

ODBORNÝ BANKOVÝ ČASOPIS

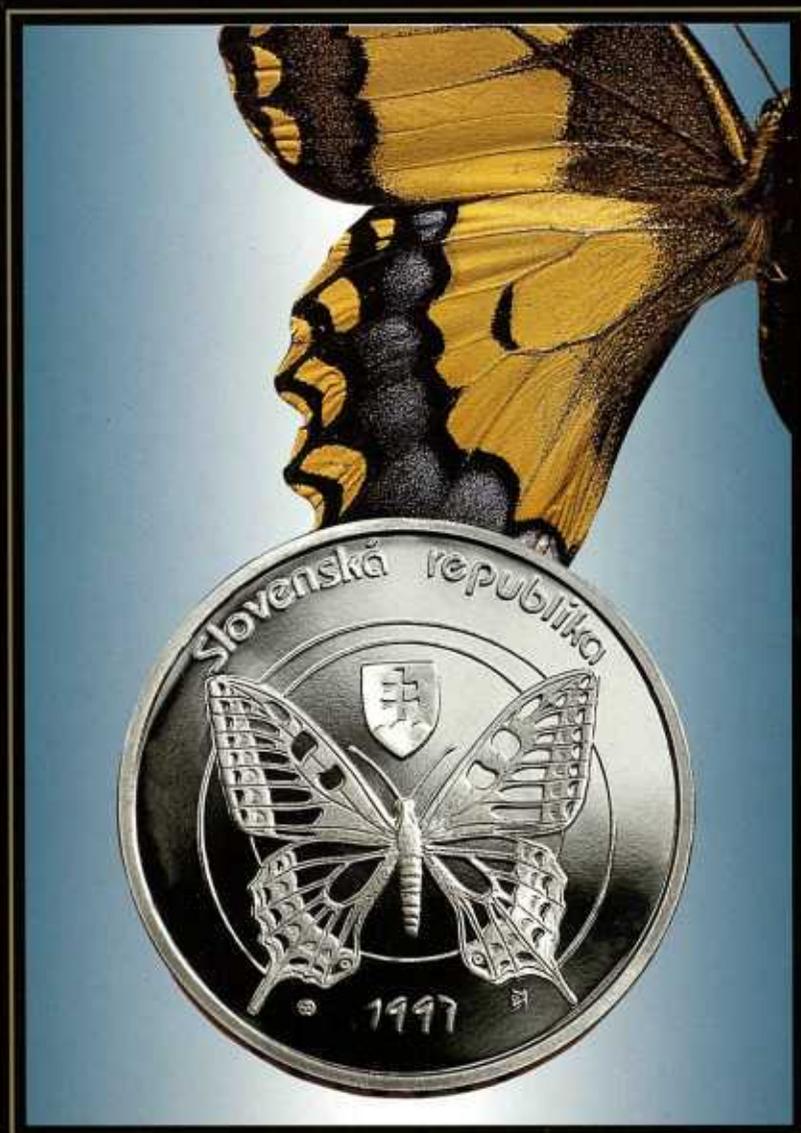
AUGUST 1998

ROČNÍK 6

BANKING JOURNAL

AUGUST 1998

VOLUME VI

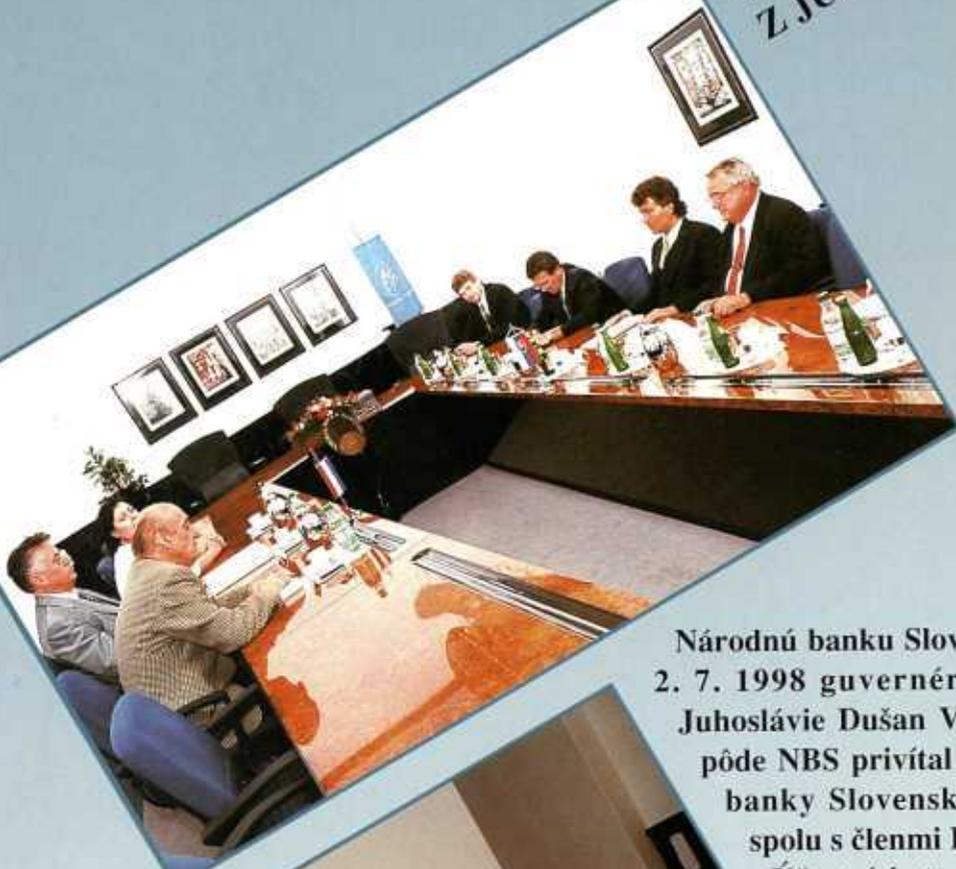


NÁRODNÁ
BANKA
SLOVENSKA
NATIONAL
BANK OF
SLOVAKIA

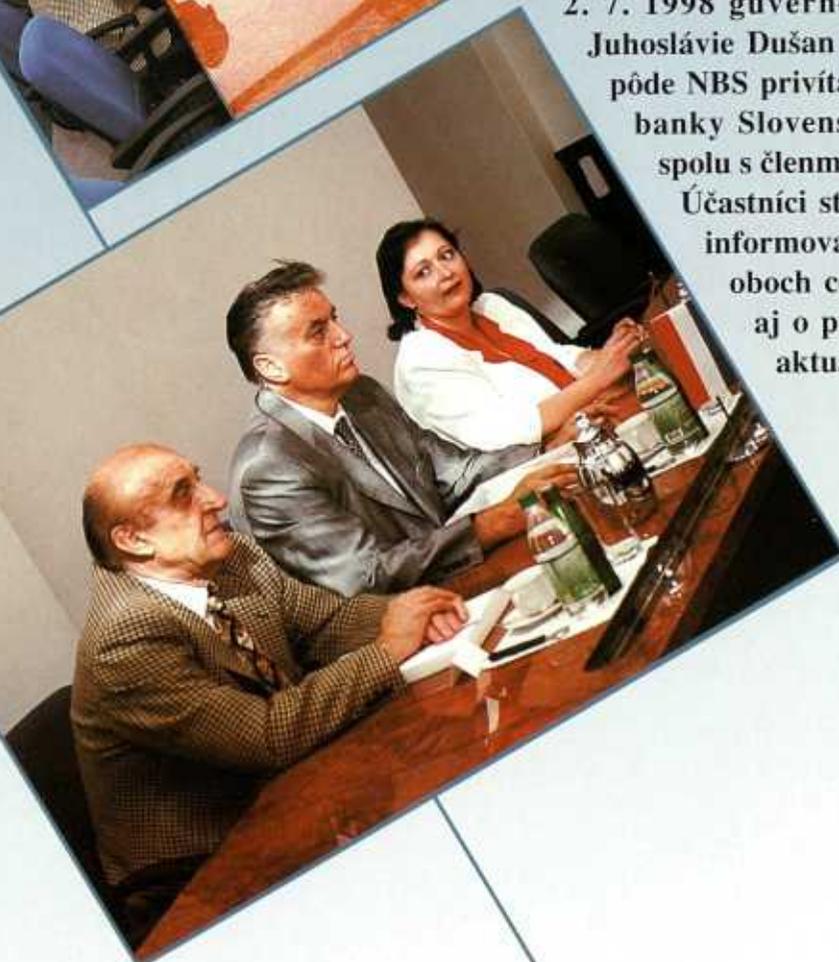
8

BIATTEC

HOSŤ Z JUHOSLÁVIE



Národnú banku Slovenska navštívil dňa 2. 7. 1998 guvernér Národnej banky Juhoslávie Dušan Vladkovič. Hosťa na pôde NBS privítal guvernér Národnej banky Slovenska Vladimír Masár spolu s členmi Bankovej rady NBS. Účastníci stretnutia sa navzájom informovali o menovej politike oboch centrálnych bánk, ako aj o problémoch pri riešení aktuálnych otázok.





NA AKTUÁLNU TÉMU

Ing. Božena Hrvoľová, CSc. Konvertibilné obligácie a obligácie s warrantmi.....	2
Convertible Bonds and Warrants	

POSTREHY – PODNETY

Ing. Jaroslav Belás Kvalita vkladových produktov a služieb	6
Quality of Banking Products and Services – Deposits	
Ing. Emil Burák Reformou daňového systému k ozdraveniu verejných financií	9
Tax Reform to Get Public Finances out of the Red	

MENO VÁ POLITIKA

Ing. Zora Komínková, PhD. Formovanie peňažnej zásoby na Slovensku v rokoch 1993–1997	13, 30
Forming of the Money supply in Slovakia in 1993–1997	

GALÉRIA OSOBNOSTÍ

Mgr. František Chudják Eudovít Okánik	21
--	----

ATLAS PEŇAZÍ

Gabriel Schlosser Egyptská Arabská republika, Tuniská republika	22
Egypt, Tunisia	

PAMÄTNÉ MINCE

Ing. Dagmar Flaché Spišský hrad a kultúrne pamiatky jeho okolia	26
The Spiš Castle and the Cultural Monuments in its Surroundings	

Vybrané ukazovatele hospodárskeho a menového vývoja SR	29
Selected Indicators on Economic and Monetary Developments of the SR	

ZMENA SÍDLA REDAKCIE

Redakcia časopisu BIATEC sa presťahovala z budovy Slovakopresu na Gajovu ul. č. 4, kde sídli na 5. poschodí v miestnostiach č. 503 a 504. Nové telefónne čísla sú uvedené v tiráži. Adresa pre písomný styk sa nemení.

BIATEC

Odborný bankový časopis
august 1998

Vydavateľ / Published by:

Národná banka Slovenska
National Bank of Slovakia

Redakčná rada / Editorial Council:

Ing. Vladimír Masár (predseda),
Mgr. Soňa Babincová, PhDr. Eva
Barliková, Ing. Adam Celušák, CSc.,
Prof. Ing. Irena Hlavatá, CSc.,
Ing. Štefan Králik, Ing. Jozef Kreutz,
Doc. Ing. Jozef Makúch, CSc.,
Ing. Gabriela Miklošová, Ing. Miroslav
Marenčík, Ing. Pavol Ochotnický, CSc.,
Doc. Ing. Anna Pilková, CSc. MBA,
Ing. Monika Siegelová,
Doc. Dr. Ing. Vladimír Valach

Redakcia / Editorial Staff:

šéfredaktorka / Editor in Chief
Mgr. Soňa Babincová ☎ 513 3542

zástupkyňa šéfredaktorky / Editor
Ing. Alica Polónyiová ☎ 513 3544

výtvarná redaktorka / Graphics Editor
Anna Chovanová ☎ 513 3543

Adresa redakcie / Editorial Office:

Národná banka Slovenska
redakcia BIATEC
Štúrova 2, 818 54 Bratislava
tel.: 513 3542, 513 3543, 513 3544,
tel./fax: 368 524

Objednávky a predplatné
prijíma redakcia:

na časopis: ☎ 368 524
na inzerciu: ☎ 513 3543

Počet vydaní: 12-krát do roka

Cena jedného výtlačku: 19,10 Sk
vrátane DPH

Ročné predplatné:

229 Sk vrátane DPH.
Zahraničným predplatiteľom účtujeme
poštovné

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

Distribúcia / Distributed by:

PNS, a. s., Košická 1,
813 80 Bratislava

Termín odovzdania rukopisov:

3. 8. 1998

Dátum vydania: 17. 8. 1998

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

1. strana obálky / Front Cover:

Slovenská príroda na pamätnej minci /
Slovak nature on commemorative
Silver coin

Foto: Mikuláš Červeňanský

KONVERTIBILNÉ OBLIGÁCIE A OBLIGÁCIE S WARRANTMI

Ing. Božena Hrvoľová, CSc.

Fakulta podnikového manažmentu, Ekonomická univerzita v Bratislave

Konvertibilné obligácie

Konvertibilné obligácie sú jedným zo zvláštnych druhov obligácií, ktoré možno zaradiť do skupiny syntetických cenných papierov. Syntetické cenné papiere vznikajú kombináciou dvoch alebo viacerých cenných papierov (napríklad obligácií a akcií a pod.)

Konvertibilné obligácie obsahujú právo výmeny za novú emisiu obligácií alebo výmenu za akcie po uplynutí určitého času.

Konvertibilné obligácie sú pevne úročiteľné cenné papiere, ktoré stelesňujú rovnako ako každá iná obligácia právo na výnos z kupónov a splatenie nominálnej hodnoty, navyše obsahujú i právo na výmenu za akcie.

Výška úrokových sadzieb konvertibilných obligácií býva spravidla až o tretinu nižšia ako v prípade klasických obligácií. Pre emitentov to býva často hlavný motív emisie konvertibilných obligácií. Pre investora je nižší výnos konvertibilných obligácií kompenzovaný možnosťou dosiahnutia zisku v prípade priaznivého vývoja kurzu akcií. Konvertibilné obligácie sú často emitované v situácii, keď sú akcie spoločnosti na trhu podhodnotené, a teda možnosť kompenzácie je reálna.

Majiteľ konvertibilných obligácií má právo, nie povinnosť realizovať výmenu obligácie za akcie. To znamená, že si môže vybrať medzi dvoma možnosťami: držať obligáciu, získavať pravidelné úrokové výnosy a v lehote splatnosti získať späť svoj investovaný peňažný kapitál, alebo obligáciu vymeniť za akciu.

Konvertibilné obligácie vznikli vo Veľkej Británii. V súčasnosti sú rozšíreným finančným nástrojom kapitálového trhu hlavne v anglosaských krajinách a v Japonsku. Tento druh obligácií sa už objavil aj na slovenskom kapitálovom trhu.

Vzťah medzi emitentom a investorom je v prípade konvertibilných obligácií upravený jednak dlhovými podmienkami, a jednak podmienkami výmeny.

Dlhové podmienky sú rovnaké ako v prípade štandardných obligácií.

Podmienky výmeny konvertibilných obligácií spravidla obsahujú:

- údaj, či konvertibilné obligácie môžu byť vymenené za kmeňové alebo prioritné akcie,
- konverzný pomer, ktorý udáva, koľko akcií sa získa v prípade realizácie práva na výmenu obligácie za akcie,
- termín výmeny, v rámci ktorého môže byť realizované právo na výmenu.

Pevné úročenie konvertibilných obligácií poskytuje ich majiteľom všetky výhody obligácií – stabilný výnos, splatenie nominálnej hodnoty na konci životnosti obligácie, obmedzené riziko a pod. Akciové prvky tohto syntetic-

kého cenného papiera dávajú jeho majiteľovi možnosť poďieľať sa na prípadnom vzostupe kurzov akcií.

Na Slovensku sú konvertibilné obligácie upravené zákonom č. 513/1991 Zb. – Obchodným zákonníkom. Podľa paragrafu 160 Obchodného zákonníka môžu akciové spoločnosti vydávať konvertibilné obligácie až do polovice výšky základného imania.

Obchodný zákonník umožňuje akciovým spoločnostiam emitovať dva druhy konvertibilných obligácií:

1. vymeniteľné obligácie, s ktorými je spojené právo majiteľa požadovať v dobe splatnosti obligácie jej výmenu za akcie, t.j. zvýšenie základného imania. Takéto zvýšenie základného imania, ktoré sa uskutočňuje z podnetu majiteľa obligácie, sa označuje ako podmienené zvýšenie, lebo k nemu dochádza iba pod podmienkou, že veritelia uplatnili svoje práva z obligácie,

2. prioritné obligácie, ktorých majiteľ môže uplatniť predkupné právo na upísanie nových akcií, pokiaľ sa v dobe splatnosti obligácie zvyšuje základné imanie. Pokiaľ však v stanovenej lehote nedôjde k zvýšeniu základného imania, majiteľ obligácie zostáva i naďalej v postavení veriteľa a má právo na vrátenie dlžobnej sumy vrátane stanovených výnosov.

Rozdiel medzi vymeniteľnými a prioritnými obligáciami spočíva v tom, že ak majitelia vymeniteľnej obligácie uplatnia v stanovenej lehote svoje právo, je spoločnosť povinná zvýšiť základné imanie a obligácie vymeniť za akcie. Majitelia prioritných obligácií môžu uplatniť svoje predkupné právo na akcie emitované akciovou spoločnosťou iba v tom prípade, že sa spoločnosť sama v stanovenom čase rozhodne zvýšiť svoj základný majetok. Investori do konvertibilných obligácií majú, v porovnaní s bežnými obligáciami, možnosť stať sa namiesto veriteľmi akcionármi.

Pre emitentov môže byť financovanie emisiou konvertibilných obligácií výhodnejšie ako emisia akcií aj preto, že úroky z cudzieho kapitálu znižujú zisk a tým i dane, kým dividendy je nutné vyplácať zo zdaneného zisku. Výmenou obligácií za akcie ušetrí emitent zase na splácaní istiny.

Lehota na výmenu sa zvyčajne stanovuje na viac rokov. Spoločnosť môže vyvinúť na okamih premeny obligácií na akcie určitý vplyv odstupňovaním príplatkov v čase. Ak si praje výmenu, stanoví zo začiatku nízke poplatky a neskôr ich zvyšuje, pokiaľ má byť výmena odsunutá do vzdialenej budúcnosti, postupuje opačne.

Oceňovanie konvertibilných obligácií

Konvertibilné obligácie sú špecifickým druhom obligácií, preto aj ich oceňovanie má určité špecifiká.



Vzhľadom na to, že konvertibilné obligácie sú priamo spojené s konkrétnou akciou, budú ich trhové ceny ovplyvňované vývojom kurzu príslušných akcií, t. j. ak stúpne kurz akcie, stúpne i kurz konvertibilných obligácií a naopak. Teoreticky neexistuje žiadna maximálna hraničnica pohybu kurzu konvertibilných obligácií smerom nahor. Pohyb nadol je však limitovaný. Ak kurz konvertibilných obligácií klesne tak hlboko, že sa ich výnos do doby splatnosti rovná trhovej úrokovej sadzbe, nemá už pokles kurzu akcie žiadny vplyv na pokles ich kurzu.

Oceňovanie konvertibilných obligácií vychádza zo stanovenia konverzného pomeru. Konverzný pomer predstavuje počet akcií, ktoré je možné získať za jednu konvertibilnú obligáciu pri uplatnení práva na konverziu. Vypočítame ho tak, že vydáme nominálnu hodnotu konvertibilnej obligácie konverznou cenou akcie. Matematicky to možno vyjadriť nasledovne:

$$KP = \frac{NH}{P_k}$$

kde KP – je konverzný pomer,

NH – je nominálna hodnota konvertibilnej obligácie,

P_k – je konverzná cena akcie.

Príklad:

Predpokladajme konvertibilné obligácie určitej spoločnosti, ktoré budú vymeniteľné v rokoch 1998–2004 za jej akcie pri konverznej cene 250 Sk. Nominálna hodnota konvertibilnej obligácie je 1000 Sk, splatná v roku 2004, výnos z kupónu je 6 % z nominálnej hodnoty. Zaujímá nás, aký bude konverzný pomer konvertibilných obligácií tejto spoločnosti.

$$KP = 1000/250 = 4 \text{ akcie.}$$

Predpokladajme ďalej, že trhová cena akcií spoločnosti v čase emisie konvertibilných obligácií bola na burze 200 Sk. Aká bude celková trhová hodnota akcií, ktoré získame konverziou konvertibilnej obligácie?

Celková trhová hodnota akcií, ktoré získame výmenou za jednu konvertibilnú obligáciu sa nazýva konverzná hodnota.

Konverznú hodnotu možno matematicky vyjadriť nasledovne:

$$KH = KP \cdot P_0$$

kde KH – je konverzná hodnota,

KP – je konverzný pomer,

P_0 – je bežná trhová cena akcie.

Konverzná hodnota konvertibilnej obligácie spoločnosti z príkladu bude:

$$KH = 4 \cdot 200 = 800 \text{ Sk}$$

To znamená, že takúto hodnotu budú mať akcie, ak uplatníme právo na výmenu konvertibilnej obligácie danej spoločnosti za jej akcie.

Investora konvertibilných obligácií musí, prirodzene, zaujímať aj vnútorná hodnota konvertibilných obligácií, t. j. súčasná hodnota budúcich výnosov z konvertibilnej obligácie, ak nedôjde k výmene za akcie.

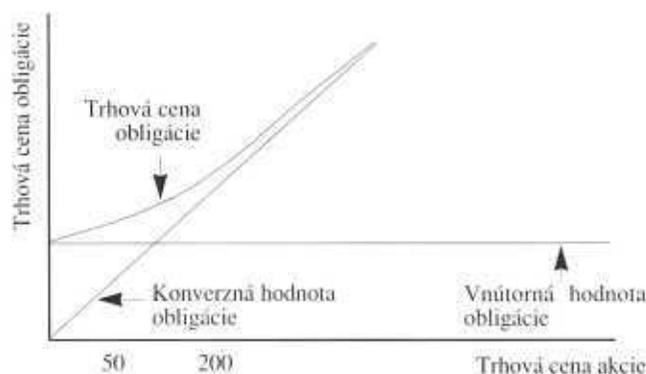
Pokračujme v príklade a predpokladajme, že porovnateľné obligácie majú v čase oceňovania výnos z kupónu 11 %. Vnútnu hodnotu konvertibilnej obligácie vypočítame podľa vzorca na výpočet vnútornej hodnoty klasických obligácií, t. j. ako súčasnú hodnotu budúcich výnosov (výnosov z kupónu a nominálnej hodnoty):

$$P = 60 \cdot A_{0,11}^6 + \frac{1000}{(1 + 0,11)^6} = 60 \cdot 4,231 + 1000 \cdot 0,535 = 253,86 + 535 = 788,86 \text{ Sk,}$$

kde A – je anuitný faktor (zásobiteľ).

Vnútna hodnota konvertibilných obligácií sa považuje za minimálnu cenu. Vnútna hodnota však nie konštantná, mení sa inverzne s pohybom trhových úrokových sadzieb.

Vzťah medzi trhovou cenou konvertibilnej obligácie, jej konverznou hodnotou, vnútornou hodnotou a trhovou cenou akcie je znázornený v nasledujúcom grafe:



Z grafu vyplýva, že trhová cena konvertibilnej obligácie neklesne pod vnútornú hodnotu obligácie (za predpokladu inak nezmenených podmienok) ani v prípade, že dôjde k podstatnému poklesu trhovej ceny akcie. Napríklad, ak by trhová cena z nášho príkladu klesla na 50 Sk, klesla by aj konverzná hodnota na 200 (50 · 4), ale trhová cena konvertibilnej obligácie neklesne pod vnútornú hodnotu, t. j. 788,86 Sk. V takomto prípade nemá význam výmena konvertibilnej obligácie za akcie a rozhodujúcim faktorom, ktorý môže ovplyvniť trhovú cenu konvertibilných obligácií je už iba trhová úroková sadzba. V prípade opačného vývoja trhovej ceny akcií, t. j. ich podstatného rastu, vnútorná hodnota obligácií pri oceňovaní konvertibilných obligácií stráca na význame a rozhodujúcu kurzotvornú úlohu pri ich oceňovaní preberá trhovú cenu akcií.

Kritériom pri rozhodovaní o tom, či využij alebo nevyužij právo na výmenu konvertibilnej obligácie za akcie je konverzná prémia.

Konverzná prémia vyjadruje, o koľko percent je získanie akcií prostredníctvom konvertibilnej obligácie drahšie alebo lacnejšie než priamy nákup akcií na sekundárnom trhu. Možno ju vypočítať podľa vzorca:

$$KPr = \frac{P_n - KH}{KH} \cdot 100,$$

kde KPr – je konverzná prémia,

P_n – je nadobúdací cena konvertibilnej obligácie,

KH – je konverzná hodnota.

Ak je konverzná prémia kladná, znamená to, že nadobúdacia cena konvertibilnej obligácie je vyššia o prémii (vyjadrenú v %), než tržová hodnota bázičných akcií. V takom prípade nie je výhodné realizovať konverzné právo, pretože získanie akcií na sekundárnom trhu bude lacnejšie.

Naopak, ak bude konverzná prémia záporná, nadobúdacia cena konvertibilnej obligácie bude o prémii (vyjadrenú v %) nižšia než hodnota bázičných akcií. V tomto prípade bude výhodné realizovať právo na konverziu, pretože získanie akcií konverziou bude lacnejšie než ich nákup na sekundárnom trhu.

Príklad:

Budeme vychádzať z údajov predchádzajúceho príkladu týkajúcich sa konvertibilnej obligácie danej spoločnosti v čase emisie a predpokladať, že nadobúdacia cena konvertibilnej obligácie sa rovnala jej nominálnej hodnote, t.j. 1000 Sk. Konverzná hodnota bola v tomto čase 800 Sk. Vypočítame konverznú prémii v okamihu emisie obligácií:

$$KPr = \frac{1000 - 800}{800} \cdot 100 = 25 \%$$

Z výsledku – kladnej premie vo výške 25 % – vyplýva, že výmena konvertibilných obligácií za akcie v tomto čase by bola veľmi nevýhodná, pretože akcie na sekundárnom trhu by bolo možné kúpiť o 25 % lacnejšie.

Pokračujme v príklade ďalej a predpokladajme podstatný vzostup cien akcií spoločnosti, napríklad z 200 na 300 Sk. Zaujímá nás, či bude výhodné v tomto čase uplatniť právo na výmenu.

Najskôr vypočítame novú konverznú hodnotu a potom konverznú prémii:

$$KH = 4 \cdot 300 = 1200 \text{ Sk,}$$

$$KPr = \frac{1000 - 1200}{1200} \cdot 100 = -16,66 \%$$

Konverzná prémia je záporná, to znamená, že je výhodné realizovať konverzné právo, pretože akcie získame o 16,66 % lacnejšie ako kúpou na sekundárnom trhu.

V rámci konverznej premie rozlišujeme dva druhy – individuálnu konverznú prémii a tržovú konverznú prémii.

Individuálna konverzná prémia sa počíta na základe nadobúdacej ceny konvertibilnej obligácie. Nadobúdacia cena sa môže od trhovej ceny líšiť. Niektorí investori, ktorí nadobudli obligácie za cenu, ktorá je nižšia ako tržová cena, môžu mať konverznú prémii zápornú a môžu tak uplatnením práva na konverziu výhodne získať akcie.

Tržová konverzná prémia sa počíta na základe aktuálneho trhového kurzu konvertibilnej obligácie. Táto prémia má spravidla kladnú hodnotu. Dôvodom je ochota investorov zaplatiť prémii za budúcu výhodnú výmenu konvertibilnej obligácie za akcie a okrem toho konvertibilná obligácia chráni investora pred kurzovým poklesom, hranicou ktorého je súčasná hodnota budúcich výnosov z obligácie.

Na výšku trhovej konverznej premie vplýva niekoľko dôležitých faktorov:

- tržová cena bázičkej akcie – čím vyššia tržová cena, tým vyššia tržová konverzná prémia,
- konverzný pomer – čím vyšší konverzný pomer, tým vyššia konverzná prémia,
- dĺžka doby na realizáciu práva na konverziu – čím dlhšia doba na realizáciu práva na konverziu, tým vyššia tržová konverzná prémia,
- volatilita bázičných akcií – čím vyššia volatilita bázičných akcií, tým vyššia konverzná prémia,
- úroková sadzba, ktorá slúži ako diskontný faktor – čím vyššie úrokové sadzby, tým vyššia tržová konverzná prémia.

Obligácie s warrantmi (opčnými listami)

Obligácie s warrantmi sú ďalšou špecifickou formou obligácií, ktorá vzniká kombináciou obligácií a akcií.

Obligácie s warrantmi (opčnými listami) – poskytujú investorovi právo na kúpu ďalších obligácií tej istej alebo novej emisie, prípadne na kúpu akcií. Právo na ďalší nákup (warrant, opčný list) je samostatne obchodovateľné. Na rozdiel od konvertibilných obligácií sa pri získavaní akcií neberú obligácie s warrantmi ako platobný ekvivalent. Dĺžnicový vzťah ostáva zachovaný, warrant dáva možnosť na kúpu akcií. Ak vlastník obligácie s warrantmi uplatní svoje právo kúpiť akcie, stáva sa vlastníkom i veriteľom súčasne, poberá dividendy i úroky, kým vlastník konvertibilných obligácií mení cudzí kapitál na vlastný a z veriteľa, ktorý mal pred výmenou nárok na pevne stanovený úrokový výnos, sa stáva spoločník, ktorý má po výmene nárok iba na dividendu.

Obligácie s warrantmi (opčnými listami) majú s konvertibilnými obligáciami aj niekoľko spoločných črt. Sú tiež syntetickým cenným papierom, ktorý vzniká spojením obligácií a akcií a majú tiež pevne stanovený výnos.

Emitenti môžu vydávať obligácie s warrantmi (opčnými listami) spolu alebo oddelene. Investor môže potom získať:

- obligáciu spolu s warrantom (opčným listom),
- obligáciu bez warrantu (opčného listu),
- alebo iba warrant (opčný list).

Warrant (opčný list) je cenný papier, ktorý oprávňuje jeho majiteľa na kúpu určitého podkladového finančného nástroja za vopred stanovenú cenu v priebehu určitého obdobia.

Warranty (opčné listy) obsahujú:

- druh práva (právo na kúpu, právo na predaj),
- druh podkladového finančného nástroja (akcie),
- opčný pomer (množstvo akcií, ktoré získame za jeden warrant – opčný list),
- opčnú dobu (časový interval, v priebehu ktorého môže byť právo realizované),
- bázičnú cenu, ktorú treba zaplatiť za finančný nástroj pri realizácii opcie.

Warranty (opčné listy) sú podobné finančné nástroje ako opcie. Existuje však medzi nimi niekoľko odlišností, napríklad:

- warranty (opčné listy) vydávajú spoločnosti, opcie vypisujú investori,



- warrant (opčný list) ku konkrétnej obligácii vypisuje iba jeden emitent, opcie vypisuje veľké množstvo investorov.
- počet emitovaných obligácií s warrantom (opčným listom) je stanovený, počet vypísaných opcií nie je obmedzený.
- warranty (opčné listy) majú dobu životnosti niekoľko rokov, opcie sú krátkodobé finančné nástroje (3–6 mesiacov).
- warranty (opčné listy) nie sú na rozdiel od opcií štandardizované a pod.

Warranty (opčné listy) sú podobne ako opcie vhodným finančným nástrojom pre špekulantov. Prostredníctvom warrantov si môžu vytvoriť určitú akciovú pozíciu s použitím menšieho množstva peňažného kapitálu. Okrem toho umožňujú dosiahnuť leverage efekt (pákový efekt). Pákový efekt je vzťah medzi percentuálnou zmenou trhovej ceny warrantu a percentuálnou zmenou trhovej ceny akcie. Pákový efekt vyjadruje, koľkokrát je väčšia zmena trhovej ceny warrantu než zmena trhovej ceny akcie.

Oceňovanie obligácií s warrantmi (opčnými prémiami)

Hodnota warrantu (opčného listu) závisí od trhovej ceny bázičkej akcie.

Z rozdielu medzi trhovou cenou akcie a dopredu stanovenou realizačnou cenou bázičkej akcie možno určiť minimálnu hodnotu opčného listu. Výšku minimálnej hodnoty opčného listu možno vypočítať podľa nasledujúceho vzorca:

$$MH = (TC_a - BC) \cdot n,$$

kde MH – je minimálna hodnota warrantu (opčného listu),

TC_a – je trhovú cenu akcie,

BC – je bázičká (dopredu stanovená realizačná cena) akcie,

n – je počet akcií, ktoré získa majiteľ warrantu pri jeho realizácii.

Minimálna hodnota warrantu je pozitívna, ak je trhovú cenu akcie vyššia než bázičká cena. Ak je však trhovú cenu akcie nižšia než bázičká cena, minimálna hodnota opčného listu sa rovná nule.

Minimálna hodnota warrantu sa nazýva teoretická hodnota. Warranty majú spravidla trhovú cenu vyššiu, než je ich minimálna (teoretická) hodnota. Rozdiel medzi trhovou cenou warrantu a minimálnou (teoretickou) hodnotou sa nazýva špekulatívna prémia:

$$\text{ŠP} = TC_w - MH,$$

kde: ŠP – je špekulatívna prémia,

TC_w – je trhovú cenu warrantu,

MH – je minimálna hodnota warrantu.

Ak je trhovú cenu warrantu vyššia ako jeho minimálna hodnota, čiže ak existuje špekulatívna prémia, vždy je pre majiteľa warrantu výhodnejšie, aby ho predal,

pretože získa minimálnu hodnotu plus špekulatívnu premiu.

Ak majiteľ warrantu v tejto situácii bude realizovať warrant, získa iba jeho minimálnu (teoretickú) hodnotu.

Špekulatívna prémia klesá s blížiacim sa koncom lehoty na uplatnenie warrantu. V deň vypršania warrantu sa jeho hodnota rovná minimálnej (teoretickej) hodnote.

Na výšku špekulatívnej premie vplyva niekoľko faktorov:

- dĺžka životnosti warrantu (opčného listu) – čím je dlhšia životnosť warrantu, tým je vyššia hodnota špekulatívnej premie;
- volatilita trhových cien bázičkových akcií – čím vyššia volatilita, tým väčšia ochota investorov platiť vyššiu špekulatívnu premiu, pretože je väčšia pravdepodobnosť, že dôjde k zvýšeniu trhovej ceny bázičkových akcií;
- dividendy vyplácané z bázičkových akcií – majú k špekulatívnej premii inverzný vzťah, majitelia warrantov nezískavajú dividendy z bázičkových akcií;
- pákový efekt – investori sú ochotní zaplatiť vyššiu premiu za to, že opčné listy vykazujú vyššie percentuálne kurzové zmeny než akcie.

Příklad:

Akciová spoločnosť emitovala obligácie s warrantmi (opčnými listami). Obligácie majú nominálnu hodnotu 1000 Sk, výnos z kupónu 12 %, dobu splatnosti 10 rokov. Spolu s obligáciou investor získa štyri warranty (opčné listy). Za každý warrant môže získať jednu akciu spoločnosti za bázičnú cenu 250 Sk. Predpokladajme, že za tri mesiace od emisie klesne trhovú cenu akcií na 180 Sk a warrant sa predáva za 50 Sk. Je pochopiteľné, že v tejto situácii je výhodnejšie akcie kúpiť za nižšiu cenu na sekundárnom trhu a žiadny investor neuplatní warranty.

Predpokladajme ďalej, že po roku akcie stúpili na 360 Sk a warrant sa predáva za 150 Sk. Zaujímá nás, ako bude v tejto situácii reagovať trhovú cenu warrantu:

$$\begin{aligned} MH &= (360 - 250) \cdot 1 = 110 \text{ Sk,} \\ \text{ŠP} &= 150 - 110 = 40 \text{ Sk,} \end{aligned}$$

to znamená, že pre investora je výhodné warrant prediť.

Použitá literatúra:

1. Blake, D.: Analýza finančných trhov. Praha, Grada 1995.
2. Fabozzi, T.: Bond markets, Analyses and Strategies. USA, Premitice Hall 1995.
3. Miková, O. Finančné investície. Bratislava, ES EU 1996.
4. Musílek, P.: Finanční trh. Praha, VŠE 1996.
5. Rose, P. S.: Peněžní a kapitálové trhy. Praha, Victoria Publishing 1994.
6. Sharpe, W. F.–Alexander, G. J.: Investice. Praha, Victoria Publishing 1994.
7. Zákon č. 530/1990 Zb. o dlhopisoch v znení neskorších predpisov.
8. Zákon č. 513/1991 Zb. Obchodný zákonník v znení neskorších predpisov.

KVALITA VKLADOVÝCH PRODUKTOV A SLUŽIEB

Ing. Jaroslav Belás
Všeobecná úverová banka, a. s.

Kvalita bankových produktov a služieb vo všeobecnosti predstavuje významný problém v teoretickej rovine i v praktickej činnosti bánk. Pojem kvalita produktov a služieb je veľmi často používaný v terminológii bankových pracovníkov i klientov požadujúcich bankové produkty a služby.

Cieľom tohto príspevku je definovať pojmy a základné kritériá kvality, poukázať na význam kvality pre banku a jej klientov a prezentovať možnosti vytvárania pozitívneho obrazu kvality v oblasti vkladových produktov banky.

Kvalita vkladových produktov a služieb* predstavuje objektívno-subjektívnu kategóriu. Každý produkt pozostáva zo súhrnu parametrov objektívnej povahy. To znamená, že tieto parametre sú kvantifikovateľné (napr. úroky, poplatky, termíny atď.) a vopred, teda pred uzavretím obchodu známe, i keď to nevylučuje možnosť zmien v budúcom období. Subjektívnu stránku produktu treba vnímať z pohľadu uspokojenia požiadaviek klienta. To znamená, že z tohto pohľadu kvalita vkladových produktov a služieb predstavuje individuálny pohľad klienta.

Kvalita vkladových produktov a služieb a jej vnímanie sú determinované špecifickými vlastnosťami vkladových produktov, ku ktorým možno zaradiť:

- nehmatateľnosť,
- neskladovateľnosť,
- osobitné postavenie banky a klienta.

Základnou vlastnosťou vkladových produktov a služieb je ich nehmatateľnosť. Na rozdiel od štandardných výrobkov, bankové produkty a služby predtým, ako ich kúpime, nie je možné ohmatať, možno len očakávať dopady v budúcom období, čo môže u klienta vytvárať pochybnosti vo vzťahu k ich kvalite.

Základné nástroje, ktorými možno „zchmatateľniť“ klientom ponúkané produkty a služby sú miesto predaja, bankový personál, zariadenie, propagačný materiál, symboly, cena.

Pre vkladové produkty a služby je charakteristickou vlastnosťou neskladovateľnosť, čo znamená, že sú vytvárané a spotrebované súčasne. Táto vlastnosť kladie veľký dôraz na kvalitu personálu a organizáciu procesu predaja.

Z vlastnosti neskladovateľnosti možno vyvodíť predpoklad o variabilnosti kvality. Prvok premenlivosti znamená, že úroveň a kvalita poskytovaných produktov a služieb nie je homogénna, je teda rôznorodá v závislosti od konkrétnych podmienok, v ktorých sú poskytované. Premennivosť ako vlastnosť produktov a služieb možno istým spôsobom redukovať, nemožno ju však odstrániť. Snahou banky je jednak štandardizovať proces predaja produktov a služieb, jednak investovať prostriedky do kvalitnej prípravy personálu. Banka má zároveň nástroje na monitorovanie reakcie klientov a identifikáciu prvkov nekvality.

Neskladovateľnosť produktov a služieb predstavuje pre banku závažný problém organizačného charakteru vo vzťahu k optimalizácii kapacít. Znamená to, že banka by mala byť schopná vytvoriť a predať v danom momente toľko produktov a služieb, koľko ich klienti požadujú. Tento prístup možno označiť ako pasívny – banka nepodniká kroky v oblasti usmerňovania požiadaviek klientov.

Aktívny prístup znamená, že banka prostredníctvom aktívnych zásahov v cenovej oblasti, v organizačnej a personálnej sfére, zavádzaním samoobslužných systémov a systému objednávkových služieb aktívne ovplyvňuje proces tvorby a predaja produktov a služieb s cieľom zosúladiť požadovaný rozsah produktov a služieb s jej kapacitnými možnosťami.

Špecifická poloha vkladových produktov a služieb je determinovaná tovarom, ktorý je predmetom ponuky a dopytu, a tiež pozíciou jednotlivých subjektov v tomto vzťahu: predmetom vzťahu sú peniaze ako špecifický druh tovaru, ktoré si banka požičiava od svojich zákazníkov, využíva ich a po uplynutí dohodnutej doby ich klientovi vráti spolu s úrokom. Banka teda vystupuje v pozícii dlžníka, pretože prijala na zmluvnom základe voľne peňažné prostriedky od svojich klientov. Klient vystupuje z pozície veriteľa, čo mu umožňuje istým spôsobom klásť podmienky.

Z pozície banky – dlžníka nevyhnutne vyplýva nutnosť ponúkať vkladové produkty na báze vzájomnej dôvery. Výber banky v oblasti vkladových operácií je priamo podmienený mierou jej dôveryhodnosti v očiach zákazníkov, ako aj ďalšími ponúkanými podmienkami. Zákazník má záujem vložiť si peniaze do

* Vkladové produkty banky chápeme ako komplex operácií viažucich sa na potreby zákazníka a služby ako jednorazové naplnenie potreby zákazníka v súvislosti s procesom permanentnej ponuky vkladového produktu. Exaktne možno tento vzťah vysvetliť tak, že napríklad konkrétny druh účtu spolu s obchodnými podmienkami, teda „účet v komplexnom poňatí“ je chápaný ako produkt a konkrétna operácia, napr. vklad, výber, prevod prostriedkov ako služba, prostredníctvom ktorej sa realizujú podmienky ponúkaného produktu.



banky, ktorej dôveruje, je si istý, že o svoje vklady nepríde. Banka má eminentný záujem udržiavať si svoju dôveryhodnú pozíciu, pretože jej narušenie alebo dokonca strata vyvolá ťažkosti smerujúce až k jej pádu.

Na základe realizovaných prieskumov trhu možno konštatovať, že najdôležitejšou charakteristikou banky je jej spoľahlivosť. Tento pojem pozostáva z viacerých navzájom prepojených prvkov ekonomického, legislatívneho a psychologického charakteru. Pod pojmom spoľahlivosť banky si klienti predstavujú veľký kapitál, širokú klientelu, know-how, neochotu riskovať, stabilitu, žiadne škandály, záruku štátu a tradície.

Podľa poznatkov VÚB, a. s., rozhodnutie o výbere konkrétnej banky klienti nepovažujú za nemenné, dôvodom odchodu do inej banky však musí byť vážny problém. Lojalitu zákazníka ovplyvňujú nasledujúce faktory: zvyk, stabilita banky a jej dôveryhodnosť, pohodlnosť pri styku s bankou a spokojnosť s ponúkanými službami vrátane výšky úrokových sadzieb. Ako kľúčový faktor v oblasti depozitnej činnosti bola označená štátna záruka za vklady.

Objektívna stránka kvality predstavuje súlad, resp. nesúlad projektovaných parametrov s reálne dosiahnutými.

Proces kúpy produktu a služby je však výrazne poznačený subjektívnym pohľadom klienta. Klient (subjektívne) očakáva službu, banka ju poskytne a celý proces je uzatvorený porovnaním očakávanej a poskytnutej služby, ktorá je posudzovaná opäť subjektívne. Cieľom banky pritom je dosiahnuť u klienta dojem, že kvalita poskytnutej služby je vyššia než očakával.

Z hľadiska príčin neúspešného poskytovania služieb P. Kotler v práci *Marketing management* (Victoria Publishing, Praha 1995) popisuje päť základných rozporov:

1. rozpor medzi očakávaním spotrebiteľa a medzi vnímaním manažmentu,
2. rozpor medzi vnímaním manažmentu a špecifikáciou kvality služieb,
3. rozpor medzi špecifikáciou kvality služieb a ich poskytovaním,
4. rozpor medzi poskytovanou službou a vonkajšou komunikáciou,
5. rozpor medzi vnímanou a očakávanou službou.

Kvalitu bankových služieb treba vnímať ako syntetický ukazovateľ, ktorý nie je možné jednoznačne kvantifikovať. Je ovplyvňovaná viacerými faktormi. Z pohľadu klienta možno ako rozhodujúce definovať nasledujúce kritériá kvality služieb:

1. prístupnosť služieb,
2. zrozumiteľná komunikácia,
3. optimálne kompetencie personálu,
4. zdvorilý personál,
5. dôveryhodný personál,
6. spoľahlivosť služieb,
7. vnímavý personál,
8. bezpečný spôsob,
9. reálna kvalita,
10. porozumenie a znalosť zákazníka.

Kvalitu vkladových produktov a služieb z pohľadu klienta definovanú desiatimi rozhodujúcimi kritériami je potrebné analyzovať vo vzťahu k premenným marketingového mixu.

Jednotlivé premenné marketingového mixu vytvárajú konečnú podobu produktu, ktorý banka ponúka svojim klientom. Znamená to, že banka prezentuje úroveň jednotlivých premenných, ktoré individuálnymi parametrami a vzájomnými väzbami vytvárajú komplexnú ponuku. Ponúkaný produkt je konfrontovaný s očakávaním klienta, čo je najdôležitejší moment vzťahu banka-klient, v ktorom sa prejavujú skôr definované základné rozpory, intenzita ktorých ovplyvňuje úspešnosť banky pri predaji produktov.

Tento „okamih pravdy“ dáva banke možnosť, aby zistila rozsah a intenzitu rozporov a po ich analýze upravila parametre produktov tak, aby boli lepšie akceptovateľné pre klienta.

V schéme na nasledujúcej strane je naznačená previazanosť rozhodujúcich kritérií kvality z pohľadu klienta na jednotlivé premenné marketingového mixu. Tento model znázorňuje vzťahy medzi ponukou banky a požiadavkami, resp. očakávaniami jej klientov. Intenzita parciálnych rozporov a komplexného rozporu medzi ponukou banky a očakávaniami klienta upozorňuje banku na potrebu optimalizácie premenných marketingového mixu s cieľom zvyšovať kvalitu produktov a na základe vysokej kvality zabezpečiť úspešný predaj a realizovať zisk.

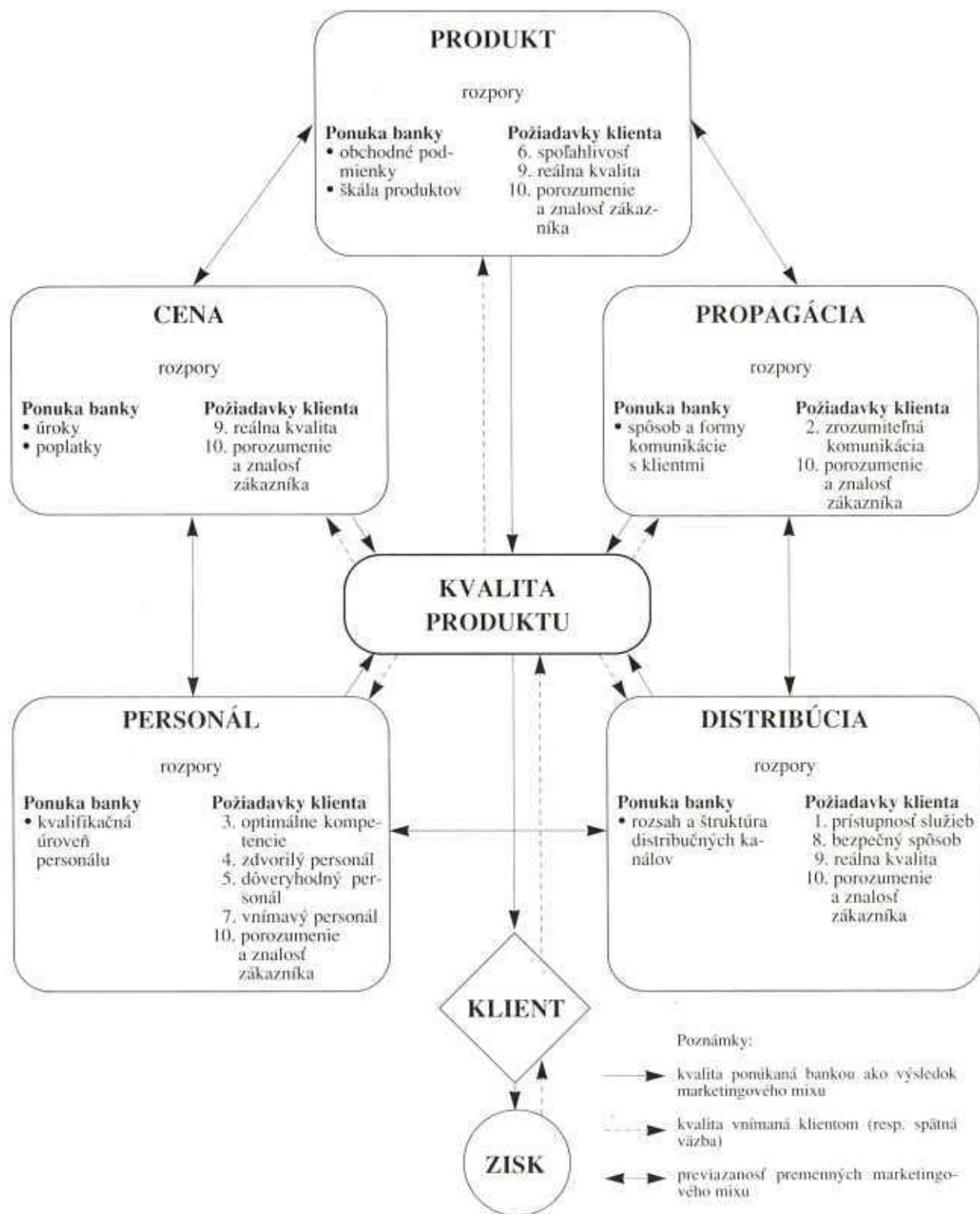
Kvalita služieb predstavuje teda komplexný pojem, ktorý popri ekonomických javoch a súvislostiach zachytáva i psychologické faktory. Z tohto dôvodu proces riadenia kvality služieb je mimoriadne náročný a ukazovateľ kvality služieb je ťažko definovateľný.

Napriek tomu banky stoja pred základným problémom optimalizácie kvality služieb.

P. Kotler v citovanej práci definuje spoločné prvky úspešných firiem v oblasti kvality služieb nasledovne:

1. strategická koncepcia v oblasti poskytovania služieb,
2. trvalá snaha vrcholového vedenia o dosahovanie kvality,
3. používanie vysokých štandardov pre hodnotenie úrovne služieb,
4. systémy pre sledovanie kvality služieb,
5. systémy pre uspokojovanie nespokojných zákazníkov,
6. rovnaké uspokojovanie zamestnancov a zákazníkov, t. j. tieto firmy sú presvedčené, že ich vzťah k zamestnancom podmieňuje vzťah zamestnancov k zákazníkom.

Problematika merania a hodnotenia kvality bankových služieb predstavuje významný teoretický i praktický problém predovšetkým z pohľadu perspektívneho pôsobenia banky na trhu vkladových produktov. Nemožno predsa očakávať, že menej kvalitné produkty môžu byť úspešné v dlhšom časovom období.



Banky vo všeobecnosti verbálne deklarujú snahu o kvalitu poskytovaných vkladových produktov, prijímajú čiastkové opatrenia v snahe dosahovať vyššiu kvalitu služieb, tento prístup však nemožno hodnotiť ako komplexný. Pod kvalitou služieb si mnohí manažéri predstavujú rýchle vybavenie pri bankovej prihradke, iní si predstavujú dlhé otváracie hodiny v obytových miestach banky, ďalší si pod týmto pojmom predstavujú milé a usmievavé pracovníčky banky.

Kvalitu bankových služieb treba chápať ako vnútorné zladený a vzájomne prepojený systém rôznych parametrov, ktoré vykazujú vplyv na klienta a jeho pocit spokojnosti. Kvalita vkladových produktov je ako chutne namiešaný nápoj, vo vkusnom a čistom pohári, podaný v elegantnom a pohodlnom prostredí spolu s úsmevom a priateľskou dobrou chuťou. Avšak iba v prípade, že zákazník má nástojčivý pocit smádu a neprišiel si kúpiť auto, video alebo televízor.



REFORMOU DAŇOVÉHO SYSTÉMU K OZDRAVENIU VEREJNÝCH FINANCIÍ

Ing. Emil Burák

Zlepšenie vývoja národohospodárskej bilancie i plnenia príjmov štátneho rozpočtu vedie cez spôsob ozdravenia verejných financií štátu. Jedným z východísk je podľa nášho názoru aj reforma daňového systému. Jej alternatívne východiská sú predmetom našej nasledovnej prezentácie, ktorej cieľom je podporiť celospoločenskú i vedeckú diskusiu, aby daňová reforma pripravovaná s účinnosťou od 1. januára 1999 bola pragmatická, systémovo a koncepcne dobre pripravená a mohla tak podporiť nielen kvantitatívny progres vo vývoji verejných financií štátu, ale pomôcť razantnejšie vykročiť spoločnosti na ceste za budovaním vyspelej a fungujúcej demokracie.

Potreba zlepšenia daňového inkasa v štáte

Trendy smerujúce k otvorenej ekonomike a globalizácii trhov si vyžadujú aj novú kvalitu v ekonomickom skúmaní a prechod k filozofii rešenia súvislostí, kde je dôležité poznať súvislosti medzi javmi viac, ako osobitosť konkrétneho javu a kde je dôležité zvládnuť ich charakter časový, vecný a systémový. Toto poznanie sa stalo aj odrazovým mostíkom pri formulovaní nášho náčrtu alternatívneho riešenia optimalizácie slovenského daňového systému.

Náš návrh sme rozdelili na formuláciu potreby nevyhnutných (obligatórných) zmien a alternatívnych (fakultatívnych) zmien a našu predstavu o harmonograme prác na racionalizácii inkasa daní podľa stupňa dôležitosti.

1. Obligatórne systémové zmeny

Zmena verejných financií a daňového systému

Doterajší prístup k chápaniu a používaniu verejných financií v krajinách s transformujúcou sa ekonomikou z centrálného modelu na model trhový sa musí nevyhnutne zmeniť. Najväčší problém zostáva v tom, že sa musí zmeniť myslenie ľudí v týchto spoločnostiach, čo je otázkou dlhodobého procesu.

Transformujúce sa ekonomiky revidujú daňové systémy a hľadajú cesty ako zdokonaľiť výber daní. Nadradeným problémom tejto skutočnosti však je potreba väčšej úcty a dôraznejšieho filtra k racionálnemu hospodáreniu s verejnými financiami. Problém transformujúcich sa ekonomík nie je

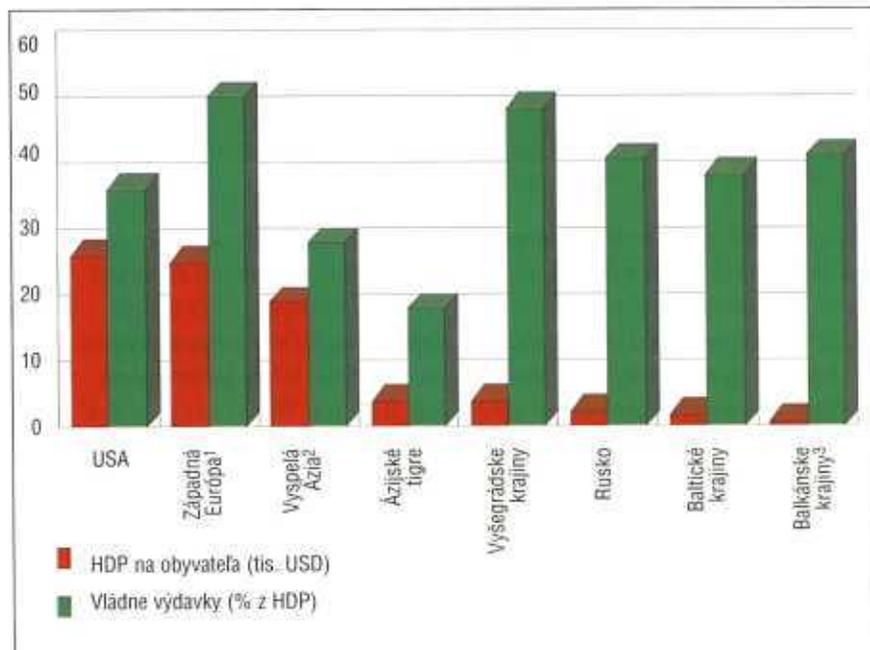
v tom, že vyberú primálo, ale v tom, že spotrebujú priveľa. Spoločenská prax a ekonomická realita potvrdzujú, že transformujúce sa štáty utrácajú stále viac, ako si akákoľvek krajina v ich ekonomickej situácii môže dovoliť. Štatistické údaje často potvrdzujú, že transformujúce sa ekonomiky sú márnejšie v mienaní verejných financií ako vyspelé západoeurópske ekonomiky, najmä v kontexte porovnania rozsahu ich výdavkov s ich bohatstvom.

S národným dôchodkom na osobu päťkrát alebo desaťkrát menším ako v Západnej Európe podiel vlastných výdavkov na hrubom domácom produkte v transformujúcich sa ekonomikách dosahuje podobné veľkosti. Maďarsko so svojim podielom 50,6 % na hrubom domácom produkte má vyššie výdavky ako Nemecko (48 %). Slovensko (46 %) si berie vyšší podiel výdavkov ako Veľká Británia (41,9 %) a Írsko (37,6 %). Zruinované Rusko (41 %) a Ukrajina (39,3 %) si zoberú viac ako bohaté USA (33,3 %) a Japonsko (36,2 %). Bývalé socialistické krajiny sú vysoko i nad úrovňou, na akej je rýchlo rastúca ekonomika štátov ako Thajsko (16 %), Taiwan (18 %), Kórejská republika (20 %), Chile (21 %) alebo bohatý Singapúr (26 %). Tieto štatistické údaje potvrdzuje správa „Project Syndicate o daniach v transformujúcich sa krajinách“¹⁾. Náznornejšie tento trend potvrdzuje graf na nasledujúcej strane.

Po zmene v prerozdeľovaní verejných financií v zmysle potreby zníženia výdavkov vládneho rozpočtu v SR považujeme za ďalšiu limitujúcu podmienku stabilizácie a zlepšenia daňového inkasa zmenu doterajšieho daňového systému. Doterajší

¹⁾ Project Syndicate je sieť významných hospodárskych a podnikateľských novín a časopisov v Strednej, Východnej Európe a Strednej Ázii. Blíže pozri In: Trend, 1997, č. 50, s. 8A-9A

Vládne výdavky



- 1) Japonsko, Kórejská republika, Singapur, Taiwan
 2) Indonézia, Malajzia, Thajsko
 3) Rumunsko, Bulharsko, GRAF: TREND

PRAMEŇ:
 Project Syndicate

daňový systém je už nevyhovujúci a v záujme posilnenia ekonomickej efektívnosti je nutné podľa nášho názoru prehodnotiť pomer výnosov v daňovej štruktúre a zvýšiť podiel majetkových daní, pretože SR prechádza významnou zmenou vlastníckych vzťahov. Nové vlastnícke štruktúry by mali byť podrobené nekompromisne transparentnej verifikácii a podriadené prísny finančným a daňovým vzťahom. Ako nevyhnutné sa javí vybudovať lepší systém oceňovania evidencie a identifikácie majetku.

V rámci nutnej harmonizácie daňových sústav krajín EÚ sa javia ďalšie nevyhnutne potrebné zmeny, ako je novelizácia zákonov o dani z príjmov, o správe daní a o dani z pridanej hodnoty s poklesom daňových sadzieb najmä pre potrebu aproximácie daňového práva SR k integračným tendenciám EU a OECD.

Okrem aktuálnej potreby prijatia komplexnej novej daňovej koncepcie v SR považujeme za nutnú systémovú zmenu aj prehodnotenie štruktúry zo všetkých daňových výnosov v zmysle posilnenia podielu regiónov na centrálnych daniach a prijatie systémového riešenia na motivačné daňové úľavy na prilákanie strategického dlhodobého kapitálu zahraničných investícií a podpory domáceho podnikateľského stavu.

Na úseku daňového práva sa javia ako nevyhnutné systémové zmeny v rekodifikácii trestného zá-

konníka v zmysle zvýšenia sadzieb trestov za daňové podvody a preukázané daňové úniky, napr. s doživotným zákazom podnikania. Veľmi dôležitým fenoménom je akútna potreba zvýšenia právnej čistoty jednotlivých daňových zákonov a zjednotenia ich výkladu. Okrem už uvedených skutočností považujeme za limitujúcu podmienku úspešnej a efektívnej zmeny daňového systému v SR absolútnu akceptáciu 5 priorít strategického plánu IOTA²⁾ na rok 1999, ktoré zahŕňajú nasledovné oblasti:

- zdokonalenie daňovej práce,
- asistencia členských štátov pri vývoji stratégie ľudských zdrojov,
- výmena poznatkov,
- podpora špecifických činností na zdokonalenie daňovej zhody,
- pomoc členských štátov, ktoré požiadali o vstup do Európskej únie.

Vzhľadom na dynamický nárast globálnych celosvetových ekonomických problémov i v súvislosti s neustále sa zhoršujúcimi podmienkami klímy i životného prostredia považujeme za nevyhnutné v rámci zmien daňového systému v SR vedecky preskúmať možnosti posilnenia a zavedenia ekologických daní a zväziť aj možnosť zavedenia regionálnych daní alebo prirážok k celoštátnym daniam.

Zníženie daní a stabilizácia podnikateľského prostredia

Všade vo svete ľudia dane nenávidia. Dosiahnuť účinný systém – taký, ktorý sa bude pokladať za čestný a legitímny, v ktorom daňové úniky nebudú prebujnené, ktorý dokáže dostatočne naplniť štátnu pokladnicu a ktorý umožní existenciu fungujúcej vlády – nemožno vytvoriť ani rýchlo ani ľahko. Modernizácia výberu daní je dôležitá, nedokáže však riešiť podstatu, ktorou je v danej súvislosti miera ekonomickej stimulácie. Preto jediným racionálnym východiskom ako stabilizovať daňové inkaso a znížiť daňové úniky je a priori zníženie da-

2) IOTA = Medzinárodná organizácia zameraná na spoluprácu v daňovej oblasti, ktorá združuje daňové systémy vybraných krajín Európy vrátane SR.



ni. Je pravdou, že nižšie miery zdanenia môžu spôsobiť pokles štátnych príjmov z daní celkom, ale ide len o jav dočasný, smerujúci k vyšším príjmom v budúcnosti. Platí, že keď sú dane nízke, nedeformujú hospodárske aktivity. Ak sú dane zvýšené nad určitý prah, stimuly na prácu sa znižujú, čo vedie k menšej produkcii bohatstva. Pohnútky vyhýbať sa daniam môžu prevážiť natoľko, že napríklad jedno-percentné zvýšenie dane prináša menej ako jedno-percentné dodatočné zvýšenie príjmov.

Zníženie daní v SR štát odkladá. Podľa nášho poznania je možné toto zníženie daňového zaťaženia vykonať dvoma cestami. Najskôr by malo nasledovať priame zníženie daňových sadzieb formou valorizácie a nárastu odpočítateľných položiek na dani z príjmov a znížením doterajších sadzieb dane z príjmov fyzických osôb a následnej dane z príjmov právnických osôb.

Následne by malo dôjsť k nepriamemu zníženiu daňového zaťaženia systémovým transferom v štruktúre daní, kde je nutné viac zaťažiť spotrebu a posilniť výrobu jej nižším daňovým a príspevkovo-fondovým zaťažením. Úpravu konkrétnych návrhov nižších daňových sadzieb daní navrhujeme podmieniť vedeckou analýzou s využitím 5-ročného časového radu štatistickej databázy realizácie doterajšieho priebehu daňovej reformy v SR v rokoch 1993–1997.

Štátny dirigizmus a intervencionalizmus má svoje nezastupiteľné miesto vo vymedzenom rozsahu aj v štandardnej trhovej ekonomike. Rozhodujúci objem ekonomických aktivít však zabezpečuje súkromný sektor – podnikatelia.

V SR tvorba (kreovanie) stabilnej priaznivej klímy pre seriózne podnikanie dlhodobo stagnuje a napreduje príliš pomaly. Daňoví teoretici na celom svete sa zhodujú v tom, že viac daní menších znamená pre zdrojový kôš štátnej ekonomiky oveľa výraznejší efekt ako menej väčších daní. Opierajúc sa o tento nezvratný hospodársky postulát, chceme poukázať na to, že štát musí múdro stimulovať a rozširovať počet podnikateľských subjektov, aby aktivizoval a revitalizoval aj týmto prístupom slovenskú ekonomiku.

Vytvoríť podnetné a motivačné podnikateľské prostredie so stimulovaním sklonu k investíciám predpokladáme preferenciou riešenia nasledovných priorit:

- zosúladienie a stabilizovanie (so sprievodným zjednodušením) podnikateľskej legislatívy a časované moratórium v jej zmenách tak, aby nedochádzalo aj retroaktívnymi právnymi aktami k zmene pravidiel počas hry,
- razantnejšou garanciou a nielen deklarováním podrobíť dostupnosť úverov pre podnikateľov a plne rozvinúť totálny program konkrétnych ak-

tív v naplňovaní samotného zákona o podpore malého a stredného podnikania,

- nakoľko realizácia výroby predpokladá vyššiu mieru pridanej hodnoty a kvalitatívne hodnotnejšiu úroveň exportu ako obchod, odporúčame zvýhodniť zdaňovanie kľúčových výrob v SR v porovnaní s menej pracnými obchodnými aktivitami (napr. podporiť najmä hodnotné domáce produkty s ocenením „Slovak gold“),
- zrušenie anomálneho odvodového zaťaženia u podnikateľov podnikajúcich popri zamestnaní, ktorí sú trojnásobne nelogicky zúčastnení na odvodoch do fondov sociálnej a zdravotnej poisťovne i fondu zamestnanosti – t. j. raz ako zamestnanci a opakovane ako podnikatelia,
- zníženia odvodov daňových subjektov do fondov SP, ZP a FZ, ktoré mnohí daňoví i ekonomickí odborníci nazývajú tiež ako skrytá, tzv. sociálna daň štátu,
- radikálne prehodnotiť výšku i štruktúru podpory v nezamestnanosti cez sieť úradov práce a zväziť možnosť čiastočnej úhrady v naturáliách (napr. šeky na základné potraviny alebo úhrady nájmu v byte) aby sa redukoval počet poberateľov podpory v nezamestnanosti, ale súčasne pracujúcich „načierno“,
- výrazne zvýšiť diferenciáciu medzi minimálnou a priemernou mzdou v štáte na strane jednej a výškou podpory vyplácanej v nezamestnanosti na strane druhej – aby sa posilnilo motivačné prostredie pre pracantov a oslabilo prostredie pre parazitizmus, lajdákov a dobrovoľne nezamestnaných (poberajúcich aj podporu od štátu a súčasne príjmy nezdanené z práce „načierno“),
- posilniť spoločenskú prestíž podnikateľského stavu a orientovať štátnu byrokráciu na nezvyšovanie konfrontačnej línie paušálne voči podnikateľom ako takým, ale výrazne diferencovať prístup k svedomitým podnikateľom a ich odlíšenie od nepoctivcov.

Eliminácia daňových únikov

Nazdávame sa, že slovenská ekonomika je už niekoľko rokov ideálnym prostredím pre bujnenie tieňovej ekonomiky.

Odhady objemu tieňovej ekonomiky v SR sa pohybujú v rozsahu 40 – 50 mld. korún ročne³⁾, čo v porovnaní napríklad s plánovaným deficitom štátneho rozpočtu a jeho skutočnosťou v rozsahu cca 30 mld. ročne (za roky 1994 – 1997) znamená obrovskú kontraproduktívnu ekonomickú disproporciu.

Chápanie daňového úniku a rôzne názory i prístupy k čiernej ekonomike ako základného odrazo-

vého mostíka k vedeckej diskusii linkujú aj alternatívny hodnotenia pri pokusoch o vyčíslenie daňových únikov i na Slovensku. Podľa dostupných odborných prameňov exaktná kvantifikácia neexistuje v žiadnej ekonomike a dostupné sú len kvalifikované odhady, ktoré v štandardnej trhovej ekonomike predstavujú daňové úniky v zásade 5 – 10 % z objemu vybraných daní.

Nazdávam sa, že absencia systémovej analýzy objemu a štruktúry daňových únikov v SR najmä za roky 1993 – 1997 má výrazný podiel na tom, že daňoví experti sa ku kvantifikácii daňových únikov v SR vyjadrujú len veľmi opatrne. Z hľadiska presnej kvantifikácie jediným dôveryhodným a exaktným vyjadrením daňového úniku sú len zistené a preukázané daňové úniky, t. j. tie, ktoré odhalí, došetří a výlučne potvrdí správca dane v štáte dodatočným daňovým predpisom – tzv. „dorubom dane“ – pri daňovej kontrole rozhodnutím o platobnom výmere.

Kvalifikované odhady odborníkov o objeme daňových únikov na Slovensku sa dajú rozdeliť do skupiny optimistickej verzie a pesimistickej verzie. Uvažujme len optimistickú verziu, ktorá sa pohybuje v intervale od 10 mld. Sk ročne podľa názoru Ministerstva financií SR a do 30 mld. ročne podľa názoru prof. Košnára⁴⁾, pri hrubom porovnaní priemeru tohto intervalu so skutočne dosiahnutými príjmami v štáte sme zistili, že ročný objem daňových únikov v SR prekračuje rámec štandardnej ekonomiky. Bližšie o tom pojednáva tabuľka.

Hoci spôsob zostavenia tabuľky autorom článku vzhľadom na nedostupnosť exaktných údajov a len podľa aproximačných kritérií je diskutabilný a jej

vypovedacia schopnosť je polemická, potvrdzuje autorovu víziu predpokladu, že objem daňových únikov na Slovensku ročne presahuje žiaduci a ekonomicky únosný rámec. Cieľom porovnania neboli exaktný údaj, ale len ilustrácia trendu.

Myslíme si, že prínosom k zjednoteniu stanovísk a ustáleniu odborného názoru k vyčísleniu daňových únikov a podielu tieňovej ekonomiky na Slovensku by prispela samostatná vedecká konferencia o tejto téme, čím by sa zároveň zabránilo nežiaducim špekuláciám. Exaktnú kvantifikáciu však nedokáže – vzhľadom na skutočnosť, že finančná stratégia firiem je súčasťou ich prísne stráženého obchodného tajomstva, čím následne narážame na bariéru dôkaznej núdze – relevantne prezentovať nikto. Príkladov tabuizácie žiaducich údajov k serióznemu vedeckému výskumu v tejto oblasti je veľa.

V kontexte naznačených skutočností považujeme za nutné vykonať systémovú analýzu objemu i štruktúry podielu tieňovej ekonomiky a kvantitatívno-kvalitatívneho rozboru objemu daňových únikov a ich podiel redukovať a radikálne potlačiť. Je to podľa nášho názoru – okrem zmeny daňového systému a zníženia daňovej zaťaženia – tretia úloha štátu na úseku daňovej politiky.

Riešenie tejto tripartity daňovoprotibémových pilierov štátu považujeme za nevyhnutnú podmienku a obligatórnu povinnosť štátu k stabilizácii daňového inkasa a smerovania vývoja verejných financií k prosperujúcej ekonomike.

Porovnanie podielu daňových únikov v SR za roky 1993–1997 podľa kvalifikovaných odhadov s objemom štandardnej trhovej ekonomiky

Roky	Skutočne vybrané dane spolu (100 %)	Predpoklad podielu daň. úniku v štandardnej trhovej ekonomike (10 %)	Priemer kvalifikovaných odhadov optimistického verzie v SR (10+30):2=20	Rozdiel
1993	87,70	8,77	20	11,23
1994	110,50	11,05	20	8,95
1995	136,50	13,65	20	6,35
1996	140,00	14,00	20	6,00
1997	145,50	14,55	20	5,45

Prameň: ÚDR SR a vlastné výpočty autora článku

³⁾ Podľa vyjadrenia štátneho tajomníka MF SR Petra Stančka In: Národná obroda, 1997, č. 209, s. 3 a č. 251, s. 10

⁴⁾ Podľa: Účtovnícke, auditorské a daňové zvesti, 1996, č. 1, s. 5 a Podľa: Burák, E.: Patria daňové úniky na Slovensku k najvyšším investíciám, In: Účtovnícke, auditorské, daňové zvesti, 1996, č. 10



FORMOVANIE PEŇAŽNEJ ZÁSOPY NA SLOVENSKU V ROKOCH 1993–1997

(I. ČASŤ)

Ing. Zora Komínková, PhD.

Inštitút menových a finančných štúdií, Národná banka Slovenska

Úvod

Peňažné agregáty, definujúce rozličné miery peňazí v ekonomike, predstavujú dôležitú súčasť informačného a nástrojového vybavenia každej centrálnej banky. Vo svojej informatívnej funkcii poskytujú vďaka permanentnému monitoringu ich vývoja kontinuálny prehľad vývoja peňažnej zásoby v ekonomike, ktorý hrá dôležitú úlohu pri odhadovaní inflačných tlakov. Tempo rastu peňažnej zásoby je predmetom štandardnej menovopolitickej regulácie, ktorá s využitím monetaristickej interpretácie kvantitatívnej rovnice peňazí nadobudla podobu menového programovania (monetary targeting).

Menové programovanie je postavené na predpoklade, že prostredníctvom regulovania tempa rastu peňažnej zásoby – stanoveného ako medzierieľ menovej politiky – je centrálna banka schopná kontrolovať vývoj inflácie, resp. dosiahnuť stanovenú mieru inflácie v ekonomike ako finálny menový cieľ zodpovedajúci jej funkcii ochrany stability meny. V praxi centrálnych bánk vyspelých krajín bolo rozšírené najmä v 70. rokoch. Finančné inovácie a liberalizácie finančných trhov zrelativizovali možnosť striktného oddelenia „peňazí“ od „nepeňazí“, resp. peňažných aktív od finančných aktív, čo skomplikovalo identifikáciu vývoja dopytu po peniazoch. Keďže monetaristická interpretácia kvantitatívnej rovnice peňazí je postavená na predpoklade stabilnej funkcie dopytu po peniazoch, ktorý v tejto rovnici vystupuje v recipročnej podobe ako rýchlosť obehu peňazí, zneprehľadnenie hraníc medzi peňažným a finančným sektorom narušilo (už predtým krehký) teoretický predpoklad fungovania schémy menového programovania – konštantnú (alebo predikovateľnú) hodnotu rýchlosti obehu peňazí. To sa prejavilo v nepresvedčivých výsledkoch menového programovania (spravidla najmä v prekračovaní tempa rastu peňažného agregátu vo funkcii medzierieľa menovej politiky) a väčšina centrálnych bánk od tejto praxe v deklaratívnej podobe ustúpila.

Menovú politiku na báze menového programovania prijali aj niektoré centrálné banky transformujúcich sa krajín, osobitne tie, ktoré pri formovaní zásad svojej novodobej menovej politiky vychádzali primárne zo skúseností nemeckej centrálnej banky. Dôvody tohto rozhodnutia možno nájsť jednak v relatívnej jednoduchosti celej schémy, ktorá pritom vymedzuje pomerne jednoznačné a prísne pravidlá hry dôležité z hľadiska menovostabilizačných zá-

merov. Z hľadiska očakávaných uspokojujúcich výsledkov tohto prístupu sa zrejme rátať aj s tým, že sa tu nebudú s takou intenzitou prejavovať faktory, ktoré vo vyspelých ekonomikách narušili relatívnu stabilitu rýchlosti obehu peňazí: po prvé, že peňažné a finančné trhy sa v rámci transformačného procesu budú konštituovať zodpovedajúco súčasnej úrovni deregulácie a liberalizácie vo vyspelých krajinách a po druhé, že nerozvinuté finančné trhy transformujúcich sa krajín zatiaľ nebudú vyvolávať neprimerané podnety na zmeny v dopyte po peniazoch.

Menové programovanie uplatňuje aj Národná banka Slovenska (NBS), od striktnosti zásad jeho plnenia nemeckou centrálnou bankou sa však pomerne značne odchýlilo. Tempo rastu peňažnej zásoby M2 sa každoročne vyhlasuje v menovom programe NBS ako medzierieľ menovej politiky, v praxi sa však v konečnom dôsledku prihliada predovšetkým na stav reálnej ekonomiky a vývoj výmenného kurzu slovenskej koruny. Takéto voľnejšie ponímanie menového programovania vyplynulo z viacerých (štatistických, systémových, mikroekonomických) obmedzení transformačného obdobia, s ktorými štandardná schéma neuvažuje, resp. ich význam pre riadenie menovej politiky v tomto období sa nedocenil.

Bez ohľadu na mieru formalizácie úlohy peňažných agregátov v menovej politike centrálnych bánk, poskytujú tieto agregáty dôležité informácie o dynamike vývoja peňažnej zásoby v ekonomike, určovaného charakterom peňažného správania ekonomických subjektov v oblasti ich dopytu po peniazoch. Peňažné zostatky obyvateľstva a podnikov sústredené v peňažných ústavoch v rozličných formách vkladov predstavujú ponuku peňazí do ekonomiky, slúžiacu obchodným bankám ako primárny zdroj na rozvoj ich úverových aktivít.

Pre monitorovacie a operatívne potreby centrálnej banky sa sleduje jednak vývoj súhrnných peňažných agregátov (spravidla M2, M3, prípadne M4), jednak sa eviduje ich vývoj v subštruktúrach agregátov „úzkych“ peňazí M1, slúžiacich na bezprostredné uspokojovanie transakčnej funkcie peňazí a tzv. kvázipeňazí, ktoré by mali plniť predovšetkým funkciu uchovávateľa hodnôt. Rozloženie celkovej ponuky peňazí do týchto dvoch subagregátov v mnohom napovedá o očakávaní ekonomických subjektov v oblasti menového vývoja – o dôvere v stabilitu meny či naopak o narastajúcej nedôvere a obavách z inflačných tlakov. Zodpovedajúco tejto základnej štruktúre peňažnej zásoby možno na druhej strane hodnotiť kvalitu

primárných zdrojov úverových aktivít bánk z hľadiska časovej viazanosti jednotlivých vkladov.

Peňažný agregát, ktorým sa v danej krajine definuje celkové množstvo peňazí v ekonomike, sa nachádza v centre mechanizmu peňažnej transmisie a jeho formovanie je výslednicou interakcií medzi faktormi pôsobiacimi na ponuku peňazí a faktormi určujúcimi dopyt po peniazoch. Poznanie trendových i štruktúrnych charakteristík vývoja súhrnného agregátu peňažnej zásoby má preto ťažiskový význam pre úspešné plnenie menovopolitických cieľov centrálnej banky, ale aj pre úverovú politiku obchodných bánk.

Tento príspevok je venovaný analýze vývoja peňažnej zásoby na Slovensku v rokoch 1993–1997 s dôrazom na vývoj v roku 1997 a v rámci dostupných údajov zohľadňuje aj vývoj v prvom štvrtroku 1998. Zodpovedajúco jednotlivým analytickým okruhom – menovopolitickému a štruktúrnemu – sme celý príspevok rozdelili do troch častí, ktoré budú publikované s krátkym časovým odstupom. Prvá časť sa zaoberá prevažne menovopolitickými súvislosťami vývoja peňažnej zásoby a empirickými poznatkami z praxe menového programovania na Slovensku. V tejto časti sledujeme vývoj súhrnného peňažného agregátu M2 a analýza jeho štruktúry sa obmedzuje iba na základné definíčné zložky M1 a kvázipeniáže, mesačne vykazované v Menovom prehľade SR. V ďalších častiach sa sústreďíme na vnútornú štruktúru agregátu M2 jednak v podrobnejšom zameraní na časovú štruktúru subagregátu kvázipeniáže, jednak v pohľade na sektorovú štruktúru M2, ktorá identifikuje podiely obyvateľstva a podnikov na formovaní jednotlivých zložiek tohto peňažného agregátu a nepriamo tak odzrkadľuje charakteristiky peňažného správania oboch sektorov. Na spracovanie týchto častí sme okrem údajov z menových prehľadov SR využili aj agregované údaje bankovej štatistiky vkladov a úverov NBS.

Analýza, ktorú tu prekladáme, bola uskutočnená so zámerom poskytnúť širšiu informáciu o doterajšom vývoji peňažnej zásoby v SR a nemá prognostické ambície. Narábali sme s časovými radmi nedokonale očistenými od sezónnych a iných výkyvov, čo znamená, že vývoj jednotlivých veličín a ich vzájomných relácií obsahuje aj určitú mieru „šumov“. Výpočty a grafické ilustrácie sme realizovali pomocou najjednoduchších štatistických metód, bez použitia špeciálneho softvéru a testovacích techník. Domnievame sa však, že aj v tejto podobe príspevok poskytuje základnú prehľadovú informáciu o doterajšom vývoji peňažnej zásoby na Slovensku a o formovaní jej časovej a sektorovej štruktúry.

Regulovanie peňažnej zásoby v SR: rekapitulácia

Význam agregátu peňažnej zásoby je daný jeho centrálnym postavením v schéme peňažnej transmisie, v ktorej spája peňažný okruh (menová báza → peňažný multiplikátor → peňažná zásoba) s reálnym okruhom (peňažná zásoba → rýchlosť obehu peňazí → nominálny output¹). Úspešnosť menovej politiky založenej na menovom programovaní (teoreticky podloženom monetaristickým predpo-

kladom o neutralite peňazí a kvantitatívnou rovnicou peňazí²), potom závisí od miery stability (konštantnosti, predikovateľnosti) peňažného multiplikátora a rýchlosti obehu peňazí. Pri dostatočnej miere stability (resp. poznání vývojového trendu) týchto dvoch veličín by centrálna banka mala byť schopná reguláciou najužšieho peňažného agregátu (menovej bázy) ovplyvňovať celkovú ponuku peňazí v ekonomike a následne aj mieru inflácie (pri danom tempe rastu reálneho outputu).

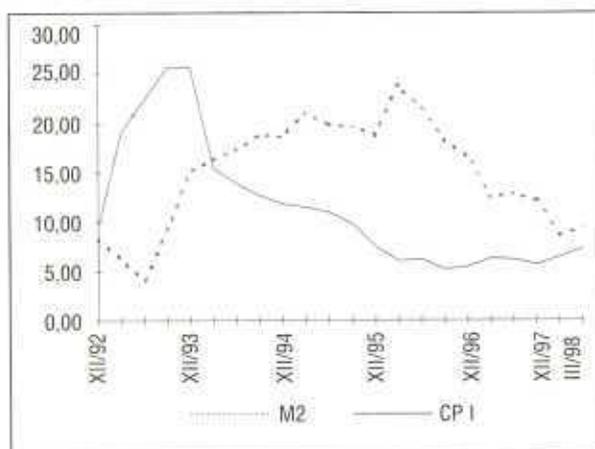
Z doterajšej histórie menovopolitickej praxe NBS na báze využitia peňažného agregátu M2 ako medzicieľa menovej politiky nemožno usudzovať o priamej väzbe medzi dynamikou rastu M2 a mierou inflácie v slovenskej ekonomike. Z tab. 1 vidno, že od roku 1994 sa skutočné hodnoty smerovania dynamiky rastu oboch veličín rozchádzali s hodnotami menových programov: v rokoch 1994 až 1996 aj pri vyššom než programovanom tempe rastu M2 miera inflácie klesala – dokonca pod úroveň menového programu, zatiaľ čo v roku 1997 aj pri nižšom než programovanom tempe rastu M2 miera inflácie prekročila programovanú úroveň. Skutočný vývoj peňažnej zásoby M2

Tab. 1 Menové ciele NBS

	Menový program		Skutočné hodnoty	
	M2	Miera inflácie ¹	M2	Miera inflácie ¹
1993	12 %	17,0 %	18,3 %	25,1 %
1994	13,2 %	10,0–13,2 %	18,9 %	11,7 %
1995	12,3 %	8,0 %	21,2 %	7,6 %
1996	11,6 ± 0,6 % ²	6,0–7,5 %	16,5 %	5,4 %
1997	10,7 %	4,9–5,8 %	8,7 %	6,4 %
1998	9,4 %	5,6–5,9 %	9,6 % ³	7,6 % ³

¹Medziročné tempo rastu; ²Revidovaná hodnota z júna 1996 (pôvodne: 13,2 %); ³máj 1998/máj 1997.

Graf 1 Vývoj M2 a ročnej miery inflácie (medziročné zmeny v %)



¹Resp. menová hladina x reálny output.

² $M \cdot V = P \cdot Q$, kde M = množstvo peňazí v obehu, V = rýchlosť obehu peňazí, P = cenová hladina, Q = reálny output



a ročnej miery inflácie (na báze indexu spotrebiteľských cien – CPI) ukazuje graf 1.

V príspevku o regulovaní peňažnej zásoby v podmienkach SR³ sme pozornosť venovali vyhodnoteniu kvality multiplikačného vzťahu v rámci peňažného okruhu menovej transmisie, t.j. miere stability peňažného multiplikátora medzi menovou bázou a peňažným agregátom M2. Uskutočnená analýza dospela k záveru, že v podmienkach Slovenska nemá peňažný multiplikátor veľmi presvedčivú stabilnú hodnotu⁴. Zodpovedajúco teoretickým predpokladom tak jednou z príčin odchýlok medzi skutočným a programovaným rastom M2 mohla byť nestabilita peňažného multiplikátora.

Príčiny v rozdieloch medzi programovanými a skutočne dosiahnutými hodnotami tempa rastu peňažnej zásoby na Slovensku však boli početnejšie. Z identifikovaných faktorov možno uviesť najmä:

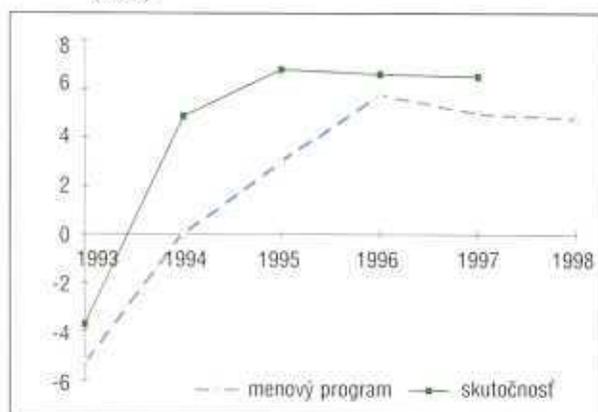
- *Štatistické dôvody.* Okrem krátkych časových radov treba spomenúť aj početné metodické zmeny, ale aj nedostatočnú znalosť formujúceho sa nového ekonomického a menového prostredia a časových oneskorení v interakciách medzi peňažným a reálnym sektorom.

- *Menovopolitické systémové dôvody.* Fixný výmenný kurz slovenskej meny neumožňujúci nezávislé riadenie vnútorných cieľov menovej politiky. Do prijatia nového devízového zákona (L. 10. 1995), ktorým sa zaviedla konvertibilita slovenskej koruny v rozsahu transakcií na bežnom účte, bol tento rozpor čiastočne tlmený systémom neúplnej (vnútornej) konvertibility meny. Potom sa postupne rozširovalo fluktučné pásmo pre pohyb kurzu až na terajších $\pm 7\%$ voči centrálnej parite.

- *Mechanizmové dôvody.* Nedokonalosti v transmisnom mechanizme spôsobené nedostatočne stabilizovaným makroekonomickým a mikroekonomickým prostredím.

- *Akomodatívny charakter menovej politiky NBS.* Tempo rastu reálneho HDP permanentne prekračovalo

Graf 2 Predpokladaný a skutočný vývoj reálneho HDP (v %)



³ Komínková, Z.: Regulovanie peňažnej zásoby a aktuálne otázky menového programovania v podmienkach SR. Biatec, 4. 1996, č. 8, s. 15–22.

⁴ Hodnota peňažného multiplikátora sa pohybovala v intervale 3–6, čo v praxi znamená, že peniaze NBS (menová báza) umožňovali produkovať raz 5-násobný, inokedy až 6-násobný objem peňažnej zásoby M2 (e.d., s. 17).

hodnoty, na základe ktorých sa zostavovali menové programy NBS pre príslušné roky (graf 2). Pri klesajúcej miere inflácie preto NBS v prospech podpory ekonomického rastu umožňovala rýchlejšiu než programovaný rast M2.

Uplatňovanie menového programovania v podmienkach SR v porovnaní s teoretickými predpokladmi fungovania tejto schémy tak môže vyvolať otázky typu „teória verus prax“ o skutočných zásadách menovej politiky, podobne ako to bolo v 70. rokoch v niektorých vyspelých krajinách (osobitne napr. v USA). Bez ohľadu na to však treba zdôrazniť, že meranie rastu peňažnej zásoby – a to tak v podobe súhrnného agregátu M2, ako aj v jeho jednotlivých štruktúrnych zložkách – má pre NBS rovnako ako pre každú centrálnu banku nezastupiteľnú informačnú funkciu pre priebežné vyhodnocovanie výsledkov menovej politiky a jej prípadné potrebné operatívne korekcie.

Ilustratívna je z tohto hľadiska slovenská skúsenosť z roku 1996, keď medziročne hodnoty tempa rastu M2 z prvých mesiacov roka indikovali koncoročný nárast až okolo 40%. Na základe tejto informácie NBS korigovala v júni menový program a v júli, resp. začiatkom augusta prijala viaceré razantnejšie opatrenia v oblasti menovopolitického inštrumentária na spomalenie neúnosného rastu peňažnej zásoby⁵. Koncoročný nárast M2 o 16,5% bol v súvislostiach vývoja zo začiatku roka veľmi priaznivým výsledkom, dosiahnutým práve vďaka monitoringu vývoja M2, indikujúceho nebezpečenstvo šírenia destabilizujúcich prvkov v menovom vývoji SR. Pri pokračujúcej opatrnej menovej politike NBS v roku 1997⁶ sa tempo rastu M2 v priebehu roka ďalej znižovalo a ku koncu roka nedosiahlo ani programovanú hodnotu.

Pri skúmaní faktorov determinujúcich doterajšie plnenie programovaného tempa rastu peňažnej zásoby na Slovensku sme uviedli viaceré skutočnosti, ktoré pôsobili v smere voľnejšej interpretácie funkcie M2 ako medzicieľa menovej politiky NBS. V nadväznosti na analýzu uskutočnenú v už spomenutom príspevku sa teraz pokúsime identifikovať niektoré charakteristiky ukazovateľa rýchlosti obehu peňazí, ktorý je výrazom prevodového vzťahu medzi peňažnou a reálnou sférou ekonomiky. Za predpokladu, že NBS pri zostavovaní menového programu správne odhadne očakávanú rýchlosť obehu peňazí, stanovené tempo rastu M2 by malo zabezpečiť splnenie inflačného cieľa zodpovedajúco podmienkam predpokladaného nárastu reálneho outputu.

Ako vidno z tab. 1, vo vzťahu medzi ročným nárastom

⁵ Prijaté opatrenia boli nasmerované predovšetkým na obmedzenie úverovej expanzie bánk, a to tak v oblasti korunových úverov, ako aj úverov poskytovaných v cudzej mene. Zvýšili sa sadzby povinných minimálnych rezerv (PMR), resp. predchádzajúce dve sadzby (9% z neierminovaných vkladov a 3% z termínovaných vkladov) sa zjednotili na úroveň vyššej 9%-nej sadzby; dovtedajšia sadzba PMR z vkladov stavebných sporiteľní na úrovni 1% sa zvýšila na 3%. Na menové účely sa zaviedla osobitná devízová pozícia bánk, ktorej zámerom bolo sprísniť podmienky poskytovania úverov v cudzej mene. Závazný stanovený koeficient tejto pozície (0,65) museli banky splniť k 31. 12. 1996, pre nasledujúce obdobie sa hodnota koeficientu zvyšovala až na úroveň 0,80, platnú od polovice roku 1997.

⁶ Okrem opatrení z leta 1996 NBS začiatkom roku 1997 začala kvantitatívne riadiť likviditu obchodných bánk, čím sa im v podstate zamedzil automatický prístup k refinančným zdrojom.

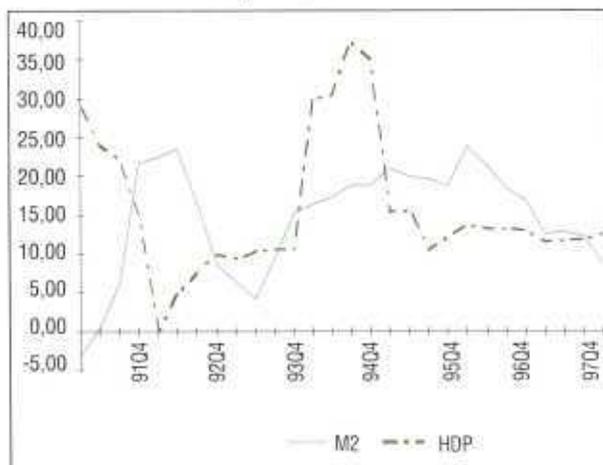
M2 (menovopolitickým medzicielem NBS) a ročnou mierou inflácie (konečným cieľom) je pozoruhodné, že napriek prekročovaniu programovaného tempa rastu M2 sa darilo úspešne plniť⁷ konečný inflačný cieľ menovej politiky NBS. S využitím formálnych vzťahov kvantitatívnej rovnice intuitívnym záverom tohto zistenia je, že jedným z dôvodov klesajúcej miery inflácie pri rýchlejšom než stanovenom raste peňažnej zásoby bola v tomto období nižšia než uvažovaná rýchlosť obehu peňazí (a rýchlejší než predpokladaný rast reálneho HDP). Naopak prekročenie inflačného cieľa v roku 1997 indikuje zrýchlenie rýchlosti obehu M2 nad hodnotu predpokladanú menovým programom, resp. konkrétne, zrýchlenie rýchlosti obehu M2 oproti programovému predpokladu o nemennosti rýchlosti obehu.

Rýchlosť obehu peňazí

Ku koncu roku 1997 peňažný agregát M2 udávajúci celkovú ponuku peňazí do ekonomiky Slovenska predstavoval 453,5 mld SK, čo sa približne rovná 70 % nominálnej hodnoty ročného HDP a deväťnásobku objemu bankoviek a mincí v obehu.

Vzťah medzi rastom M2 a nominálnym HDP (graf 3) za štatisticky dostupné obdobie 8 rokov transformačného procesu (1990–1992 v rámci bývalej ČSFR, 1993–1997

Graf 3 Vývoj M2 a nominálneho HDP (štvrtročne, medziročné zmeny v %)



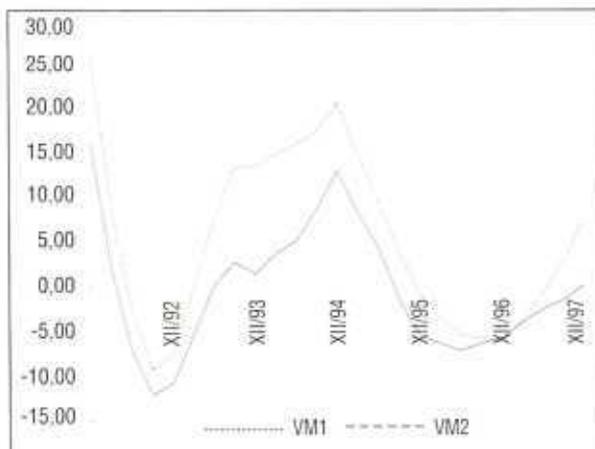
v rámci samostatnej SR) zatiaľ naznačuje, že výraznejšie zmeny v raste peňažnej zásoby sa do rastu nominálneho HDP premietajú s oneskorením zhruba 2 rokov (resp. 9 štvrtročných období). Na grafe vidno najmä prudký nárast nominálneho HDP v roku 1994, ktorý bol odrazom nárastu M2 zo začiatku transformácie, ale aj reflexiu dynamic-

⁷ Bolo to v rokoch 1994–1996, keď slovenská ekonomika prešla z fázy depresie do fázy rýchleho rastu. Zvýšenie miery inflácie v roku 1997 (a prekročenie jej programovanej hodnoty) možno zrejme čiastočne vysvetliť aj časovým oneskorením v prenose peňažných impulzov (nadmerného rastu M2 v predchádzajúcich troch rokoch) do ekonomiky (resp. v rozklade prírastku nominálneho HDP na prírastok reálneho HDP a mieru inflácie).

kého rastu M2 z druhej polovice roka 1993 v zrýchlenej dynamike rastu nominálneho HDP v období Q4/1995 až Q1/1996.

Problém časových oneskorení v prenose peňažných impulzov do veličín reálneho sektora ekonomiky je štandardnou súčasťou zostavovania menových programov centrálnych bánk. V stabilizovaných ekonomikách s výkonným bankovým systémom sa však bežne pohybuje zhruba na polovičnej úrovni (okolo jedného roka) pozorovanej v prípade Slovenska. Na nesúrodosť medziročných výsledkov medzi tempom rastu M2 a miery inflácie v podmienkach SR preto zrejme vplýva aj nedostatočne

Graf 4 Medziročné zmeny rýchlosti obehu peňazí na báze ročných priemerných hodnôt (v %)



spofahlivá znalosť samotného intervalu časového oneskorenia a miera stability tohto vzťahu daná rýchlosťou obehu peňazí (VM2).

Už z grafu 3 je zjavné, že prenos impulzov z rastu M2 do nominálneho HDP mal v prvej a druhej polovici sledovaného obdobia odlišnú intenzitu, ktorá je odrazom nestabilného správania dôchodkovej rýchlosti VM2 (poměr nominálneho HDP a peňažnej zásoby M2). Medziročné zmeny v rýchlosti obehu VM2 (a na ilustráciu aj VM1) ukazuje graf 4, ktorý vysvetľuje pozorovaný rozdiel medzi dynamikou M2 a nominálnym HDP. Prudké zrýchlenie rastu M2 z posledného štvrtroka 1991 bolo sprevádzané výrazným zrýchľovaním VM2 a výsledkom bol ešte prudší nárast nominálneho HDP. Oproti tomu zrýchlenie dynamiky rastu M2 v roku 1993 bolo sprevádzané spomalením dynamiky VM2, a preto následné zrýchlenie rastu nominálneho HDP bolo podstatne tlmenejšie.

Z doterajšieho vývoja vzťahov medzi tempom rastu M2, nominálnym HDP a zmenami v rýchlosti obehu VM2 však zatiaľ nemožno robiť významnejšie závery. Pozorované obdobie je jednak veľmi krátke, jednak bolo poznamenané množstvom šokových impulzov menového (liberalizácia cien, devalvácia slovenskej meny) i nemenového charakteru (zavedenie novej slovenskej meny a s ňou spojený devalvačnými očakávaniami živený únik peňazí do zahraničia, ale aj komplikovaný viacfázový proces výmeny bývalého federálneho obeživa v roku 1993).



Samotná interpretácia zmien vo vývoji rýchlosti obehu VM2 (a rovnako VM1) bude závisieť od toho, ako jednotlivé teoretické smery vysvetľujú navonok veľmi jednoduché súvislosti obsiahnuté v kvantitatívnej rovnici peňazí. Bez relatívnych ohraničení podmienok menovej rovnováhy, resp. za predpokladu recipročného prispôsobovania množstva peňazí rýchlosti obehu, by stúpajúci (klesajúci) trend rýchlosti obehu znamenal znižovanie, resp. nedostatok (zvyšovanie, resp. prebytok) množstva peňazí v ekonomike.

V monetaristickej interpretácii kvantitatívnej rovnice, ktorú rozpracoval M. Friedman a ktorá sa stala aj východiskom menového programovania, je však obsiahnutý predpoklad konštantnosti (predikovateľnosti) veličiny rýchlosti obehu V – v našom prípade VM2. Pozorované odchýlky od tejto konštanty (resp. od zreteľného dlhodobjšieho trendu) predstavujú poruchy, ktoré indikujú, že tempo rastu peňažnej zásoby, ktorým centrálna banka stanovila ponuku peňazí do ekonomiky ako svoj menovopolitický medzicielef na dosiahnutie konečného cieľa definovaného určenou mierou inflácie, bude v relácii k predpokladanej miere rastu reálneho outputu nadmerné alebo nedostatočné. V prvom prípade to potom signalizuje inflačné dôsledky, v druhom prípade deflačné dôsledky, resp. dôsledky prejavujúce sa v spomalení tempa rastu reálneho outputu.

Z friedmanovského pohľadu na vývoj rýchlosti obehu VM2 je pritom dôležité, že je to recipročná interpretácia vývoja dopytu po peniazoch. Friedman vychádza z predpokladu, že za podmienky rovnováhy sú reálne peňažné zostatky M/P určované dopytom ekonomických subjektov po týchto zostatkoch, ktorý by mal byť relatívne stály⁸. Predpoklad stálosti funkcie dopytu po peniazoch vyvodzoval z hypotézy permanentného dôchodku, t.j. zo skutočnosti, že ľudia svoje peňažné správanie (spotrebu a sporenie) prispôbujú predovšetkým dlhodobjšiemu dôchodkovému trendu, pretože bežný disponibilný dôchodok môže byť značne premenlivý⁹.

⁸ Friedman svoju funkciu dopytu po peniazoch pôvodne odvodil pre jednotlivého držiteľa bohatstva v tejto podobe:

$$\frac{M}{P} = f(y, w, x_m, r, r_m, r_b, r_s, \frac{dP}{dt} : u)$$

kde M/P = reálne peňažné zostatky; y = dôchodok v stálych cenách; w = podiel aktív v naturálno-vecnej forme na celkovom bohatstve; r_m = očakávaný nominálny výnos z peňažných aktív; r_b = očakávaný výnos z obligácií; r_s = očakávaný výnos z akcií; $1/P \cdot dP/dt$ = očakávané tempo zmien cenovej hladiny; u = akákoľvek iná premenná než dôchodok, ktorá môže ovplyvniť užitočnosť pridanú k službám peňazí. Aj keď si bol vedomý isých problémov s prevedením tejto funkcie na celú spoločnosť, pokladal ich za zanedbateľné a funkciu použil aj na makroekonomickej úrovni. Pozri: FRIEDMAN, M.: A Theoretical Framework for Monetary Analysis. *Journal of Political Economy*, 78, marec-apríl 1970, č. 2; IŠA, J.: Monetárizmus a jeho vplyv na hospodársku politiku. *Financia a úver*, 40, 1990, č. 5, Čtvrtletní príloha č. 2.

⁹ Rozpracovanie hypotézy permanentného dôchodku bolo priekopníckym činom v oblasti skúmania spotrebných trendov. Za tento teoretický prínos a ďalšie práce v oblasti ekonomického výskumu a peňažnej teórie bola M. Friedmanovi v roku 1976 udelená Nobelova cena.

¹⁰ Prvé nám známe pokusy z tejto oblasti na podmienky Slovenska možno nájsť v: ČARSKÝ, R.–GAVURA, M.: Modelovanie funkcie dopytu po peniazoch na Slovensku. *Biatick* 1997, č. 11, s. 15–22. Kolektív: Peňažná zásoba v SR (výbrané súvislosti ponuky peňazí a dopytu po peniazoch). IMFŠ NBS, Nepublikovaný materiál, Máj 1997.

Ekonometrické odhady funkcií dopytu po peniazoch pre nestabilizované ekonomiky a/alebo v podmienkach nedostatočného štatistického zázemia sú značne nespoľahlivé¹⁰. Preto práve rýchlosť obehu peňazí sa používa na empirické odhady dopytu po peniazoch, ktoré môžu spätne poskytnúť dôležité informácie o zmenách v peňažnom správaní ekonomických subjektov vplyvajúcich na podmienky menovej rovnováhy.

V prípade klesajúceho trendu krivky VM2 (VM1) to znamená, že dopyt po peniazoch relatívne k tempu rastu reálneho HDP sa na Slovensku zvyšoval. To vzhľadom na rýchlejšie než programované tempo rastu reálneho HDP spôsobovalo aj rýchly priebeh dezinflačného procesu. Obdobia relatívneho až absolútneho zrýchľovania VM2 (VM1) naopak znamenajú, že dopyt po peniazoch sa relatívne až absolútne znižoval, čiže peňažné zdroje dodávané do ekonomiky stanoveným tempom rastu M2 sa stávali relatívne nadbytočnými. To však celkom neplatí: pokiaľ tempo rastu reálneho outputu prekračovalo hodnotu, na základe ktorej bol zostavený menový program, pokračoval aj dezinflačný proces v ekonomike.

Ak to zhrnieme, ukazovateľ rýchlosti obehu peňazí VM2 (a rovnako VM1) nevykazuje v slovenských podmienkach dostatočnú mieru stability, ktorá by teoreticky zaručovala spoľahlivosť fungovania vzťahu medzi medzicielefom menovej politiky (tempom rastu M2) a konečným cieľom (ročnou mierou inflácie)¹¹. Trend k spomaľovaniu dynamiky poklesu VM2, ktorý na prelome rokov 1997 a 1998 prešiel do absolútneho zrýchlenia (v prípade VM1 tento pohyb veľmi razantne nastal už v polovici roku 1997), obsahuje informáciu o klesajúcom dopyte po peniazoch, indikujúcom možnosť zmien v menovom prostredí, ktoré by mohli skomplikovať plnenie menovopolitických cieľov NBS na rok 1998.

Súčasťou presadzujúcej sa tendencie k poklesu dopytu po peniazoch, vydedukovanej zo zrýchlenia rýchlosti obehu peňazí, sa stali aj významné zmeny v štruktúre ponuky peňazí M2, ktoré indikujú niektoré nové prvky v peňažnom správaní ekonomických subjektov. Ich podrobnejšia analýza bude predmetom ďalšej časti tohto príspevku. Najskôr však ukážeme, ako sa peňažná zásoba na Slovensku v rokoch 1993–1997 vyvíjala na úrovni súhrnného agregátu M2.

Vývoj peňažnej zásoby M2 v dezagregácii na M1 a kvázipeniaze

Celkovú peňažnú zásobu v ekonomike Slovenska udáva peňažný agregát M2, ktorý je súčtom korunového obeživa a neterminovaných vkladov (subagregát M1) a terminovaných vkladov – vrátane úsporových vkladov, vkladových certifikátov a vkladov v stavebných sporiteľniach – a vkladov v cudzej mene (subagregát kvázipeniaze, QM).

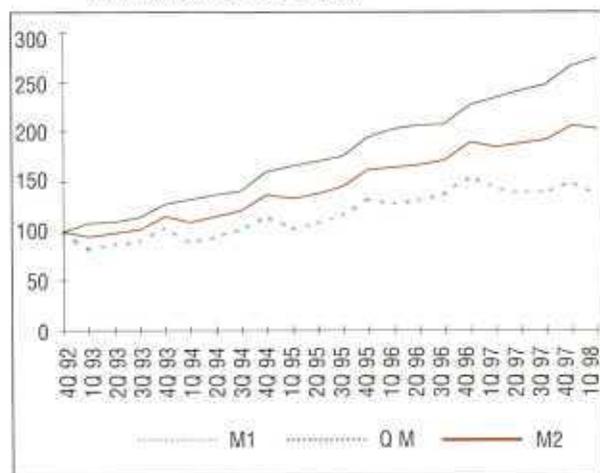
¹¹ Poznamenajme, že podobné rozdiely medzi teoretickými predpokladmi a praktickou aplikáciou menového programovania zaznamenali aj v Českej republike, kde v súčasnosti prebieha pomerne ostrá odborná diskusia o možnostiach prechodu menovej politiky Českej národnej banky na priame ciele inflácie (inflation targeting).

Tab. 2 Štruktúra peňažnej zásoby M2

	1.1.1993		1993		1994		1995		1996		1997	
	mld. Sk	% ¹	mld. Sk	%	mld. Sk	%	mld. Sk	%	mld. Sk	%	mld. Sk	%
Obeživo	30,9	14,5	25,1	9,9	34,1	11,3	34,5	9,7	43,5	10,4	48,7	10,7
Neterminované vklady	77,3	36,2	91,2	36,0	95,2	31,6	113,9	31,9	130,4	31,3	117,4	25,9
M1	108,2	50,7	116,3	45,9	129,3	43,0	148,4	41,6	173,9	41,7	166,1	36,6
Terminované vklady	92,8	43,4	108,4	42,8	133,1	44,2	169,0	47,3	201,2	48,3	240,4	53,0
Vklady v cudzej mene ²	12,6	5,9	28,5	11,3	38,4	12,8	39,7	11,1	41,8	10,0	47,0	10,4
Kvázipeňažie	105,4	49,3	136,9	54,1	171,5	57,0	208,7	58,4	243,0	58,3	287,4	63,4
M2	213,6	100,0	253,2	100,0	300,8	100,0	357,1	100,0	416,9	100,0	453,5	100,0

¹percentný podiel na M2; ²v bežnom kurze. Prameň: Menový prehľad NBS – príslušné roky; vlastné prepočty.

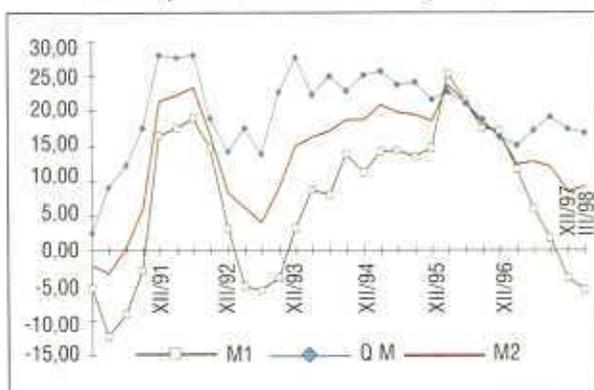
Graf 5 Vývoj hlavných zložiek peňažnej zásoby M2 (štvrtročne, 4Q/1992 = 100)



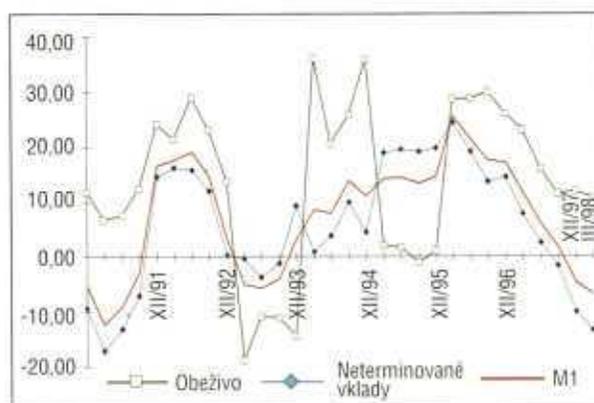
Základný trend vývoja M2 na Slovensku v rokoch 1993 až 1997 ukazuje graf 5; určujúcou zložkou rastu M2 boli kvázipeňažie (QM). Výsledkom rastu QM za celé sledované obdobie (index 266) a rastu M1 (index 148) bol nárast M2 s indexom 206, čo znamená, že zhruba dvojnásobný nárast celkovej peňažnej zásoby M2 bol spôsobený 2,5-násobným zvýšením objemu kvázipeňaží, zatiaľ čo objem zložky M1 sa nezvýšil ani o polovicu. To viedlo aj k zmene štruktúry M2, v ktorej sa výrazne (o 14 bodov) posilnila zložka kvázipeňaží (tab. 2; od r. 1993 stavy ku koncu jednotlivých rokov).

Rozhodujúci vplyv na zmeny v štruktúre M2 mal pohyb podielov neterminovaných a terminovaných vkladov; podiely obeživa a vkladov v cudzej menej na M2 zostávali dosť stabilné na úrovni 10–11 %. K nárastu váhy terminovaných vkladov na M2 takmer o 10 bodov – zo 43,4 % (k 1.1.1993) na 53,0 % (k 31.12. 1997) došlo v podstate recipročne na úkor váhy neterminovaných vkladov (z 36,2 % na 25,9 %). Prítom sa zmenili podiely obeživa a vkladov v cudzej mene na príslušných subagregátoch M2: podiel obeživa na M1 sa mierne zvýšil z 28,6 % na 29,3 %, zatiaľ čo podiel vkladov v cudzej mene na QM mal výraznejší nárast z 11,9 % na 16,4 %.

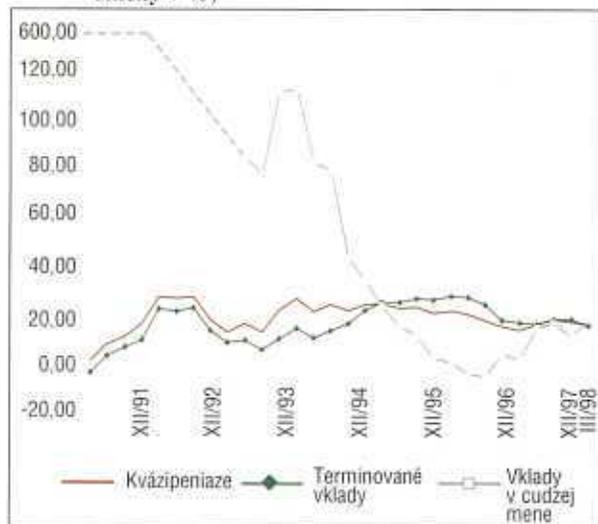
Graf 6 Dynamika peňažných agregátov M2, M1 a kvázipeňaží (medziročné zmeny v %)



Graf 7 Dynamika zložiek M1 (medziročné zmeny v %)



Vývoj M2 a subagregátov M1 a QM v dynamickej podobe medziročných zmien je znázornený v grafe 6. Prudký nárast a pokles M2, ako aj agregátov M1 a kvázipeňaží v rokoch 1991–1992 bol predovšetkým adaptívnou reakciou peňažného okruhu na cenovú liberalizáciu zo začiatku ekonomickej transformácie. Od roku 1993 sa však v dynamike vývoja týchto veličín odzrkadľujú predovšetkým efekty regulačných zámerov centrálnej banky na úverové aktivity obchodných bánk a ich celkové riadenie aktív a pasív prostredníctvom klientských úrokových mier. S výnimkou roku 1996, keď sa dynamika rastu všet-

Graf 8 Dynamika zložiek kvázipeňazí (medziročné zmeny v %)


ých troch agregátov veľmi úzko zblížila a zjednotila do klesajúceho trendu¹², aj tento graf potvrdzuje určujúcu úlohu kvázipeňazí na tempe rastu celkovej peňažnej zásoby M2¹³.

Grafy 7 a 8 ilustrujú rastovú dynamiku subagregátov M1 a QM v rozložení na ich základné zložky. Nepravidelnosti v tempe rastu M1 boli zjavne spôsobované nerovnomerným vývojom tak obeživa, ako aj neterminovaných vkladov. Zreteľný trend k spomaľovaniu tempa rastu M1 od začiatku roku 1996, ktorý v druhej polovici roku 1997 prešiel do absolútneho poklesu, bol ťahaný najmä klesajúcou dynamikou neterminovaných vkladov, znižovali sa však aj prírastky obeživa.

Relatívne rovnomernejší, trvale rastový trend agregátu kvázipeňazí bol výsledkom rastu oboch jeho zložiek – korunových terminovaných vkladov aj vkladov v cudzej mene. Na vývoj ich vzájomného pomeru (tab. 3) pôsobila jednak miera stability menového prostredia, jednak

Tab. 3 Podiel korunových terminovaných vkladov a vkladov v cudzej mene na agregáte kvázipeňazí (v %)

	I.I.1993	1993	1994	1995	1996	1997
Terminované vklady	88,1	79,2	77,6	81,0	82,8	83,6
Vklady v cudzej mene ¹	11,9	20,8	22,4	19,0	17,2	16,4
Kvázipeňazie	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

¹ V bežnom kurze.

¹² Jednoznačná zmena trendu v dynamike vývoja peňažnej zásoby je odrazom výrazného prívratu menovej politiky NBS roku 1996, ktoré viedlo k spomaľovaniu tempa rastu všetkých jej definičných zložiek.

¹³ Jediný prípad predstihu tempa rastu M1 pred QM aj M2 v Q1 1996 je odrazom technickej operácie z prelomu rokov 1994/1995, keď došlo k jednorazovému odpísaniu 6 mld. obeživa, a tým aj k umelému nadmernému výkyvu v objeme agregátu M1.

úrokový diferenciál medzi korunovými a devízovými vkladmi. Medziročné poklesy podielu korunových terminovaných vkladov v rokoch 1993–1994 odzrkadľujú vyššiu mieru nestability menového prostredia prvých dvoch rokov samostatnej existencie SR, keď sa iba postupne utlmovali inflačné očakávania po devalvácii meny z roku 1993 a obavy z ďalšieho znehodnotenia korunových úspor. V nasledujúcich rokoch zjavne prevládol záujem o zhodnocovanie úspor úrokovými výnosmi, ktoré sú v prípade korunových vkladov neporovnateľne vyššie než u vkladov v cudzej mene.

Ukazovateľ likvidity

Dôležitou kvalitatívnou charakteristikou peňažného obehu je podiel „úzkych“ peňazí M1 (t.j. obeživa a neterminovaných vkladov) na celkovej peňažnej zásobe v ekonomike. Podiel M1/M2¹⁴ štandardne nazývaný ako ukazovateľ likvidity vyjadruje, akú časť z celkovej peňažnej zásoby predstavujú peniaze bezprostredne použiteľné na výdavky, alebo inými slovami, podiel pohotovej likvidity v ekonomike na celkovej peňažnej zásobe.

V stabilizovaných ekonomikách má ukazovateľ likvidity pomerne stabilnú hodnotu, ktorá však v jednotlivých krajinách je dosť odlišná. Jeho úroveň sa dlhodobou formovala v závislosti od historického vývoja peňažnej obsluhy danej ekonomiky a zvyklostí v správaní ekonomických subjektov, ale aj od postupu zavádzania finančných inovácií. V krajinách Európskej únie sa hodnota tohto ukazovateľa pohybuje zhruba v intervale 0,20 až 0,40, pričom v posledných rokoch vo väčšine krajín mal tendenciu k miernemu rastu. Rastovú tendenciu vykazoval aj v Japonsku, zatiaľ čo v USA sa jeho hodnota znižovala¹⁵.

Ukazovateľ likvidity na Slovensku mal výrazne klesajúcu tendenciu: pomer M1/M2 sa znížil z 0,46 v roku 1993 na 0,37 na konci roku 1997 a rádomo sa pohyboval na úrovni blízkej Nemecku. Vzhľadom na národné špecifiká peňažného obehu determinujúce úroveň tohto ukazovateľa však toto porovnanie ani porovnanie s inými krajinami EÚ nemá, podľa našej mienky, podstatnejšiu vypovedaciu hodnotu. Určité závery so zohľadnením ďalších súvislostí poskytuje porovnanie v rámci transformujúcich sa stredo-európskych krajín.

Miera dolarizácie

Na formovaní peňažnej zásoby v transformujúcich sa stredo-európskych krajinách sa významnou mierou podieľa faktor inflačných očakávaní a dôvery v stabilitu národnej meny. Vzhľadom na to, že meny týchto krajín nie sú plne konvertibilné, výrazom nedostatočnej dôvery v stabilitu domácej meny môže byť ochrana úspor ekonomických

¹⁴ Resp. pre väčšinu krajín Európskej únie M1/M3.

¹⁵ Podľa: Geld und Finanzen, Eurostat, Konjunkturstatistiken 3/1997, s.130–132.

Tab. 4 Ukazovateľ likvidity M1/M2 a miera dolarizácie v krajinách V5

	1993		1994		1995		1996		1997	
	M1/M2	CM/M2	M1/M2	CM/M2	M1/M2	CM/M2	M1/M2	CM/M2	M1/M2	CM/M2
Česká rep.	0,50	0,08	0,48	0,07	0,44	0,08	0,42	0,08	0,37	0,11
Maďarsko	0,51	0,19	0,49	0,20	0,44	0,27	0,43	0,24	x	x
Poľsko	0,35	0,29	0,37	0,29	0,38	0,20	0,38	0,17	0,35	0,17
Slovinsko ¹	0,22	0,41	0,23	0,33	0,22	0,35	0,21	0,34	0,19	0,27
Slovensko	0,46	0,11	0,43	0,13	0,42	0,11	0,42	0,10	0,37	0,10

¹ M1/M3 a CM/M3. Prameň: Menové prehľady centrálnych bánk príslušných krajín; vlastné prepočty z údajov ku koncu roka.

subjektov formou ich sústreďovania do vkladov v cudzej – konvertibilnej – mene.

Tab. 4 ukazuje, že medzi hodnotou ukazovateľa likvidity (M1/M2) a úrovňou „dolarizácie“ peňažného obehu (vyjadrenej podielom vkladov v cudzej mene na celkovej peňažnej zásobe, CM/M2) je nepriamoúmerný vzťah: v krajinách s vysokým podielom vkladov v cudzej mene na peňažnej zásobe má ukazovateľ likvidity nižšiu hodnotu než v krajinách s nižším podielom vkladov v cudzej mene. Najzreteľnejšie táto relácia vystupuje v porovnaní Slovenska a Českej republiky na jednej strane a Slovinska na druhej strane. V Maďarsku a v Poľsku je menej výrazná, avšak protichodný vývoj hodnôt ukazovateľa likvidity a podielu vkladov v cudzej mene na celkovej peňažnej zásobe v oboch týchto krajinách je badateľný.

Relatívne stabilný podiel vkladov v cudzej mene na M2 na Slovensku a v Českej republike (okolo 10 %) odrzkadľuje aj vyššiu mieru stability domáceho menového prostredia s výrazne nižšou mierou inflácie než v ostatných krajinách V5¹⁶.

Priebežné zhrnutie

Na základnej úrovni dezagregácie by sa dal doterajší vývoj peňažnej zásoby M2 interpretovať pozitívne: v jej štruktúre sa zvyšoval podiel kvázipeňazí na úkor znižovania podielu agregátu M1. Zodpovedajúco štandardnému definičnému obsahu týchto dvoch zložiek M2 sa v celkovej peňažnej zásobe zvyšoval podiel menej likvidnej zložky peňažných aktív a podiel rýchlolikvidných peňažných prostriedkov sa znižoval. To by malo byť výrazom rastúcej dôvery v stabilitu meny a klesajúceho významu inflačných očakávaní.

Peňažné správanie ekonomických subjektov by teda malo byť charakterizované rastúcim významom motívu sporivosti (vrátane opatrnostného motívu) a poklesom transakčného motívu držby peňažných zostatkov. Predpoklad o zvyšujúcej sa dôvere v stabilitu domácej meny a jej rastúcej schopnosti plniť funkciu uchovávateľa hodnôt nenarúšal ani vývoj vzťahu medzi korunovými termínovanými vkladmi a vkladmi v cudzej mene.

Konštatovali sme, že rozhodujúci podiel na zmenách štruktúry M2 mal v zásade zrkadlový pohyb podielov ne-

terminovaných a termínovaných vkladov na M2. Znamená však zistených 10 percentných bodov, o ktoré sa za 5 rokov zvýšil podiel termínovaných (a znížil podiel neterminovaných) vkladov na M2 skutočne aj takéto skvalitnenie celkovej peňažnej zásoby v zmysle vytvárania stabilnejšej základne primárnych vkladov pre bezpečnejší výkon úverových aktivít obchodných bánk? A iné otázky: čo indikuje tento posun z hľadiska správania ekonomických subjektov?; znamená to, že sa natoľko zmenili ich preferencie držby peňažných zostatkov od transakčného (spotrebiteľského) motívu v prospech sporenia?

Analýza vývoja rýchlosti obehu peňazí naznačila, že v poslednom období sa zreteľne presadzuje tendencia k znižovaniu dopytu po peniazoch, ktorá implicitne indikuje určité oslabovanie dôvery ekonomických subjektov v schopnosť peňažných aktív plniť spoľahlivo funkciu uchovávateľa hodnôt.

Do formovania samotnej štruktúry peňažnej zásoby M2 v roku 1997 zasiahli turbulencie na slovenskom peňažnom trhu, ktorých sprievodným javom bolo výrazné zvýšenie medzibankových úrokových mier. Tieto vplyvy navonok síce podporili trend zvyšovania podielu kvázipeňazí na M2, vďaka vysokým úrokovým mieram ponúkaným obchodnými bankami z veľmi krátkodobých úložiek však došlo k výraznému nárastu krátkodobých termínovaných vkladov. Tým sa formálne vlastnosti agregátu kvázipeňazí značne zmenili: na úkor úsporovej funkcie narástol význam transakčnej funkcie v ňom sústreďovaných vkladov.

Naznačené súvislosti udávajú smer odpovedí na hore uvedené otázky. Ich korektné zodpovedanie však vyžaduje hlbší analytický pohľad do vývoja časovej štruktúry vkladov a ich sektorového členenia, ktorý bude predmetom v ďalších častiach tohto príspevku.

¹⁶ V období r. 1993–1997 sa priemerná miera inflácie na Slovensku znížila z 23,2 % na 6,1 %, v Českej republike z 20,8 % na 8,5 %, v Maďarsku z 22,5 % na 18,0 %, v Poľsku z 35,3 % na 14,9 %, v Slovinsku z 22,9 % na 9,1 %. Vyššiu mieru dolarizácie pritom všeobecne vykazujú krajiny, ktoré sa už v predtransformačnom období vyznačovali vyššou nestabilitou menového prostredia a liberálnejším devízovým hospodárstvom (Poľsko, Maďarsko, Slovinsko).

EUDOVÍT OKÁNIK

1869–1944

Slovenský politik, spisovateľ a cirkevný hodnostár Eudovít Okánik sa narodil 15. augusta 1869 v Skalici. Študoval na gymnáziu v Skalici a Ostrihome, teológiu v seminári v Ostrihome a na univerzite v Budapešti. V roku 1891 bol vysvätený za kňaza a o štyri roky neskôr získal titul doktora kanonického práva. Po ukončení štúdia pôsobil ako prebendár arcibiskupa a kapitulný kaplán v Ostrihome, pričom bol aj profesorom nemčiny pri miestnom učiteľskom ústave. Po silnom politickom boji ho v roku 1889 zvolili za farára v Skalici, kde sa spolu so svojím švagrom Pavlom Blahom stal organizátorom tamojšieho slovenského národného a kultúrneho pohybu. Spolupracoval s českým klerikálnym hnutím a patril k jedným z najvýznamnejších predstaviteľov skalického Katolíckeho kruhu. Spolu s P. Blahom sa aktívne podieľal na rozvoji slovenského agrárneho hnutia a zúčastňoval sa na zakladaní potravinových a úverových roľníckych družstiev, akým bol napríklad Gazdovsko-potravný spolok v Skalici (1898), na čele ktorého istý čas stál aj Eudovít Okánik. Spolu s ostatnými predstaviteľmi Katolíckeho kruhu pomáhal pri vzniku Roľníckeho mliekarenskeho družstva v Skalici a iných podobných spolkov a družstiev, napríklad v Gbeloch, Veľkých Levároch, Kútoch a Holíči. Bol jedným zo spoluzakladateľov časopisu Pokrok a aktívne vystupoval na roľníckych zjazdoch, zvolávaných Pavlom Blahom od roku 1906 do Skalice. Na piatom roľníckom zjazde v roku 1910 navrhol založiť na západnom Slovensku roľnícku stranu, raziac heslo „Organizujme sa!“ Hoci k vzniku strany nedošlo, Okánikov návrh odobrili Pavol Blaho, Ivan Dérer a ďalší. Rozvoj družstevníctva podporoval i ako člen správnej rady Ústredného družstva v Bratislave (1919), ktoré ako družstevná centrála bolo nástupcom Ústredného družstva pre hospodárstvo a obchod, založeného v roku 1912 Milanom Hodžom v Budapešti.

Po vzniku Československej republiky bol členom Slovenskej národnej rady, avšak svojho členstva sa vzdal v prospech skalického roľníka Braneckého. Po svojom vymenovaní za nitrianskeho župana v roku 1919 sa vzdal aj poslanskeho mandátu v Revolučnom národnom zhromaždení. Ako reprezentant Republikánskej strany poľnohospodárskeho a maloroľníckeho ľudu bol v roku 1923 zvolený za starostu mesta Bratislava. Postupne sa však dostal do konfliktu s niektorými vedúcimi predstaviteľmi vlastnej strany, a preto v roku 1929 z tohto postu odišiel.

Popri už spomínaných aktivitách sa Okánik podieľal na organizovaní a formovaní slovenského peňažníctva. Patril k aktívnym spoluzakladateľom Obchodnej banky v Skalici (1908), hoci jeho meno sa medzi členmi správnych orgánov neobjavuje. Nepretržite od roku 1915 do roku 1933 pôsobil ako člen a nasledujúce dva roky ako podpredseda správnej rady Trnavskej a vidieckej ľudovej banky v Trnave, ktorá bola založená v roku 1897 ako prvý slovenský peňažný ústav v Trnave s akciovým kapitálom 100 000 korún. Po vzniku Československej republiky došlo k zmene jej názvu na Trnavskú ľudovú banku. V roku 1930 podpísala banka afilijnú zmluvu so Slovenskou ľudovou bankou v Bratislave



a po piatich rokoch zanikla fúziou a zmenila sa na filiálku Slovenskej ľudovej banky. Na rokovaníach týkajúcich sa fúzie sa zúčastňoval aj Eudovít Okánik, no nie ako zástupca Trnavskej ľudovej banky, ale ako predseda správnej rady Slovenskej ľudovej banky, pričom túto funkciu zastával v rokoch 1925 až 1932.

Ďalším peňažným ústavom, v ktorom Eudovít Okánik pôsobil, bola Americko-slovenská banka v Bratislave, založená v roku 1920 americkým bankárom slovenského pôvodu Michalom Bosákom. Okánik bol členom správnej rady tejto banky od jej vzniku až do roku 1928, pričom sa spoločne s Pavlom Blahom zúčastňoval na rokovaníach s predstaviteľmi Banky československých légií ohľadne urýchlenia afilácie alebo fúzie Americko-slovenskej banky s touto bankou.

Okrem účasti v správnych orgánoch uvedených bánk, najväčšiu aktivitu vyvíjal v súvislosti so vznikom a činnosťou bratislavskej sporiteľne. Návrhy na založenie mestskej sporiteľne v Bratislave sa objavujú v roku 1920 krátko po prijatí tzv. sporiteľničného zákona. Tieto návrhy však dostali reálnu podobu až po jeho zvolení za starostu mesta. Okánik, ktorý na základe svojich kontaktov poznal české a moravské sporiteľne, už v roku 1920 podľa ich vzoru pomáhal v Skalici spolu s P. Blahom založiť prvú komunálnu sporiteľňu na Slovensku. O tri roky neskôr, z titulu funkcie starostu mesta, sa stal predsedom prípravného výboru bratislavskej sporiteľne, pričom vyzval vtedajšieho riaditeľa Slovenskej banky v Bratislave Tomáša Tvarožka, aby prevzal zriadenie a organizovanie projektovaného ústavu. O veľkej zainteresovanosti Okánika na jej vytvorení svedčí aj skutočnosť, že keď ministerstvo vnútra váhalo udeliť povolenie na jej vznik a odporúčalo skôr založenie župnej sporiteľne, pohrozil svojou demisiou a demisiou celej mestskej rady. Povolenie na jej založenie bolo nakoniec po dlhých prieťahoch udelené 24. júla 1923, a tak mohla sporiteľňa 1. augusta toho istého roku začať svoju činnosť. Okánik sa stal predsedom jej správnej rady, pričom túto funkciu zastával až do roku 1929. Pod jeho vedením sa spomínaný ústav za krátky čas vypracoval na najvýznamnejšiu komunálnu sporiteľňu na Slovensku. Poskytovaním rôznych úverov a hypotekárnych pôžičiek, financovaním výstavby mestských častí, vydávaním úpisov pôžičky mesta Bratislavy a ďalšími aktivitami sa výrazne zaslúžila o jeho rozvoj. Zriadením filiállok v Lučenci, Komárne a Galante rozšírila svoj vplyv a pôsobnosť aj za hranice mesta. Zaslúhy L. Okánika o vznik Mestskej sporiteľne v Bratislave viackrát ocenil Dr. Vladimír Krno a Ivan Dérer pri príležitosti 10. výročia jej úspešnej činnosti.

Po roku 1930 sa Okánik venoval predovšetkým cirkevnej kariére. Bol vymenovaný za farára pri Dóme sv. Martina a v roku 1931 za pápežského protonotára. Prispieval do slovenskej náboženskej tlače a stal sa spoluzakladateľom Slovenských ľudových novín (1919) a Katolíckych novín (1940). Okrem toho sa až do svojej smrti v roku 1944 venoval literárnej činnosti, písaniu poézie a divadelných hier s náboženskou a ľudovou tematikou.

Mgr. František Chudjak

EGYPTSKÁ ARABSKÁ REPUBLIKA

*Stredomorský štát v severnej Afrike s rozlohou 1 000 449 km², počet obyvateľov 57 285 000, hlavné mesto Káhira. Krajina je členom OSN, OAJ, Arabskej ligy.
Náboženstvá: sunnitský islam (90 %), kresťanské (8 %)*

Štátne zriadenie

Každých päť rokov sa do Maždliš aš-Sa'bu (Ľudové zhromaždenie) volí 448 poslancov, ďalších desať vymenúva prezident, ktorého navrhuje Ľudové zhromaždenie a potvrdzuje obyvateľstvo v celoštátnom referende na šesťročné obdobie. Prezident menuje ministerského predsedu, ministrov a viceprezidenta či viceprezidentov.

Prírodné podmienky

Vyššie 90 % územia Egypta pokrýva púšť. Nízko položená Líbyjská púšť na západe a juhozápade sa tiahne až do Líbye a Sudánu. Arabská púšť na východe, ktorú pretínajú početné údolia – vadi, sa končí na juhovýchode horami pri Červenom mori. Väčšina obyvateľov žije v údolí a v delte Nílu. Sú to intenzívne obrábané oblasti, ktorých zavlažovanie závisí od každoročných nilských záplav. Na východ od Suezského prielivu leží Sinajský polostrov, ktorý dosahuje v najvyššom bode Gebel Katherína 2642 m. Dôležitá rieka je Níl (6670 km). Zimy v Egypte sú mierne, letá horúce a suché. Alexandria má ročný úhrn zrážok maximálne 200 mm, no v oblastiach pri Červenom mori prakticky vôbec neprší.

Hospodárstvo

Viac ako jedna tretina ekonomicky činného obyvateľstva sa venuje poľnohospodárstvu. Pestuje sa kukurica, pšenica, ryža a zelenina pre domáci trh, bavlna a ľalie prevažne na vývoz. Dôležitým zdrojom devíz je ropa, poplatky za používanie Suezského prielivu a turistika. Hospodárstvo brzdia potreby veľkého štátneho sektora a subvencovanie potravín.

Menové informácie

Menová jednotka: 1 egyptská libra = 100 piastrov, ISO kód – EGP, adresa emisnej banky: Central Bank of Egypt, 31 Kasr El Nil Street, Cairo, Arab Republic of Egypt.

História krajiny

Od r. 3100 do r. 322 pred n.l. vládlo v Egypte 30 dynastií faraónov, neskôr bola krajina súčasťou Ptolemaiovskej ríše, Rímskej ríše a Byzantskej ríše. Po arabskom vpáde (639–642) sa stal Egypt provinciou abbásovského kalifátu a postupne sa arabizoval a islamizoval. Fatimovská dynastia vytvorila v Káhire vlastný kalifát (973–1191). Mamelucké gardy – pôvodne tureckí otroci – založili samostatný sultánát (1250) a od r. 1517 až do r. 1914 bol Egypt súčasťou Osmanskej ríše. Po francúzskej invázii (1798–1801) osmanský paša Mohamed Ali (1769–1849) upevnil postavenie Egypta a založil dynastiu, ktorá vládla až do r. 1953. Jeho nástupcovia získali ďalšie územia a podporovali výstavbu Suezského prielivu, priviedli však Egypt na pokraj hospodárskeho krachu. Veľká Británia – hlavný veriteľ – krajinu

obsadila (1882) a zriadila protektorát (1914–1922). Vojenský prevrat (1952) zvrhol skorumpovaný režim kráľa Faruka a r. 1953 bola zriadená republika. R. 1954 sa stal prezidentom radikálny G. A. Násir (1918–1970). Znásnil Suezský prieliv a urobil z Egypta hlavného predstaviteľa arabského hnutia. Vo vojnách s Izraelom na Blízkom východe bol Násir dva razy porazený. Jeho nástupca prezident A. Sadat uzavrel s Izraelom mierovú zmluvu.

História meny

Starí Egypťania používali drahé kovy ako platobné prostriedky vo forme odvážených kusov kovu. Prvé mince sa v Egypte objavili okolo r. 500 pred n.l. Najčastejšie to boli strieborné „sovy“ z Atén, najstaršie v Egypte razené mince sú imitáciami týchto aténskych mincí. Na niektorých egyptských minciach je uvedené meno perzského kráľa alebo jeho guvernéra. Väčšina týchto mincí sa pravdepodobne razila v Memfise. Po dobytí Perzskej ríše Alexandrom Veľkým sa v Memfise razili aj zlaté a strieborné mince. Na bronzových minciach bol vyobrazený portrét Alexandra. Po jeho smrti sa v Egypte ujal moci jeho bývalý generál Ptolemaios, zakladateľ dynastie vládnucej v Egypte takmer 300 rokov. Ptolemaios I. presťahoval mincovňu z Memfisu do Alexandrie a uskutočnil významné zmeny v hmotnosti a rozmeroch mincí. Na väčšine strieborných mincí bol na líčnej strane vyobrazený portrét Ptolemaia I., na rubovej strane Diovi orol. Na zlatých minciach – razených v oveľa väčšom množstve, než vo zvyšnom helénskom svete – bola pestrá škála zobrazovaných portrétov. Bronzové mince zobrazovali hlavu boha Dia a jeho orla. Zaujímavosťou tejto doby bola razba veľkých bronzových mincí. Po začatí Egypta do Rímskej ríše sa zachoval charakter egyptských mincí. Základnou mincou bola tetradrachma – spočiatku sa rovnala 4 denárom, ale neskôr, pre pokles kvality striebra, iba jednému rímskemu denáru. Kvalita tetradrachmy sa stále zhoršovala a od 4. stor. sa prestali raziť jej bronzové diely. Hlavný motív na líčnej strane mincí tvoril portrét cisára a jeho tituly v gréčtine. Na rubovej strane bola pestrá škála egyptských a gréckych motívov. V Alexandrii sa razili aj drobné mince pre administratívne oblasti – nómy. Na líčnej strane zobrazovali portrét cisára, na rubovej strane charakteristický symbol nómy. Po r. 296 sa v Egypte razili najmä bilonové a bronzové mince. Byzantský cisár Justinian I. znovu otvoril mincovňu v Alexandrii. Byzantské mince sa tu razili až do obsadenia mesta Arabmi. Po perzskej invázii definitívne zanikla byzantská vláda nad Egyptom. V r. 640 prenikol z východu do krajiny islam. Istý čas boli v obehu byzantské mince, napodobňovali sa aj byzantské zlaté mince. V Egypte sa však prestali používať, keď byzantský cisár Justinian II. začal raziť nové zlaté mince s portrétom Ježiša Krista a kresťanskými nápismi. Byzantské mince nahradili

nové zlaté mince s islamskými nápismi importované zo Sýrie. V r. 711 boli vyrazené v mincovniach al-Fustat (stará Káhira), al-Iskandarija (Alexandrija), Attrib a al-Fajum prvé egyptské islamské mince z bronzu. V r. 750 bola v Káhire založená vláda abássovských kalifov, ktorí pokračovali v razbe bronzových mincí. Neskôr k nim pribudli aj strieborné a zlaté mince s náboženskými výroky, menom mincovne a letopočtom razby. V r. 969 získali vládu v Egypte fatimovskí kalifovia z Tunisu. Dizajn ich mincí charakterizujú elegantné nápisy tvoriace geometrické vzory a sústredené kružnice. Na minciach bola niekedy označená aj kvalita zlata. Počas ich panovania bola opäť otvorená mincovňa v Alexandrii, Egypt sa stal veľmi bohatou krajinou. Boli nadviazané čulé obchodné styky s kupcami z Benátok a Janova, ktorí obchodovali so vzácnym korením z Ďalekého Východu. K blahobytu krajiny prispeli aj obchodné cesty (karavány) vedúce cez Saharu na západné pobrežie Afriky. Po týchto obchodných trasách sa dostalo do Egypta veľké množstvo zlata, čo odzrkadľuje aj razba fatimovských zlatých mincí, mince z iných kovov sa razili iba vo veľmi malých množstvách. V r. 1171 boli vyrazené prvé mince panovníka Saladina, zakladateľa dynastie ajubidských sultánov. V r. 1250 získali moc vojenský velitelia – mameluci. Okrem štandardných zlatých mincí začali raziť aj novú striebornú mincu. Nápisy na ich minciach boli umiestnené vo zvislých riadkoch medzi dekoratívnymi rámečkami. Okrem náboženských výrokov, názvu mincovne a letopočtu razby sa na minciach začalo uvádzať aj meno sultána a jeho tituly. Neskôr sa dominantným motívom stalo meno sultána doplnené jeho výrokom. V r. 1250–1517 postupne upadal blahobyt Egypta a obchodu so zlatom sa zmocnili talianski kupci. Podľa vzoru dukátov začal sultán Narsbaj raziť novú zlatú mincu – ašrafí. V poslednej štvrtine 15. stor. však v dôsledku nedostatku zlata zmizli zlaté mince z obehu a ľudia používali ako platidlo obilie. V r. 1517 bol Egypt začlenený do Osmanskej ríše. V káhirskej mincovni sa aj naďalej razili zlaté ašrafí, strieborné a medené mince, len predchádzajúce náboženské výroky boli nahradené novým textom. Najcharakteristickejším motívom osmanských mincí je tuga – dekoratívne, ornamentálne meno sultána a jeho tituly. V r. 1769 sa vzbúril guvernér Egypta – Ali bej. Počas jeho povstania sa razili mince osmanského sultána Mustafu III.,

ale s pridaným menom Ali. Podobná zmena nastala aj počas invázie Francúzov do Egypta v r. 1798. Na egyptských minciach sa objavilo písmeno B (Buonaparte). V r. 1835 sa uskutočnila významná reforma egyptského peňažného systému. V káhirskej mincovni boli inštalované najmodernejšie raziace stroje a začali sa raziť veľké bronzové a strieborné mince. Počas výstavby Suezského kanála boli v r. 1865 dané do obehu tokeny s francúzskymi nominálnymi hodnotami. V r. 1882 bolo zvrhnuté osmanské panstvo a Egypt okupovali britské vojská. Aj naďalej sa však razili osmanské mince, väčšinou v zahraničí. Od r. 1916 Británia razila mince v mene guvernéra Husajna Kamila a Fauda v desiatkovej sústave 1000 millimov = 100 piastrov = 1 egyptská libra. Drobné mince 1, 2, 5 a 10 millimov mali v strede otvor, podobne ako iné mince britských afrických kolónií. V r. 1922 sa stal Faud kráľom a do obehu boli dané nové mince zobrazujúce jeho portrét. Aj jeho nasledovník Faruk pokračoval v razbe mincí, často netradičných tvarov (šesť a osemuholnikové mince). Po vyhlásení nezávislosti bola otvorená mincovňa v Abbasi, ktorá razila nové mince s vyobrazením sfingy (r. 1954–1957), orla (1958–1980), od r. 1984 s vyobrazením pyramídy. V súčasnosti sa v Egypte vydáva veľké množstvo pamätných mincí pre zberateľov. Prvé egyptské bankovky boli vytlačené na konci 19. a na začiatku 20. stor. Mali nominálne hodnoty 25 a 50 piastrov. Zobrazovali breh Nílu s palmami a veľkú sfingu. Neskôr zobrazovali masku faraóna Tutanchamóna alebo polmesiac s hviezdami. Prvé bankovky 1 libra (r. 1898) zobrazovali dve ľavy, 5 librové bankovky zobrazovali pyramídy, 10 librové nilske plachtence, neskôr Káhirskú mešitu a masku faraóna Tutanchamóna. Bankovka 50 libier zobrazovala na líčnej strane mamelucké hrobky, starogrécke chrámy. Na bankovke 100 libier (r. 1913) bola vyobrazená na líčnej strane citadela a mešita Mohameda Aliho. V neskorších rokoch bol na líčnej strane bankoviek vyobrazený portrét kráľa Faruka. Bankovky Egyptskej centrálnej bankovky z r. 1961–1964 zobrazovali štátny znak a masku faraóna Tutanchamóna. Emisia bankoviek z r. 1967–1969 zobrazuje ďalšie významné architektonické pamiatky Egypta (veľká sfinga, mešita Al Azhar, sochy z Abu Simbel, Hassanova mešita). Podobné motívy zobrazujú aj bankovky ďalších emisií z r. 1978–1979, 1980–1981 a 1989.





Bankovka s nominálnou hodnotou 1 libra.

Na líčnej strane bankovky je pohľad na mešitu Waitbay, na rubovej strane je vyobrazená časť chrámu v Abu Simbel.

Bankovka s nominálnou hodnotou 5 libier.

Na líčnej strane bankovky je pohľad na mešitu Ibn Touloun, na rubovej strane je vyobrazená rytina – scéna s obetou.

Bankovka s nominálnou hodnotou 10 libier. Na líčnej strane bankovky je pohľad na vnútrašok mešity Al-Rifai, na rubovej strane je vyobrazená socha Chefrena a pyramídy.

Bankovka s nominálnou hodnotou 20 libier. Na líčnej strane bankovky je pohľad na mešitu Mohammeda Aliho, na rubovej strane je vyobrazený reliéf z chrámu Sesostrisa I. v Karnaku.

Bankovka s nominálnou hodnotou 50 libier. Na líčnej strane bankovky je pohľad na mešitu, na rubovej strane je vyobrazená kolonáda.

Bankovka s nominálnou hodnotou 100 libier. Na líčnej strane bankovky je pohľad na mešitu sultána Hassana, na rubovej strane je vyobrazená sfinga.

Bankovka s nominálnou hodnotou 100 libier. Na líčnej strane bankovky je pohľad na mešitu, na rubovej strane je vyobrazená zlatá maska faraóna Tutanchamóna.



TUNISKÁ REPUBLIKA

Stredomorský štát v severnej Afrike s rozlohou 163 610 km², počet obyvateľov 8 575 000, hlavné mesto Tunis. Krajina je členom OSN, OAJ, Arabskej ligy. Úradný jazyk: arabčina, ďalej sa používa francúzština a berberské jazyky. Náboženstvo: sunnitský islam.

Štátne zriadenie

Prezident a 141-členné Národné zhromaždenie sa volia na päťročné obdobie. Prezident vymenúva vládu na čele s ministerským predsedom.

Prírodné podmienky

Pohoria Malého a Tuniského Atlasu dosahujú v najvyššom bode krajiny – Ďzabal Šambí výšku 1544 m. Strednú časť Tuniska zaberá široká plošina. Na juh od oblasti plytkých slaných jazier leží púšť Sahara. Podnebie na severe je stredo-

morské s primeraným množstvom zrážok, na juhu je horúco a sucho.

Hospodárstvo

Základom hospodárstva je ropa a fosfáty. Pestuje sa najmä pšenica, jačmeň a zelenina. Vyrábajú sa olivy, citrusové ovocie, ropa, fosfáty, olivový olej, hrozno a víno. Dôležitým zdrojom devíz je turistický ruch.

Menové informácie

Menová jednotka: 1 dinár = 1000 millímov, ISO kód – TND. Adresa emisnej banky: Banque Centrale de Tunisie, Rue de la Monnaie, Tunisie, République de Tunisie.

História krajiny

V 8. stor. pred n.l. založili Feničania pri dnešnom Tunise mesto Kartágo a vybudovali tu ríšu, ktorá ovládla západné Stredomorie. Po púnskych vojnách sa územia zmocnila Rímska ríša – od r. 146 pred n. l. až do r. 533 n. l., keď pripadlo Byzantskej ríši. Inváziou Arabov r. 647 sa Tunisko začlenilo do islamského sveta a územie sa na vyše deväť storočí stalo predmetom sporov rozličných moslimských dynastií. Od r. 1574 do r. 1881 bolo súčasťou Osmanskej ríše. R. 1881 sa stalo francúzskym protektorátom, hoci formálne zostal vládcom bej (panovník). V r. 1942–1943 obsadila Tunisko talianska a nemecká armáda. R. 1956 získala krajina nezávislosť pod vedením Habíba Burgibu a r. 1957 bola monarchia zrušená. Koncom 80. rokov bol režim čoraz menej populárny a netolerantný voči opozícii. Od r. 1988, keď Burgibu zosadil jeho ministerský predseda, je povolená činnosť viacerých politických strán.

História meny

Kartágo, najdôležitejšie fenické mesto na území dnešného Tunisu, bolo založené v r. 814 pred n.l. V čase najväčšieho rozkvetu bolo hlavným mestom ríše zaberajúcej pobrežie severnej Afriky, časti Španielska, Sardíniu a Sicíliu. Najstaršie kartáginské mince sa datujú do polovice 5. stor. pred n.l. Strieborné mince vhodne zapadli do mincových systémov používaných v gréckych mestských kolóniách na Sicílii. Okolo r. 350 pred n.l. sa razili v Kartágu (pre Sicíliu) strieborné a zlaté mince. Najčastejším motívom bola hlava bohyně Tanit, na rubovej strane kôň alebo palma. V období Púnskych vojen, ktoré skončili definitívnou porážkou Kartága, sa razili mince zo zlata, elektrónu, striebra a bronzu. V novovytvorenej rímskej provincii sa príležitostne razili bronzové mince. V r. 296–313 n.l. bola v Kartágu v činnosti oficiálna rímska mincovňa. V r. 439 obsadili Kartágo Vandali, ktorí tu vytvorili Severoafrikké kráľovstvo. V tom období sa tu razili drobné strieborné imitácie rímskych mincí. Ďalší dobyvatelia – Byzantínci – tu v hojných množstvách razili svoje mince zo zlata a striebra, oveľa menej z bronzu. Neskôr sa razili aj arabské mince v arabskej provincii al-Ifríqiya (Afrika). Najprv to boli kópie starších byzantských mincí razených v Kartágu, na niektorých z nich je latinský nápis „FRT IN AFRK“ (feritus in Afrika – vyrazené v Afrike). V r. 715 boli latinské nápisy nahradené arabskými a začali sa tu raziť štandardné arabské mince Umajdovcov (prvé razby z r. 696 v Damašku) zo zlata, striebra a bronzu. Tuniský guvernér Ibrahím ibn Aghlab sa v r. 800–805 stal nezávislým od Abássovov a na svojich minciach uvádzal svoj

titul – ghaliba (víťazný). V novom dizajne mincí sa prejavilo panovanie marockej dynastie al-Muvahad – v obehu sa objavili veľké, tenšie zlaté mince s náboženskými nápismi ohraničenými veľkým štvorcom. V tom čase sa mince razili iba v mincovni v Tunise. Počas trvania Osmanskej ríše boli v obehu zlaté, strieborné a bronzové mince s menom sultána, mincovňou, letopočtom a ozdobnými motívmi. V r. 1881 osmanskú nadvládu nahradil Francúzsky protektorát. Do obehu sa dostali mince s francúzskymi nápismi a hodnotami (frank, centime), ktoré boli vyrazené v Paríži. Zaujímavosťou bol dvojaký letopočet razby v kresťanskom a arabskom letopočte. V roku 1918 bol zmenený dizajn mincí, na minciach nižších nominálnych hodnôt sa objavil v strede mince otvor (podobný dobovým razbám francúzskych mincí). Naďalej sa na minciach uvádzal francúzsky nápis „PROTECTORAT FRANCAIS“. Na väčšine mincí boli zobrazené orientálne motívy. Na posledných francúzskych minciach, vyrazených v r. 1950, 1954 a 1957, bol vyobrazený miestny panovník Mohamed a uvedený jeho titul – kráľ. V mene Tuniskej republiky sa od r. 1960 razia mince zobrazujúce olivový konárik a veniec (10, 20, 50 a 100 millímov) V r. 1968 bola vyrazená minca 1/2 dinára s portréom prezidenta Habíba Burgibu,



Tuniské bankovky sa vydávajú od r. 1903. Prvé mali dizajn veľmi podobný francúzskym bankovkám. Od r. 1962 je na tuniských bankovkách zobrazený portrét prezidenta H. Bourgibu, na rubových stranách bankoviek sú rôzne motívy zobrazujúce krajinu, poľnohospodárstvo a priemysel.

Bankovka s nominálnou hodnotou 5 dinárov. Na líčnej strane bankovky je portrét Hanibala, na rubovej strane je zobrazená alegória na 7. november 1987.

Bankovka s nominálnou hodnotou 10 dinárov. Na líčnej strane bankovky je portrét Ibn Chaldúna, na rubovej strane je zobrazená kniha s nápisom 7. november 1987.

Bankovka s nominálnou hodnotou 20 dinárov. Na líčnej strane bankovky je Cheiredin Ettoussi sediaci na koni, na rubovej strane je zobrazená alegória na 7. november 1987.

Bankovka s nominálnou hodnotou 30 dinárov. Na líčnej strane bankovky je portrét Abou El Kacem Chebbiho, na rubovej strane je zobrazené zakvitnuté pole, stádo ovci a vodojem.

SPIŠSKÝ HRAD A KULTÚRNE PAMIAHKY JEHO OKOLIA

SVETOVÉ DEDIČSTVO UNESCO OPÄŤ NA PAMÄTNEJ STRIEBORNEJ MINCI



Spišskému hradu a kultúrnym pamiatkam jeho okolia. Súčasne pripravuje aj emisiu pamätnej zlatej mince s touto tematikou.

Spišský hrad tvorí charakteristickú dominantu Spiša, historického územia mimoriadne bohatého a zaujímavého množstvom umelecko-historických pamiatok vysokej hodnoty, z ktorých mnohé, najmä z obdobia gotiky, dosahujú vrcholnú európsku úroveň. Spišský hrad je najrozľahlejším stredovekým hradom na území Slovenska a s rozlohou viac ako 4 ha patrí k najväčším hradným komplexom v Európe. Predstavuje na svoju dobu veľmi dokonalú architektúru, so všetkými atribútmi súvekeho vyspelého hradného staviteľstva. Jeho najstaršia časť vznikla pravdepodobne koncom jedenásteho alebo začiatkom

V roku 1972 bol v rámci UNESCO prijatý Dohovor o ochrane svetového kultúrneho a prírodného dedičstva. Dohovor definuje kultúrne a prírodné dedičstvo a zameriava sa na jeho ochranu. Zmluvné štáty môžu na jeho základe navrhnúť do Zoznamu svetového dedičstva UNESCO lokality a objekty mimoriadnej kultúrnej a prírodnej hodnoty. Sú v ňom zahrnuté aj štyri slovenské lokality – Banská Štiavnica a technické pamiatky jej okolia, Spišský hrad a kultúrne pamiatky jeho okolia, Vikolíneec – rezervácia ľudovej architektúry a dvanásť jaskýň Slovenského krasu, čím sa zaradili medzi najvýznamnejšie pamiatky sveta.

S tematikou Svetového dedičstva UNESCO už boli vydané dve slovenské pamätné mince, zlatá minca v decembri 1996 a strieborná v apríli 1997, obe s motívom Banskej Štiavnice a technických pamiatok jej okolia. V rámci emisného plánu pamätných mincí na rok 1998 sa Národná banka Slovenska opätovne vracia k tematike Svetového dedičstva UNESCO a vydáva pamätnú striebornú mincu venovanú ďalšej z lokalít zapísaných do Zoznamu svetového dedičstva UNESCO.

čiatkom dvanásteho storočia na mieste staršieho predhistorického hradiska. Prvýkrát je doložený písomnou správou, ktorú vydal kráľ Ondrej II. v roku 1209. Už v tomto období bol hrad správnym, hospodárskym a kultúrnym centrom Spiša. Pôvodný románsky kamenný hrad prešiel mnohými stavebnými úpravami v románsko-gotickom, gotickom a renesančnom slohu. Jeho jadro tvorí románsky palác z polovice 13. storočia, donjon, hlavná obranná veža hradu z roku 1270, gotická kaplnka a palác Zápoškovcov z 15. storočia. Do roku 1464 bol hrad majetkom uhorských kráľov, neskôr patril významným rodom – Zápoškovcom, Thurzovcom a Csákyovcom. Od začiatkom 14. storočia význam hradu postupne upadal. V 18. storočí stratil vojenský význam, prestal byť sídlom svojich majiteľov a začal púštnúť. Po požiari roku 1780 sa postupne menil na ruínu.

V roku 1961 bol Spišský hrad vyhlásený za národnú kultúrnu pamiatku a od 70-tych rokov sa v jeho areáli vykonávajú rozsiahle konzervačné a stavebné úpravy. V decembri 1993 bol spolu s kultúrnymi pamiatkami je-



ho okolia zapísaný do Zoznamu svetového dedičstva UNESCO. V rámci kultúrnych pamiatok okolia sú do zoznamu zahrnuté Spišská Kapitula, historické cirkevné centrum, sídlo spišskej diecézy s románsko-gotickou katedrálou sv. Martina, Spišské Podhradie so zachovanou pôvodnou stredovekou architektúrou a ranogotický kostol sv. Ducha v Žehre, so vzácnymi gotickými freskami. Kultúrne hodnoty územia, v ktorom sú všetky pamiatky situované, sú umocnené prírodnými hodnotami, ktoré reprezentujú najmä národné prírodné rezervácie Dreveník a Sivá Brada.

Na výtvarný návrh pamätnej mince s tematikou Svetové dedičstvo UNESCO – Spišský hrad a kultúrne pamiatky jeho okolia bola vyhlásená verejná anonymná súťaž. Zadaná téma je mimoriadne zaujímavá a ponúka autorom na zobrazenie mnohé inšpiratívne motívy, historickú architektúru, plastiku, maľbu a iné pamiatky. To sa odrazilo na pomerne vysokom počte – jedenásť do súťaže predložených výtvarných prác, ako aj na ich kvalitnom výtvarnom spracovaní. Komisia guvernéra Národnej banky Slovenska na posudzovanie výtvarných návrhov slovenských mincí odporučila na udelenie zníženej prvej ceny a na realizáciu návrh Ing. Milana Virčíka, ktorý je autorom výtvarných návrhov oboch už spomínaných pamätných mincí s motívom Banskej Štiavnice ako aj mincí k 50. výročiu založenia Slovenskej národnej galérie a k 150. výročiu príchodu prvého parného vlaku na Slovensko.

Pri udelení prvej ceny komisia zohľadnila výstižné výtvarné riešenie averzu a reverzu návrhu mince. Na averze autor zobrazil časť opevnenia, hornú vstupnú bránu do mestskej pamiatkovej rezervácie Spišská Kapitula a pohľad na dvojvežové priečelie ústrednej budovy Spišskej Kapituly, katedrály sv. Martina. Pri hodnotení reverznej strany komisia vyzdvihla najmä kvalitné spracovanie architektonického komplexu Spišského hradu, ktorý je zobrazený vo svojej mohutnosti, majestätnosti a so zmyslom pre jednotlivé detaily. Autor tiež vhodne využil architektonický detail okna z románskeho hradného paláca. Zníženie ceny komisia odôvodnila viacerými potrebnými úpravami návrhu, ktoré spočívali najmä v odstránení heraldických štítov a ďalších použitých artefaktov, ktoré komisia zhodnotila ako nadbytočné.

Druhá cena bola udelená autorovi Jánovi Černajovi. Do súťaže zaslal výtvarný návrh, na reverze ktorého mimoriadne výstižne a presvedčivo zobrazil Spišský

3. cena
akad. sochár Michal Gavula,
Mgr. Iveta Gavulová



3. cena
akad. sochár Imrich Svitana



hrad. Hrad je zachytený v celej jeho rozlohe a monumentalite a jeho spracovanie sa vyznačuje výbornou sochárskou úrovňou. Vyváženému kompozičnému riešeniu reverzu však plne nezodpovedá výtvarné stvárnenie katedrály sv. Martina a kostolíka sv. Ducha v Žehre.

Tretiu cenu získal výtvarný návrh vytvorený v spoluautorstve Mgr. Ivety Gavulovej a akad. sochára Michala Gavulu. Návrh sa vyznačuje kompozične vyváženým a sochársky sviežim pretlmočením odkazu našej minulosti a zaujímavým skĺbením historickej architektúry s moderným sochárskym výrazom. Autori zaujímavým spôsobom využili siluetu Spišského hradu na averze a siluetu zdvojeného románskeho okna na reverze návrhu.

Zníženú tretiu cenu získal akademický sochár Imrich Svitana za výtvarný návrh, na averze ktorého odborná komisia vyzdvihla invenčné výtvarné riešenie prepojenia jednotlivých architektonických pamiatok. Komisia súčasne skonštatovala nedostatočné plastické riešenie zobrazenia Spišského hradu na reverze mince.

Pamätná minca v hodnote 200 Sk s priemerom 34 mm a hmotnosťou 20 g je vyrazená zo striebra s rýdzosťou 750/1000 v Mincovni Kremnica, štátny podnik, v počte 15 000 kusov, z toho 1500 kusov v proof vyhotovení. Na hrane je nápis „PATRIMOINE MONDIAL – WORLD HERITAGE“

Ing. Dagmar Flaché
Foto: Ing. Štefan Fröhlich



Z bankovej rady

Dňa 3. júla 1998 sa uskutočnilo v Bratislave 18. rokovanie Bankovej rady NBS pod vedením jej guvernéra Vladimíra Masára.

Banková rada NBS schválila „Správu o vývoji bankového sektora SR k 31. 12. 1997 a k 31. 3. 1998 z pohľadu obozretného podnikania“. V priebehu roka 1997 pôsobilo v slovenskom bankovom sektore dvadsaťpäť bánk a štyri pobočky zahraničných bánk. AG Banka, a.s., Banská Bystrica kúpila 1. 3. 1998 pobočku Banky Haná, a.s., Brno so sídlom v Nitre, čím počet pobočiek v prvom štvrtroku 1998 klesol na tri. Koncom roka 1997 NBS zaviedla v Investičnej a rozvojovej banke, a.s., Bratislava, ako v prvej slovenskej banke, nútenú správu. Dôvodom bola zhoršujúca sa situácia v likvidite banky. Hospodárske výsledky banky boli ovplyvnené aj postupom hlavných akcionárov. Bankový sektor v priebehu roka 1997 a prvého štvrtroka 1998 zaznamenal zlepšenie základných ekonomických ukazovateľov. Dosiahnuté výsledky, ako aj obozretné podnikanie boli ovplyvňované pretrvávajúcim stagnujúcim vývojom v transformujúcich sa bankách, v ktorých reštrukturalizačný proces nedosahoval parametre predpokladané Národnou bankou Slovenska. Bilančná suma bankového sektora medziročne vzrástla o 10,5 % a dosiahla hodnotu 777 mld. Sk. K 31. 3. 1998 zaznamenala nárast o 3,27 % na objem 802 mld. Sk. Ku koncu prvého štvrtroka 1998 bankový sektor vykázal zisk 1,9 mld. Sk, čo v medziročnom porovnaní znamená zlepšenie o 63,1 %. Kapitálová primeranosť za hodnotené banky pôsobiace v bankovom sektore Slovenskej republiky k 31. 12. 1997 v medziročnom porovnaní vzrástla o 2,3 bodu a dosiahla hodnotu 10,0 %. Problémy, ako dedičstvo minulosti, sa koncentrujú predovšetkým v transformujúcich sa bankách. K 31. 12. 1997 nesplnili záväzné limity kapitálovej primeranosti štyri banky, k 31. 3. 1998 päť bánk. Národná banka Slovenska prijíma sprísnené opatrenia zamerané na stabilitu menového vývoja a likvidity bankového sektora. Zároveň bankový dohľad reagoval na vývoj stanovením limitov aktív a pasív so splatnosťou do jedného mesiaca v novelizovanom opatrení pre riadenie likvidity bánk, ktoré nadobudlo účinnosť 31. 8. 1997.

■ BR NBS na svojom zasadnutí prerokovala materiál „Využívanie zariadení na spracovanie bankoviek s perspektívou ich potreby pri správe zásob peňazí v uschovacích miestach NBS (bez správy v pobočkách VÚB, a.s.)“. Skonštatovala, že využívanie zariadení na spracovanie bankoviek prijatých z obehu v obvodoch komerčných bánk je vzhľadom na existujúce podmienky primerané a stanovila ďalší postup do roku 2003.

■ BR NBS schválila „Vyhlášku o vydání pamätných strieborných mincí v hodnote 200 Sk s tematikou Svetové dedičstvo UNESCO – Spišský hrad a kultúrne pamiatky jeho okolia“. Autorom výtvarného návrhu 20 gramovej mince zo striebra 750/1000 o priemere 34 mm je inžinier Milan Virčík. Pamätnú mincu vyrazila Mincovňa Kremnica, štátny podnik.

■ Dňa 19. júla sa uskutočnilo 19. rokovanie Bankovej rady NBS pod vedením jej guvernéra Vladimíra Masára.

BR NBS sa zaoberala možnosťami využívania nových typov investičných a zabezpečovacích nástrojov, ktoré by mali umožniť efektívnu reakciu na súčasný vývoj a tendencie prevládajúce na trhu so zlatom.

BR NBS sa zároveň zaoberala postupom prác na výstavbe novej budovy centrály NBS, ako aj materiálmi týkajúcimi sa vnútorného chodu NBS.

-JO-

Poradná rada SAEF

Koncom júna 1998 bola vymenovaná poradná rada Slovensko-amerického podnikateľského fondu. Za jej členov boli menovaní Oliver Brunovský, šéfredaktor týždenníka Trend, Ondřej Gattnar, predseda predstavenstva a generálny riaditeľ Slovakofarmy, a.s., Hlohovec, Mária Hurajová, zástupkyňa generálneho tajomníka a riaditeľka divízie burzových obchodov Burzy cenných papierov v Bratislave a Pavol Kárász, riaditeľ odboru ekonomických analýz a prognóz a člen prezídia Slovenskej akadémie vied.

Manažment a vedenie fondu dúfajú, že aktívnou spolupracou s poradnou radou sa výkonnosť správnej rady fondu, ako aj samotného fondu kvalitatívne zlepši. Poradná rada v spolupráci so správnou radou a manažmentom SAEF bude zohrávať dôležitú úlohu pri stanovovaní cieľov a zámerov, ktoré pozitívne ovplyvnia rozvoj voľného trhu na Slovensku, a to hlavne v oblasti malého a stredného podnikania.

Poslaním SAEF je investovať do rozvoja perspektívnych súkromných slovenských podnikov. Od svojho vzniku fond investoval vo forme úverov a kapitálových vstupov celkovo približne 16 miliónov dolárov do 31 podnikov. Najviac poskytol úvery prostredníctvom Spoločného úverového programu s Poľnobankou nazvaného Americký úverový program, a to asi 120 miliónov Sk ďalším 33 malým a stredným podnikom.

Fond poskytuje prostriedky v rozmedzí od 600 tisíc do 10 miliónov Sk v rámci Amerického úverového programu a od 10 miliónov do 80 miliónov Sk v rámci priamych investícií. Okrem toho poskytuje fond svojim klientom i poradenskú a technickú pomoc za účelom prenosu know-how do našich spoločností prostredníctvom skúsených zahraničných odborníkov. Do budúcnosti má fond k dispozícii viac ako 25 miliónov dolárov na investície do existujúcich súkromných slovenských podnikov.

-KB-

VÚB otvorila reprezentačnú kanceláriu v Šanghaji

Šanghaj a jeho provincie sú ekonomicky najdynamickejšie sa rozvíjajúce teritórium 1,2 miliardovej Číny. Najmä vďaka infraštruktúre sa v tomto priestore etablovali už stovky významných zahraničných spoločností a bánk. Aj z tohto pohľadu je práve dnes najvyšší čas, aby svoje zábery v Číne začali realizovať aj slovenské podnikateľské subjekty.

Priekopníkom z oblasti finančnictva sa v tomto smere stala Všeobecná úverová banka, a. s., ktorá 25. júna 1998 otvorila v Šanghaji svoju reprezentačnú kanceláriu. Šanghaj je v poradí už štvrtá reprezentácia VÚB v zahraničí. Po pobočke v Prahe, reprezentačných kanceláriách v Moskve a v Londýne má VÚB ako prvá slovenská banka svoje zastúpenie v oblasti juhovýchodnej Ázie.

Prioritou šanghajskej kancelárie je podľa slov prezidenta banky Jána Gabriela okrem priamych bankových záujmov, ktoré sa týkajú rozvoja zahraničných bankových služieb a operácií, predovšetkým podpora vzájomného obchodu medzi Slovenskom a Čínou, napr. cez financovanie podnikateľských zámerov slovenských alebo slovensko-čínskych firiem v Číne.

-nl-

Ukazovateľ	Merná jednotka	1995	1996	1997	1998			Unit	Indicator
					3.	4.	5.		
REÁLNA EKONOMIKA									
Hrubý domáci produkt ^{1) 2)}	mld. Sk	516,8*	550,8*	586,8*	144,4*			Sk billion	REAL ECONOMY Gross domestic product ^{1) 2)}
Medziročná zmena HDP ³⁾	%	6,9*	6,6*	6,5*	6,2*			%	Year-on-year change of GDP ³⁾
Miera nezamestnanosti ⁴⁾	%	13,1	12,8	12,5	13,4	13,2	12,9	%	Unemployment rate ⁴⁾
Spotrebiteľské ceny ⁵⁾	%	9,9	5,8	6,1	7,2	7,0	7,6	%	Consumer prices ⁵⁾
OBCHODNÁ BILANCIA ²⁾									
Vývoz (fob)	mil. Sk	255 096	270 643	295 574	86 406	116 199	145 168	Sk million	TRADE BALANCE ²⁾ Export (fob)
Dovoz (fob)	mil. Sk	261 862	340 903	345 049	102 976	141 597	177 450	Sk million	Import (fob)
Saldo	mil. Sk	-6 766	-70 260	-49 475	-16 570	-25 398	-32 282	Sk million	Balance
PLATOBNÁ BILANCIA ²⁾									
Bežný účet	mil. Sk	11 637,0	-64 301,0	-45 149,0	-16 118,0	-25 045,0		Sk million	BALANCE OF PAYMENTS ²⁾ Current account
Kapitálový a finančný účet	mil. Sk	29 396,0	64 625,1	54 689,3	11 094,9	22 479,5		Sk million	Capital and financial account
Celková bilancia	mil. Sk	46 947,0	7 367,9	1 776,2	-4 257,8	1 655,8		Sk million	Overall balance
DEVÍZOVÉ REZERVY ⁴⁾									
Celkové devízové rezervy	mil. USD	5 147,5	5 685,5	6 488,5	6 981,7	7 286,4	7 469,0	USD million	FOREIGN EXCHANGE RESERVES ⁴⁾ Total foreign exchange reserves
Devízové rezervy NBS	mil. USD	3 418,4	3 473,3	3 284,9	3 142,8	3 348,9	3 722,8	USD million	Official reserves of NBS
ZAHRANIČNÁ ZADĹŽENOSŤ ⁴⁾									
Celková hrubá zahraničná zadĺženosť	mld. USD	5,8	7,8	9,9	10,5	10,7		USD billion	FOREIGN DEBT ⁴⁾ Total gross foreign debt
Zahraničná zadĺženosť na obyvateľa SR	USD	1 099	1 473	1 867	1 972	2 000		USD	Gross foreign debt per capita
MENOVÉ UKAZOVATELE									
Devízový kurz ⁵⁾	Sk/USD	29,735	30,647	33,616	35,041	34,981	34,229	Sk/USD	MONETARY INDICATORS Exchange rate ⁵⁾
Peňažná zásoba [M2] ⁴⁾	mld. Sk	357,0	416,2	453,9	444,5	446,5	453,5	Sk billion	Money supply [M2] ⁴⁾
Medziročná zmena M2 ³⁾	%	19,1	16,6	8,9	9,1	8,9	9,5	%	Year-on-year change of M2 ³⁾
Úvery podnikom a obyvateľstvu ⁴⁾	mld. Sk	307,1	361,3	370,1	373,5	377,3	375,0	Sk billion	Credit to enterprises and households ⁴⁾
Diskontná sadzba ⁶⁾	%	12,0/11,0/9,75	9,75 / 8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	%	Discount rate ⁶⁾
ŠTÁTNY ROZPOČET ^{2) 4)}									
Prijmy	mld. Sk	163,1	166,3	180,8	43,9	60,8	73,2	Sk billion	STATE BUDGET ^{2) 4)} Revenue
Výdavky	mld. Sk	171,4	191,9	217,8	42,8	61,1	75,6	Sk billion	Expenditure
Saldo	mld. Sk	-8,3	-25,6	-37,0	1,1	-0,3	-2,4	Sk billion	Balance
PRIMÁRNY TRH									
Priemerná úroková miera									PRIMARY MARKET Average interest rate
- jednorôčné vklady	%	13,00	9,43	10,33	10,73	10,81	10,82	%	- 12-month deposits
- krátkodobé úvery	%	17,69	14,29	17,31	20,50	20,83	20,47	%	- short-term loans
- krátkodobé čerpané úvery	%	16,26	13,27	18,88	20,58	19,86	18,97	%	- short-term new loans
PEŇAŽNÝ TRH									
Priemerná úroková miera z medzibank. vkladov (BRIBOR) **									MONEY MARKET Average interbank deposit interest rate (BRIBOR) **
- overnight	%	5,67	11,57	24,18	11,12	15,30	9,49	%	- overnight
- 7-dňová	%	5,94	11,79	23,93	15,31	18,69	13,16	%	- 7-day
- 14-dňová	%	6,14	11,82	23,60	16,67	19,11	14,43	%	- 14-day
- 1-mesačná	%	6,54	11,87	23,50	18,70	19,93	16,52	%	- 1-month
- 2-mesačná ⁷⁾	%	8,09	11,86	23,31	20,03	20,78	18,66	%	- 2-month ⁷⁾
- 3-mesačná	%	7,61	11,86	23,18	21,30	21,58	19,54	%	- 3-month
- 6-mesačná	%	10,11	11,93	22,74	23,11	23,22	21,94	%	- 6-month

¹⁾ stále ceny december 1995

²⁾ kumulatívne od začiatku roka

³⁾ zmena oproti rovnakému obdobiu predchádzajúceho roka

⁴⁾ šťav ku koncu obdobia

⁵⁾ kurz devíza stred, priemer za obdobie

⁶⁾ rok 1995 zmeny sadzby od 17,3. a 6,10., rok 1996 zmena sadzby od 13,1.

⁷⁾ rok 1995 priemer za obdobie júl-december

* predbežné údaje

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

¹⁾ Constant prices December 1995

²⁾ Cumulative figures since the beginning of the year

³⁾ Change compared with the same period of previous year

⁴⁾ As the end of period

⁵⁾ Midpoint rate, average of period

⁶⁾ Year 1995 changes since 17.3. and 6.10., year 1996 change since 13.1.

⁷⁾ Year 1995 average of period July-December

* Preliminary data

** From 29. 5. to 15. 10. 1997 'Monitoring of interest rates on Slovakia's interbank deposit market'



FORMING OF THE MONEY SUPPLY IN SLOVAKIA IN 1993–1997

(PART I)

Ing. Zora Komínková, PhD.

Institute of Monetary and Financial Studies, The National Bank of Slovakia

Money aggregates, used to define various measures of money in the economy, are an important source of information and an essential part of every central bank's toolbox. If monitored systematically, they provide a continuous picture of developments in money supply and play an important role in estimating inflationary pressures. The rate at which the money supply expands lies at the center of standard monetary regulation which, based on a monetaristic interpretation of the quantity equation of money, has evolved into the monetary targeting.

Monetary targeting is built on the assumption that by regulating the growth of money supply – as the intermediate aim of the monetary policy – the central bank is able to steer inflation, or to achieve the desired level of inflation in the economy – as its ultimate monetary goal – in line with its mission to guard the stability of the currency. This approach has been widespread among central banks in advanced countries, particularly in the 1970s. In the meantime, financial innovations and liberalization of financial markets have blurred the once distinct line between „money“ and „non-money“, or the line between monetary assets and financial assets, making it harder to identify developments in money demand. Since the monetaristic interpretation of the quantity equation of money assumes a stable money demand, included in its reciprocal form as the velocity of money circulation, the faint line between the money and financial sectors has shaken the (already delicate) theoretical prerequisite for functional monetary targeting – the constant (or predictable) velocity of money circulation. This, in turn, accounts for largely unconvincing results in monetary targeting (in particular, higher than expected growth of the money aggregate chosen as the intermediate target of the monetary policy), prodding most central banks to abandon the practice.

Meanwhile, the model of monetary policy based on monetary targeting has been adopted by several central banks of transforming countries, mainly those that have followed the German central bank's experience, to devise their new-age monetary policy principles. The reasons they chose this scheme might be found in its relative simplicity and the clear and strict game rules needed to achieve the monetary policy goals. Bargaining for satisfactory results with this approach, the banks probably thought the factors, which have already thrown off the relatively stable money circulation velocity in advanced economies, would not be manifested so intensively: first, their nascent money and financial markets would come out of the transformation at a level of deregulation and liberalization akin to

today's advanced countries; second, emerging financial markets in the reforming countries would not produce undue incentives for changes in money demand.

The National Bank of Slovakia (NBS) has also taken on the monetary targeting model, but it has become considerably more relaxed about adhering to its principles than the ironclad German central bank. The NBS publishes its growth target for M2 money supply in its annual monetary program, however, in the end it is the actual economic situation and drifts in the Slovak crown's exchange rate that matter. This kind of more relaxed understanding of monetary targeting is the legacy of several imperfections (statistical, systemic, microeconomic etc.) of the transformation period, which are either not contemplated in the standard scheme or their importance for managing the monetary policy in this period was underestimated.

No matter how formal the role of money aggregates in the monetary policies of central banks, they offer important information about the development dynamics of the economy's money supply, depending on the behavior of economic entities in money demand. The money balances that households and enterprises hold in financial institutions in various types of accounts represent the money supply to the economy, or the primary source for lending activities of commercial banks.

For monitoring and operational purposes of the central bank, development of broad money aggregates (usually the M2, M3, or M4) is being observed. In the same time, developments in their component parts – narrow money M1 used to satisfy the transaction function of money, and near-money, or quasi-money, which is geared to store value – are recorded as well. The way the aggregate of the money supply is split between these two sub-aggregates can tell much about the monetary expectations of economic entities – whether they trust in the stability of the currency or, on the contrary, fear inflation pressures. This basic structure of the money supply, in turn, allows the assessment of the quality of primary sources for banks' lending activities from the perspective of the duration of individual deposits.

The money aggregate, defining the country's total volume of money in its economy, lies at the heart of the monetary transmission mechanism. Its formation is the result of interaction between the factors influencing money supply and those which determine money demand. For this reason knowing the trends and structure of the broad-money aggregate is of primary importance for both, successful accomplishment of the central bank's monetary policy targets and a lending policy of commercial banks.



This paper was designed to analyze the money supply in Slovakia in the period from 1993 to 1997, with a special focus on 1997 and, as far as available data allows, on the first quarter of 1998. The paper is divided into three parts, scheduled for publication shortly. The first part is prevalently a review of developments in money supply seen from the point of view of monetary policy containing empirical experience gathered in monetary targeting in Slovakia. In this part, we are concentrated on the broad-money aggregate M2; only analyzing its major components, M1 and near-money, as reported in the monthly Monetary Survey of the Slovak Republic. The second and third parts go inside the M2 to analyze the time structure of near-money and look at the sectoral structure of M2, identifying the shares of households and enterprises in formation of individual M2 components that – indirectly – reflect the monetary behavior of both sectors. In compiling these parts, we have combined the Monetary Surveys data with consolidated data of the banking statistics of the NBS regarding deposits and loans.

The analysis presented here was conducted with the intention of providing deeper insight into the way the money supply has fared to date in Slovakia and has no forecasting ambitions. In the time series we have used, we have not completely filtered out seasonal and other deviations, which is why the variables and their correlation are bound to contain a certain amount of „hum“. The calculations and charts were made using the most simple statistical methods, without sophisticated software or testing techniques. Nevertheless, we believe that, as it stands, the paper renders a fair picture of what has happened in Slovakia's money supply so far, as well as of the developments in the time and sector structures.

Money Supply Regulation in Slovakia: Summary

The importance of the broad money aggregate is given by its central position in the monetary transmission scheme, as it put together the money circle (monetary basis → money multiplier → money supply) and the real circle (money supply → velocity of money circulation → nominal output)¹. In this way, the success of a monetary policy based on monetary targeting (theoretically based on the monetarist assumption of the neutrality of money and on the quantity equation of money²) hinges on the stability (predictability) of the money multiplier and velocity of money circulation. With sufficient stability (or knowledge of the trend) in these two variables, the central bank – by regulating the narrowest of all money aggregates (the monetary basis, or the central bank money) – should be able to steer the total supply of money in the economy and, thereby, the level of inflation (at a given rate of growth of real output).

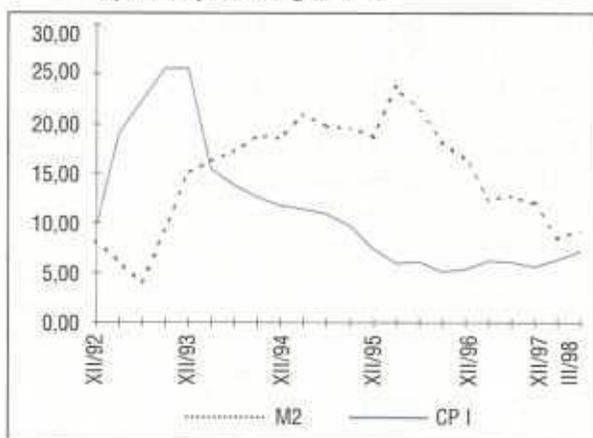
From the experience the NBS has gleaned so far with

Table 1 Monetary Targets of the NBS

	Monetary program		Actual values	
	M2	Inflation rate ¹	M2	Inflation rate ¹
1993	12 %	17,0 %	18,3 %	25,1 %
1994	13,2 %	10,0–13,2 %	18,9 %	11,7 %
1995	12,3 %	8,0 %	21,2 %	7,6 %
1996	11,6 ± 0,6 % ²	6,0–7,5 %	16,5 %	5,4 %
1997	10,7 %	4,9–5,8 %	8,7 %	6,4 %
1998	9,4 %	5,6–5,9 %	9,6 % ³	7,6 % ³

¹ Year-on-year growth; ² Corrected value of June 1996 (originally: 13.2%); ³ May 1998/May 1997.

Chart 1 Developments in M2 and annual inflation rate (year-on-year changes in %)



a monetary policy using the M2 aggregate as the intermediate monetary policy target, we cannot really say there is direct relation between the dynamics in M2 and the rate of inflation in Slovakia's economy: Table 1 shows that, since 1994, the real growth values in both variables have strayed from their programmed targets. In 1994–1996, despite faster than projected M2 growth, inflation slowed down – even dipping below the target set in the monetary program. In 1997, on the contrary, inflation outstripped its target even though the M2 stayed behind expectations. The actual developments in M2 and the annual inflation rate (based on the consumer price index – CPI) are shown in Chart 1.

Our article on the money supply regulation in Slovakia³ was devoted – among other – to evaluate the quality of the multiplying relation within the money circle of the monetary transmission, i.e. the level of stability of the money multiplier between the monetary basis and the M2 money aggregate. The analysis ended with the conclusion that, in Slovakia, the money multiplier was not all too steady⁴. In

³ KOMÍNKOVÁ, Z.: Regulation of the Money Stock and Issues of Monetary Targeting in the Slovak Republic. Biatec, 4, 1996, No. 8, p. 29–36.

⁴ The value of the money multiplier ranged between 5 and 6, which means that the NBS money (the monetary basis) sometimes allowed the production of a 5-fold, and at other times, of a 6-fold of M2 (op. c., p. 17)

¹ Or price level times real output.

² $M \cdot V = P \cdot Q$, where M – the volume of money in circulation, V – velocity of money circulation, P – price level, Q – real output



line with theoretical assumptions, one of the reasons for differences between the actual and targeted M2 could have been the unstable money multiplier.

Of course, there were other reasons for differences between the targeted and the actual growth of M2 in Slovakia. Of those that have been identified, we can name in particular:

- *Statistical reasons.* Apart from short time series, we need to point out a number of changes in the methodology, and also inadequate knowledge of time delays in interactions between the monetary and the real sectors in conditions of the emerging market environment.

- *Monetary policy systemic reasons.* A fixed exchange rate of the Slovak crown did not allow independent control of internal monetary policy targets. Prior to the adoption of a new foreign exchange act (October 1, 1995), which introduced current-account convertibility of the Slovak crown, this conflict was somewhat dampened by a system of limited (internal) convertibility of the currency. Later, the fluctuation band in which the exchange rate is allowed to float gradually stretched to become today's ± 7 percent from the central parity.

- *Mechanism related reasons.* Imperfections in the transmission mechanism resulting from a volatile macro and microeconomic environments.

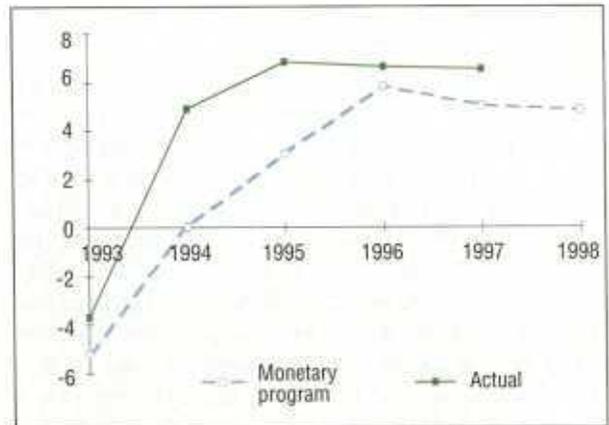
- *Accommodative character of NBS' monetary policy.* Real GDP has constantly outpaced growth rates the NBS used to devise its monetary programs for individual years (Chart 2). Seeing a decline in inflation, the NBS estimated it could as well foster economic growth by allowing the M2 to grow ahead of target.

When compared to the way this is supposed to work in theory, the application of monetary targeting in conditions of the Slovak Republic might lead to a number of theory-vs.-practice questions about the real principles of monetary policy, as was the case in several advanced countries in the 1970s (especially the U.S.). Notwithstanding, there is to be stressed the measuring of money supply growth – in the form of the broad money M2 as well as of its individual component parts – furnishes the NBS, just as it would any other central bank, with invaluable feedback on its monetary policy, allowing it to make swift corrections if necessary.

This can be best illustrated by the experience Slovakia had in 1996, when M2 growth statistics in the first months of the year suggested a 40% year-end increase. Taking the hint, the NBS adjusted its monetary program in June and, in July and early August, adopted several radical policy measures to check the sheer expansion of money supply⁵. Seen against the situation in early 1996, the end year M2 growth of 16.5% was a very good result. It was achieved by systematic monitoring of the M2, which allowed the NBS to spot the hazards of a growth of destabilizing elements in Slovakia's monetary development. As the NBS pushed ahead with its cautious monetary policy in 1997⁶, the pace of growth of the M2 has flagged, and even fell short of its target at the end of the year.

Studying the factors which decide the achievement of targeted expansion of money supply in Slovakia so far, we

Chart 2 Projected and actual GDP growth (in %)



have cited several facts that spoke for a more liberal interpretation of the function of M2 as the intermediate target of the NBS' monetary policy. Referring to the analysis featured in the aforementioned paper, we will try to point out some characteristics of the money circulation velocity indicator, which expresses the link between the monetary and real spheres of the economy. Assuming that the NBS makes the correct assessment of expected velocity of money circulation in its monetary program, and given the conditions of the anticipated growth of real output, the projected M2 growth rate should ensure achievement of the inflation target figures.

As Table 1 suggests, the interesting point in the relationship between annual M2 expansion (intermediate target of NBS' monetary policy) and the annual inflation rate (ultimate goal) is that, in spite of M2 growing beyond target range, the NBS has managed to maintain the inflation rate set out in its monetary policy⁷. If we consider the formal relationships involved in the quantity equation, our intuitive conclusion must be that one reason inflation was actually falling in that period, although the money supply grew faster than projected, was that money circulation was slower than expected (and real GDP growth faster than expected).

⁵ In particular, the counter measures were designed to curb lending activities in commercial banks, both in crown and foreign currency denominated loans. The minimum reserves ratio (MRR) was stretched to 9%, or rather the previous two rates (9% in demand deposits and 3% in time deposits) merged into the higher one - 9%; the former MRR applied to building saving deposits was raised from 1 to 3%. A special foreign exchange position was introduced for banks to tighten the conditions for foreign currency loans. The banks were required to meet the initial foreign exchange position ratio (0.65) by December 31, 1996; then, the ratio has grown gradually up to the 0.80 applicable since the middle of 1997.

⁶ In addition to measures adopted in the summer of 1996, in early 1997 the NBS resorted to quantitative liquidity control over commercial banks, actually barring their previously automatic access to refinancing resources.

⁷ This is the case of the period from 1994 to 1996, when the Slovak economy moved from depression to a rapid growth. A hike in inflation in 1997 (beyond its target) can partly be explained by a delay in the impact of monetary impulses (excessive M2 growth in the previous three years) on the economy (or the division of the nominal GDP growth into the real GDP growth and the inflation rate).



To the contrary, surpassing the inflation target in 1997 indicates an acceleration in M2 velocity higher than expected in the monetary program, or, in practice, the acceleration of the M2 velocity compared with the assumption of an unchanging velocity.

Income Velocity of M2

With the end of 1997 drawing near, the M2, used to define the aggregate money supply in the Slovak economy, added up to SKK 453.5 billion, some 70 percent of the nominal annual GDP or a nine-fold of the banknotes and coins in circulation.

Chart 3 Developments in M2 and the nominal GDP (quarterly, year-on-year changes in %)

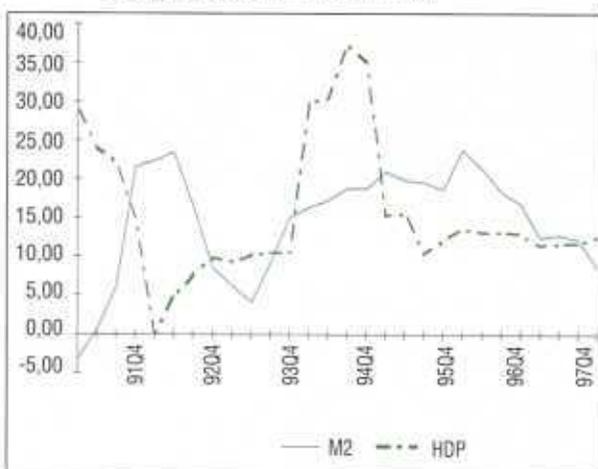
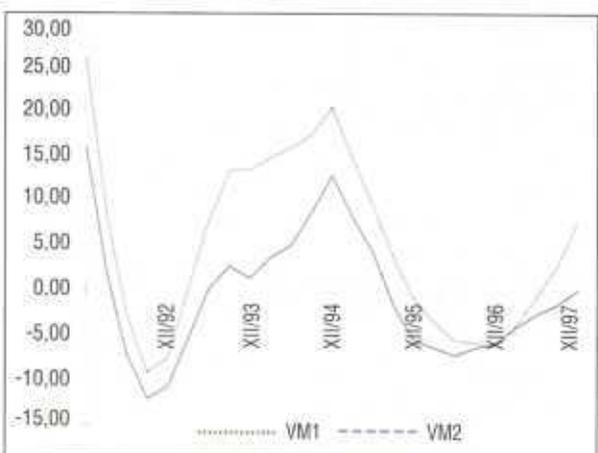


Chart 4 Year-on-year changes in the velocity of money circulation based on annual average values (in %)



So far, the bond between the growth of M2 and the nominal GDP (Chart 3) during statistical coverage of the 8 years of transformation (1990–1992 under the former Czecho-Slovak Federation, 1993–1997 under the independent Slovakia) suggests that any major changes in the expansion of money supply take about 2 years (or 9 quarters) to translate into fresh growth in nominal GDP. The chart

shows a sharp rise of nominal GDP in 1994, which came as a late response to an upsurge in M2 at the beginning of transformation; in the same way that faster growth of nominal GDP in the period from the last quarter of 1995 to the first quarter of 1996 was an echo of dynamic M2 growth in the second half of 1993.

The issue of time lags in transmission of the monetary impulses towards the real economy indicators represents a standard part in preparation the central banks' monetary programs. In stable economies with efficient banking systems, however, the delay is currently around half of that observed in Slovakia (about one year). This is probably why the inconsistency of changes in M2 growth and the inflation rate from year-old levels in Slovakia are also a result of not knowing with any certainty the magnitude of the time delay. Another factor is that the stability of the correlation is described by the velocity of M2 circulation (VM2).

Same from Chart 3, it is obvious that signals sent by a growing M2 have reached the nominal GDP with different force in the first and second part of the period under study, reflecting some erratic behavior of the VM2 indicator (the ratio of nominal GDP and M2). Year-on-year changes in the VM2 (and VM1 for illustration) are shown in Chart 4, which is meant to explain the recorded disparity between the dynamics of M2 and the nominal GDP. A major acceleration of M2 in the last quarter of 1991 was accompanied by a substantial increase in the VM2, resulting in yet sharper growth of nominal GDP. As opposed to that, the stepping up of M2 in 1993 coincided with a slower VM2, which is why the eventual momentum in nominal GDP was largely dampened.

So far, looking at the way interaction between M2 growth rate, nominal GDP, and the velocity of money circulation VM2 has evolved, we still cannot come to any real conclusions. First, the period analyzed is too short; and second, it was marked by a number of shocks – monetary (liberalization of prices, devaluation of the Slovak crown), as well as others (like introduction of the new Slovak currency and the ensuing leak of funds abroad, fueled by devaluation fears, or the complicated process of replacement of the former federal banknotes and coins made in several steps in 1993).

Interpretation of changes in the velocity of circulation will depend on how individual theories explain the apparently simple relationships contained in the quantity equation of money. Without relative limits to the conditions of monetary equilibrium, or assuming equivalent money supply response to changes in the velocity of money circulation, an increase (or decrease) in the velocity of circulation should result in a reduction, or shortage (growth, or surplus) of money supply in the economy.

However, the monetarist interpretation conceived by Milton Friedman, which has become the starting line for monetary targeting, contains the assumption of constant (predictable) velocity of circulation V – in our case the VM2. Observed deviations from the constant (or from a distinct long-term trend) are faults indicating that money supply growth, the intermediate target with which the central bank sets the volume of money disbursed into the eco-



nomy to, ultimately, achieve a certain inflation rate, will turn out to be either excessive or inadequate for the expected rate of growth of real output. In the first case, the implication is inflation; in the second, the result is likely to be deflation or a slowdown in the pace of real output.

Looking at developments in the VM2 from Friedman's point of view, there is to be stressed again that this is a reciprocal interpretation of trends in money demand. His assumption is that, given equilibrium, real money balances, M/P , are determined by the demand of economic entities for such money balances, a demand that is presumed to be relatively steady⁸. The assumption that the money demand function in constant was rooted in the hypothesis of permanent income, i.e. the fact that people's monetary behavior (consumption and savings) tend to copy long-term income trends, because current disposable income can be fairly erratic⁹.

Econometric estimates of the money demand function in unstable economies and/or in places where statistical background is inadequate are largely unreliable¹⁰. For this reason, empirical projections of money demand are based on the velocity of money circulation and, in this way, can provide important information about changes in financial behavior of economic entities with an impact on monetary equilibrium.

With the VM2 (VM1) curve falling, this means money demand, as compared to the growth of real GDP, has been rising in Slovakia. This, given the faster than targeted pace of real GDP growth, caused the disinflation process to pass very quickly. Spells of relative and, at times, absolute accelerations of VM2 (VM1), in turn, imply that money demand has been on a relative and, at times, absolute decline; meaning that money supplied to the economy at the

targeted rate of M2 has become relatively excessive. However, this is not quite correct; as long as the rate of growth of real output was higher than the value assumed to devise the monetary program, the disinflation process continued in the economy.

To resume, Slovakia's money circulation velocity indicator VM2 (like VM1), theoretically, lacks the stability needed to guarantee the reliable function of the interaction between the intermediate monetary policy target (the M2 growth rate) and the ultimate goal (the annual inflation rate¹¹). The trend of recovering dynamics in the VM2, which went into absolute acceleration at the turn of 1997 and 1998 (in case of VM1, a dramatic rebound came in mid-1997 already) tells the tale of a fading demand for money, suggesting possible changes in the monetary environment, which might make it harder for the NBS to achieve its monetary policy targets in 1998.

The major tendency towards lower money demand, implied from slower money circulation, brings some major shifts in the structure of the money supply M2, betraying certain new elements in the behavior of economic entities. We will deal with those elements in greater detail in the following parts of this paper. But first we are going to show how the money supply in Slovakia has developed at the aggregate level of M2.

Development of M2 disaggregated in M1 and Quasi-money

The total money supply in the Slovak economy is defined by the broad money aggregate M2, which is the sum of crown notes and coins in circulation plus demand deposits (M1) and crown time deposits – including savings deposits, building savings deposits and deposit certificates – plus foreign currency deposits (sub-aggregate quasi-money, QM).

The main development trends of the monetary aggregate M2 in Slovakia during 1993–1997 are shown in Charts 5 and 6: the determining M2 growth element was quasi-money (QM). As a result of the QM growth (index 266) and M1 growth (index 148), the M2 grew by an index of 206, over the entire monitored period. This means that roughly two-fold growth of the total money supply M2 was caused by 2.5-fold increase of the volume of quasi-money, while the volume of M1 has increased by less than one-half. This also led to changes in the structure of M2 (Table 2; since 1993, figures as of the end of each year), in which the quasi-money component significantly strengthened (by 14 points).

The *liquidity ratio* (M1/M2) as a standard measure of available liquidity in the economy has had a constantly de-

⁸ This is how Friedman originally constructed his function of money demand for an individual wealth holder:

$$\frac{M}{P} = f(y, w; r_m, r_b, r_e, \frac{1}{P}, \frac{dP}{dt}; u)$$

where M/P = real money balances; y = income at constant prices; w = share of natural physical assets in total wealth; r_m = expected nominal yield on financial assets; r_b = expected yield on bonds; r_e = expected yield on shares; $1/P$, dP/dt = expected tempo of price level shifts; u = any variable other than income, which may influence the effect added to money services. Although he was aware of certain problems entailed in the application of the function to the entire society, Friedman considered them insignificant and went on use the function on a macroeconomic level. [See: FRIEDMAN, M.: A Theoretical Framework for Monetary Analysis; Journal of Political Economy, 78, March-April 1970, No. 2; ISA, J.: Monetizmus a jeho vplyv na hospodársku politiku. Finance a úvér, 40, 1990, No 5, Quarterly Supplement No. 2]

⁹ The permanent income hypothesis blazed a trail in consumer trend research. It was for this theoretical contribution, as well as for other works in economic research and the money theory, that Friedman was awarded the Nobel Prize in 1976.

¹⁰ As far as we know, the first experiments in this field simulating the conditions in Slovakia can be found in: ČÁRSKY, R. - GAVURA, M.: Modelovanie funkcie dopytu po peniazoch na Slovensku. Biatec, 5, 1997, No. 11, p. 15-22; Collective: Peňažná zásoba v SR. (Selected relationships between money supply and money demand). IMFS NBS. Not published. May 1997.

¹¹ Let us note that similar contrasts between theoretical assumptions and practical application of monetary targeting have been reported in the Czech Republic, these days the venue of a fairly heated professional debate over whether the Czech National Bank should switch from its current monetary policy to inflation targeting.



Table 2 Structure of M2

	I.1.1993		1993		1994		1995		1996		1997	
	Bn Skk	% ¹	Bn Skk	%	Bn Skk	%	Bn Skk	%	Bn Skk	%	Bn Skk	%
Currency in circulation	30.9	14.5	25.1	9.9	34.1	11.3	34.5	9.7	43.5	10.4	48.7	10.7
Demand deposits	77.3	36.2	91.2	36.0	95.2	31.6	113.9	31.9	130.4	31.3	117.4	25.9
M1	108.2	50.7	116.3	45.9	129.3	43.0	148.4	41.6	173.9	41.7	166.1	36.6
Time deposits	92.8	43.4	108.4	42.8	133.1	44.2	169.0	47.3	201.2	48.3	240.4	53.0
Deposits in foreign currency ²	12.6	5.9	28.5	11.3	38.4	12.8	39.7	11.1	41.8	10.0	47.0	10.4
Quasi-money	105.4	49.3	136.9	54.1	171.5	57.0	208.7	58.4	243.0	58.3	287.4	63.4
M2	213.6	100.0	253.2	100.0	300.8	100.0	357.1	100.0	416.9	100.0	453.5	100.0

¹Share in M2 in percent. ²In current exchange rate. Source: Monetary Survey of the NBS – own calculations.

clining tendency: it fell from 0.51 as of January 1, 1993, to 0.37 as of the end of 1997¹². The degree of „dollarisation“ (the share of foreign currency deposits in M2, CM/M2) has remained at a relatively stable level of about 10 percent.

A decisive role in a changed structure of M2 played movements in the proportion between crown demand and time deposits; the share of currency in circulation and deposits in foreign currencies has remained quite stable at 10-11 percent. The growing weight of time deposits in M2 by almost 10 points – from 43.4 percent (as of December 31, 1993) to 53.0 percent (as of December 31, 1997) has occurred at the expense of demand deposits (that dropped from 35.2 percent to 25.9 percent). At the same time the proportion of currency in circulation and deposits in foreign currencies in the pertinent M2 sub-aggregates has changed: the share of currency in circulation in M1 increased slightly from 28.6 percent to 29.3 percent, while the share of deposits in foreign currencies on QM grew more significantly from 11.9 percent to 16.4 percent. Growth dynamics of the M1 and quasi-money components of M2, including the component parts of both these sub-aggregates, are shown in Figures 7 and 8.

Both components of the quasi-money aggregate – crown time deposits and foreign currency deposits – contributed to its growth. The development of their mutual proportion (Table 3) was primarily influenced by the degree of stability of the monetary environment, as well as the interest rate differential between crown and foreign currency deposits. The decline of the crown time deposits share in 1993-1994 reflected the higher degree of instability of the monetary environment during the first two years of

Chart 5 Development of main M2 component parts (quarterly, 4Q 1992 = 100)

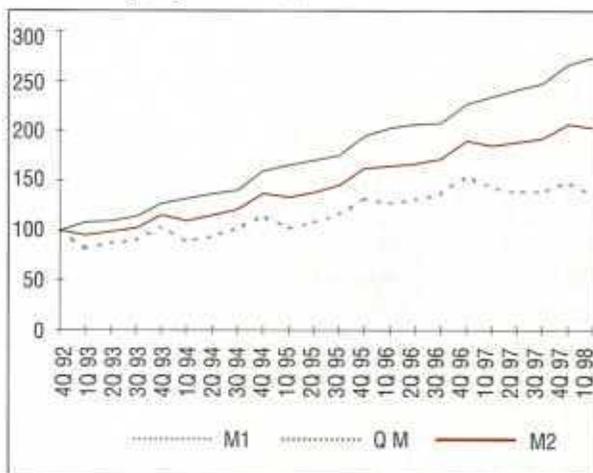
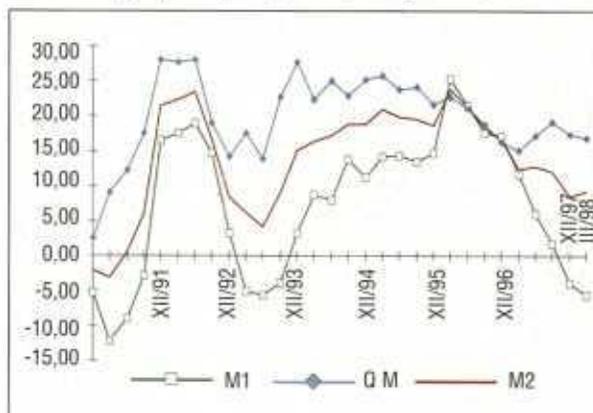
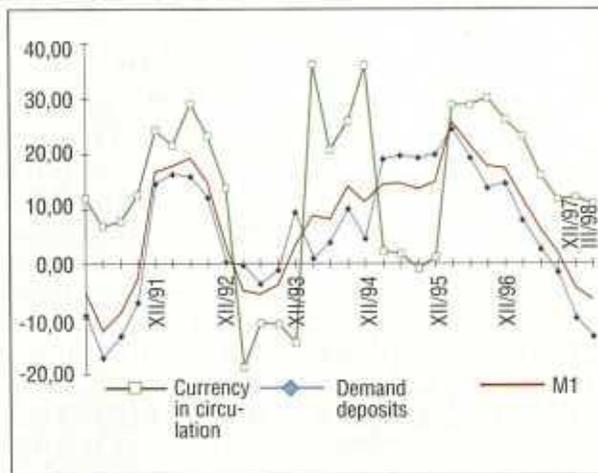


Chart 6 Growth dynamics of M2, M1 and quasi-money aggregates (yearly changes in percent)



¹² This level has been close to the level of the European Union countries. However, in view of quality characteristics of money circulation in the Slovak Republic, this comparison is not very fortunate. On the other hand, compared with the Central European countries in transition, there is a clear reciprocal correlation between the size of the liquidity ratio and the degree of dollarization of the economy, which can be explained by the degree of stability of the domestic monetary environment.

existence of the Slovak Republic, when inflation expectations and concerns over further depreciation of crown savings disappeared only gradually, after the devaluation of the Slovak crown from 1993. In subsequent years, the in-

**Chart 7 Dynamics of M1 and its components (yearly changes, in percent)**

interest in further valuation of crown savings by interest yields clearly prevailed, as interest rates on crown deposits have been incomparably higher than on foreign currency deposits.

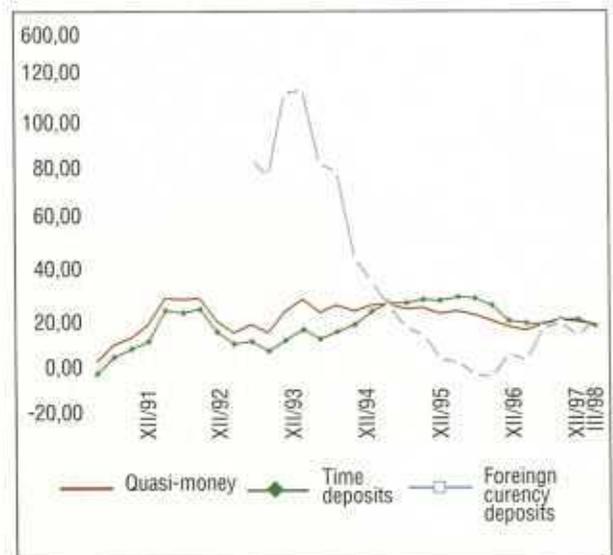
Halfway Summary

On the basic level of disaggregation, the recent development of the money supply M2 in Slovakia could be interpreted rather positively: the share of the quasi-money in M2 has increased, while the share of M1 has diminished. Following the standard contents of these two components of M2, the share of the less liquid monetary assets in the total money supply has increased, while the share of the highly liquid ones has decreased. This should be taken as an expression of growing confidence of economic entities in the stability of the Slovak currency and of declining inflation expectations.

In light of this, households and businesses have, supposedly, come to prefer savings (including the prudence motive) over the transaction motive for holding money. Neither developments in the relationship between time deposits in crowns and deposits in foreign currencies have affected the assumption of mounting confidence in the stability of the national currency and its improved ability to serve for the a storage of value .

We have found that shifts in the structure of M2 were driven mainly by mirror-like changes in the share in M2 of time and demand deposits. But does the 10 percent by which the share in M2 of time deposits has increased (and the share of demand deposits shrank) over 5 years really mean better quality of the entire money supply, with solid primary deposits allowing safer bank lending operations? There are also other questions to ask: what does this move tell us about the behavior of households and businesses?; was it really a major shift in their reasons for diverting money, from the transaction (consumption) motive towards the savings motive?

Recently, analysis of money circulation velocity showed

Chart 8 Dynamics of quasi-money and its components (yearly changes, in percent)**Table 3 Shares of crown time deposits and foreign currency deposits on quasi-money (in percent)**

	1.1.1993	1993	1994	1995	1996	1997
Time deposits	88,1	79,2	77,6	81,0	82,8	83,6
Foreign currency ¹	11,9	20,8	22,4	19,0	17,2	16,4
Quasi-money	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

¹ At current exchange rate.

an evident trend towards lower money demand, which in turn implies that businesses and households may be losing some confidence in money assets as a reliable store of value.

In 1997, the M2 structure was affected by turbulences in the Slovak financial market, accompanied by a sharp rise of interbank interest rates. Although this seemed to have supported the trend of a rising share of near-money in M2, the high interest rates that commercial banks have been offering on very short-term funds sparked a major boom of short-term time deposits. That has changed the formal features of the near-money aggregate a great deal: the importance of the transaction motive has gained at the cost of the savings motive behind deposits included in the aggregate.

These shortly sketched observations can only show which way to look for answers to the questions posed above. To find the correct answer, though, one has to delve deeper into developments in the time and sector structures of deposits. It is precisely that sort of in-depth analysis you will find in the next parts of this paper.

ŠPORTOVCI V PIEŠŤANOCH

V dňoch 26. – 28. júna 1998 sa konal v Piešťanoch 5. ročník tenisového turnaja o putovný Pohár guvernéra NBS.

▶
V kategórii žien zvíťazila Ing. Helena Selecká z pobočky NBS v Banskej Bystrici (uprostred). Ako druhá sa umiestnila Mária Jesenáková, tretia bola Anna Chovanová (vľavo). Obe hráčky reprezentovali ústredie NBS.



◀
Vítaz dvojhry mužov Ing. Branislav Sodoma (uprostred), na II. mieste sa umiestnil Ing. Róbert Rus (vpravo) a tretí bol René Parák (vľavo). Všetci reprezentovali ústredie NBS.

Najúspešnejší športovci v kategórii mužskej štvorhry boli zľava: Ing. Branislav Sodoma, Ing. Marián Jusko (II. miesto), Ing. Róbert Rus, René Parák (I. miesto), Ing. Dušan Holaza, Ing. Miroslav Šťavina (III. miesto).



–IP–
Foto: I. Paška, R. Parák



Piešťanská barla '98

V dňoch 12.–14. 6. 1998 sa v Piešťanoch konal ďalší ročník volejbalového turnaja Piešťanská barla, organizovaný Odborovým zväzom finančníctva a poisťovníctva v spolupráci s VÚB, a. s. Za účasti dvanástich družstiev mužov a desiatich družstiev žien z bánk a poisťovní celého Slovenska vyhrali muži Národnej banky Slovenska, keď vo finále porazili družstvo VÚB, a. s., a poisťovňu Union, a. s. Ing. Róbert Rus z NBS bol vyhlásený za najlepšieho hráča turnaja. Za NBS nastúpili: Ing. Miloš Mešár, Zdeno Horák, Ing. Jaroslav Kluka, Ing. Štefan Páchnik, Ing. Jozef Hollý, Ing. Marián Baláz, Róbert Milkovič, Martin Arendáč a Ing. Róbert Rus. Ženy NBS nepostúpili zo základnej skupiny.

R. Parák, foto: C. Kerekes

