom styku a o zmene a doplnení niektorých zákonov. Predmetné opatrenie Národnej banky Slovenska ustanovuje spôsob tvorby, štruktúru a zoznam konštantných symbolov používaných v tuzemskom platobnom styku, tvoriacich povinnú náležitosť prevodného príkazu. Účinnosť tohto opatrenia sa navrhuje 1. januára 2003.

- BR NBS schválila opatrenie Národnej banky Slovenska o hláseniach predkladaných prevádzkovateľom platobného systému Národnej banke Slovenska. Opatrenie Národnej banky Slovenska o hláseniach predkladaných prevádzkovateľom platobného systému Národnej banke Slovenska bolo vypracované v súlade s § 75 ods. 2 písm. a) zákona č. 510/2002 Z. z. o platobnom styku a o zmene a doplnení niektorých zákonov. Opatrenie ustanovuje štruktúru hlásení, predkladaných prevádzkovateľom platobného systému Národnej banke Slovenska, ktorý je držiteľom povolenia na prevádzkovanie platobného systému alebo prevádzkuje platobný systém na základe poverenia Národnej banky Slovenska o počte a hod-



note spracovaných a zúčtovaných medzibankových a klientských príkazov a hlásení, o medzibankových a klientských príkazoch podľa rozpätia hodnoty spracovaných a zúčtovaných príkazov, ako aj metodiku na ich vypracúvanie. Účinnosť predmetného opatrenia sa navrhuje 1. januára 2003.

- BR NBS schválila opatrenie o hlásení predkladateľom vydavateľom platobného prostriedku elektronických peňazí Národnej banky Slovenska. opatrenie o hlásení predkladateľom vydavateľom platobného prostriedku elektronických peňazí Národnej banky Slovenska bolo vypracované v súlade s § 75 ods. 2 písm. a) zákona č. 510/2002 Z. z. o platobnom styku a o zmene a doplnení niektorých zákonov. opatrenie ustanovuje štruktúru hlásenia predkladateľom vydavateľom platobného prostriedku elektronických peňazí o hodnotení vydaných elektronických peňazí a o počte ním vydaných platobných prostriedkov elektronických peňazí v obeh, ako aj rozsah, obsah, členenie, termín, formu, spôsob, postup a miesto predkladania hlásenia vrátane metodiky na jeho vypracúvanie. Účinnosť predmetného opatrenia sa navrhuje 1. januára 2003.

Dňa 13. decembra 2002 sa uskutočnilo 27. rokovanie Bankovej rady Národnej banky Slovenska (BR NBS) pod vedením jej guvernéra Mariána Juska.

- Banková rada NBS schválila správu o rozvoji bankového sektora a hodnotenie obozretného podnikania za bankový sektor k 30. 9. 2002. V roku 2002 sa začali prejavovať výsledky reštrukturalizácie bankového sektora. Bolo zaznamenané zlepšenie produktivity bánk, pozitívna zmena štruktúry výnosov ako aj iných finančných ukazovateľov, zvýšenie konkurencie na trhu bankových produktov, a to najmä v úverovej oblasti. Vývoj štruktúry aktív bankového sektora má zlepšujúcu sa tendenciu – naďalej klesá podiel klasifikovaných pohľadávok. Okrem zlepšenia objemových a pomerových ukazovateľov za bankový sektor ako celok je zaznamenané zlepšenie aj v plnení limitov obozretného podnikania.

Vývoj bankového sektora

V slovenskom bankovom sektore k 30. 9. 2002 pôsobilo dvadsať bankových subjektov (osemnásť bánk a dve pobočky zahraničných bánk) a osem zastúpení zahraničných bánk. Zo štrnástich univerzálnych bánk má osem bánk a jedna pobočka zahraničnej banky povolenie na vykonávanie hypotekárnych obchodov. Banky vykázali k 30. 9. 2002 čistý zisk v objeme 7,7 mld. Sk. Kapitálová primeranosť bankového sektora SR v porovnaní s koncom roka 2001 k 30. 9. 2002 vzrástla o 2,53 % a dosiahla hodnotu 22,28 %. Limit kapitálovej primeranosti v priebehu hodnoteného obdobia plnili všetky banky. Objem upísaného základného imania bankového

sektora (bez NBS) k 30. 9. 2002 dosiahol hodnotu 38,5 mld. Sk. Podiel zahraničných investorov na celkovom upísanom základnom imaní bánk a finančných prostriedkoch poskytnutých zahraničnými bankami svojim pobočkám sa v sledovanom období zvýšil zo 60,6 % (k 31. 12. 2001) na 85,0 % (k 30. 9. 2002). Bilančná suma bankového sektora k 30. 9. 2002 dosiahla objem 1 014,3 mld. Sk. Celkové pohľadávky z úverov vykazované bankami k 30. 9. 2002 predstavovali objem 333,8 mld. Sk. Klasifikované úverové pohľadávky klesli na 38,5 mld. Sk a ich podiel na pohľadávkach celkom klesol na 11,54 %.

Činnosť bankového dohľadu

V priebehu deviatich mesiacov roka 2002 bolo vykonaných šesť dohľadok na mieste v šiestich bankách a v súčasnosti prebieha dohľadka v siedmej banke. Bankový dohľad sa zameril na dôsledné sledovanie a vyhodnocovanie rizík bankových činností. Úsek bankového dohľadu NBS vydal 115 rozhodnutí, a to v oblasti licenčnej činnosti, formou konaní vrátane konaní pre porušenie zákona. Pre zabezpečenie výkonu bankového dohľadu v medzinárodnej oblasti boli od začiatku roka 2002 uzavreté Memorandá o spolupráci s dohľadacími inštitúciami v Nemecku, Maďarsku a novelizované Memorandum o spolupráci s Českou národnou bankou. Na báze Letters of Understanding sa začala spolupráca medzi Národnou bankou Slovenska a Office of the Comptroller of the Currency (USA). Zároveň už bolo podpísané Memorandum o spolupráci medzi Národnou bankou Slovenska a Banca d'Italia (Taliansko) a Národnou bankou Slovenska a Commission Bancaire (Francúzsko). Uzavretá a podpísaná bola aj Dohoda o spolupráci medzi Národnou bankou Slovenska a Úradom pre finančný trh. Okrem toho prebiehajú rokovania s rakúskymi a holandskými dohľadacími orgánmi.

- BR NBS schválila Menový program NBS na rok 2003, ktorý prezentujeme v úvode tohto vydania časopisu.

Dňa 20. decembra 2002 sa uskutočnilo 28. rokovanie Bankovej rady Národnej banky Slovenska (BR NBS) pod vedením jej guvernéra Mariána Juska.

- BR NBS prerokovala situačnú správu o menovom vývoji v SR za november 2002. Medziročná dynamika celkovej i jadrovej inflácie sa v novembri v porovnaní s predchádzajúcim mesiacom nezmenila, pričom v porovnaní s očakávaniami NBS bola mierne nižšia. Súviselo to predovšetkým s cenovým vývojom potravín a pohonných hmôt. Aj naďalej pretrvávajú nízky vplyv dopytových i nákladových inflačných tlakov, čo potvrdzuje aj medziročný vývoj čistej inflácie, ktorá dosiahla najnižšiu hodnotu v tomto roku. Výmenný kurz slovenskej koruny bol po znížení kľú-



čových úrokových sadzieb NBS (s účinnosťou od 18. novembra) charakterizovaný stabilizovaným vývojom a nevyžadoval si ďalšie opatrenia zo strany centrálnej banky.

Vzhľadom na súčasný ako aj očakávaný vývoj inflácie a stabilizáciu výmenného kurzu slovenskej koruny, rozhodla BR NBS o ponechaní platných úrokových sadzieb pre jednodňové sterilizačné obchody na úrovni 5,0 %, pre jednodňové refinančné obchody na úrovni 8,0 % a limitnej úrokovej sadzby pre dvojtýždňové REPO tendre na úrovni 6,5 %.

- BR NBS schválila materiál Rámcová zmluva o podmienkach vedenia účtov a vykonávania korunového platobného styku pre klientov Štátnej pokladnice v Národnej banke Slovenska. Táto zmluva umožní NBS vedenie účtov a vykonávanie korunového platobného styku pre klientov Štátnej pokladnice aj po prvom januári 2003.

- BR NBS schválila začatie prevádzky medzibankového platobného systému SIPS k termínu 1. január 2003. Uvedením systému SIPS do prevádzky končí účtovným dňom 31. decembra 2002 prevádzka medzibankového platobného systému, ktorý pre-

vádzkovalo Bankové a zúčtovacie centrum Slovenska, a. s. NBS vytvorila systém SIPS s použitím najmodernejších informačných technológií, aby naplnila cieľ, ktorým je zlepšenie domáceho medzibankového platobného systému. Nový systém SIPS bude bezpečnejší, komfortnejší a bude tiež poskytovať aj niektoré nové funkcie na vykonávanie medzibankových platieb. Vzhľadom na použitú platformovo nezávislú technológiu môže každý účastník medzibankového platobného styku (banky) implementovať tento systém vo svojom prostredí veľmi pohodlne a s vynaložením iba minimálnych nákladov. Celkové náklady na vybudovanie systému SIPS na strane NBS dosiahli výšku iba necelých 25 mil. Sk. Nízke náklady na vybudovanie systému SIPS spolu s efektívnym zabezpečením jeho fungovania v NBS umožnia NBS asi 5-násobne zlacniť poplatky pre účastníkov systému SIPS za vykonávanie medzibankových platieb. Toto výrazné zníženie nákladov spojených s realizáciou domácich medzibankových platieb vytvára aj na strane bánk priestor na znižovanie cien služieb, ktoré poskytujú svojim klientom.

Tlačové oddelenie OVI NBS

Z ĎALŠÍCH INFORMÁCIÍ...

Seminár o prístupovom procese do EÚ

V decembri 2002 sa guvernér NBS Marián Jusko spolu s viceguvernermi NBS Elenou Kohútikovou a Ivanom Šramkom zúčastnili na seminári o prístupovom procese do EÚ v meste Genvaľ v Belgicku,

ktorý organizovala Európska centrálna banka v spolupráci s belgickou centrálnou bankou. Na programe seminára boli otázky týkajúce sa finančnej stability a úlohy centrálnych bánk počas prístupového procesu kandidátskych krajín do EÚ.

Dohoda o spolupráci

Národná banka Slovenska a Ministerstvo vnútra SR, Prezídium Policajného zboru podpísali Dohodu o vzájomnej spolupráci, predmetom ktorej je zabezpečenie vzájomnej informovanosti a koordinovaného postupu pri plnení úloh súvisiacich s výkonom ban-

kového dohľadu. NBS bude v súčinnosti s úradom finančnej polície správy kriminálnej a finančnej polície Prezídia Policajného zboru napomáhať pri odhaľovaní nezákonných finančných operácií a ochrane pred legalizáciou príjmov z trestnej činnosti najmä v bankovej sústave.

Oznámenie

Úrad pre finančný trh vydal rozhodnutie o predbežnom opatrení, ktorým uložil Burze cenných papierov v Bratislave, a. s., pozastaviť obchodovanie s cennými papiermi ISIN SK1120001062, emitenta Slovenská poisťovňa, a. s., na dobu do 5. júna 2003.

Toto rozhodnutie sa nevzťahuje na obchody uzatvárané v rámci vyhlásených ponúk na prevzatie a povinných ponúk na prevzatie v zmysle zákona o cenných papieroch.

Úrad zistil, že v rámci priamych obchodov na burze sa realizovali obchody s akciami emitenta Slovenská poisťovňa, a. s., za neprimerane nízke ceny, na spodnej hranici prípustného cenového pásma, hoci platná ponuka na prevzatie bola vyhlásená na cenu 2178 Sk za akciu. Prevody predmetných akcií sa uskutočnili z účtov drobných akcionárov emitenta, pričom existuje dôvodné podozrenie, že akcionárom boli poskytnuté zavádzajúce informácie za účelom dosiahnutia predaja akcií za neprimerane nízku cenu.

– MK –

| PREHĽAD VZDELÁVACÍCH PODUJATÍ INŠTITÚTU BANKOVÉHO VZDELÁVANIA NBS NA I. ŠTVRTROK 2003 | |
|--|-------------------------|
| Názov vzdelávacieho podujatia | Dátum |
| JANUÁR | |
| Angličtina pre pokročilých II (dlhodobý kurz anglického jazyka) | jan. – jún |
| Angličtina pre mierne pokročilých II (dlhodobý kurz anglického jazyka) | jan. – dec. |
| Banková, finančná a ekonomická nemčina I (intenzívny kurz) | 15. – 17. |
| Dištančné štúdium: Zahraničný platobný styk | 21. január – máj 2003 |
| Dištančné štúdium: Úverové zručnosti | 22. január – máj 2003 |
| Základný kurz bankovníctva II (pre Ľudovú banku) | 27. – 31. |
| Daň z pridanej hodnoty uplatňovaná v podmienkach banky | 28. |
| Seminár k novoprijatým opatreniam NBS s účinnosťou od 1. 1. 2003 | 29. |
| Zmeny v právnej úprave záložného práva | 29. |
| Banková, finančná a ekonomická nemčina II (intenzívny kurz) | 29. – 31. |
| Dištančné štúdium: Bankový manažment | 31. január – marec 2005 |
| FEBRUÁR | |
| Angličtina pre mierne pokročilých I (dlhodobý kurz anglického jazyka) | feb. – dec. |
| Angličtina pre pokročilých II (dlhodobý kurz anglického jazyka) | feb. – dec. |
| Zmenka v zahraničnom obchode | 3. – 4. |
| Analýza termínových operácií (oceňovanie, účtovanie, zdaňovanie) | 10. – 13. |
| USD – ochranné prvky a možné falzifikáty | 11. |
| Finančné riziká banky a ich riadenie | 11. – 13. |
| Stratégia riadenia aktív a pasív I | 17. – 21. |
| Právna terminológia v anglickom jazyku | 18. – 20. |
| Daňové priznanie z príjmov právnických osôb | 19. |
| Konkurz a vyrovnanie, exekučný poriadok z hľadiska banky | 24. – 25. |
| Vybavovanie reklamácií a sťažností | 27. – 28. |
| MAREC | |
| Business and Banking English Skills and Communication – Upper Intermediate | marec – jún |
| Business and Banking English Skills and Communication – Lower Advanced | marec – jún |
| Medzinárodné obchodné operácie | 3. – 7. |
| Účtovanie v bankách podľa platných postupov účtovania I | 8. |
| Zákon o platobnom styku v praxi | 10. |
| Organizačné a technologické zabezpečenie agendy bankových platobných kariet | 17. – 18. |
| Metódy ozdravenia podniku | 17. – 19. |
| Analýza dlhopisov | 17. – 20. |
| Základný kurz grafológie | 19. – 21. |
| Príprava interných lektorov I | 20. – 21. |
| Stratégia riadenia aktív a pasív II | 24. – 28. |
| British Council Workshop I – Presentations | 27. |



| Ukazovateľ | Merná jednotka | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | | | | |
|---|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|
| | | | | | | 6. | 7. | 8. | 9. | 10. |
| REÁLNA EKONOMIKA | | | | | | | | | | |
| Hrubý domáci produkt 1) 2) | mld. Sk | 661,3 | 670,0 | 684,8* | 707,3* | 359,6* | | | 551,4* | |
| Medziročná zmena HDP 3) | % | 4,0 | 1,3 | 2,2* | 3,3* | 3,9* | | | 4,1* | |
| Miera nezamestnanosti 4) | % | 15,6 | 19,2 | 17,9 | 18,6 | 17,6 | 17,6 | 17,2 | 16,6 | 16,4 |
| Spotrebiteľské ceny 3) | % | 5,6 | 14,2 | 8,4 | 6,5 | 2,6 | 2,0 | 2,7 | 2,8 | 2,9 |
| OBCHODNÁ BILANCIA 2) | | | | | | | | | | |
| Vývoz (fob) | mil. Sk | 377 807 | 423 648 | 548 372 | 610 693 | 306 451 | 366 100 | 419 049 | 477 493 | 538 289 |
| Dovoz (fob) | mil. Sk | 460 736 | 468 892 | 590 728 | 713 898 | 348 379 | 414 973 | 471 730 | 538 220 | 611 847 |
| Saldo | mil. Sk | -82 929 | -45 244 | -42 356 | -103 205 | -41 928 | -48 873 | -52 681 | -60 727 | -73 558 |
| PLATBNÁ BILANCIA 2) | | | | | | | | | | |
| Bežný účet | mil. Sk | -74 844,0 | -47 544,0 | -32 941,1 | -84 891,5 | -41 220,3 | -46 516,2 | -47 705,7 | -56 297 | |
| Kapitálový a finančný účet | mil. Sk | 67 538,3 | 77 617,9 | 63 415,1 | 83 173,0 | 14 496,0 | 146 297,5 | 147 549,6 | 169 630 | |
| Celková bilancia | mil. Sk | -19 543,2 | 30 137,3 | 34 168,8 | 6 866,9 | -19 137,2 | 108 050,8 | 108 161,7 | 124 485 | |
| DEVÍZOVÉ REZERVY 4) 9) | | | | | | | | | | |
| Celkové devízové rezervy | mil. USD | 5 957,8 | 4 372,0 | 5 581,7 | 5 437,3 | 6 680,3 | 9 624,7 | 9 494,6 | 9 680,7 | 9 645,0 |
| Devízové rezervy NBS | mil. USD | 2 923,3 | 3 425,2 | 4 076,8 | 4 188,7 | 4 780,9 | 7 544,8 | 7 544,4 | 7 907,9 | 8 058,6 |
| ZAHRANIČNÁ ZADLŽENOSŤ 4) 7) | | | | | | | | | | |
| Celková hrubá zahraničná zadlženosť | mld. USD | 11,9 | 10,5 | 10,8 | 11,3 | 12,0 | 12,2 | 12,0 | 11,9 | |
| Zahraničná zadlženosť na obyvateľa SR | USD | 2 209 | 1 944 | 2 021 | 2 134 | 2 237 | 2 270 | 2 226 | 2 209 | |
| MENOVÉ UKAZOVATELE | | | | | | | | | | |
| Devízový kurz 5) 6) | Sk/USD | 35,242 | 41,417 | 46,200 | 46,898 | 46,545 | 44,769 | 45,011 | 43,841 | 42,615 |
| Peňažná zásoba [M2] 4) 8) | mld. Sk | 459,1 | 508,9 | 580,4 | 638,8 | 647,7 | 659,6 | 663,1 | 657,2 | 662,4 |
| Medziročná zmena M2 3) 8) | % | 2,5 | 10,9 | 14,2 | 11,9 | 8,6 | 9,1 | 8,2 | 7,5 | 9,5 |
| Úvery podnikom a obyvateľstvu 4) 8) | mld. Sk | 382,5 | 397,6 | 396,1 | 321,7 | 308,2 | 312,3 | 314,8 | 318,2 | 321,1 |
| ŠTÁTNY ROZPOČET 2) 4) | | | | | | | | | | |
| Prijímy | mld. Sk | 177,8 | 216,7 | 213,4 | 205,3 | 102,8 | 123,5 | 140,5 | 160,9 | 182,8 |
| Výdavky | mld. Sk | 197,0 | 231,4 | 241,1 | 249,7 | 127,5 | 158,2 | 176,2 | 193,1 | 222,7 |
| Saldo | mld. Sk | -19,2 | -14,7 | -27,7 | -44,4 | -24,7 | -34,7 | -35,7 | -32,2 | -39,9 |
| PRIMÁRNY TRH | | | | | | | | | | |
| Priemerná úroková miera | | | | | | | | | | |
| jednoročné vklady | % | 11,17 | 12,34 | 9,76 | 6,62 | 5,97 | 5,97 | 5,88 | 5,99 | 5,89 |
| krátkodobé úvery | % | 20,61 | 19,61 | 13,61 | 11,24 | 10,14 | 10,20 | 10,16 | 10,08 | 9,97 |
| krátkodobé čerpané úvery | % | 19,72 | 17,45 | 11,95 | 9,17 | 9,61 | 9,48 | 9,39 | 9,44 | 9,41 |
| PEŇAŽNÝ TRH | | | | | | | | | | |
| Úrokové sadzby stanovované Bankovou radou NBS platnosť od | | | | | | 27.6.2002 | 26.7.2002 | 23.8.2002 | 20.9.2002 | 29.10.2002 |
| 1-dňové operácie – sterilizačné | % | | | | | 6,50 | 6,50 | 6,50 | 6,50 | 6,50 |
| – refinančné | % | | | | | 9,50 | 9,50 | 9,50 | 9,50 | 9,50 |
| 2-týždňová limitná sadzba NBS pre štandardný REPO tender | % | | | | | 8,25 | 8,25 | 8,25 | 8,25 | 8,00 |
| Priemerná úroková miera z medzibank.vkladov (BRIBOR) ** | | | | | | | | | | |
| overnight | % | 14,41 | 11,47 | 7,96 | 7,35 | 8,25 | 7,20 | 7,37 | 7,77 | 8,10 |
| 7-dňová | % | 15,88 | 13,24 | 8,47 | 7,73 | 8,26 | 8,11 | 8,10 | 8,14 | 8,19 |
| 14-dňová | % | 16,54 | 13,56 | 8,53 | 7,76 | 8,27 | 8,18 | 8,17 | 8,19 | 8,20 |
| 1-mesačná | % | 18,39 | 14,51 | 8,58 | 7,77 | 8,31 | 8,24 | 8,20 | 8,21 | 8,19 |
| 2-mesačná | % | 19,82 | 15,16 | 8,58 | 7,77 | 8,36 | 8,31 | 8,24 | 8,20 | 8,09 |
| 3-mesačná | % | 20,82 | 15,66 | 8,58 | 7,70 | 8,44 | 8,35 | 8,24 | 8,16 | 8,03 |
| 6-mesačná | % | 22,14 | 16,23 | 8,58 | 7,77 | 8,51 | 8,39 | 8,20 | 8,05 | 7,84 |
| 9-mesačná | % | | | 7,95 | 7,75 | 8,58 | 8,45 | 8,17 | 7,96 | 7,74 |
| 12-mesačná | % | | | 7,97 | 7,76 | 8,61 | 8,46 | 8,16 | 7,95 | 7,68 |

1) stále ceny, priemer roka 1995

2) kumulatívne od začiatku roka

3) zmena oproti rovnakému obdobiu predchádzajúceho roka

4) stav ku koncu obdobia

5) kurz devíza stred, priemer za obdobie

6) od 1. 10. 1998 zrušenie fixného kurzového režimu a zavedenie floatingu

7) od 1. 1. 1999 zmena metodiky

8) vo fixnom východiskovom kurze k 1. 1. 1993

9) od 1. 1. 2002 zmena metodiky

* predbežné údaje

** od 29. 5. do 15. 10. 1997 „Monitoring úrokových sadzieb na trhu medzibankových depozit v SR“