



Obsah

Noví členovia Bankovej rady Národnej banky Slovenska / 2
Ing. Zoja Čutková, PhD., Ing. Milan Donoval / **Odvetvová špecializácia v SR / 4**
Ing. Ján Seman / **Analýza výsledkov prieskumu / 7**

MENOVÁ POLITIKA

Ing. Branislav Reľovský / **Časová nekonzistencia v menovej politike / 11**
Mathias Nell / **Menová politika v Slovenskej republike / 17**

EURÓPSKA ÚNIA

Ing. Viktória Múčková, CSc. / **Európska integrácia v hypotekárnom bankovníctve / 20**

KOMERČNÉ BANKOVNÍCTVO

Ing. Eleonóra Vajdová / **Účtovanie menových opcí / 24**

Z ARCHÍVU NBS

Mgr. Tatiana Cvetková / **Myjavská banka / 28**

INFORMÁCIE

Z rokovania Bankovej rady NBS / 29
Prehľad vzdelávacích podujatí Inštitútu bankového vzdelávania NBS na IV. štvrťrok 2004 / 31
Vybrané ukazovatele hospodárskeho a menového vývoja SR / 32

BIATEC

Odborný bankový časopis
október 2004

Vydavateľ: Národná banka Slovenska

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

Redakcia: šéfredaktorka: Mgr. Soňa Babincová
☎ 5787 2150, fax: 5787 1127

zástupkyňa šéfredaktorky: Ing. Alica Polónyiová
☎ 5787 2153

výtvarná redaktorka: Anna Chovanová
☎ 5787 2152

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

Objednávky na inzerciu prijíma redakcia: ☎ 5787 2150
e-mail: biatec@nbs.sk

Počet vydaní: 12-krát do roka

Cena výtlačku: 21 Sk + poštovné

Ročné predplatné: 252 Sk + poštovné

Tlač: i + i print, spol. s r. o.

Mlynské Luhy 27, 821 05 Bratislava

Objednávky na predplatné v SR a do zahraničia,

reklamácie, distribúcia: ☎ 5063 3546, fax: 5556 5535

VERSUS, a. s., Expedičné stredisko,

Pribinova 21, 819 46 Bratislava

e-mail: expedicia@versusprint.sk

Termín odovzdania rukopisov: 4. 10. 2004

Dátum vydania: 18. 10. 2004

Registračné číslo: MK SR 698/92

ISSN 1335 - 0900

Foto na obálke: Pavel Kochan – Múzeum mincí a medailí
NBS v Kremnici

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

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

Všetky práva sú vyhradené. Akékoľvek reprodukcie tohto
časopisu alebo jeho časti a iné publikovanie vrátane jeho elek-
tronickej formy nie sú povolené bez predchádzajúceho písom-
ného súhlasu vydavateľa.

NOVÍ ČLENOVIA BANKOVEJ RADY NÁRODNEJ BANKY SLOVENSKA

Vláda Slovenskej republiky vymenovala dňa 29. 9. 2004 štyroch nových členov Bankovej rady Národnej banky Slovenska: Ing. Petra Ševčovicu s účinnosťou od 1. 10. 2004, doc. JUDr. Ladislava Balku, PhD. s účinnosťou od 1. 10. 2004, Ing. Martina Barta, CSc. s účinnosťou od 1. 12. 2004 a Ing. Milenu Koreňovú s účinnosťou od 1. 1. 2005.

Ing. PETER ŠEVČOVIC



Ing. Peter Ševčovic sa narodil 1. apríla 1968 v Trenčíne.

Po absolvovaní základnej školy a Gymnázia v Novom Meste nad Váhom študoval na Vysoké škole ekonomickej v Bratislave, na Fakulte riadenia, smer matematické metódy v ekonomike, ktorú ukončil štátnou záverečnou skúškou v roku 1990.

V auguste 1991 nastúpil do Štátnej banky československej, na ekonomický odbor Hlavného ústavu pre Slovenskú republiku. Koncom roku 1993 bol poverený vedením oddelenia menovej politiky na menovom odbore Národnej banky Slovenska.

Od 1. januára 1997 bol riaditeľom odboru menovej politiky Národnej banky Slovenska. Od 1. apríla 2000 je vrchným riaditeľom menového úseku Národnej banky Slovenska, ktorý pozostáva z odboru menovej politiky a odboru štatistiky.

V Národnej banke Slovenska zodpovedá predovšetkým za prípravu a realizáciu Menových programov NBS, za aktualizáciu nástrojov menovej politiky a za vypracovávanie správ o menovom vývoji v SR. Je autorom viacerých odborných článkov v domácich i zahraničných periodikách.

Počas odbornej praxe absolvoval viacero školení a stáží z problematiky bankovníctva a menovej politiky, ktoré boli organizované medzinárodnými finančnými inštitúciami (Medzinárodným menovým fondom, Svetovou bankou) a zahraničnými centrálnymi bankami.

Zúčastňuje sa pravidelne na rokovaníach viacerých inštitúcií a orgánov Európskej únie, Európskej centrálnej banky, Medzinárodného menového fondu, Svetovej banky, Organizácie pre hospodársku spoluprácu a rozvoj a Svetovej obchodnej organizácie. Je členom Výboru pre menovú politiku Európskej centrálnej banky. Aktívne ovláda anglický jazyk, pasívne ovláda nemecký a ruský jazyk. Ing. Peter Ševčovic je ženatý, má jedno dieťa.

Dňa 29. 9. 2004 ho vláda SR vymenovala za člena BR NBS s účinnosťou od 1. 10. 2004.

doc. JUDr. LADISLAV BALKO, PhD.



Doc. JUDr. Ladislav Balko, PhD. sa narodil 20. mája 1954 v Slepčanoch, okres Zlaté Moravce. V roku 1978 ukončil štúdium na Právnickej fakulte Univerzity Komenského v Bratislave.

Po absolvovaní vysokoškolského štúdia do roku 1980 pracoval na Generálnom riaditeľstve trustu Hydinársky priemysel GRT Bratislava, potom až do roku 1990 pôsobil v Československom rozhlasu na Slovensku v Bratislave. V rokoch 1990 a 1991 pracoval na Colnom riaditeľstve pre SR.

Od roku 1991 až do roku 1999 pracoval vo Všeobecnej úverovej banke, a. s., (VÚB) a v orgánoch jej dcérskej spoločnosti VÚB Faktoring, a. s. Zároveň bol od októbra 1992 riaditeľom systémo-analytického odboru VÚB, od roku 1993 predsedom predstavenstva VÚB Faktoring, od roku 1994 riaditeľom odboru rizikových úverov VÚB, od roku 1997 námestníkom generálneho riaditeľa divízie bankovej logistiky a o roku 1999 riaditeľom právneho odboru VÚB.

V roku 1991 sa stal členom Komory komerčných právnikov SR a od roku 2000 je členom Slovenskej advokátskej komory. V roku 1997 bol zvolený za viceprezidenta Inštitútu konkurzného práva SR.

Od roku 1994 začal externe vyučovať na Právnickej fakulte Univerzity Komenského v Bratislave so zameraním na finančné a bankové právo. V roku 2000 získal vedecko-akademickú hodnosť PhD. a v roku 2002 vedecko-pedagogický titul docent Právnickej fakulty Univerzity Komenského v Bratislave. Autorsky alebo spoluautorsky napísal 14 monografií a niekoľko desiatok vedeckých a odborných štúdií a článkov. Odborne sa zameriava na problematiku finančného práva a osobitne na bankovníctvo a finančný trh.



Od roku 2001 do roku 2003 bol viceguvernérom Exportno-importnej banky Slovenskej republiky, v roku 2003 bol generálnym riaditeľom Slovenskej agentúry pre rozvoj obchodu a investícií (SARIO) a od roku 2001 je členom Rady banky Exportno-importnej banky Slovenskej republiky.

Od 15. novembra 2003 je interným docentom na Právnickej fakulte Univerzity Komenského v Bratislave, kde vyučuje finančné právo ako vedúci odboru finančného práva. Aktívne ovláda anglický a ruský jazyk, pasívne ovláda nemecký a taliansky jazyk. Doc. JUDr. Ladislav Balko, PhD., je ženatý, má dve deti.

Dňa 29. 9. 2004 ho vláda SR vymenovala za člena BR NBS s účinnosťou od 1.10.2004.

Ing. MARTIN BARTO, CSc.



Ing. Martin Barto, CSc. sa narodil 2. augusta 1958 v Bratislave.

V roku 1982 absolvoval Chemicko-technologickú fakultu STU v Bratislave. Po skončení základnej vojenskej služby pracoval na tejto fakulte ako výskumný pracovník a v roku 1990 obhájil kandidátsku dizertačnú prácu. Absolvoval ročné vedecké stáže v Kanade a Izraeli.

V rokoch 1993 až 1995 bol štátnym zamestnancom a od roku 1995 pôsobí v bankovom sektore. V rokoch 1995 až 1999 bol analytikom ING Bank v Bratislave a od roku 1999 pracuje v Slovenskej sporiteľni, a. s. Tu v rokoch 1999 až 2001 zastával funkciu generálneho riaditeľa Divízie stratégie, pričom v jeho pôsobnosti boli: stratégia banky, vývoj makroekonomiky a trhov, marketing, centrálné riadenie rizík a právne služby.

Súčasne bol členom Koordinačnej jednotky pre reštrukturalizáciu a privatizáciu vybraných bánk a reštrukturalizáciu podnikového sektora. Okrem toho bol členom Dozornej rady VSŽ, a. s., a Dozornej rady Prvej stavebnej sporiteľne, a. s.

Od roku 2001 je riaditeľom Úseku analýz trhu a ombudsmanom a hlavným ekonómom Slovenskej sporiteľne, pričom medzi jeho hlavné oblasti činnosti patrí sledovanie makroekonomického vývoja v Slovenskej republike a Európskej únii, prieskum trhov, riadenie kvality a sťažností a vzťahy s investormi.

Od roku 1995 publikuje v periodickej tlači články o slovenskej ekonomike. Je tiež spoluautorom viacerých knižných publikácií venujúcich sa ekonomickému vývoju v Slovenskej republike. V rokoch 1998 až 2002 bol členom poradného zboru podpredsedu vlády pre ekonomiku. Aktívne ovláda anglický a ruský jazyk. Ing. Martin Barto, CSc. je slobodný, bezdetný.

Dňa 29. 9. 2004 ho vláda SR vymenovala za člena BR NBS s účinnosťou od 1. 12. 2004.

Ing. MILENA KOREŇOVÁ



Ing. Milena Koreňová sa narodila 20. septembra 1962 v Bratislave.

V roku 1985 ukončila štúdium na Fakulte riadenia Vysokej školy ekonomickej v Bratislave štátnou záverečnou skúškou.

V priebehu rokov 1985 až 1992 pracovala ako finančná manažérka a zástupkyňa prednostu úradu na Štátnom majetku, š. p., v Stupave a Obvodnom úrade štátnej správy v Stupave.

V roku 1992 bola na základe úspešného absolvovania konkurzu prijatá na odbor účtovníctva a platobného styku ústredia ŠBČS pre SR v Bratislave. V roku 1993 pracovala v pozícii vedúcej oddelenia bilancií. Od roku 1994 bola riaditeľkou odboru účtovníctva. V januári 2002 bola vymenovaná za vrchnú riaditeľku úseku informatiky a od 1. októbra 2002 je vrchnou riaditeľkou úseku finančného riadenia a platobného styku, ktorý pozostáva z odboru rozpočtu a účtovníctva, z odboru finančnej učitárne a odboru platobného styku.

V NBS zodpovedá za hospodárenie banky, prípravu a hodnotenie rozpočtu banky, za zostavovanie účtovnej závierky, za medzibankový platobný styk, vedenie účtov klientov a vykonávanie tuzemských prevodov banky. Je autorkou viacerých odborných článkov v domácich periodikách.

Počas odbornej praxe absolvovala viacero školení a stáží z problematiky bankovníctva, platobného styku a vedenia účtovníctva centrálnej banky, ktoré boli usporadúvané tak medzinárodnými finančnými inštitúciami (MMF, SB), ako aj centrálnymi bankami. Je členkou Výboru pre účtovníctvo a menový príjem a Výboru pre platobné systémy a systémy zúčtovania cenných papierov Európskej centrálnej banky.

V rokoch 1999 až 2002 pracovala ako členka Redakčného výboru na oficiálny preklad Medzinárodných účtovných štandardov do slovenského jazyka a bola tiež členkou pracovnej skupiny Národnej riadiacej komisie pre oblasť medzinárodných účtovných štandardov.

V roku 2002 bola členkou Rady vlády SR pre informatiku.

Od roku 2002 je predsedníčkou Dozornej rady Bankového zúčtovacieho centra Slovenska, a. s., neskôr RVS, a. s., a podpredsedníčkou Predsedníctva Stáleho rozhodcovského súdu zriadeného Asociáciou bánk.

Aktívne ovláda anglický jazyk a pasívne ovláda nemecký a ruský jazyk. Ing. Milena Koreňová je vydatá, má jedno dieťa.

Dňa 29. 9. 2004 ju vláda SR vymenovala za člena BR NBS s účinnosťou od 1. 1. 2005.

ODVETVOVÁ ŠPECIALIZÁCIA V SR

Ing. Zoja Čutková, PhD., Ing. Milan Donoval
Národná banka Slovenska

Dokončenie z čísla 9/2004

2. Štruktúrne indikátory

V súvislosti so vstupom SR do EÚ bude dôležité poznať, ako integrácia ovplyvní jeho odvetvovú špecializáciu, do akej miery podnieti štruktúrne zmeny v slovenskej ekonomike. Dôležité bude tiež sledovať, ako odvetvová špecializácia a štruktúrne zmeny budú vplývať na ekonomickú výkonnosť prostredníctvom rastu produktivity práce a naopak, ako politika na trhu práce a na trhu produktov ovplyvní rýchlosť štruktúrnych zmien.

Problémom štruktúrnych zmien sa venujú viaceré inštitúcie, z ktorých treba spomenúť najmä OECD a Európsku centrálnu banku. Jedným z možných prístupov, ktoré uplatnili tieto inštitúcie vo svojich štúdiách, je analýza štruktúrnych zmien prostredníctvom matematicko-štatistických metód (Krugmanov index špecializácie, index koncentrácie, Liliénov indikátor a i.)

V snahe porovnať situáciu v SR a krajinách EÚ aplikovala NBS tieto postupy na podmienky Slovenska¹. Prepočty NBS za SR naznačujú hlavné odlišnosti odvetvovej štruktúry slovenskej ekonomiky a krajín EÚ. Keďže v čase spracovania článku SR ešte nebola súčasťou EÚ, pri interpretácii výsledkov je potrebné brať do úvahy ich obmedzenú vypovedaciu schopnosť, ktorá by sa, vzhľadom na konštrukciu jednotlivých štruktúrnych indikátorov, mala začlenením Slovenska do EÚ zlepšiť.

2.1 Krugmanov index špecializácie

Krugmanov index špecializácie – znázorňuje štruktúru hospodárstva v príslušnej krajine vo vzťahu k štruktúre v EÚ. Je definovaný ako

$$K^k(t) = \text{abs}|V_i^k(t) - V^k(t)|$$

¹Do ukazovateľov za SR spolu je zahrnutých 11 odvetví: pôdohospodárstvo, ťažba nerastných surovín, priemyselná výroba, sieťové odvetvia, stavebníctvo, z odvetví služieb veľkoobchod a maloobchod, hotely a reštaurácie, doprava a skladovanie, pošta a telekomunikácie, finančné sprostredkovanie, nehnuteľnosti, prenájom a obchodné činnosti. Vzhľadom na špecifickú tvorbu pridanej hodnoty, ovplyvňujúcu vývoj produktivity práce, nie sú zahrnuté verejné služby.

kde

$V_i^k(t)$ je podiel odvetvia k v krajine i a období t

$V^k(t)$ je podiel odvetvia k v EÚ bez krajiny i ,

v oboch prípadoch na báze hrubej pridanej hodnoty v stálych cenách.

Krugmanov index špecializácie môže dosahovať dve hraničné hodnoty:

- 0 – ak odvetvová štruktúra ekonomiky v príslušnej krajine je totožná so zvyškom EÚ, t. j. krajina nie je špecializovaná,

- 2 – ak odvetvová štruktúra ekonomiky v príslušnej krajine nie je identická so zvyškom EÚ, t. j. krajina je silne odvetvovo špecializovaná.

Z hodnôt Krugmanovho indexu za SR vyplýva, že jeho priemerná hodnota za roky 1996 – 2002 preyšovala takmer dvojnásobne priemernú hodnotu za EÚ. To môže znamenať, že špecializácia slovenskej ekonomiky dosahuje vyšší stupeň v porovnaní s priemerom Európskej únie. Na základe prepočtov NBS v rámci EÚ dosahuje najnižšiu špecializáciu Holandsko, Veľká Británia a Dánsko, najvyššiu Luxembursko, Grécko a Fínsko. Odvetvová špecializácia slovenskej ekonomiky, meraná Krugmanovým indexom, sa pritom najviac podobala krajinám s najvyššími hodnotami tohto indexu. Tieto výsledky však treba hodnotiť opatrne, nakoľko v danom období Slovensko ešte nebolo súčasťou EÚ.

SR – Krugmanov index špecializácie

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Priemer 1996 – 2002
EÚ – priemer	0,11	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12
SR spolu	0,26	0,23	0,21	0,25	0,22	0,23	0,20	0,23

Zdroj: Prepočet NBS z údajov OECD

2.2 Index koncentrácie

Indexom koncentrácie sa vyjadruje pohľad na sektorovú špecializáciu ekonomiky z druhej strany. Tento index odráža podiel odvetvia v príslušnej krajine na produkcii odvetvia EÚ, vo vzťahu k podielu jeho celkovej ekonomiky na produkcii EÚ. Hodnoty indexu preyšujú-



ce 1 poukazujú na vysokú koncentráciu odvetví, okolo 1 dosahujú koncentráciu odvetví zhodnú s priemerom EÚ.

Index koncentrácie je definovaný ako

$$I_i^k(t) = \frac{x_i^k(t)}{X_{EU}^k(t)} \bigg| \frac{x'_i(t)}{X'_{EU}(t)}$$

kde

$x_i^k(t)$ je hrubá pridaná hodnota v stálych cenách v krajine i a odvetví k

$X_{EU}^k(t)$ je hrubá pridaná hodnota v stálych cenách v EÚ a odvetví k

$x'_i(t)$ je hrubá pridaná hodnota v stálych cenách v krajine i

$X'_{EU}(t)$ je hrubá pridaná hodnota v stálych cenách v EÚ.

Prepočty indexu koncentrácie v SR za odvetvia v priemere za obdobie 1996 – 2002 naznačujú, že produkcia SR v porovnaní s EÚ vysoko koncentrovaná do pôdohospodárstva (podiel pôdohospodárstva na úhrnnej produkcii bol v SR takmer dvojnásobne vyšší ako v EÚ) a naopak, najnižšiu koncentráciu dosiahli finančné služby (ich podiel v SR dosiahol

SR – indexy koncentrácie

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Priemer 1996 – 2002
Pôdohospodárstvo	1,60	1,71	1,80	1,79	1,81	1,74	1,87	1,75
Priemysel	1,47	1,30	1,31	1,38	1,26	1,27	1,27	1,32
Stavebníctvo	1,28	1,22	1,00	0,70	0,71	0,68	0,70	0,90
Obchodné služby	1,06	1,18	1,14	1,18	1,19	1,21	1,11	1,15
Finančné služby	0,57	0,67	0,65	0,66	0,72	0,69	0,73	0,67

Zdroj: Prepočet NBS z údajov OECD

približne iba 70 % z podielu v EÚ). Hodnoty indexu koncentrácie za priemysel a obchodné služby v SR mierne presiahli hodnotu 1, čo znamená, že podiel týchto odvetví na úhrnnej produkcii v SR mierne prevyšil podiely priemyslu a obchodných služieb v EÚ. Takmer zhodný bol podiel stavebníctva v SR a v EÚ, čo dokumentuje hodnota indexu tohto odvetvia, ktorá v priemere za roky 1996 až 2002 za SR dosiahla úroveň tesne pod 1.

2.3 Lilienov indikátor

Rozdiely v špecializácii môžu byť výsledkom rozdielnej rýchlosti štrukturálnych zmien. Analýza rýchlosti štrukturálnych zmien umožňuje charakterizovať adaptabilitu na zmeny v agregátnom dopyte. Týmto sa zaoberá tzv. Lilienov indikátor², ktorý je definovaný ako

$$\delta = \left[\frac{1}{i} \frac{x_{it}}{X_t} (\Delta \log x_{it} - \Delta \log X_t)^2 \right]^{1/2}$$

kde

x_{it} je zamestnanosť v odvetví i

X_t je celková zamestnanosť

Indikátor je teda založený na hodnotení zamestnanosti, ktorou sa meria rýchlosť štrukturálnych zmien. Vysoká hodnota tohto indikátora znamená rýchle štrukturálne zmeny a významnú realokáciu zamestnanosti medzi odvetviami. Externé šoky pritom majú tendenciu urýchľovať štrukturálne zmeny a zvyšovať adaptabilitu krajiny na zmeny v agregátnom dopyte. Avšak rýchlosť štrukturálnych zmien, meraná týmto indikátorom za agregáty odvetví, iba čiastočne odráža adaptabilitu krajiny na zmeny v agregátnom dopyte, pretože skôr dochádza k presunom zdrojov v rámci odvetví než medzi nimi.

Schopnosť slovenskej ekonomiky pružne reagovať na zmeny v agregátnom dopyte dokumentujú údaje v tabuľke. Zatiaľ čo v rokoch 1996-1998 dosahoval Lilienov indikátor za SR v úhrne nižšie hodnoty, v rokoch 1999 – 2000 v súvislosti s ekonomickými opatreniami obmedzujúcimi domáci dopyt sa jeho hodnoty zvýšili takmer dvojnásobne. Najrýchlejšie štrukturálne zmeny sa pritom uskutočňovali v pôdohospodárstve a stavebníctve, keď hodnota ich indikátora prevýšila priemernú hodnotu za SR. V pôdohospodárstve išlo najmä o obdobie rokov 1998 – 2001, pravdepodobne v dôsledku zániku stratových podnikov a vznikom podnikateľských subjektov vo forme obchodných spoločností, hospodáriacich na prenajatej

pôde, ktorých snahou bola racionalizácia výrobného procesu v záujme maximalizácie hospodárskeho výsledku. V stavebníctve dosiahol indikátor najvyššie hodnoty v rokoch 1997 – 2000, tak v dôsledku poklesu dopytu po stavebných prácach, ako aj ďalšieho znižovania prezamestnanosti v stredných a veľkých stavebných podnikoch. Na druhej strane najpomalšie

² Lilienovu hypotézu, nazývanú hypotézou sektorových posuvov (Lilien, D.: Sectoral Shifts and Cyclical Unemployment. Journal of Political Economy 1982, No 90, pp. 777 – 793) považujú niektorí autori za kontroverznú. Argumentujú, že niektoré odvetvia, napr. priemyselná výroba, sú veľmi citlivé na ekonomický cyklus, a tým v nich dochádza v čase recesie k väčšiemu poklesu zamestnanosti. Naopak, odvetvia služieb sú menej citlivé na ekonomický cyklus, pretože v čase recesie ich zamestnanosť klesá pomalšie. Napriek tomu jej sektorový pohľad, na ktorom je založená, má širšie makroekonomické implikácie (využíva sa napr. pri analýze vývoja úverov, akcií a i.).


SR – Lilienov indikátor

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Priemer 1996 – 2002
Pôdohospodárstvo	0,049	0,047	0,156	0,158	0,139	0,102	0,005	0,094
Priemysel	0,067	0,077	0,005	0,054	0,028	0,033	0,050	0,045
Stavebníctvo	0,010	0,102	0,034	0,068	0,161	0,000	0,054	0,061
Obchodné služby	0,001	0,069	0,107	0,060	0,040	0,040	0,021	0,048
Finančné služby	0,012	0,003	0,141	0,012	0,017	0,015	0,026	0,032
Spolu	0,021	0,039	0,032	0,078	0,094	0,031	0,070	0,052

Zdroj: Prepočet NBS z údajov ŠÚ SR

na zmeny v agregátnom dopyte reagovali finančné služby, čo súvisí so špecifickou úlohou tohto odvetvia v transformujúcej sa ekonomike.

Záver

Vstupom Slovenska do Európskej únie popri nominálnej konvergencii vystupuje do popredia aj problematika reálnej konvergencie, ktorá úzko súvisí so štrukturálnymi zmenami ponukovej stránky slovenskej ekonomiky. Skúsenosti vyspelých krajín totiž potvrdzujú, že podstatná časť štrukturálnych zmien v členských krajinách EÚ sa uskutočnila v 80-tych a začiatkom 90-tych rokov, a to najmä v období postupného rozširovania a pristupovania členských krajín EÚ do tohto hospodárskeho spoločenstva. Mnohé vypracované analýzy štrukturálnych aspektov sa preto zameriavajú na výsledky ekonomík v dôsledku vstupu krajín do EÚ, t. j. akým spôsobom sa zmenila štruktúra ekonomiky príslušnej krajiny po vstupe do EÚ.

Článok si kládol za cieľ zmapovať doterajší vývoj odvetvovej štruktúry ekonomiky SR a porovnať ju so situáciou v Európskej únii. Jeho prvá časť je zameraná na analýzu vývoja odvetvovej štruktúry slovenskej ekonomiky na základe pridanej hodnoty, zamestnanosti a produktivity práce, ktoré porovnáva s priemernými údajmi za Európsku úniu (zahŕňujúcu 15 krajín, teda stav pred jej rozšírením v máji 2004). Z analýzy za roky 1996 – 2002 vyplynulo, že ekonomika SR má na jednej strane vyšší podiel pôdohospodárstva a priemyslu a na druhej strane nižší podiel služieb. Počas obdobia siedmich rokov vplyvom štrukturálnych zmien sa však podiel jednotlivých odvetví na tvorbe pridanej hodnoty a zamestnanosti menil a postupne, poklesom váhy pôdohospodárstva a priemyslu a zvyšovaním váhy služieb, sa približoval k úrovňam vyspelých krajín. V rámci sektoru služieb sa najviac sa k priemeru EÚ priblížili obchodné služby. Za úrovňou EÚ zaostá-

vali, napriek ich dynamickým zmenám, finančné služby, ako aj verejné služby, ktoré zaznamenali relatívne najmenšie štrukturálne posuny. Rast produktivity práce v SR v hodnotenom období dosiahol viac ako trojnásobné tempo v porovnaní s priemerným tempom Európskej únie. Z porovnania vývoja odvetvovej produktivity vyplynulo, že kým produktivita práce v SR rástla vo všetkých odvetviach, v EÚ bol jej vývoj diferencovaný, čo súviselo s odlišným vývojom odvetvovej zamestnanosti

v SR a v EÚ. Podľa zistených údajov rast produktivity v odvetviach slovenskej ekonomiky bol najmä dôsledkom znižovania zamestnanosti.

Článok sa vo svojej druhej časti venuje analýze štrukturálnych zmien v SR s využitím matematicko-štatistických metód. Z hodnôt Krugmanovho indexu špecializácie a indexu koncentrácie, ktoré znázorňujú štruktúru pridanej hodnoty v príslušnej krajine vo vzťahu k EÚ vyplynulo, že špecializácia slovenskej ekonomiky dosahovala vyšší stupeň v porovnaní s priemerom Európskej únie.

Vypočítané hodnoty indexu koncentrácie potvrdili, že Slovensko zaznamenalo na jednej strane vysokú koncentráciu produkcie do pôdohospodárstva, mierne vyššiu koncentráciu do priemyslu a obchodných služieb a na druhej strane nízku koncentráciu produkcie do finančných služieb.

Rozdiely v špecializácii a koncentrácii boli pravdepodobne výsledkom rozdielnej rýchlosti štrukturálnych zmien, ktoré charakterizuje Lilienov indikátor. Z jeho hodnôt za SR a odvetvia vyplynulo, že ponuková stránka slovenskej ekonomiky pomerne pružne reagovala na zmeny v agregátnom dopyte. Najrýchlejšie štrukturálne zmeny zaznamenalo pôdohospodárstvo a stavebníctvo. Vzhľadom na svoje špecifické postavenie v ekonomike na zmeny v agregátnom dopyte najpomalšie reagovali finančné služby.

Slovensko sa nachádza na určitom stupni transformácie, ktorý charakterizuje postupná zmena odvetvovej štruktúry ekonomiky. Jej horeuvedená analýza je preto iba počiatočným rozpracovaním problematiky odvetvovej špecializácie, ktoré, okrem prebiehajúcich a pripravovaných štrukturálnych reforiem, bude v budúcnosti zohľadňovať aj faktor vstupu SR do Európskej únie.

ANALÝZA VÝSLEDKOV PRIESKUMU

SPOTREBITEĽSKÝ BAROMETER

Ing. Ján Seman, Národná banka Slovenska

Pri tvorbe predikcií budúceho ekonomického vývoja je možné využívať rôzne informačné zdroje. Jednu zo skupín informačných nástrojov tvoria tzv. soft indikátory, z ktorých najvšestrannejší je Indikátor ekonomického sentimentu. Je to zložený ukazovateľ, ktorý ma za cieľ zobrazovať aktuálny stav očakávaní všetkých účastníkov ekonomického prostredia. Pozostáva z agregovaných údajov z výsledkov konjunkturálnych prieskumov v priemysle, stavebníctve a maloobchode a z výsledkov prieskumu o názoroch spotrebiteľov na aktuálnu ekonomickú situáciu. Uvedené tzv. soft indikátory využíva pri analýzach aj NBS, pričom z pohľadu sledovania hlavného cieľa menovej politiky NBS, ktorým je cenová stabilita, veľká pozornosť je venovaná spotrebiteľskému barometru.

1. Charakteristika prieskumu Spotrebiteľský barometer

Ústav pre výskum verejnej mienky (ÚVVM) pri ŠÚ SR uskutočňuje prieskum Spotrebiteľský barometer, ktorý je súčasťou harmonizovaného prieskumu ekonomických a spotrebiteľských prieskumov uskutočňujúcich sa v členských štátoch rozšírenej Európskej únie. Prieskum sa uskutočňuje štandardne štyrikrát do roka, pre potreby NBS od roku 1999 aj na mesačnej báze. Prostredníctvom rovnakých otázok kladených v tom istom čase sa získavajú údaje o náladách spotrebiteľov, ktoré vo svojom súhrne slúžia na predpoveď ďalšieho ekonomického vývoja.

V spotrebiteľskom barometri oslovení občania na základe 15 štandardných, stále sa opakujúcich otázok hodnotia hospodársku situáciu v krajine, vývoj inflácie a nezamestnanosti, podmienky na sporenie a veľké nákupy. Časť otázok zisťuje, aká je finančná situácia domácností, resp. aké sú ich možnosti investovať do predmetov dlhodobej potreby, osobného auta, stavebných úprav bývania a stavby, resp. kúpy domu, chalupy, chaty. Otázky sú rozdelené na hodnotenie vývoja za posledných 12 mesiacov a na očakávania v najbližších 12 mesiacoch.

Z prieskumu Spotrebiteľský barometer Štatistický úrad SR mesačne vypočítava Indikátor spotrebiteľskej dôvery, ktorý je odvodený zo štyroch otázok ohľadom očakávaní finančnej situácie domácností, vývoja ekonomiky, nezamestnanosti a úspor domácností v období najbližších 12 mesiacov. Je však potrebné zdôrazniť, že názory respondentov prezentované Indikátorom spotrebiteľskej dôvery majú vysokú volatilitu a senzitivnosť. Odpovede sú senzitivne tak na ekonomické opatrenia v procese reálnej a nominálnej konvergencie krajiny,

ako aj na politické udalosti (napr. parlamentné voľby, vzťahy medzi koalíciou a opozíciou, situácia v rámci koalície a pod.).

Tento príspevok sa zameriava predovšetkým na analýzu tých odpovedí respondentov, ktoré sú spojené s hodnotením súčasného a očakávaného vývoja cien v ekonomike a s posudzovaním aktuálnej, ako aj predpokladanej konečnej potreby domácností.

2. Analýza inflačných očakávaní

Obsahom nasledujúcej analýzy je hodnotenie odpovedí respondentov na otázku zo Spotrebiteľského barometra ohľadom očakávaného cenového vývoja v nasledujúcich dvanástich mesiacoch (táto otázka nie je súčasťou Indikátora spotrebiteľskej dôvery).

Otázka kladená spotrebiteľom ohľadom ich názoru na budúci vývoj cien bola až donedávna kvalitatívneho charakteru¹. To znamená, že respondenti nedeklarovali priamo, akú mieru rastu cien očakávajú v budúcnosti, ale vyjadrovali svoj názor o trendoch cenového vývoja. Presné znenie uvedenej otázky vyzerá nasledovne: Aký vývoj spotrebiteľských cien očakávate v nasledujúcich 12 mesiacoch na Slovensku? (1) ceny sa budú zvyšovať rýchlejšie ako doteraz, (2) ceny sa budú zvyšovať rovnakým tempom ako doteraz, (3) ceny sa budú zvyšovať pomalšie ako doteraz, (4) ceny zostanú rovnaké ako doteraz, (5) ceny sa budú znižovať, (6) ne-

¹ Od mája 2003 sa od respondentov pri odhadovanom vývoji spotrebiteľských cien požaduje nielen kvalitatívne, ale aj kvantitatívne vyjadrenie. To znamená, že tí, ktorí v dotazníku uviedli, že spotrebiteľské ceny sa budú v nasledujúcich 12 mesiacoch zvyšovať rýchlejšie ako doteraz, rovnakým tempom ako doteraz, prípadne že sa budú zvyšovať pomalším tempom ako doteraz, v ďalšej časti upresňovali, o koľko percent sa zvýšia.

viem posúdiť. Pri vyhodnocovaní uvedených odpovedí vychádzame z predpokladu, že respondenti sú pri formulovaní inflačných očakávaní náchylní brať do úvahy súčasnú úroveň cien, to znamená, že aktuálny cenový vývoj v období prieskumu tvorí referenčnú hodnotu uvedených predikcií. Na základe uvedeného sa najprv v časti 2.1. bližšie pozrieme na respondentmi posudzovaný aktuálny cenový vývoj v čase prieskumu a následne v časti 2.2. na analýzu odpovedí ohľadom inflačných očakávaní.

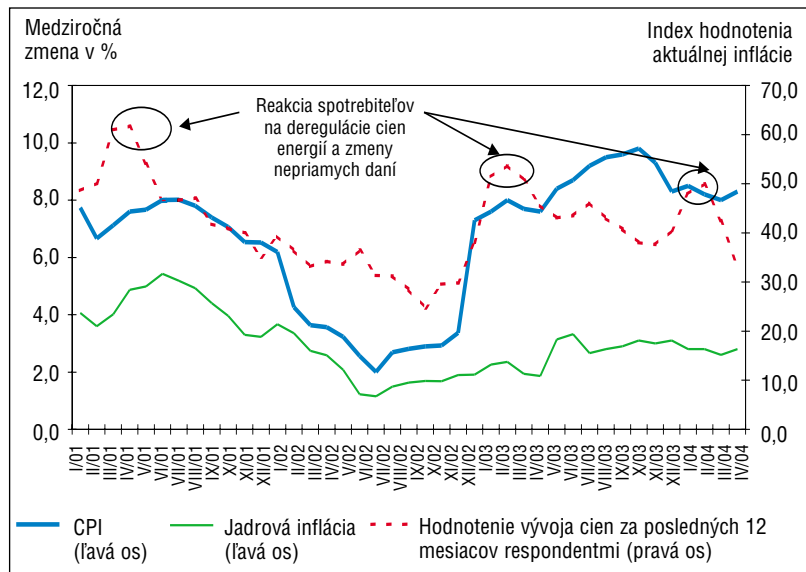
2.1. Porovnanie spotrebiteľského hodnotenia pohybu cien tovarov a služieb za posledných dvanásť mesiacov s aktuálnou mierou inflácie

Graf č. 1 zobrazuje vzájomný vzťah aktuálneho vývoja celkovej a jadrovej inflácie v SR a hodnotenia vývoja spotrebiteľských cien respondentmi². Výsledky hodnotenia inflácie zo strany spotrebiteľov sú prezentované v podobe indexu, ktorého výpočet sa zakladá na vážnom porovnaní kladných a záporných vyjadrení a je porovnateľný s metodikou Európskej komisie. Hodnoty indexu nadobúdajú kladnú hodnotu.

Uvedený graf dokumentuje, že pri hodnotení vývoja inflácie za posledných dvanásť mesiacov reagovali spotrebiteľia relatívne citlivo na každú zmenu cenových trendov. Výrazne viditeľné to bolo na začiatku rokov 2001 a 2003, kedy na rozsiahle deregulácie cien energií a zmeny nepriamych daní reagovali respondenti nadhodnocovaním svojho vnímania cenového vývoja. Trend spotrebiteľského hodnotenia vývoja cien je preto viac porovnateľný s celkovou, ako s jadrovou infláciou (jadrová inflácia v sebe nezahŕňa regulované ceny a príspevok nepriamych daní).

Pri porovnaní situácie na začiatku rokov 2001 a 2003 však existujú isté odlišnosti. V roku 2001 bolo hodnotenie respondentov v súlade s programom zvyšovania regulovaných cien, čo znamená, že očakávali rast cien. Skutočná miera inflácie sa však v prvých dvoch mesiacoch znížila, a až v ďalšom období (do polovice roka 2001) sa mierne zrýchlila. Pomalší počiatočný rast cien oproti spotrebiteľským očakávaniam súvisel s tým, že v rovnakom období predchádzajúceho roka (január až marec 2000) došlo k výraznejšej deregulácii cien, to znamená, že ak v roku 2001 sa rast regulovaných cien

Graf 1 Porovnanie CPI a jadrovej inflácie s hodnotením pohybu cien za posledných 12 mesiacov respondentmi



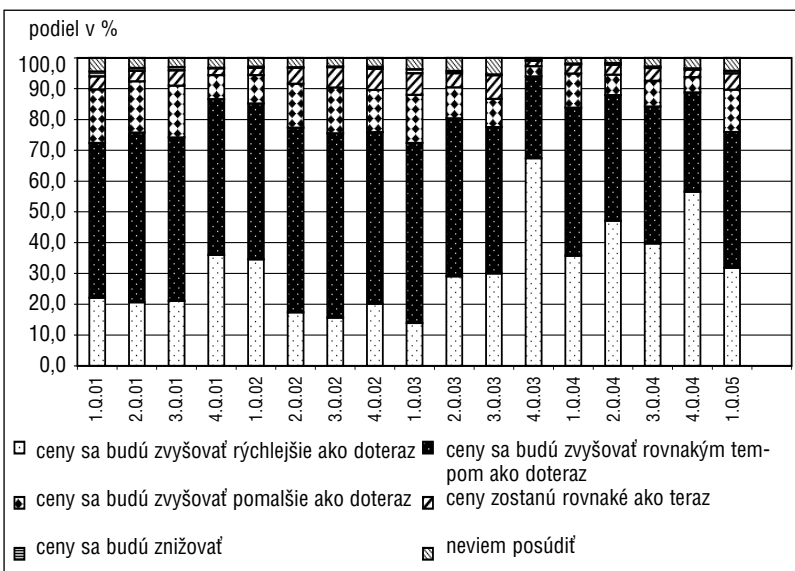
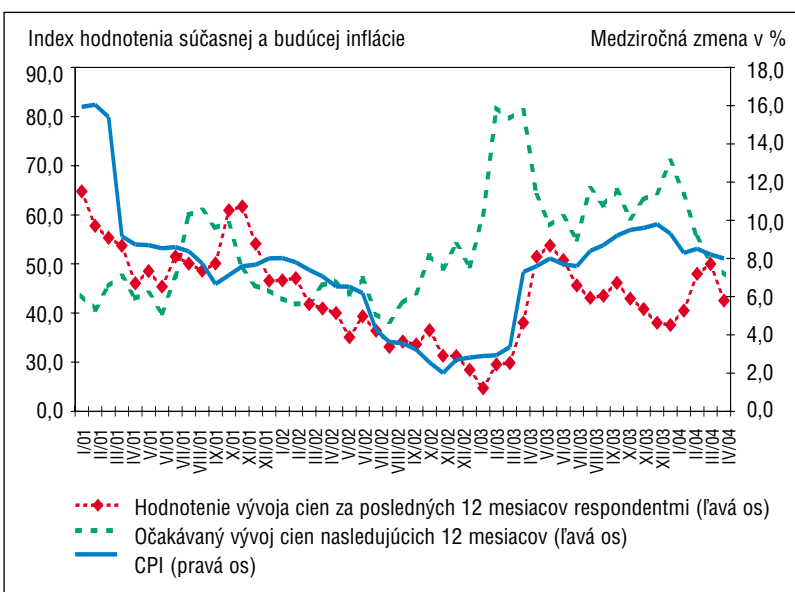
spomalil, tak aj celková cenová hladina rástla pomalšie. To vysvetľuje odlišný trend hodnotenia inflácie respondentmi a skutočnej inflácie na začiatku roka 2001. V prvých mesiacoch roku 2003 sa hodnotenie pohybu cien respondentmi vyvíjalo už rovnakým trendom ako skutočná miera inflácie (zrýchlenie tempa rastu), keďže zvyšovanie regulovaných cien v roku 2003 bolo výrazne vyššie ako v roku 2002 (resp. v roku 2002 došlo len k minimálnym úpravám regulovaných cien energií).

V takmer celom ďalšom období od júna 2001 do mája 2003 vykazovali názory spotrebiteľov porovnateľný trend vývoja s celkovou infláciou. Od polovice roka 2003 začalo dochádzať z viacerých dôvodov k nesúladu medzi hodnotením rastu cien zo strany respondentov a skutočnej inflácie. V júni začali predajcovia tabakových výrobkov zvyšovať svoje ceny z dôvodu očakávaného zvyšovania spotrebnej dane z tabaku v mesiaci august, čo spôsobilo nárast miery inflácie v danom mesiaci. Spotrebiteľia na túto skutočnosť reagovali až v čase, keď sa informácie o zdražovaní cigariet začali intenzívnejšie objavovať v médiách, to znamená o dva mesiace neskôr. K zrýchľovaniu miery inflácie, dôvodom ktorého bolo sezónne zvyšovanie cien potravín, však dochádzalo aj v nasledujúcich mesiacoch do novembra 2003. Skutočnosť, že hodnotenia respondentov sa v danom období vyvíjali opačným smerom, možno odôvodniť tým, že sezónny rast cien potravinárskych výrobkov vnímali spotrebiteľia menej citlivo v porovnaní so zvyšovaním regulovaných cien energií, ktorému bola v médiách venovaná väčšia pozornosť.

2.2. Analýza odpovedí ohľadom inflačných očakávaní

Ako už bolo spomínané, výsledky hodnotenia inflácie

² Presné znenie otázky v prieskume Spotrebiteľský barometer znie: Ako sa, podľa Vás, zmenili ceny tovarov a služieb na Slovensku v porovnaní so situáciou pred 12 mesiacmi?

**Graf 2 Štruktúra odpovedí na otázku ohľadom inflačných očakávaní**
(na základe údajov v poslednom mesiaci štvrťroku)**Graf 3 Hodnotenie súčasnej a budúcej inflácie zo strany spotrebiteľov**

(či už aktuálnej alebo očakávanej) zo strany spotrebiteľov sú prezentované v podobe indexu, ktorého výpočet sa zakladá na váženom porovnaní kladných a záporných vyjadrení. Ak napríklad vzrastie percentuálny podiel spotrebiteľov očakávajúcich rýchlejší ako doterajší rast cien, a v súlade s tým poklesne podiel res-

pondentov predpokladajúcich pomalší cenový rast, tak v období nasledujúceho roka sa očakáva zvyšovanie miery inflácie.

Ako je vidieť na grafe 2 zobrazujúcom štruktúru jednotlivých odpovedí respondentov na otázku ohľadom ich inflačných očakávaní³, zatiaľ najpozitívnejšie odhady cenového vývoja sa vzťahujú na obdobie roka 2002, kedy bola na Slovensku zaznamenaná doteraz najnižšia miera inflácie. V danom roku predstavoval podiel spotrebiteľov predpokladajúcich rovnaký ako doterajší rast cien v priemere okolo 58 %, podiel najpesimistickejších odpovedí (očakávajúcich rýchlejší ako doterajší rast cien) dosahoval 20 %.

Vývoj nastal v názoroch na infláciu v roku 2003, kedy sa výrazne zvýšil podiel najväčších pesimistov (38,5 %), pričom podiel respondentov očakávajúcich rovnaký rast cien ako doteraz klesol na necelých 45 %. Tieto očakávania boli formulované najmä v 3. a 4. štvrťroku 2002, kedy sa uskutočnili parlamentné voľby, a následne bola oznámená nová úprava regulovaných cien energií na rok 2003, ako aj pripravované zmeny spotrebných daní.

Rovnaký trend aktuálneho vývoja inflácie a predikcií spotrebiteľov z obdobia spred 10 mesiacov možno pozorovať aj v roku 2004, kedy naďalej dochádza k deregulačnému procesu v cenách energií (aj keď v nižšom rozsahu v porovnaní s predchádzajúcim rokom). Skutočnosť, že pomer najpesimistickejších odpovedí sa v roku 2004 nachádza približne na podobnej úrovni ako v roku 2003, súvisí aj s procesom vstupu SR do EÚ v máji 2004, keď väčšina spotrebiteľov očakávala zdražovanie najmä potravinárskych výrobkov.

Na rok 2005 sú k dispozícii zatiaľ iba očakávania na obdobie prvých mesiacov, tie však naznačujú pozitívny

³ Pri zostavovaní grafov v časti 2.2. boli odpovede z konkrétnych mesačných prieskumov posunuté o 10 mesiacov dopredu. Samotný posun dopredu vyplýva zo skutočnosti, že respondenti vyjadrovali svoje názory na vývoj spotrebiteľských cien na rok dopredu. Prvým dôvodom, prečo tieto názory boli posunuté o 10 mesiacov dopredu (a nie o 12 mesiacov, ako to vyplýva z prieskumu) je skutočnosť, že spotrebiteľský prieskum je vykonávaný v prvých dňoch v mesiaci, to znamená, že ak napr. prieskum prebehol v apríli 2004, tak respondenti vyjadrujú svoje očakávania na obdobie 1. apríl 2004 – 31. marec 2005, čiže na medzi-

ročnú infláciu v marci 2005 (to by vysvetľovalo posun hodnoty o 11 mesiacov). Dôvodom na posun o ďalší mesiac je implicitný predpoklad, že pri formulovaní inflačných očakávaní sa respondenti orientujú podľa poslednej známej hodnoty inflácie (publikovanej ŠÚ SR), to znamená, že ak v apríli 2004 bol posledný známy údaj o inflácii za mesiac február (za mesiac marec bol publikovaný 13. 4. 2004), tak svoje očakávania budú formulovať s prihliadnutím na údaj za daný mesiac. Ak to zhrnieme, tak napríklad jednotlivé odpovede respondentov z mája 2000 ohľadom ich budúcich očakávaní sa v grafe zobrazia v stĺpci za 1. štvrťrok 2001 (t. j. v marci 2001).

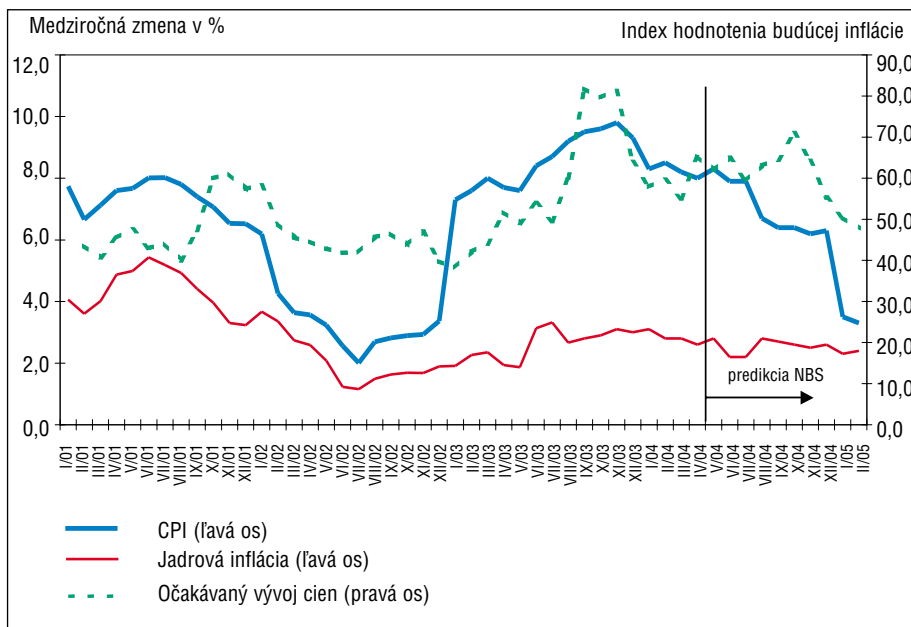


obrat vo vývoji inflácie. Pomer respondentov očakávajúcich rovnaký ako doterajší rast cien zostáva zatiaľ na úrovni roku 2004, pozitívnu skutočnosťou je však výraznejší nárast podielu spotrebiteľov predpokladajúcich pomalší ako doterajší rast cien a zároveň pokles podielu najväčších pesimistov. Podľa uvedeného, respondenti tak očakávajú (prinajmenšom v prvých mesiacoch roka) postupný pokles dynamiky cien v roku 2005, čo zodpovedá aj prognózam NBS. Zaujímavým, z pohľadu formovania inflačných očakávaní spotrebiteľov, je aj graf č. 3 zobrazujúci vzájomný vzťah medzi celkovými hodnoteniami doterajšej a budúcej inflácie.

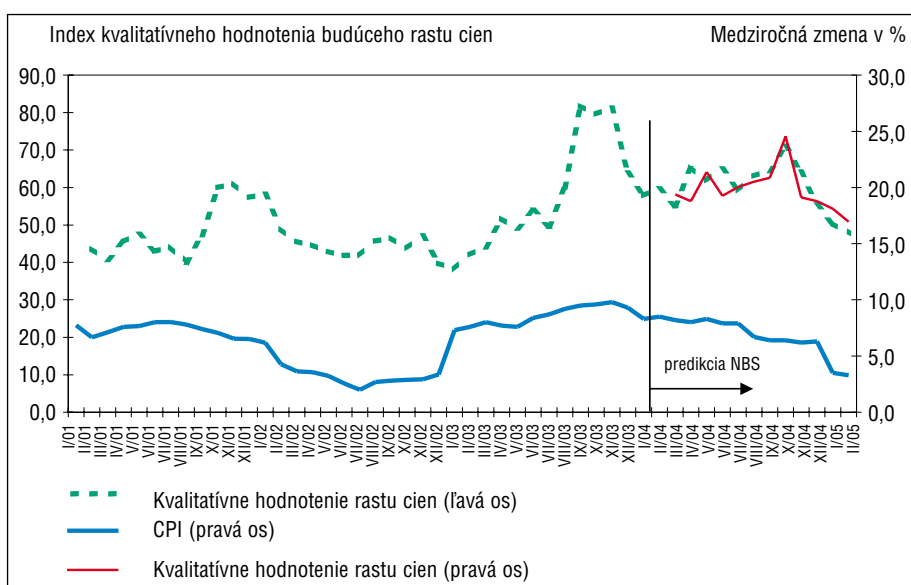
Ako z uvedeného grafu vyplýva, boli očakávania respondentov na budúci vývoj spotrebiteľských cien na nižšej úrovni v porovnaní s hodnotením doterajšej inflácie v priebehu roku 2000 a takmer počas celého roku 2001. To znamená, že v rokoch 2001 a 2002 sa všeobecne očakával pokles inflácie v priebehu 12 mesiacov, čo bolo skutočným vývojom aj potvrdené. V priebehu roku 2002 (najmä v jeho druhej polovici) a taktiež v roku 2003 začali očakávania výraznejšie prevyšovať hodnotenia doterajšej inflácie, čo pravdepodobne súviselo s parlamentnými voľbami v roku 2002 (a pripravovanými hospodárskymi reformami na rok 2003) a očakávaným zvyšovaním cien potravín po vstupe Slovenska do EÚ.

Záverečné hodnotenie analýzy inflačných čakávaní spotrebiteľov zo zisťovania Spotrebiteľský barometer poskytujú grafy č. 4 a 5. Aj na uvedených grafoch možno vidieť, že spotrebiteľia dokážu relatívne spoľahlivo odhadovať budúci vývoj inflácie. Dokazuje to nielen doterajší spoločný trend vývoja cien a inflačných očakávaní, ale taktiež porovnanie predpovedí

Graf 4 Porovnanie CPI a jadrovej inflácie s názormi respondentov na vývoj cien spred 12 mesiacov



Graf 5 Porovnanie CPI s názormi respondentov na vývoj cien spred 12 mesiacov



respondentov a expertného odhadu inflácie z menových programov NBS na obdobie najbližších 10 mesiacov. Zároveň je potrebné poukázať na skutočnosť, že v obdobiach prijímania zásadných hospodárskych opatrení sa hodnotenia spotrebiteľov na krátky čas odchyľujú od aktuálneho vývoja, čím dochádza k nerovnakému trendu vývoja aktuálnej inflácie a očakávaní spotrebiteľov. Výsledky analýzy potvrdzujú relatívnu spoľahlivosť údajov zo Spotrebiteľského barometra o inflačných očakávaniach spotrebiteľov (najmä v obdobiach stabilného ekonomického vývoja).

Pokračovanie v čísle 11/2004

ČASOVÁ NEKONZISTENCIA V MENOVEJ POLITIKE

Ing. Branislav Reľovský, Národná banka Slovenska

Od čias akceptovania štátu v ekonomickom prostredí, ktoré sa spája hlavne s programom „New Deal“, sa stále vedie polemika o veľkosti a opodstatnenosti týchto zásahov v ekonomike. Stabilizačná politika, ktorá má zabezpečiť trvalo udržateľný rast, je však niekedy zo strany štátu podradená krátkodobým cieľom, ktoré si neskôr vyžadujú bolestivé zásahy. Ak vychádzame z predpokladu, že permanentný rast nominálnej ponuky peňazí je hlavným zdrojom inflácie, na pochopenie príčin vysokej inflácie je nutné poznať príčiny vysokého rastu peňažnej masy. Pre vyspelé ekonomiky, kde emisia peňazí nezohráva významnú úlohu v príjmoch vlády, je hlavným dôvodom existencia kompromisu medzi nezamestnanosťou a infláciou. Ak tvorca politiky verí, že pohybmi agregátneho dopytu je schopný ovplyvniť reálny dôchodok, potom expanzívnu politikou môže znížiť nezamestnanosť.

Takáto politika je zrejماً z krátkodobého hľadiska. Z dlhodobého hľadiska však tento „tradeoff“ medzi infláciou a nezamestnanosťou neplatí. Z toho vyplýva, že priemerná inflácia nemá žiaden vplyv na priemernú nezamestnanosť a priemerný reálny dôchodok. Ak porovnáme dve politiky, kde jedna od druhej sa odlišuje len konštantnou mierou rastu peňažnej ponuky, potom za predpokladu, že všetci agenti (subjekty na trhu) sú si vedomí týchto podmienok v ekonomike, reálny dôchodok nemá dôvod správať sa odlišne v ekonomike s nízkou infláciou ako v ekonomike s vysokou infláciou. Revolučná práca Kydlanda a Prescottta (1977) však poukázala, že aj pri neexistencii dlhodobého vzťahu medzi infláciou a nezamestnanosťou nejasná a zavádzajúca politika môže viesť k vysokej inflácii bez pozitívnych efektov v nezamestnanosti.

Cieľom tejto práce je objasniť dôvody a následky takéhoto správania sa tvorcu politiky v ekonomike. V úvode je opísaná realizácia monetárnej politiky ako nekooperatívna hra medzi tvorcom politiky a verejnosťou, kde verejnosť vníma záväzky politikov a na základe týchto informácií formuje očakávania. Neskôr je tento model obohatený o racionálne očakávania a hľadá sa optimálna stratégia s dostatočnou dôverou (kredibilitou), pri ktorej budú očakávania konzistentné s výškou skutočnej inflácie.

Politické záujmy a verejnosť

Pri hľadaní odpovedí na otázku, čo je lepšie pre verejnosť a čo pre tvorcu politiky, je nutné porozumieť interakcii medzi tvorcom politiky a verejnosťou. Záujem tvorcu politiky je snaha dosiahnuť čo najlepšiu pozíciu pri rozhodovaní o jeho budúcom znovuzvolení. Tomu prispôsobí aj svoju politiku volebného cyklu. Avšak nástroje, ktoré väčšinou na

to využíva, zaručia úspech len v krátkodobom horizonte. Rast dôchodku spojený s poklesom nezamestnanosti privoláva budúce inflačné tlaky. Tie však politik v horúcom boji o svoje kreslo považuje až za nasledujúce „zlo“ a pri rozhodovaní ho diskontuje vysokou úrokovou mierou, čím sa presadí expanzívna politika.

Centrálna banka (CB) je nezávislá od vlády len do určitej miery a jej cieľom je nenulová miera inflácia. Napriek všetkej snahe o udržanie stabilnej inflácie je postavenie CB vo vzťahu k vláde nerovnomerné, t. j. priamo alebo nepriamo je jej podriadená.

Na druhej strane stojí verejnosť (spotrebiteľia a výrobcovia), ktorá reaguje na správanie a prísľuby politikov. Vláda svojimi rozhodnutiami ovplyvňuje očakávania verejnosti. Stále však má pokušenie ju zavádzať, aby verejnosť formulovala nižšie inflačné očakávania. Dôvod je zrejماً. Vláda financuje svoje deficity väčšinou prostredníctvom emisie dlhopisov. Nominálna úroková miera i , ktorú verejnosť akceptuje pri kúpe vládnych obligácií, je determinovaná požadovanou mierou očakávaného reálneho zhodnotenia r^e a očakávanou zmenou cenovej hladiny π^e :

$$i = r^e + \pi^e \quad (1)$$

Vláda môže predávať obligácie pri nízkej nominálnej sadzbe, len ak verejnosť očakáva nízku infláciu. Pri pohľade na reálnu sadzbu r , ktorú platí vláda, je pohľad na reálne náklady vlády daný vzťahom:

$$r = i - \pi, \quad (2)$$

kde π predstavuje skutočnú infláciu. Ak je v rukách politika určiť zmenu cenovej hladiny π , tak aby dosiahol nižšie reálne náklady, potrebuje zvýšiť infláciu nad očakávania verejnosti. Z rovníc 1 a 2 dostávame:

$$r = r^e + \pi^e - \pi \quad (3)$$

Z rovnice je zrejماً, prečo vláda má pokušenie zvýšiť infláciu nad očakávania verejnosti. Ak politik stanoví $\pi > \pi^e$, potom $r < r^e$, čiže opustením záväzku dodržať prisľúbenú infláciu získava v prípade vyššej inflácie výnos z nižšej reálnej úrokovej sadzby, ktorú verejnosť neočakávala. To núti politika presadzovať takú stratégiu, pri ktorej sú inflačné očakávania nižšie, ako je skutočná miera inflácie.

Pravidlá alebo diskrétno rozhodnutia

Štandardné pravidlo menovej politiky hovorí, že v každom okamihu je potrebné vybrať najlepšiu politiku, akú je možné zvoliť. Kydland a Prescott (1977) rozpracovali túto teóriu,

príčom hľadali takú politiku, ktorá bude z časového hľadiska konzistentná. Podľa nich je monetárne pravidlo určitá forma prísľubu, ktoré sa tvorca politiky snaží dodržať, aby sa očakávaná verejnosti zhodovali so skutočnou mierou inflácie. Naopak diskrétna rozhodnutia upúšťajú od menovopolitických pravidiel a menová politika sleduje vlastné ciele. Predpokladajme lineárny vzťah medzi nezamestnanosťou a infláciou:

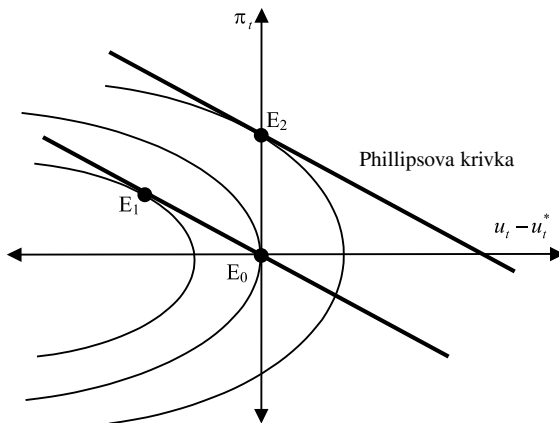
$$u_t = \alpha(\pi_t^e - \pi_t) + u_t^* \quad (4)$$

kde u_t je nezamestnanosť v čase t , u_t^* prirodzená miera nezamestnanosti, π_t^e očakávaná inflácia, π_t skutočná inflácia a α parameter. Predpokladá sa, že očakávania sú racionálne, $\pi_t^e = E\pi_t$, a optimálna miera inflácie sa rovná 0. Cieľom politiky je minimalizovať určitú stratovú funkciu spoločnosti, v našom prípade definovanú ako odchýlku od prirodzenej miery nezamestnanosti a miery inflácie:

$$S = f(\pi_t, u_t - u_t^*) \quad (5)$$

Takto definovanú stratovú funkciu môžeme minimalizovať pri ohraničení (4). V tomto prípade akýkoľvek odklon od optimálnych hodnôt $\pi_t = 0$ a $u_t = u_t^*$ predstavuje pre tvorca politiky neželateľnú stratu.

Obr. 1



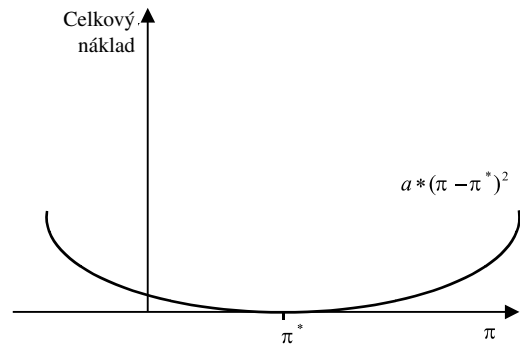
Z obr. 1 je zrejmé, že minimalizácia stratovej funkcie je pre tvorca politiky hľadanie optimálnej miery inflácie. Predpokladajme, že na začiatku sa ekonomika nachádza v „optimálnom stave“ E_0 (nulová inflácia, prirodzená miera nezamestnanosti). Tento bod však nezodpovedá podmienke optimálnosti pri danej Phillipsovej krivke. Verejnosc je indiferentná medzi infláciou a nezamestnanosťou (pohyb po Phillipsovej krivke) a preto je pre tvorca politiky výhodné neočakávaným zvýšením inflácie (diskrétna rozhodnutie) znížiť nezamestnanosť (stav E_1). Ak však agenti, t. j. subjekty na trhu indikujú vyššiu infláciu, prispôbujú tomu svoje očakávania a ekonomika sa ustáli v bode E_2 . Tento bod však už zodpovedá indiferenčnej krivke s vyššími stratami. Politik nakoniec s cieľom znížiť stratu spoločnosti dosiahol opačný účinok, pretože ciele zvýšenie inflácie neprineslo v konečnom dôsledku žiaden pozitívny efekt v nezamestnanosti. Účin-

nosť politiky je v tomto prípade determinovaná racionálnymi alebo adaptívnymi očakávaniami. Ak by agenti formovali adaptívne očakávania, potom expanzívnej politike zodpovedá prechod z bodu E_0 do bodu E_1 . Ak však agenti pochopia snahu politiky ovplyvňovať ekonomiku, výsledkom bude bod E_2 , ktorý je horší ako E_0 a E_1 . V takomto prípade sa javí diskrétna politika horšia ako politika pravidla dodržiavania stabilnej inflácie.

Barro a Gordon (1983) túto teóriu ďalej rozpracovali, s cieľom poukázať na nesúlad medzi politikou pravidla pri modeloch s racionálnymi očakávaniami a skúsenosťami trhových ekonomík, kde prevláda pragmatická politika. Ich model vychádza z predpokladu, že v hospodárstve existuje určitá optimálna úroveň inflácie π^* . V prípade, že sa ekonomika vychýlije od danej inflácie, definujú túto odchýlku ako určitý náklad pre ekonomiku.

$$\text{náklad} = \alpha(\pi - \pi^*)^2 \quad (6)$$

Obr. 2



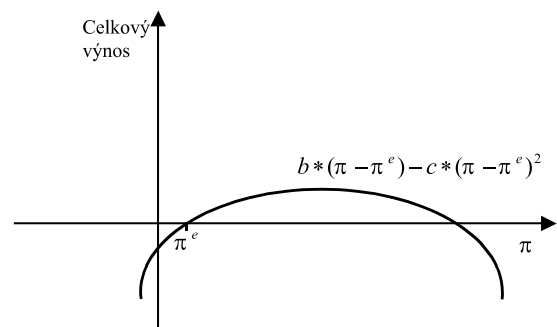
Objasnenie výchylky od optimálnych hodnôt π^* vychádza z poznatku, že v prípade vyššej inflácie ekonomika trpí príliš vysokými transakčnými nákladmi a v prípade nižšej inflácie je razebné veľmi malé. Ako však bolo naznačené v príklade so špekuláciou pri predaji dlhopisov, politik má pri zvolení vyššej ako očakávanej inflácie určitú výhodu, ktorá vyplýva z nižších reálnych úrokových sadziieb alebo nižšieho reálneho dlhu.

Predpokladajme, že vieme túto výhodu oceniť a bude jej zodpovedať konkávna výnosová funkcia:

$$\text{výnos} = b(\pi - \pi^e) - c(\pi - \pi^e)^2 \quad (7)$$

Graficky je priebeh výnosovej funkcie zobrazený na obr. 3.

Obr. 3





Politik, samozrejme, chce stanoviť takú mieru inflácie, ktorá by minimalizovala celkové straty spoločnosti L , t. j. rozdiel medzi nákladmi a výnosmi:

$$L = a(\pi - \pi^*)^2 - [b(\pi - \pi^e) - c(\pi - \pi^e)^2] \quad (8)$$

$$\min_{\pi} L = a(\pi - \pi^*)^2 - [b(\pi - \pi^e) - c(\pi - \pi^e)^2] \quad (9)$$

kde $a, b, c > 0$. Politik teda rozhoduje o výške inflácie π na základe informácií o očakávaní verejnosti π^e . Očakávania verejnosti v tomto prípade ovplyvňujú rozhodnutie politika, ktorý však môže vhodnou stratégiou ukotviť očakávania určitým prísľubom. Derivovaním rovnice (8) dostávame podmienku optimálnosti prvého rádu:

$$\frac{dL}{d\pi} = 2a(\pi - \pi^*) - b + 2c(\pi - \pi^e) = 0, \quad (10)$$

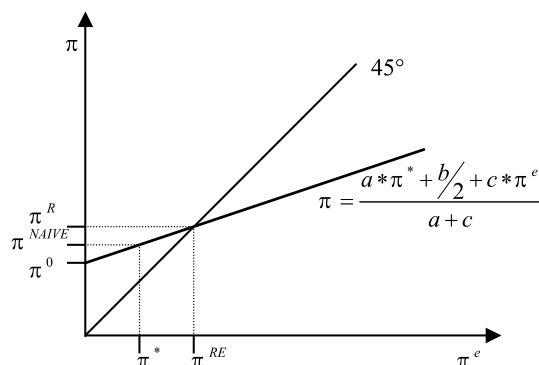
odkiaľ:

$$\pi = \frac{a\pi^* + b/2 + c\pi^e}{a + c}, \quad (11)$$

čo v tomto prípade predstavuje *reakčnú funkciu* tvorcu politiky.

Z tejto rovnice je zřejmé, že s rastom inflačných očakávaní rastie aj výsledná inflácia a bude vyššia ako je jej optimálna úroveň π^* . Koeficient b reprezentuje hraničný výnos pri rastúcej inflácii (nad mieru inflačných očakávaní) a je charakteristický prevažne pre krajiny s vysokým zadlžením. Z dlhodobého hľadiska je však dôležitý pohľad na koreláciu medzi inflačnými očakávaniami a skutočnou infláciou. Sú očakávania skutočne racionálne a ak áno, aká hodnota je pre ekonomiku prospešná? Z grafickej realizácie (obr. 4.) reakčnej funkcie vidieť, že existuje len jedno riešenie, keď je inflácia zhodná s inflačnými očakávaniami.

Obr. 4



Porovnajme niekoľko scenárov inflačných očakávaní a straty pri týchto scenároch.

Scenár 1: Inflačné očakávania sa rovnajú nule

Dosadením $\pi^e = 0$ do reakčnej funkcie dostávame:

$$\pi^e = 0 \Rightarrow \pi = \frac{a\pi^* + b/2}{a + c} > 0 \quad (12)$$

Tieto inflačné očakávania *nie sú racionálne*. Verejnosť pri svojom rozhodovaní o inflácii nemá žiadne relevantné informácie, že inflácia bude nulová, a preto toto riešenie je v podmienkach racionálneho rozhodovania neprípustné.

Scenár 2: Diskrétné rozhodnutie s prísľubom optimálnej inflácie

Táto situácia môže nastať, ak politik má schopnosť ovplyvniť očakávania verejnosti určitým prísľubom, že inflácia sa bude rovnať jej optimálnej hodnote, t. j. $\pi = \pi^*$. Tým verejnosť formuje svoje očakávania na základe prísľubu politika $\pi^e = \pi^*$. Ak politik vie, že verejnosť očakáva optimálnu úroveň inflácie π^* , môže uskutočniť diskrétné rozhodnutie s cieľom minimalizovať celkovú stratu.

$$\pi^e = \pi^* \Rightarrow \pi = \frac{a\pi^* + b/2 + c\pi^*}{a + c} = \pi^* + \frac{b}{2(a + c)} \equiv \pi^{NAIVE} > \pi^* \quad (13)$$

Potom celková strata definovaná vzťahom (8) po dosadení π a π^* je:

$$L^{NAIVE} = -\frac{b^2}{4(a + c)} < 0 \quad (14)$$

Výsledná inflácia je vyššia ako jej optimálna hodnota. Verejnosť zafixovala svoje očakávania s vedomím, že tvorca politiky dodrží svoj prísľub. Ten však upustil od svojho prísľubu a tým agenti stratili dôveru, že budúci prísľub politika bude dodržaný. Politik svojím rozhodnutím zvýšil infláciu nad optimálnu úroveň, čím dosiahol pokles reálneho dlhu bez potreby nárastu daní. Racionálni agenti si však uvedomili, že ich očakávania neboli správne.

Scenár 3: Diskrétné rozhodnutie a racionálne správanie sa verejnosti

Verejnosť si uvedomuje snahu politika o odklon jej očakávaní od skutočnej inflácie, a tým prísľub stratil váhu a agenti pozorne sledujú plány politika a formujú očakávania podľa skutočnej inflácie $\pi^e = \pi$. Týmto očakávaniam zodpovedá bod na obr. 4, v ktorom reakčná funkcia pretína priamku so 45° uhlom. Dosadením do reakčnej rovnice a po úprave dostávame:

$$\pi^e = \pi^* \Rightarrow \pi = \frac{a\pi^* + b/2}{a} = \pi^* + \frac{b}{2a} \equiv \pi^{RE} > \pi^* \quad (15)$$

a po dosadení do funkcie straty spoločnosti:

$$L^{RE} = \frac{b^2}{4a} > 0 \quad (16)$$

Výsledná inflácia je vyššia ako jej optimálna úroveň z dvoch dôvodov:

1. Politik stále vidí možnosť výnosu z vyššej inflácie ako sú očakávania. To ho núti realizovať expanzívnu politiku.

2. Verejnosť však rozumie takémuto špekulatívnemu zmýšľaniu politika. Ak pri očakávaníach $\pi^e = \pi^*$ bola skutočná inflácia vyššia, potom aj verejnosť formuje svoje očakávania vyššie, ako je optimálna miera inflácie.

Porovnaním týchto dvoch scenárov prichádzame k zaujímavým záverom.

$$\begin{aligned} \pi^{RE} > \pi^{NAIVE} > \pi^* \\ L^{RE} > L^{NAIVE} \end{aligned} \quad (17)$$

Racionálne správanie sa agentov je v tomto prípade horšie, ako keby „naivne“ uverili prísľubom tvorcu politiky. V oboch prípadoch je inflácia vychýlená od jej optimálnej hodnoty. V prípade scenára 3 je inflácia vyššia ako jej optimálna úroveň, no v porovnaní so scenárom 2 politik pri svojom diskretnom správaní nemá žiaden výnos z dodatočnej inflácie, ktorá je už konzistentná s očakávaniami.

Existuje však isté riešenie, ktoré vie eliminovať straty vyplývajúce z racionálneho správania agentov. Barro a Gordon vyslovili názor, že tvorcovi politiky je potrebné „zviazať ruky“. Namiesto diskretnej voľby inflácie by sa mal politik zaviazat' k dodržiavaniu určitých pravidiel pri hľadaní optimálnej miery inflácie a nemal by mať pokúšenie upustiť od tohto prísľubu.

Scenár 4: Pravidlo dodržania inflácie

Predpokladajme, že politik sa drží určitých pravidiel a vyslovil prísľub, že vždy stanoví mieru inflácie rovnajúcu sa jej optimálnej hodnote $\pi = \pi^*$. V tomto scenári sa už nebude pokúšať upustiť od daného prísľubu. Agenti v takomto prípade prísľubu veria a tiež stanovia $\pi^e = \pi^*$. Potom môžeme vyčíslit' stratu spoločnosti:

$$L^{RULE} = 0 \quad (18)$$

Porovnaním výsledkov jednotlivých scenárov dostávame:

$$L^{RE} > L^{RULE} > L^{NAIVE} \quad (19)$$

Najmenej strát spôsobí scenár 2, kde je čistá strata spoločnosti záporná. Toto riešenie je však možné len pri adaptívnych očakávaníach alebo v prípade, že prísľub politika je dostatočne spoľahlivý, aby agenti na základe tohto prísľubu formovali očakávania. S každým nedodržaným prísľubom politika klesá jeho dôveryhodnosť a agenti formujú očakávania podľa scenára 3. Tu už je strata spoločnosti horšia, a preto sa lepším riešením javí politika pravidla. Verejnosť v tomto prípade verí prísľubu a politik v záujme dodržiavania pravidla nemení infláciu, ktorú sa zaviazal dodržat'. Problém ale spočíva v tom, že politik s dostatočnou kredibilitou, ktorú dosiahol dodržiavaním pravidla, má stále pokúšenie zavádzať verejnosť, aby inflačným šokom získal určitý prospech. Takéto riešenie pomocou politiky pravidla je teda optimálne, ale časovo nekonzistentné. Z krátkodobého hľadiska politik môže dosiahnuť zníženie nezamestnanosti, ale to sa neskôr prejaví v náraste inflácie. Naproti tomu diskretné riešenie s racionálnymi agentmi je časovo konzistentné, ale suboptimálne. Ak by sme

chceli dosiahnuť dodržiavanie pravidla, potom by bolo treba nájsť takú infláciu, pri ktorej by politik nemal pokúšenie od takéhoto pravidla upustiť.

Uplatnenie politiky pravidla

Doposiaľ sme rozoberali správanie ekonomiky staticky. Ak vychádzame z predpokladu, že v čase t agenti formujú očakávania na základe dôveryhodnosti politika, o ktorom vedia, že sa v minulosti správal pomocou pravidla, potom ich očakávania týkajúce sa inflácie v čase t sú $\pi_t^e = \pi_t^*$. Politik má v tomto prípade dve stratégie:

1. Dodržat' pravidlo aj v čase t a stanoviť infláciu $\pi_t = \pi_t^*$.
2. Porušiť pravidlo a urobiť diskretné rozhodnutie podľa (13).

Túto situáciu názorne prezentuje nasledujúca tabuľka:

	t	$t + 1$
1. Očakávania verejnosti π_t^e	π_t^*	π_{t+1}^*
Skutočná inflácia π_t	$\pi_t = \pi_t^*$	$\pi_{t+1} = \pi_{t+1}^*$
Strata spoločnosti L_1	$L_{1,t} = 0$	$L_{1,t+1} = 0$
2. Očakávania verejnosti π_t^e	π_t^*	π_{t+1}
Skutočná inflácia π_2	$\pi_t = \pi_t^* + \frac{b}{2(a+c)}$	$\pi_{t+1} = \pi_{t+1}^* = \frac{b}{2a}$
Strata spoločnosti L_2	$L_{2,t} = -\frac{b^2}{4(a+c)}$	$L_{2,t+1} = \frac{b^2}{4a}$

Ak politik poruší pravidlo v čase t , môže čakať, že agenti prestanú veriť politike pravidla (strata dôveryhodnosti) a v ďalšom období už budú formovať očakávania nie podľa prísľubu, ale racionálne.

Politik stratu očakávanú v čase $t + 1$ diskontuje faktorom:

$$q = \frac{1}{1+r}, \quad (20)$$

kde r je diskontná sadzba. Potom rozhodnutie o uskutočnení prvej alebo druhej stratégie je dané očakávanou celkovou stratou L_T .

$$L_T = L_t + qL_{t+1} \quad (21)$$

Definujme teraz premennú *pokúšenie* T ako rozdiel strát pri stratégiách 1 a 2 v čase t .

$$T = L_t^{RULE} - L_t^{NAIVE} = 0 - \left(-\frac{b^2}{4(a+c)} \right) = \frac{b^2}{4(a+c)} > 0 \quad (22)$$

Premenná T nadobúda kladné hodnoty, politika láka uskutočniť stratégiu 2. Pokúšenie teda kvantifikuje očakávanú stratu (alebo zisk) pri zmene stratégie. Inflačným šokom by však v čase $t + 1$ došlo k zmene očakávaní verejnosti a tým aj k horšiemu výsledku v čase $t + 1$.

Zadefinujme pojem presadenie P , ktoré ohodnotí výhodnosť pravidla oproti diskretnému rozhodnutiu, ktoré bude



v čase $t + 1$. Matematicky to znamená diskontovaný rozdiel strát pri stratégii 2 oproti stratégii 1 v čase $t + 1$.

$$P = q(L_{t+1}^{RE} - L_{t+1}^{RULE}) = q\left(\frac{b^2}{4a} - 0\right) = \frac{qb^2}{4a} > 0 \quad (23)$$

Premenná P tiež nadobúda kladné hodnoty, čiže v tomto prípade je strata aj po diskontovaní v čase $t + 1$ vyššia pri diskkrétnej politike ako pri dodržiavaní pravidla.

Tým sa dostávame k hľadaniu vhodnej stratégie pre politiku. Ak má byť pravidlo úspešnejšie ako diskrétno rozhodnutie, ohodnotenie preferencie pravidla P musí byť vyššie ako preferovanie potenciálneho zisku pri diskrétnom rozhodnutí T . Inými slovami, ak strata z opustenia pravidla je väčšia ako zisk plynúci z uplatnenia diskkrétnej politiky, nie je dôvod pravidlo porušiť.

$$T \geq P \quad (24)$$

po dosadení:

$$\frac{b^2}{4(a+c)} \geq \frac{qb^2}{4a} \quad (25)$$

odkiaľ pre hodnotu q dostávame:

$$q \leq \frac{a}{a+c} \quad (26)$$

Diskontná sadzba r , ktorá determinuje q odráža predstavy tvorcu politiky o budúcnosti. Ak uvažuje v krátkodobom horizonte¹, potom volí vysoké r , čím sa q približuje k nule.

Na druhej strane:

$$a \gg c \Rightarrow \lim_{(a-c) \rightarrow \infty} \frac{a}{a+c} = 1 \quad (27)$$

Tu je spor medzi preferenčnými váhami a a c a diskontným faktorom q . Čím sa váha a viacej vzdaluje od váhy c , potom pri krátkom horizonte je politika pravidla dodržať π^* stále viac ohrozená, čo dáva priestor pokušeniu uskutočniť diskrétno rozhodnutie. A to ohrozuje dodržanie politiky pravidla.

Ak prijmeme predpoklad, že $c = 0$, presadenie pravidla je nemožné. Z toho vyplýva, že pravidlo držať sa optimálnej inflácie π^* nebude rovnovážnym riešením tohto modelu.

Najlepšie pravidlo a rovnováha centrálnej banky

Ak predchádzajúce zistenie ukázalo, že pri pravidle dodržiavať optimálnu mieru inflácie π^* nebude zabezpečená rovnováha, môžeme zovšeobecniť našu analýzu pre pravidlo dodržať stanovenú infláciu π^N , ktorá nemusí zodpovedať optimálnej miere inflácie. Tým sa menia aj očakávania agentov, ktoré v prípade dôveryhodného pravidla budú $\pi^e = \pi^N$.

Pre zjednodušenie naďalej predpokladajme $c = 0,2$

¹ Napr. z dôvodu blížiacich sa volieb alebo vysokých rizík v budúcnosti.

² Tento predpoklad nemá vplyv na závery vyplývajúce z analýzy, môže len pozmeniť výsledné analytické riešenie.

Potom preformulujeme stratové funkcie (14) a (18).

$$L^{NAIVE} = \frac{b^2}{4a} - b\left[(\pi^* - \pi^N) + \frac{b}{2a}\right] \quad (28)$$

$$L^{RULE} = a(\pi^N - \pi^*)^2 \quad (29)$$

$$L^{RE} = \frac{b}{4a} \quad (30)$$

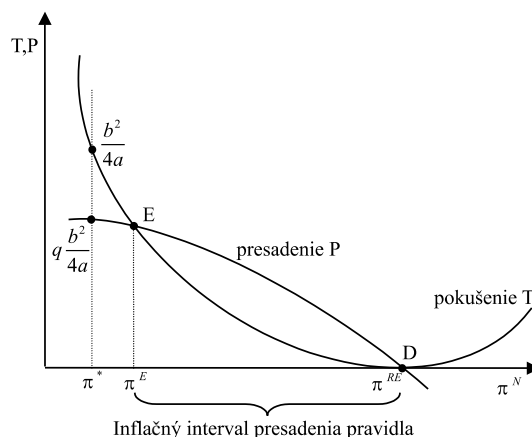
Modifikáciou rovníc (14) a (18) dostávame aj zovšeobecnenie pre rovnice (21) a (22).

$$T = a\left[\frac{b}{2a} - (\pi^N - \pi^*)\right]^2 \quad (31)$$

$$P = qa\left[\left(\frac{b}{2a}\right)^2 - (\pi^N - \pi^*)^2\right] \quad (32)$$

Priebeh týchto dvoch kriviek je zobrazený na obr. 5 a vidno z neho, že ak politik volí pravidlo pri inflácii π^* , pokušenie z uplatnenia diskkrétneho rozhodnutia je väčšie ako držanie sa politiky pravidla. S rastom inflácie zisk z inflačného šoku klesá, a tým klesá aj pokušenie politika uskutočňovať diskrétnu politiku. Minimum nadobúda v bode D, ktorý predstavuje infláciu pri diskrétnom pravidle. V tomto bode sa politika pravidla a diskrétna politika realizujú s rovnakou infláciou, čím je pokušenie nulové. V prípade inflácie vyššej ako π^{RE} pokušenie opäť rastie z dôvodu nižších strát pri uplatňovaní diskkrétneho rozhodnutia ako pri politike pravidla a politik preferuje diskrétno pravidlo s infláciou π^{RE} .

Obr. 5



Z priebehu oboch kriviek vidieť, pri akej inflácii π je politika pravidla lepšia ako diskrétno rozhodnutie. V tomto prípade je to interval:

$$\pi^E < \pi < \pi^{RE} \quad (33)$$

Pri tejto inflácii už pokušenie uplatňovať diskrétnu politiku je menšie ako presadenie dodržiavania politiky pravidla.



Riešením systému $T = P$ dostávame kritické hodnoty pre infláciu π , pri ktorej je politika dodržiavania vopred stanovenej inflácie rovnovážnou stratégiou v porovnaní s uplatňovaním diskretných rozhodnutí a spätného hľadania stratenej kredibility.

$$\pi^E = \pi^* + \frac{1-q}{1+q} \frac{b}{2a} \quad (34)$$

$$\pi^{RE} = \pi^* + \frac{b}{2a} \quad (35)$$

V rámci tohto intervalu môžeme nájsť takú mieru inflácie, pre ktorú bude strata spoločnosti minimálna. V našom ponímaní to predstavuje bod E , pri ktorom politik realizuje rovnovážnu infláciu π^E a stratu:

$$\pi^E = \pi^* + \frac{1-q}{1+q} \frac{b}{2a} \Rightarrow L(\pi^E) = \frac{b^2}{4a} \left(\frac{1-q}{1+q} \right)^2 \quad (36)$$

Táto podmienka rovnováhy nám určuje voľbu takej miery inflácie, pri ktorej agenti formujú rovnaké inflačné očakávania a politik nemá tendenciu upustiť od pravidla. Ak by tak urobil, stratí kredibilitu a jeho prísľubu už agenti neuveria. Formujú vyššie inflačné očakávania a tým vznikajú dodatočné náklady spojené s vyššou infláciou, ktoré sú aj po diskontovaní vyššie ako počiatočné zisky z inflačného šoku. Politik sa preto vždy snaží o vybilancovanie ziskov z neočakávanej inflácie v krátkom období a nákladov spojených so stratou kredibility.

Tým sme našli stabilné riešenie pre uplatňovanie politiky pravidla. Rovnovážna miera inflácie je determinovaná parametrami a , b a diskontného faktora q . Ak vieme, že diskontný faktor je z intervalu $0 < q < 1$, rovnovážna inflácia závisí od preferencie politika preferovať súčasné zisky pred budúcimi stratami. Čiže aj rovnovážna miera inflácie bude určitým váženým priemerom medzi optimálnou infláciou π^* a diskretným riešením π^{RE} . Ak q bude blízke 0, čiže politik bude preferovať viac prítomnosť ako budúcnosť a súčasná hodnota budúcich nákladov bude nízka, rovnovážna inflácia bude blízka diskretnému riešeniu. S rastom $q \rightarrow 1$ rastie aj súčasná hodnota budúcich strát a rovnovážna miera inflácie sa približuje optimálnej inflácii π^* .

Takéto úvahy sú však prípustné, len keď uvažujeme s nekonečným horizontom tejto nekooperatívnej hry. V opačnom prípade v poslednom období nie je možné dodržať politiku pravidla³ a rovnováha je neprípustná. V praxi sa okrem týchto úvah dopĺňajú nasledujúce požiadavky na uplatňovanie politiky pravidla:

- potreba zabezpečenia dostatočnej nezávislosti centrálnych bánk,
- požiadavka, aby sa centrálna banka explicitne prihlásila k určitému cieľu,
- konzervatívnosť centrálnej banky.

Záver

Cieľom tejto práce bolo popísať základné princípy rozhodovania sa pri uplatňovaní politiky pravidla alebo diskretnom rozhodovaní z pohľadu nekooperatívnej hry medzi verejnosťou a politikom. Verejnosť formuje inflačné očakávania a politik na základe očakávaní určuje rast cenovej hladiny. Konflikt medzi krátkodobým a dlhodobým rozhodovaním je v tomto prípade determinovaný odlišným ocenením budúcich strát vo forme vyššej inflácie. Politik si uvedomuje, že ak chce udržať politikou pravidla optimálnu infláciu, stráca určitý zisk z inflačného šoku, ktorý by mohol realizovať. Zamedziť pokušeniu politika v tomto prípade môžeme stanovením vyššej inflácie, ktorá už nebude politika lákať, aby upustil od politiky pravidla. Alternatívou sú rôzne opatrenia, ktoré znemožnia politikovi využívať zisk z inflácie. Len tak sa bude môcť inflácia pohybovať v želanom koridore, bez neočakávaných šokov.

Literatúra:

1. Barro, R., Gordon, D.: A positive theory of monetary policy in natural-rate model. NBER 1981. Working Paper No. 807.
2. Barro, R., Gordon, D.: Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. NBER 1983. Working Paper No. 1079.
3. Blanchard, O. J., Fischer, S.: Lectures on macroeconomics. London, MIT Press 1989.
4. Cukierman, A.: Central bank strategy, credibility, and independence: Theory and evidence. MIT Press 1992.
5. Kydland, F. E., Prescott, E. C.: Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans. Journal of Political Economy, Vol. 95, No. 3, pp. 473 – 491.
6. Rogoff, K.: Reputational constraints on monetary policy model. NBER 1986. Working Paper No. 1986.
7. Romer, D. H.: Advanced Macroeconomics. McGraw-Hill 2001.
8. Ruge-Murcia, F. J.: Does the Barro-Gordon model explain the behavior of us inflation? University of Montreal 2002.
9. Sommer, M.: Proč neklesá inflace v České republice? Fakulta sociálních věd University Karlovy 1995.
10. Tůma, Z.: Pravidla versus diskretní zásahy: K časové nekonzistenci. Politická ekonomie 5/1992.

³ To je zrejme v prípade, ak si politik uvedomuje, že jeho opätovné zvolenie v nasledujúcom období je nemožné.

MENOVÁ POLITIKA V SLOVENSKEJ REPUBLIKE

IMPLICITNÉ INFLAČNÉ CIELENIE A VÝBER OPTIMÁLNEHO REŽIMU VÝMENNÉHO KURZU

Mathias Nell

Pokračovanie z čísla 9/2004

5. Implicitné inflačné ciele a rôzne režimy výmenného kurzu

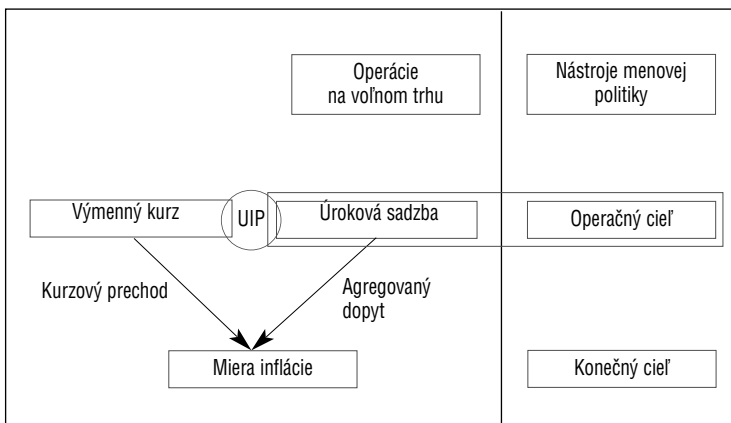
V predchádzajúcich častiach sme zistili, že režim fixného pegu, tzn. pevný, horizontálny a verejne ohlasovaný cieľ v rámci kurzového ciele, nie je pre NBS realizovateľnou alternatívou. Takže strategická debata sa musí zamerať na iné možné politiky.

5.1. Nedostatky existujúcich modelov inflačného ciele

Opakujúcou sa témou rôznych diskusií o inflačnom ciele je to, že sa nemusí určovať cieľ žiadnej inej nominálnej kotvy, ako napríklad výmenného kurzu. Napríklad Mishkin (2000) zdôrazňuje, že v rámci cieľovej inflácie sú možné len režimy pohyblivého výmenného kurzu, teda čistý alebo nezávislý floating. Táto teória však zabúda na teoretické diskusie o riadenom floatingu, čo vyplýva z faktu, že väčšina ekonómov vo svojich teóriách nerozlišuje medzi čistým, nezávislým a riadeným floatingom.

Riadený floating ale neposkytuje nominálnu kotvu – pomocný cieľ, a preto nemusí byť v konflikte s (implicitným) inflačným ciele. Tieto holé fakty vrhajú celkom iné svetlo na modely inflačného ciele v otvorenej ekonomike vypracované napríklad autormi, ako sú Ball (1999), Batini/Haldane (1999), Bharucha/Kent (1998), Sutherland (2001) a Svensson (1998), ako aj na závery,

Obrázok 1: Tradičný pohľad na inflačné ciele v otvorenej ekonomike



Zdroj: Hübner (2004)

ku ktorým dospelo veľa autorov v súvislosti s režimom výmenného kurzu, ktorý musí sprevádzať (implicitné) inflačné ciele.

Vyššie uvedené modely majú dve spoločné črty (pozri obrázok č. 1). Na jednej strane vychádzajú z predpokladu, že zmeny výmenného kurzu sú vyjadrené v základných premenných, dokonca aj v krátkodobom horizonte. To znamená, že sa predpokladá, že PPP a najmä UIP sú v každom čase nezmenené. Na druhej strane sa predpokladá, že jediným operačným cieľom menových orgánov je krátkodobá úroková sadzba.

Prvý pohľad neodráža skutočnosť, pretože PPP sa v krátkom čase môže výrazne zmeniť na základe ocenenia podľa trhu. A navyše, systematické odchýlky zmien výmenného kurzu od UIP sa vyskytujú veľmi často. Preto politické pravidlá, s ktorými rátajú uvedené modely, sú značne nerealistické. Druhý predpoklad neráta s riadeným floatingom ako s nezávislou stratégiou menovej politiky, keď prídu na rad sterilizačné devízové intervencie (pozri obrázok č. 2 na nasledujúcej strane).

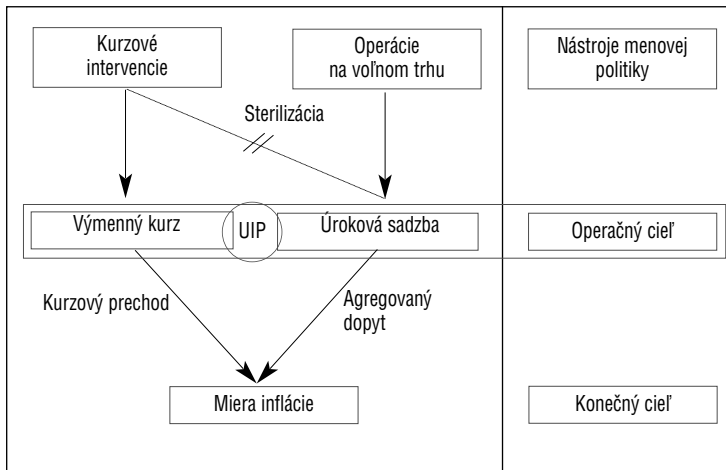
Na analyzovanie vhodnosti rôznych režimov výmenného kurzu s implicitným inflačným ciele treba zvoliť oveľa realistickejší prístup.

5.2. Model implicitného inflačného ciele

Vo všeobecnosti existujú dva rozchádzajúce sa názory na to, čo zahŕňa inflačné ciele.¹ Na jednej strane inflačné ciele možno vnímať ako rámec (Bernanke, Laubach, Mishkin a Posen, 1999). Na druhej však inflačné ciele možno interpretovať ako pravidlo (Svensson, 1998, 2000).

Ak sa inflačné ciele vníma ako rámec, v praxi to znamená, že mu chýba explicitný pomocný cieľ. Inými slovami, neexistuje žiadne pravidlo, ako by centrálna banka mala vykonávať menovú politiku, napríklad využitím miery rastu menových agregátov (ako je tomu v rámci menového ciele) alebo využitím cieľového výmenného kurzu (ako v prípade režimov čistého kur-

¹ Nasledujúca formálna práca je vo veľkej miere založená na prácach Bofingera a Wollmershäusera (2001, 2002) a Hübnera (2004).

Obrázok 2: Inflačné celenie v otvorenej ekonomike s cieľným výmenným kurzom


Zdroj: Hüfner (2004)

zového celenia). Nástroje menovej politiky sa skôr stanovujú na základe dostupných informácií o faktoch, ktoré by mohli ovplyvňovať infláciu a inflačné ciele, napr. ponukové a dopytové šoky alebo kurzové pohyby.

Ak sledujeme interpretáciu podľa Svenssona, pre menové orgány sa pravidlo efektívne zužuje na celenie inflačných prognóz. Explicitná podoba pravidla celenia prognóz v sebe zahŕňa fakt, že centrálna banka musí viesť podmienené inflačné prognózy, tzn. prognózy založené na úrovni bežných úrokových sadzieb alebo smeroch úrokových sadzieb, ktoré sa približujú vopred vyhláseným inflačným cieľom (Bofinger, 2001).² Implicitne však pravidlo celenia prognóz vyjadruje to, že ak by sa podmienené prognózy odklonili od cieľa, centrálna banka by musela upraviť svoje krátkodobé kľúčové úrokové sadzby. Formálne toto implicitné pravidlo možno zapísať ako $i - i_{-1} = \zeta(\pi^{\text{forej-1}} - \pi^T)$, pričom $\zeta > 1$ a i vyjadruje domácu úrokovú sadzbu, $\pi^{\text{forej-1}}$ inflačnú prognózu založenú na úrokovej sadzbe predchádzajúceho obdobia a π^T inflačný cieľ.

Zdá sa, že NBS hybridné ponímanie inflačného celenia vyhovuje. NBS je centrálnou bankou s riadeným floatingom pôsobiacou v rámci implicitného inflačného celenia charakterizovaného nasledujúcimi kľúčovými prvkami:

- NBS využíva interné krátkodobé inflačné ciele, ktoré sa do istej miery zakladajú na nevyhlásených cieľoch pre ostatné pomocné premenné, tzn. implicitné inflačné ciele;
- politické rozhodnutia sú v značnej miere determinované odchýlkami podmienených krátkodobých prognóz od interných cieľov.

NBS ako centrálna banka s implicitným inflačným celením v praxi zverejňuje medziročne inflačné prognózy. Tieto

² Centrálna banka môže tiež využívať nepodmienené prognózy, tzn. tie, ktoré nie sú založené na úrovni bežných úrokových sadzieb alebo smeroch úrokových sadzieb. V tejto práci však vychádzame z predpokladu podmienenej podoby explicitného pravidla, keďže lepšie vyhovuje tvorbe prognóz v NBS.

prognózy sa zakladajú na veľkom množstve ekonomických faktorov, napr. projekcie vývoja output gapu, výmenného kurzu a ponukových šokov. Okrem toho podmienené prognózy NBS vychádzajú aj z jej interných inflačných cieľov. Takže jej podmienená inflačná prognóza ($\pi^{\text{forej-1}}$) sa môže aproximovať jednoduchým vzťahom kanála priameho výmenného kurzu v rámci Phillipsovej krivky na jedno obdobie:

$$(6) \quad \pi^{\text{forej-1}} = \pi_{\text{int}}^T + \chi_4 \tilde{y} + \chi_5 \Delta q^T + \epsilon^S \text{ or } \pi^{\text{forej-1}} - \pi_{\text{int}}^T = \chi_4 \tilde{y} + \chi_5 \Delta q^T + \epsilon^S.$$

π_{int}^T vyjadruje interný inflačný cieľ. \tilde{y} sa vzťahuje na output gap, ϵ^S na náhodný ponukový šok v dôsledku bieleho šumu („random white noise supply shock“). χ_4 a χ_5 sú reakčné parametre, ktoré vyjadrujú, do akej miery sa inflačná prognóza reviduje, ak sa zmení output gap alebo

reálny výmenný kurz (cieľ). Predpokladá sa, že oba parametre sú kladné.

NBS ako centrálna banka s flexibilným implicitným inflačným celením kladie dôraz tak na odklon prognózovanej inflácie od cieľovej, ako aj na output gap. Takže funkcia (internej) sociálnej straty môže mať nasledujúcu podobu:

$$(7) \quad L_1 = \lambda_1 \tilde{y}^2 + \lambda_2 (\pi^{\text{forej-1}} - \pi_{\text{int}}^T)^2,$$

kde λ_1 a λ_2 odzrkadľujú relatívne preferencie centrálny banky vo vzťahu k jej príslušným politickým cieľom.

Dosadením (6) do (7) a minimalizovaním (7) vzhľadom na output gap vznikne:

$$(8) \quad \tilde{y}^{\text{opt}} = - \frac{\lambda_2 \chi_4}{\lambda_1 + \lambda_2 \chi_4^2} (\chi_5 \Delta q^T + \epsilon^S).$$

Dopytovú stranu ekonomiky možno vyjadriť jednoduchým vzťahom IS v rámci output gapu:

$$(9) \quad \tilde{y} = -\chi_1 r + \chi_2 \Delta q^T + \epsilon^D,$$

kde χ_1 je úroková elasticita a χ_2 kurzová elasticita agregovaného dopytu. Predpokladá sa, že obe hodnoty sú kladné. ϵ^D je náhodná porucha v dôsledku bieleho šumu (random white noise disturbance) odzrkadľujúca domáce dopytové šoky.

Prepísaná rovnica (9) sa teda mení na:

$$(10) \quad \tilde{y} = -\chi_1 \left(r - \frac{\chi_2}{\chi_1} \Delta q^T \right) + \epsilon^D.$$

Výraz v zátvorke je známym vyjadrením skutočného reálneho indexu MCI v rovnici (1) prvá časť článku, keďže $\delta = \frac{\chi_2}{\chi_1}$.

³ Keďže zatiaľ nevychádzame z predpokladu centrálny banky s kurzovým celením, zahrnutie indexu T ešte nemá žiadny kvalitatívny vplyv a tento index sa použil len z dôvodu formálneho zjednodušenia



Potom:

$$(11) \tilde{y} = -\chi_1 \text{MCI} + \epsilon^D.$$

Vzhľadom na predpoklad, že ceny sú pevné, centrálna banka má nad reálnou úrokovou sadzbou a cieľovým smerom výmenného kurzu – a teda aj nad indexom MCI – kontrolu prostredníctvom ich nominálnych protipoložiek. To znamená, že v skutočnosti je output gap vo veľkej miere pod kontrolou centrálnej banky. Takže menové orgány môžu manévrovať so svojimi operačnými cieľmi, kým nedosiahnu optimálny output gap:

$$(12) \tilde{y} = -\chi_1 r + \chi_2 \Delta q^T + \epsilon^D \doteq -\frac{\lambda_2 \chi_4}{\lambda_1 + \chi_2 \chi_4^2} (\chi_5 \Delta q^T + \epsilon^S) = \tilde{y}^{\text{opt}}.$$

Rovnica (12) určená pre lineárnu kombináciu r a Δq^T je:

$$(13) r - \rho \Delta q^T \doteq \frac{1}{\chi_1} \epsilon^D + \frac{\lambda_2 \chi_4}{\chi_1 (\lambda_1 + \lambda_2 \chi_4^2)} \epsilon^S,$$

$$\text{ak } \rho = \frac{\chi_2}{\chi_1} + \frac{\lambda_2 \chi_4 \chi_5}{\chi_1 (\lambda_1 + \lambda_2 \chi_4^2)}.$$

Ľavá strana rovnice (13) v skutočnosti nie je ničím iným, ako mierne rozšírenou verziou už známeho skutočného reálneho indexu MCI.

Pravú stranu rovnice (13) možno interpretovať ako optimálny reálny index MCI. Takže optimálne politické pravidlo pre centrálnu banku s implicitným inflačným cieľom nadobúda nasledujúcu podobu:

$$(14) \text{MCI} = r - \rho \Delta q^T \doteq \frac{1}{\chi_1} \epsilon^D + \frac{\lambda_2 \chi_4}{\chi_1 (\lambda_1 + \lambda_2 \chi_4^2)} \epsilon^S = \text{MCI}^{\text{opt}}.$$

Výsledok vyplývajúci z rovnice (14) možno interpretovať takto. Ak by sa objavili pozitívne dopytové a ponukové šoky (napr. by vzrástla spotreba vlády alebo použitie novej technológie by oživilo výrobu), postoj menovej politiky centrálnej banky by musel byť striktnější, tzn. reálne úrokové sadzby by museli rásť alebo by sa musela zhodnotiť mena. Naopak, voľnejšia menová politika by sa mohla uplatňovať v prípade negatívnych šokov.

Nemalo by byť problémom nájsť optimálnu politiku, keďže – teoreticky – existuje nekonečný počet možných kombinácií reálnej úrokovej sadzby a cieľového smeru výmenného kurzu. Možnosti centrálnej banky sú však limitované dvoma spolu súvisiacimi obmedzeniami: 1) cieľový nominálny výmenný kurz musí byť v súlade s úrokovým diferenciálom a 2) UIP musí byť pevná. Formálne:

$$(15) \Delta s^T = i - i^* \doteq E[\Delta s^T] + \alpha = i - i^*.$$

Na základe tohto jednoduchého modelu možno analyzovať zlučiteľnosť a vhodnosť implicitného inflačného cieľenia pre rôzne kurzové režimy a naopak.

5.3. Implicitné inflačné cieľenie a fixný výmenný kurz – možnosť I

V rámci režimu absolútne fixných výmenných kurzov je zmena cieľového smeru nominálneho výmenného kurzu nulová ($\Delta s^T = 0$). Ak chce centrálna banka udržať externú stabilitu, domáca úroková sadzba sa určuje len na základe podmienky UIP súkromného sektora: $E[\Delta s^T] + \alpha = i - i^*$. Je tomu tak preto, lebo v režime fixného pegu obvykle nie je priestor na sterilizačné intervencie (Bofinger a Wollmershäuser, 2001). Berúc tak do úvahy cieľový smer nominálneho výmenného kurzu v rámci režimu fixného výmenného kurzu, tzn. $\Delta s^T = 0$, a potom $E[\Delta s^T] = 0$, ako aj Fisherovu rovnicu zahraničnej nominálnej úrokovej sadzby, tzn. $i^* + r^* - \pi^*$, potom MCI pre fixný peg je:

$$(16) \text{MCI}^{\text{fix}} = r^* + \alpha + (1 - \rho) (\pi^* - \pi).$$

Rovnica (16) dokazuje, že domáce menové podmienky pri režime fixného pegu sú úplne podmienené exogénnymi alebo predurčenými premennými, tzn. zahraničnými reálnymi úrokovými sadzbami, rizikovou premiou a domácou infláciou.⁴ Inými slovami, menová politika v SR by nebola autonómna. Centrálna banka by vôbec nemala vplyv na určovanie skutočných domácich menových podmienok s cieľom dosiahnuť optimum, ak by sa vyskytli nejaké šoky. Takáto strata samostatnosti by bola znesiteľná len za veľmi obmedzených podmienok.

Po prvé, fixný peg by mohol byť prijateľný, ak by úrokový kanál nebol dôležitý pri celení domácej inflácie, tzn. zmeny úrokových sadzieb by neovplyvňovali agregovaný dopyt. Hoci úrokový kanál zatiaľ priamo nebol veľmi dôležitý pre agregovaný dopyt v SR, nepriamo tomu tak bolo. Okrem toho, priamy význam postupne narastá, čo robí fixný peg čoraz neprijateľnejším.

Po druhé, bola by potrebná silná ekonomická integrácia s referenčnou krajinou, tak aby ukotvujúca sa krajina bola vystavená podobným obchodným cyklom ako referenčná krajina, tzn. eurozóna. To by znamenalo, že za inak nezmenených podmienok by domáca menová situácia sledovala optimálny zahraničný index MCI, ktorý je pod kontrolou centrálnej banky referenčnej krajiny. Hoci sa v SR už dosiahlo čiastočné zosúladenie hospodárskeho cyklu, slovenská ekonomika stále na šoky reaguje asymetricky v porovnaní s krajinami eurozóny. Takže ani táto podmienka nie je splnená.

Po tretie, fixný peg môže byť jedinou alternatívou, ak je riadenie centrálnej banky ešte neskúsené na uplatňovanie iných režimov výmenného kurzu. Potom by aj tak určovanie oboch cieľových premenných nevedlo k zhode skutočného a optimálneho MCI. Pokiaľ však ide o NBS, nekompetentnosť možno vylúčiť. Takže prijatie režimu fixného výmenného kurzu v rámci implicitného inflačného cieľenia by sa malo zavrhnúť ako úniková stratégia.

Pokračovanie v čísle 11/2004

⁴ Riziková prémia je exogénna, pretože ju determinujú medzinárodné finančné trhy.

EURÓPSKA INTEGRÁCIA V HYPOTEKÁRNOM BANKOVNÍCTVE

Ing. Viktória Múčková, CSc.

- *Zavedenie spoločnej meny prispelo ku konvergencii hypotekárnych úrokových mier.*
- *Úroveň vlastníctva nehnuteľností na bývanie síce vo väčšine európskych krajín vzrástla, stále sa však pohybuje v rozpätí medzi 40 až 80 %.*
- *Podiel hypotekárneho úverového dlhu na HDP vzrástol takmer vo všetkých členských krajinách s výnimkou Nemecka. Nárast cien nehnuteľností ovplyvnil volatilitu tohto podielu.*
- *Jestvuje viacero ekonomických a štrukturálnych faktorov, ktoré zapríčiňujú neustále cenové rozdiely medzi krajinami.*
- *Sú však aj viaceré výhody v prospech ďalšej integrácie trhu – ide hlavne o dosiahnutie úspor z rozsahu európskeho trhu.*
- *Bariéry integrácie trhu – diskriminujúce daňové a subvenčné pravidlá, viacnásobná podpora hypotekárnych úverov, celý komplex pravidiel ochrany spotrebiteľov, problémy so získavaním informácií o dlžníkovi a limitované distribučné kanály.*
- *Mnohé z týchto prekážok majú pôvod v národných trhoch, čo indikuje, že európsky hypotekárny trh nebude úplne zjednotený.*

Vývoj na európskych trhoch

Zavedením spoločnej meny a stanovením jednotných úrokových sadzieb Európskou centrálnou bankou dochádza k pomerne značnej konvergencii hypotekárnych úrokových sadzieb, hoci v štruktúre národných trhov nie sú badateľné výrazné zmeny. Rozdiely v charakteristikách individuálnych trhov (realít a hypotekárnych) zostávajú. V rokoch pred zavedením eura (1996 – 1998) sa rozdiel medzi minimálnymi a maximálnymi indikatívnymi hypotekárnymi sadzbami pohyboval okolo 10 percentuálnych bodov, v roku 2002 to bolo len 2,5 percentuálneho bodu. Hypotekárne úrokové sadzby kopírujú klesajúci trend úrokových sadzieb ECB.

Podiel hypotekárneho dlhu na HDP po zavedení spoločnej meny vzrástol takmer vo všetkých členských krajinách s výnimkou Nemecka. Najvýraznejší nárast bol zaznamenaný v Španielsku, Portugalsku, Grécku a Holandsku, a to o viac ako 10 percent.

Štruktúra trhu

Jedným zo štrukturálnych faktorov ovplyvňujúcich situáciu a početné rozdiely na trhoch je úroveň vlastníctva domov či bytov. Podiely v jednotlivých krajinách mierne vzrástli, ale najmarkantnejší nárast bol zaznamenaný v Grécku a Taliansku. Naďalej jestvujú pomerne veľké rozdiely v úrovni miery vlastníctva bytov (domov) v európskych krajinách, napr. v Nemecku je to 41 % a v Grécku 83 %. Úroveň miery vlastníctva sama o sebe nevysvetľuje rozdiely vo výkonnosti národných

trhov. Za vysvetľujúce faktory možno považovať zmeny úrokových sadzieb, podiel vlastníkov, ktorí si zadovážili vlastné bývanie na úver, koľko si požičali a za akú sadzbu – fixnú alebo variabilnú.

Podiel hypotekárneho dlhu k HDP a variabilných hypotekárnych úrokových sadzieb v členských krajinách EÚ je v tab. 1.

Napriek konvergencii hypotekárnych úrokových sadzieb a odstráneniu kurzového rizika naďalej pretrvávajú rozdiely v cenovej úrovni (úrokové sadzby, transakčné náklady) a vo výkonnosti trhov. Zďaleka nie je zaznamenaný taký rast cezhraničných operácií, ako sa pôvodne očakávalo.

Európska hypotekárna federácia v spolupráci s Mercer Oliver Wyman vydala štúdiu, v ktorej porovnávala štyri komponenty – produkty, ceny, nákladovú úroveň a ziskovosť na kľúčových národných trhoch (Veľká Británia, Španielsko, Holandsko, Taliansko, Portugalsko, Dánsko, Nemecko, Francúzsko). Na základe analýzy rôznych faktorov sa dospelo ku konštatovaniu, že vyššia úroveň koncentrácie a nízka úroveň vstupu na trh a výstupu z trhu sa často vysvetľovala potrebou dosiahnuť efektívnosť. Zjavné je to na relatívne malých trhoch, ako sú napr. dánsky a portugalský. Nedostatok konkurencie však neudržiava vysokú ziskovosť, naopak je zjavné, že i na koncentrovaných trhoch existuje silná domáca konkurencia. Ďalším faktorom spôsobujúcim rozdiely na trhoch je systém regulácie. Napr. široký rozsah rozdielných daní, dotácií a garancií v krajinách rozširuje cenovú škálu. Vládne intervencie skresľujú situáciu na národných trhoch, ovplyvňujú ich štruktúru, cenovú a nákladovú úroveň.



Tab. 1 Podiel dlhu a variabilných úrokových sadzieb (v %)

	Hypotekárny dlh/HDP	Zmeny v podiele 1996 – 2002*	Podiel variabilných hypotekárnych sadzieb
Holandsko	88	35	26
Dánsko	82	18	25
Veľká Británia	62	1	72
Nemecko	51	2	30
Portugalsko	50	28	70
Švédsko	48	-8	62
Španielsko	38	23	75
Írsko	37	12	70
Fínsko	32	1	97
Belgicko	28	6	25
Rakúsko	27	6	30
Francúzsko	19	1	20
Luxembursko	18	-7	90
Grécko	15	11	95
Taliansko	11	4	56
Priemer	64	13	48

*kumulatívne zmeny v percentuálnych bodoch

Zdroj: Európska hypotekárna federácia, Eurostat, ECB.

Prekážky

Základným prvkom každého efektívneho obchodovania je výška nákladov. Existuje viacero limitujúcich faktorov, ktoré brzdia rozvoj cezhraničného hypotekárneho obchodovania:

- Neefektívny proces – charakterizovaný ako vysoko nákladový a málo účinný (napr. návrhy na vklad záložného práva, transakčné náklady, proces núteného predaja – dražba, exekúcia nehnuteľnosti).

- Pravidlá ochrany spotrebiteľov môžu byť prekážkou vstupu zahraničných subjektov na príslušný trh a môžu tiež redukovať škálu produktov. Napr. v Španielsku pravidlá predčasného splácania umožňujúce dlžníkovi predčasne splatiť úver bez finančného postihu sú v podstate hlavnou príčinou veľmi nízkeho zastúpenia produktov s fixnou (fixovanou) úrokovou sadzbou. Na druhej strane pravidlá štandardizovanej informácie o produktoch môžu prispieť k uspokojovaniu potrieb klientov na vyššej úrovni a k zvýšeniu konkurencie.

- Rôzne druhy dotácií na viacerých národných trhoch udržiavajú ceny produktov na veľmi nízkej úrovni. Zahraniční veritelia nie sú schopní poskytovať úvery za daných úrokových podmienok.

- Výška úverov je príliš nízka. Hypotéky sú spojené s veľkým počtom fixných nákladov, čo v podstate zaťažuje viac úvery s nízkou hodnotou. Preto sa poskytovanie podnikateľských hypotekárnych úverov rozvíja rýchlejšie ako úvery na bývanie.

Európsky hypotekárny trh v r. 2003

V eurozóne bol zaznamenaný mierny ekonomický rast odrážajúci v podstate situáciu vo svetovej ekonomike. Vzhľadom na dodržanie cenovej stability Európska centrálna banka ponechala úrokové sadzby na nezmenenej 2 % úrovni. Krajiny mimo eurozóny – Dánsko, Švédsko a Veľká Británia – postupovali rovnako, t. j. úrokové sadzby v treťom štvrtroku 2003 nezmenili.

Hypotekárne úrokové sadzby

Hypotekárne úrokové sadzby zostali na historicky nízkej úrovni, hoci v niekoľkých ekonomikách bol v sledovanom období zaznamenaný nárast typických úrokových hypotekárnych sadzieb (v Dánsku, Holandsku, Nemecku a Španielsku).

Priemerná prevažujúca hypotekárna úroková sadzba v Európe poklesla zo 4,62 % na 4,49 %, v porovnaní s rovnakým obdobím 2002 je to pokles o viac ako jeden percentuálny bod. V Holandsku bol nárast v treťom štvrtroku ovplyvnený nervozitou na trhu dlhopisov.

Komparácia hypotekárnych úrokových sadzieb medzi krajinami je zložitá, keďže jestvujú rôznorodé hypotekárne produkty s rôznymi splatnosťami a podmienkami.

Medzi faktory prehľbujúce tieto rozdiely možno priradiť úroveň konkurencie a efektívnosť jednotlivých systémov hypotekárneho bankovníctva. Najvyššia typická hypotekárna úroková sadzba bola v Belgicku – 6,9 % p. a. Ide o produkt, pri ktorom sa používa počiatočná fixovaná hypotekárna úroková sadzba na desať rokov, s možnosťou revidovať takto fixovanú sadzbu každých päť rokov po uplynutí počiatočného obdobia. Podiel hypotekárneho úveru s tou úrokovou sadzbou sa pohybuje v rozpätí 60 – 80 %. Najnižšia pružná hypotekárna úroková sadzba bola v Španielsku – 3 % p. a., pričom jej podiel na trhu sa odhaduje na 85 %. Hypotekárne úrokové sadzby v roku 2003 poklesli vo všetkých európskych krajinách (tab. 2). Nízke úrokové sadzby boli a v krátkodobom horizonte aj zostanú základným faktorom rozvoja hypotekárneho trhu. Ovplyvňujú dopyt po hypotekárnych úveroch nielen zo strany nových klientov, resp. tých, ktorí si želajú kúpiť väčšie byty či rodinné domy, ale aj spotrebiteľov, ktorí chcú využívať hypotéky na financovanie iných potrieb, alebo chcú refinancovať svoje dlhy pri nízkych úrokových sadzbách. Investície do nehnuteľností sú oveľa atraktívnejšie vzhľadom na relatívne nízku výkonnosť kapitálového trhu.

Ceny nehnuteľností

Ceny bytov či domov v treťom štvrtroku 2003 vo väčšine krajín vzrástli. Na rozdiel od predchádzajúcich rokov dochádza v niektorých krajinách k stabilizácii,



Tab. 2 Indikatívne hypotekárne úrokové sadzby

a) krátkodobé počiatočné, obdobie fixácie do 1 roka (revidované), v %

	I/02	II/02	III/02	IV/02	I/03	II/03	III/03
DK	4,17	3,94	3,43	3,08	2,59	2,07	5,25
GR	3,75	3,75	3,75	3,60	3,60	3,60	3,60
ES	4,30	4,40	3,80	3,40	3,30	2,75	3,00
IE	4,69	4,69	4,69	4,68	3,98	3,50	3,50
PT	5,10	5,20	5,00	5,10	5,10	5,10	3,60
SE	4,90	5,30	5,30	4,90	4,50	4,20	3,80

b) strednodobé počiatočné, obdobie fixácie 5 rokov

NL	6,00	6,00	5,50	5,20	4,60	3,80	4,70
ES	4,80	5,00	4,53	3,80	3,20	2,80	3,00
GR	6,20	6,20	6,20	5,90	5,85	5,50	5,50
IE		5,42	5,18	5,08	4,29	3,86	4,12

c) dlhodobé počiatočné, obdobie fixácie 10 a viac rokov

BE	6,90	6,90	6,90	6,55	6,20	6,20	6,20
DE	6,26	6,21	5,69	5,52	5,05	4,80	4,96
GR	7,00	7,00	7,00	6,50	6,50	6,20	6,20
IE		6,30	6,05	5,87	5,14	4,77	5,12

d) fixné

DK	6,61	6,35	6,01	5,66	5,49	5,25	5,45
FR	5,30	5,30	5,30	5,10	4,90	4,60	4,30
IT	5,50	5,85	5,25	5,05	4,65	4,60	4,40
ES	7,60	7,70	7,00	6,70	6,20	5,80	5,53

e) vážené priemerné

SF	4,70	4,80	4,60	4,10	3,60	3,30	3,30
UK	5,05	5,02	5,00	4,96	4,84	4,74	4,54

f) variabilné

GR	5,60	5,60	5,60	5,60	5,60	5,50	5,50
AT	5,62	5,25	5,63	5,63	5,38	5,13	4,88
NO	8,00	8,00	8,50	8,50	7,50	6,60	–

Zdroj: EHF, Quarterly Figures, 3/2003.

Poznámka: Hypotekárne úrokové sadzby v tabuľke nemusia reprezentovať celkovú situáciu na národných trhoch; sú to priemerné alebo špecifické sadzby pre hypotéky prvej triedy (prvé v poradí). Ďalšie špecifikácie:

Belgicko – referenčná sadzba (priem. vážená) revidovaná každých 10 – 5 – 5 r., hypotéka prvá v poradí, dĺžka úveru max. 20 rokov, štandardné LTV 60 – 80 %; v r. 2001 trhový podiel približne 21 %; v r. 2002 20,6 %;

Dánsko – fixná úroková sadzba (špecifická) k ultimu štvrtroka na 25- až 35-ročné hypotekárne záložné listy. Diskontovanie zahrnuté, trhový podiel v r. 2001, v r. 2002 = 50 %; tzv. prehodnocované (upravované) sadzby – trhový podiel v r. 2002 25,6 %;

Nemecko – prehodnocovaná sadzba (priem. vážená), resp. hypotéka s prehodnotiteľným úrokom, HÚ s dobou splatnosti 10 rokov (obdobie fixácie úrokovej sadzby); trhový podiel = 80 % v r. 2000;

Španielsko – revidovaná (upravovaná) sadzba, dĺžka úverov 15 rokov, trhový podiel = 40 % v prvom štvrtroku 2002;

Francúzsko – fixná sadzba, úvery s priemernou dobou splatnosti 15 rokov, trhový podiel = 15 % v r. 2000;

Fínsko – úroková sadzba na nové hypotéky určené na bývanie (štvrtročný priemer);

Írsko – revidovaná (upravovaná, prehodnocovaná), trhový podiel = 75 % z HÚ určených na bývanie;

Taliano – fixná sadzba, trhový podiel = približne 50 %;

Holandsko – reprezentatívna 5-ročná sadzba, úprava garantovaná the National Mortgage Foundation;

Rakúsko – variabilná úroková sadzba (30/360);

Portugalsko – prehodnocovaná sadzba – vážená priemerná všetkých hypotekárnych veriteľov, trhový podiel = 3,5 % v marci 2002; resp. 3,3 % v septembri 2002;

Švédsko – variabilná sadzba, trhový podiel = 50 % v r. 2001;

Veľká Británia – sadzba stavebných sporiteľní, vážená priemerná;

Nórsko – variabilná úroková sadzba, priemerná vážená, trhový podiel viac ako 90 %.

resp. k spomaleniu rastu či k poklesu cien nehnuteľností určených na bývanie. Krátkodobý výhľad pre trh nehnuteľností a hypotekárny úverový trh je priaznivý, a to najmä v prepojení na stabilné úrokové miery Európskej centrálnej banky.

Úverové riziko

Hoci hypotekárne úverovanie v sledovanom období zaznamenáva vo väčšine prípadov nárast, objavujú sa mierne obavy o ďalší rozvoj a pevnosť hypotekárneho úverového trhu. Mierny pesimizmus pramení z údajov ECB o bankových úveroch, pričom z prehľadu vyplýva, že banky spevnili svoje úverové štandardy. Aktuálne sprísnenie štandardov je však menšie v porovnaní s predikciami ku koncu druhého štvrtroka 2003. Toto naznačuje, že hypotekárni veritelia dôverujú tomu, že nízke úrokové sadzby a zlepšujúce sa ekonomické podmienky limitujú riziko nesplatenia hypotekárnych úverov. Bezpečnosť úverov na kúpu nehnuteľností na bývanie je spojená čiastočne s rastom hodnoty zabezpečenia a čiastočne má prirodzený základ (dlžníci vystavujú riziko svoje bývanie, o ktoré samozrejme nechcú prísť). V súvislosti s úverovým rizikom pôsobia dve tendencie. S rozvojom a nárastom trhu realít rastie aj citlivosť na možné riziko. Rýchly rast cien a hypotekárneho úverovania zvyšuje riziko vtedy, keď sa dlžníci dostanú do nepredvídaných problémov so splácaním. Na druhej strane riziko nesplácania je redukované, resp. sa môže redukovať vzrastajúcou dôverou v oživenie ekonomiky. Medzi necenové faktory k redukovaniu úverového rizika patrí aj zníženie pomeru poskytnutého úveru k cene nehnuteľností.

Hypotekárne úvery

Zvyšujúci sa dopyt po bývaní pri vyšších cenách nehnuteľností na bývanie ovplyvňoval a ovplyvňuje nárast hypotekárneho úverovania takmer vo všetkých členských krajinách EÚ. Vyhliadky pre európsky trh nehnuteľností na bývanie a úverový hypotekárny trh zostávajú naďalej priaznivé aj pre rok 2004 a nadchádzajúce roky. Neočakáva sa prudký vzrast úrokových sadzieb. Naopak, sú „tlaky“ na ďalší pokles úrokových sadzieb v eurozóne, a to v záujme zlepšenia ekonomických podmienok pre tento rok. Hypotekárny úverový trh je zdokumentovaný v tab. 3 a 4.



Tab. 3 Hrubé hypotekárne úvery (mil. EUR)

	I/02	II/02	III/02	IV/02	I/03	II/03	III/03	% zmena 2002/2001
B(2)	2 570	3 216	2 854	3 048	2 989	4 566	4 898	44 %
DK(1)	8 155	6 571	9 815	9 335	16 548	12 506	14 221	76 %
ES(1,4,5)	24 532	30 300	27 354	33 390	31 910	37 801	38 216	31 %
FR	16 984	20 320	21 338	19 832	19 002	22 704	27 200	18 %
IRL(2,5)	1 844	2 721	3 019	3 240	2 495	3 163	3 842	25 %
IT(1,3)	17 274	21 356	17 274	24 101	19 425	23 103	–	–
NL(2)	21 040	23 522	24 024	27 397	22 077	26 384	29 472	14 %
AT(1,3)	199	261	243	164	204	208	202	-13 %
PT(2,3)	1 460	1 703	2 178	1 116	1 348	1 347	–	–
SF(2)	2 022	2 925	2 657	2 620	2 866	3 743	3 282	16 %
SE(1)	6 201	6 410	6 028	7 209	7 580	8 271	7 498	25 %
UK(2)	42 789	53 881	61 142	60 839	56 425	64 312	74 141	32 %
DE(7)	17 860	17 837	19 211	21 974	17 194	19 773	21 071	6 %

EHF, Quarterly Figures, 2003

(1) – nehnuteľnosti na bývanie a podnikateľské hypotéky,

(2) – nehnuteľnosti na bývanie,

(3) – iba členovia EHF,

(4) – odhad na báze čistých hypotekárnych úverov,

(5) – vzťahuje sa na vyčerpané úvery,

(6) – údaje za I/01 sú iba za Credito Predial Portugues,

(7) – hrubé hypotekárne úvery hypotekárnych bánk, verejných bánk, stavebných sporiteľní a sporiteľní, životných poisťovní.

Tab. 4 Čisté hypotekárne úvery (mil. EUR)

	I/02	II/02	III/02	IV/02	I/03	II/03	III/03	% zmena 2002/2001
DK(1)	1 988	1 865	3 075	1 616	2 905	2 714	2 559	18 %
DE(2)	1 997	4 708	5 901	6 705	6 435	6 460	8 487	22 %
ES(1,4)	12 727	17 362	15 948	18 861	19 317	23 348	20 262	37 %
FR	5 200	7 300	7 100	6 500	6 100	6 900	12 700	31 %
IRL(2)	1 446	2 172	2 534	2 748	1 947	2 766	3 499	33 %
IT(1,3)	7 091	8 749	4 932	6 827	4 485	7 293	–	–
NL(2)	8 000	7 000	10 000	9 000	5 000	8 000	16 000	16 %
AT(1,3)	-1	9	-88	-29	-51	58	23	–
PT(2,3)	460	655	793	-752	308	254	308	-54 %
SF(2)	721	1 032	929	821	852	821	1 354	13 %
SE(1)	1 456	1 696	1 350	2 075	2 192	2 790	2 276	61 %
UK(2)	16 912	18 801	20 062	22 071	21 998	22 547	25 276	25 %
NO(2)	2 295	3 493	2 830	2 248	2 127	2 809	–	–
GR(2)	1 240	1 302	1 310	1 721	1 142	1 339	1 340	-1 %

EHF, Quarterly Figures, 2003

(1) – nehnuteľnosti na bývanie a podnikateľské hypotéky,

(2) – nehnuteľnosti na bývanie,

(3) – iba členovia EHF,

(4) – odhad všetkých hypotekárnych úverov v obehu.

Poznámka: Hypotekárne úvery v obehu = bilančná hodnota úverov ku koncu daného obdobia. Hrubé hypotekárne úvery = celková suma poskytnutých úverov v priebehu daného obdobia (vrátane všetkých úverov konvertovaných na nové úvery na tú istú nehnuteľnosť a pod.).

Aktuálna situácia v r. 2004

V roku 2004 sa na hypotekárnych trhoch očakáva pokojný vývoj, bez väčších korekcií. Dostupnosť bývania je jedným z významných aspektov ďalšieho vývoja situá-

cie na relevantných trhoch. Dokonca ani nízke hypotekárne úrokové sadzby nezmiernili problémy so vstupom nových účastníkov na daný trh, keďže ceny nehnuteľností na bývanie prudko narastali a ďalej rastú.

Finančná pozícia spotrebiteľov je relatívne krehká, čo pravdepodobne ovplyvňuje postoj k riziku a k dlhu, čo zasa spomaľuje vývoj na trhu. Rovnako zmeny vo fiškálnej regulácii ovplyvňujú stav na trhoch. Tak napr. od zmeny daňovej úrovne v Holandsku sa očakáva udržanie dopytu na stabilnej úrovni, zatiaľ čo v Nemecku diferencované daňové podmienky (kúpa starej nehnuteľnosti, výstavba novej nehnuteľnosti) by mali pravdepodobne smerovať k zníženiu úverovania.

V nových členských krajinách je zaznamenaný vysoký rast trhu s nehnuteľnosťami a hypotekárneho úverového trhu. V pobaltských krajinách sa očakáva priaznivá situácia na hypotekárnom trhu (stabilný makroekonomický rámec, nízke úrokové sadzby, konkurencia na trhu, zlepšovanie finančnej pozície obyvateľstva). V Maďarsku sa redukovala úroková dotácia. Trhové úrokové sadzby bez dotácie sa pohybujú na úrovni 14 – 16 % (8 – 10 % s úrokovou dotáciou). Pomer úveru k cene nehnuteľnosti dosahuje v priemere iba 45 %. Tento nízky pomer má len malý vplyv na poskytovanie úverov a na riziko nesplácania v celkovom portfóliu. V Poľsku zavedenie dane z pridanej hodnoty na predaj bytov a zrušenie daňo-

vých výhod bude mať redukujúci vplyv na dopyt a naopak očakáva sa ďalší rast cien nehnuteľností. V Českej republike zmeny regulácie dane z pridanej hodnoty majú podporiť trh s nehnuteľnosťami. Očakáva sa priaznivý vývoj na hypotekárnom úverovom trhu.

ÚČTOVANIE ÚROKOVÝCH OPCÍ

Ing. Eleonóra Vajdová

Úrokové opcie sú súčasťou úrokových derivátov. Základnými druhmi úrokových opcií sú opcie typu cap a opcie typu floor. Pre účtovanie úrokových opcií platia rovnaké základné princípy ako pre účtovanie menových opcií, ktoré sú uvedené v predchádzajúcom článku.

Úroková opcia typu cap

Úroková opcia typu cap slúži na zaistenie sa pred úrokovým rizikom tým, že zaručuje maximálnu hranicu referenčnej sadzby. Skladá sa z viacerých úrokových opcií, tzv. caplets. Caplet je vlastne kúpna opcia (call) na referenčnú sadzbu. Ak v dohodnutý deň je referenčná sadzba nad maximálne stanovenou hranicou (strikom), dostane kupujúci opcie vyrovnávaciu platbu vo výške rozdielu referenčnej sadzby a maximálnej hranice. Súčasným nákupom viacerých opcií (caplets) s rovnakou maximálnou hranicou vznikne úroková opcia typu cap. Za toto právo kupujúci platí cenu – prémiiu.

Kupujúci opcie typu cap si chce zaistiť úrokové riziko a predávajúci získava opčnú prémiiu.

Nominálna hodnota obchodu je suma, z ktorej sa vypočítavajú úrokové platby. Táto nominálna suma môže zostať konštantná počas celého trvania úrokovvej opcie

typu cap, alebo môže byť rôzne prispôbovaná. Cena úrokovvej opcie typu cap sa vypočíta podobne ako cena iných opcií, t. j. skladá sa z časovej a vnútornej hodnoty opcie. Časová hodnota závisí od toho, ako sa bude meniť očakávanie trhu na vývoj budúcich úrokových sadzieb v čase. Pravdepodobnosť tejto zmeny úrokov v čase je určená volatilitou.

Vnútorňa hodnota opcie je určovaná porovnaním striku s budúcou úrokovou sadzbou. Ak strike, t. j. maximálne stanovená hranica úrokovvej opcie typu cap leží:

- nad budúcou úrokovou sadzbou, má nulovú vnútornú hodnotu (out of the money),
- pod budúcou úrokovou sadzbou, má kladnú vnútornú hodnotu (in the money).

Príklad účtovania úrokovvej opcie typu cap v bankách

Nebankový klient nakupuje úrokovú opciu typu cap od banky. Začiatok obchodu 29. 11. 2003. Podkladové aktívum je 10 000 000 Sk. Nebankový klient platí prémiiu banke vo výške 36 000 Sk dňa 2. 12. 2003. Úroková opcia pozostáva zo 6 čiastkových opcií (caplets). V deň ich expirácie v prípade uplatnenia sa platí kompenzačná platba.

Základné údaje potrebné na účtovanie:

	Dátum	Trhová hodnota (market value)	Opčná prémia - zostatok	Trhová hodnota + opčná prémia
Banka predáva úrokovú opciu a klient platí prémiiu	1.12.2003	-56 000,00	36 000,00	-20 000,00
Precenenie	2.12.2003	-52 000,00	36 000,00	-16 000,00
Precenenie	3.12.2003	-50 000,00	36 000,00	-14 000,00
Denné preceňovanie				
Precenenie pred dňom expirácie	31.5.2004	50 000,00	30 000,00	80 000,00
Expirácia 1. čiastkovvej opcie (caplet)	1.6.2004	40 000,00	30 000,00	70 000,00
1. kompenzačná platba	2.6.2004	24 000,00	30 000,00	54 000,00
Denné preceňovanie				
Precenenie pred dňom expirácie	30.11.2004	23 000,00	24 000,00	47 000,00
Expirácia 2. čiastkovvej opcie (caplet)	1.12.2004	22 000,00	24 000,00	46 000,00
2. kompenzačná platba	2.12.2004	21 000,00	24 000,00	45 000,00
Denné preceňovanie				
Expirácia poslednej 6. čiastkovvej opcie (caplet)	1.12.2005	0,00	6 000,00	6 000,00
6. kompenzačná platba	1.12.2005	0,00	0,00	5 000,00

1. Účtovanie u kupujúceho:

Deň účtovania	Popis operácie	MD/D	Účtovná skupina	Názov účtu	Príklad	Mena
29.11.2003	podsvahová pohľadávka	MD	96	Pohľadávky z predaných úrokových opcií typu cap	10 000 000,00	Sk
		D	99	Usporiadací účet	10 000 000,00	Sk



1. Účtovanie u kupujúceho:

	podsúvahový záväzok	MD	99	Usporiadací účet	10 000 000,00	Sk
		D	96	Závazky z predaných úrokových opcií typu cap	10 000 000,00	Sk
1.12.2003	platba prijatej prémie	MD	22	účet klienta	36 000,00	Sk
		D	39	Predané úrokové opcie typu cap – prijatá opčná prémie	36 000,00	Sk
	precenenie opcie	MD	61	Záporné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu cap	20 000,00	Sk
		D	39	Záporné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu cap	20 000,00	Sk
2.12.2003	storno precenenia	MD	39	Záporné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu cap	20 000,00	Sk
		D	61	Záporné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu cap	20 000,00	Sk
	precenenie opcie	MD	61	Záporné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu cap	16 000,00	Sk
		D	39	Záporné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu cap	16 000,00	Sk
3.12.2003	storno precenenia	MD	39	Záporné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu cap	16 000,00	Sk
		D	61	Záporné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu cap	16 000,00	Sk
	precenenie opcie	MD	61	Záporné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu cap	14 000,00	Sk
		D	39	Záporné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu cap	14 000,00	Sk
Preceňovanie úrokovej opcie sa účtuje denne rovnakým spôsobom.						
1.6.2004	storno precenenia	MD	71	Kladné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu cap	80 000,00	Sk
		D	39	Kladné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu cap	80 000,00	Sk
	precenenie opcie	MD	39	Kladné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu cap	70 000,00	Sk
		D	71	Kladné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu cap	70 000,00	Sk
	preúčtovanie alikvotnej časti opčnej prémie	MD	39	Predané cap – prijatá opčná prémie	6 000,00	Sk
		D	39	Kladné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu cap	6 000,00	Sk
2.6.2004	opcia uplatnená – poskytnutie kompenzačnej platby	MD	39	Kladné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu cap	10 000,00	Sk
		D	22	účet klienta	10 000,00	Sk
Preceňovanie úrokovej opcie sa účtuje denne rovnakým spôsobom.						
	storno precenenia opcie	MD	71	Kladné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu cap	74 000,00	Sk
		D	39	Kladné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu cap	74 000,00	Sk
	precenenie opcie	MD	39	Kladné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu cap	54 000,00	Sk
		D	71	Kladné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu cap	54 000,00	Sk
Preceňovanie úrokovej opcie sa účtuje denne rovnakým spôsobom.						
1.12.2004	storno precenenia opcie	MD	71	Kladné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu cap	47 000,00	Sk
		D	39	Kladné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu cap	47 000,00	Sk
	precenenie opcie	MD	39	Kladné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu cap	46 000,00	Sk
		D	71	Kladné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu cap	46 000,00	Sk
	preúčtovanie alikvotnej časti opčnej prémie	MD	39	Predané cap – prijatá opčná prémie	6 000,00	Sk
		D	39	Kladné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu cap	6 000,00	Sk
	opcia uplatnená – poskytnutie kompenzačnej platby	MD	39	Kladné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu cap	10 000,00	Sk
		D	22	účet klienta	10 000,00	Sk
2.12.2004	storno precenenia opcie	MD	71	Kladné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu cap	50 000,00	Sk
		D	39	Kladné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu cap	50 000,00	Sk
	precenenie opcie	MD	39	Kladné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu cap	45 000,00	Sk
		D	71	Kladné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu cap	45 000,00	Sk
Preceňovanie úrokovej opcie sa účtuje denne rovnakým spôsobom.						
1.12.2005 expirácia poslednej čiastkovej opcie	odúčtovanie podsúvahovej pohľadávky	MD	99	Usporiadací účet	10 000 000,00	Sk
		D	96	Pohľadávky z predaných úrokových opcií typu cap	10 000 000,00	Sk
	odúčtovanie podsúvahového záväzku	MD	96	Závazky z predaných úrokových opcií typu cap	10 000 000,00	Sk
		D	99	Usporiadací účet	10 000 000,00	Sk
	storno precenenia opcie	MD	71	Kladné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu cap	13 000,00	Sk
		D	39	Kladné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu cap	13 000,00	Sk
	precenenie opcie	MD	39	Kladné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu cap	6 000,00	Sk
		D	71	Kladné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu cap	6 000,00	Sk
	preúčtovanie alikvotnej časti opčnej prémie	MD	39	Predané úrokové opcie typu cap – prijatá opčná prémie	6 000,00	Sk
		D	39	Kladné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu cap	6 000,00	Sk
	opcia uplatnená – poskytnutie kompenzačnej platby	MD	61	Záporné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu cap	5 000,00	Sk
		D	22	účet klienta	5 000,00	Sk



Úroková opcia typu floor

Úroková opcia typu floor je vlastne opak úrokovej opcie typu cap a slúži na zaistenie sa pred úrokovým rizikom (poklesom úrokových sadzieb) tým, že garantuje minimálnu hranicu referenčnej sadzby. Úroková opcia typu floor sa tiež skladá z viacerých čiastkových úrokových opcií (floorlets). Floorlet je vlastne predajná opcia (put) na referenčnú sadzbu. V prípade, že v dohodnutý deň je referenčná sadzba pod minimálne stanovenou hranicou (strikom) dostane kupujúci opcie vyrovnávaciu

platbu vo výške rozdielu minimálnej hranice a referenčnej sadzby. Súčasným nákupom viacerých čiastkových opcií (floorlets) s rovnakou minimálnou hranicou vznikne úroková opcia typu floor. Za toto právo platí kupujúci cenu – prémiiu. Pre oceňovanie platia rovnaké pravidlá ako v prípade úrokovej opcie typu cap, t. j. cena úrokovej opcie typu floor sa skladá z vnútornej a časovej hodnoty.

Príklad účtovania úrokovej opcie typu floor v bankách

Nebankový klient nakupuje úrokovú opciu typu floor

Základné údaje potrebné na účtovanie:

	Dátum	Trhová hodnota (market value)	Opčná prémia – zostatok	Trhová hodnota + opčná prémia
Banka predáva úrokovú opciu a klient platí opčnú prémiiu	1.12.2003	-56 000,00	36 000,00	-20 000,00
Precenenie	2.12.2003	-52 000,00	36 000,00	-16 000,00
Precenenie	3.12.2003	-50 000,00	36 000,00	-14 000,00
Denné preceňovanie				
Precenenie pred dňom expirácie	31.5.2004	-19 000,00	30 000,00	11 000,00
Expirácia 1. čiastkovej opcie (floorlet)	1.6.2004	-20 000,00	30 000,00	10 000,00
1. kompenzačná platba	2.6.2004	-22 000,00	30 000,00	8 000,00
Denné preceňovanie				
Expirácia poslednej 6. čiastkovej opcie (floorlet)	1.12.2005	3 000,00	6 000,00	9 000,00
6. kompenzačná platba	1.12.2005	0,00	0,00	5 000,00

Deň účtovania	Transakcia	MD/D	Účtovná skupina	Názov účtu	Príklad	Mena
29.11.2003	podsúvahová pohľadávka	MD	96	Pohľadávky z predaných úrokových opcií typu floor	10 000 000,00	Sk
		D	99	Usporiadací účet	10 000 000,00	Sk
	podsúvahový záväzok	MD	99	Usporiadací účet	10 000 000,00	Sk
		D	96	Záväzky z predaných úrokových opcií typu floor	10 000 000,00	Sk
1.12.2003	platba prijatej prémiiu v prospech banky	MD	22	Účet klienta	36 000,00	Sk
		D	39	Predané úrokové opcie typu floor – prijatá opčná prémiiu	36 000,00	Sk
	precenenie opcie	MD	61	Záporné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu floor	20 000,00	Sk
		D	77	Záporné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu floor	20 000,00	Sk
2.12.2003	storno precenenia opcie	MD	39	Záporné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu floor	20 000,00	Sk
		D	61	Záporné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu floor	20 000,00	Sk
	precenenie opcie	MD	61	Záporné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu floor	16 000,00	Sk
		D	39	Záporné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu floor	16 000,00	Sk
3.12.2003	storno precenenia opcie	MD	39	Záporné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu floor	16 000,00	Sk
		D	61	Záporné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu floor	16 000,00	Sk
	precenenie opcie	MD	61	Záporné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu floor	14 000,00	Sk
		D	39	Záporné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu floor	14 000,00	Sk



Preceňovanie úrokovej opcie sa účtuje denne rovnakým spôsobom.						
1.6.2004	storno precenenia opcie	MD	71	Kladné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu floor	11 000,00	Sk
		D	39	Kladné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu floor	11 000,00	Sk
	precenenie opcie	MD	39	Kladné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu floor	10 000,00	Sk
		D	71	Kladné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu floor	10 000,00	Sk
	preúčtovanie alikvotnej časti opčnej prémie	MD	39	Predané úrokové opcie typu floor – prijatá opčná prémie	6 000,00	Sk
		D	39	Kladné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu floor	6 000,00	Sk
	opcia uplatnená – poskytnutá kompenzačná platba klientovi	MD	39	Kladné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu floor	10 000,00	Sk
		D	22	účet klienta	10 000,00	Sk
2.6.2004	storno precenenia	MD	71	Kladné rozdiely z precenenia predaných floor	14 000,00	Sk
		D	39	Kladné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu floor	14 000,00	Sk
	precenenie opcie	MD	39	Kladné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu floor	8 000,00	Sk
		D	71	Kladné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu floor	8 000,00	Sk
Preceňovanie úrokovej opcie sa účtuje denne rovnakým spôsobom.						
1.12.2005 expirácia poslednej čiastkovej opcie	odúčtovanie podsúvahovej pohľadávky	MD	99	Usporiadací účet	10 000 000,00	Sk
		D	96	Pohľadávky z predaných úrokových opcií typu floor	10 000 000,00	Sk
		MD	96	Závázky z predaných úrokových opcií typu floor	10 000 000,00	Sk
		D	99	Usporiadací účet	10 000 000,00	Sk
	storno precenenia opcie	MD	71	Kladné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu floor	9 000,00	Sk
		D	39	Kladné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu floor	9 000,00	Sk
	precenenie opcie	MD	39	Kladné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu floor	6 000,00	Sk
		D	71	Kladné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu floor	6 000,00	Sk
	preúčtovanie alikvotnej časti opčnej prémie	MD	39	Predané úrokové opcie typu floor – prijatá opčná prémie	6 000,00	Sk
		D	39	Kladné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu floor	6 000,00	Sk
	opcia uplatnená – poskytnutá kompenzačná platba	MD	61	Záporné rozdiely z precenenia predaných úrokových opcií typu floor	5 000,00	Sk
		D	22	účet klienta	5 000,00	Sk

od banky. Začiatok obchodu 1. 12. 2003. Nebankový klient platí prémie banke vo výške 36 000 Sk dňa 2. 12. 2003. Podkladové aktívum je 10 000 000 Sk. Úroková opcia pozostáva zo 6 čiastkových opcií (floorlets). V deň ich expirácie v prípade uplatnenia sa platí kompenzačná platba.

Záver

Účtovaním úrokových opcií končíme sériu článkov o účtovaní derivátov v bankách. Všetky uvedené účtov-

né postupy sú len základným návodom, ktorý možno použiť na jednoduché derivátové obchody. Pre účtovanie rôznych zložených derivátov, resp. alternatívnych derivátov je potrebné vždy analyzovať všetky vzťahy protistrán zúčastňujúcich sa na obchode a z toho vyplývajúcej povinností a práv, aktív a pasív, a až následne upraviť uvedené základné postupy účtovania. Samozrejme, vždy je nutné dodržať základné princípy a zásady podľa Opatrenia MF SR č. 20 359/2002-92, ktorým sa ustanovujú postupy účtovania v bankách.

MYJAVSKÁ BANKA

Myjavská banka, účastinná spoločnosť so sídlom v Myjave, bola založená na ustanovujúcom valnom zhromaždení 23. marca 1893. Vznikla ako čisto slovenský peňažný ústav so základným kapitálom 60 000 zlatých skladajúcich sa zo 600 kusov účastín znejúcich na meno v nominálnej hodnote 100 zl. Obchodnú činnosť začala po trojmesačných



prípravách koncom júna toho istého roku a až do svojho zániku zostala bankou s obmedzenou regionálnou pôsobnosťou. Pri jej zrode stáli popredné osobnosti národného a verejného života Myjavy a okolia, ako Dr. Ján Krno a Samuel Jurenka, ktorý takmer tridsať rokov viedol tento ústav vo funkcii správcu. Poslanie banky bolo obdobné ako v prípade ostatných slovenských peňažných ústavov tohto druhu. V zmysle domáceho poriadku a stanov, ktoré vymedzovali okruh jej obchodných aktivít, poskytovala pôžičky na zmenky, hypotéky a zálohy, prijímala vklady a podľa potreby vykonávala aj iné bankové operácie.

Prvé roky jej činnosti boli poznamenané nedostatkom vlastných finančných prostriedkov, následkom čoho redukovala úverové obchody len na poskytovanie drobných, prevažne krátkodobých zmenkových pôžičiek, schvaľovaných cenzorným výborom na základe odporúčania dôverníkov z okolitých obcí. Keďže dopyt po pôžičkách rástol rýchlejšie než prílev úsporných vkladov, musela si banka v tomto období vypomáhať reeskontom v kapitálovo silnejších peňažných ústavoch. Tento stav trval do roku 1900, keď v dôsledku nárastu vlastných i zverených prostriedkov vyplatila reeskontnú zaviazanosť a v neskorších rokoch sa dokonca sama stala reeskontným miestom pre mnohé peňažné ústavy. Poskytovanie úverov malo dominantné postavenie v obchodných aktivitách tohto peňažného ústavu prakticky počas celej doby jeho trvania. Výnosy z pôžičiek sa podieľali priemerne až 96 % na dosiahnutom hrubom zisku, ktorý po odpočítaní úrokov z vkladov a reeskontu stačil nielen na uhradenie všetkých výdavkov, odpisov a daní, ale banka navyše vykazovala z roka na rok stúpajúci čistý zisk. Z prebytkov obchodnej činnosti vynakladala nemalé prostriedky na sociálne účely, a tiež na podporu národných cieľov.

Vzrastajúci finančný kapitál jej časom umožnil rozšíriť oblasť podnikania aj na priemyselnú sféru, a to jednak skupovaním účastín, ale tiež priamou kapitálovou účasťou na zakladaní nových podnikov. Takto získala v rozpätí rokov 1900 až 1905 podiel v Cementovej dielni v Rajeckej Doline, Dielni na celulózu v Turčianskom Svätom Martine, Spoloč-

nosti na vydávanie časopisov vo Zvolene, Žilinskej celulózke a Továrni na remeň v Liptovskom Svätom Mikuláši. Z iniciatívy jej funkcionárov vzniklo v Myjave Družstvo chovateľov dobytká a v apríli 1903 založila Konzorcium pre vybudovanie kruhovej tehelne v Brezovej pod Bradlom. Neskôr získala vplyv aj v ďalších účastinných spoločnostiach,

v tomto druhu podnikania sa však výraznejšie neangažovala, keďže vedenie ústavu dávalo prednosť likvidite banky a bezpečnosti zverených prostriedkov pred honbou za ziskom.

V roku 1909 prešla banka vnútornou krízou, a to v súvislosti s voľbou nového podsprávcu, a tiež v dôsledku rozdielnych názorov na pripravované zmeny v stanovách. Osobné spory medzi účastinármi vyvrcholili napokon odchodom skupiny akcionárov, ktorí vzápätí založili konkurenčný ústav Novú banku, úč. spol. na Myjave. Táto skutočnosť spolu s inými faktormi sa nepriaznivo odzrkadlila na hospodárskych výsledkoch Myjavskej banky, ktorá zaznamenala nielen odlev vkladov, ale i značný úbytok pôžičiek. Vedenie ústavu bolo preto nútené hľadať možnosti kompenzácie týchto strát, a to jednak cestou reeskontných úverov pre novozaložené slovenské peňažné ústavy, ale tiež zväčšením okruhu pôsobnosti banky (v novembri 1909 banka otvorila filiálku v Novom Meste nad Váhom). V roku 1941 v rámci koncentračného procesu v slovenskom peňažníctve splynuli s Myjavskou bankou dva peňažné ústavy, a to Hospodárska úverná banka, úč. spol. v Brezovej pod Bradlom a Prvá senická banka, úč. spol. v Senici nad Myjavou. Týmito fúziami získala filiálky v Brezovej pod Bradlom, Senici a vo Vrbovom. Zároveň došlo i k zvýšeniu vlastných prostriedkov banky z pôvodných 3,5 milióna na viac než 5,7 milióna korún a suma vkladov na knižky a bežné účty vzrástla takmer na 44,67 milióna.

Poslednú kapitolu jej viac ako polstoročnej histórie uzavreli udalosti po roku 1945, ktoré mali na túto pomerne stabilnú vidiecku banku rovnaký dopad ako na ostatné peňažné inštitúcie. Na základe znárodňovacieho dekrétu zmenila najskôr právnu formu z účastinnej spoločnosti na národný podnik a napokon o tri roky neskôr stratila aj postavenie samostatného peňažného ústavu. Stalo sa tak na základe rozhodnutia ministerstva financií, ktoré jej nariadilo splynutie so Slovenskou bankou, n. p., v Bratislave. Krátko nato došlo k zlúčeniu Slovenskej banky s Tatra bankou, čím vznikla Slovenská Tatra banka, n. p., so sídlom v Bratislave a z bývalej Myjavskej banky sa stala jej filiálka.

Mgr. Tatiana Cvetková

Z ROKOVANIA BANKOVEJ RADY NBS

Dňa 9. septembra 2004 sa uskutočnilo 17. rokovanie Bankovej rady Národnej banky Slovenska (BR NBS) pod vedením jej guvernéra Mariána Juska.

- BR NBS schválila návrh vyhlášky o druhom vydaní bankoviek nominálnej hodnoty 20 Sk vzoru 1995 do obehu.

Bankovky budú v hotovostnom obehu od 15. októbra 2004 a sú identické s dvadsaťkorunovými bankovkami, ktoré boli vytlačené v predchádzajúcich rokoch. Rozdiel je len na rubovej strane bankovky, na ktorej je na 5 mm širokom bielom okraji drobným písmom vytlačený zmenený názov kanadskej tlačiarne „BA INTERNATIONAL INC“, namiesto pôvodného názvu „BA BANKNOTE“.

Všetky bankovky nominálnej hodnoty 20 Sk, ktoré vydala Národná banka Slovenska v prechádzajúcom období zostávajú naďalej v platnosti.

Dňa 24. septembra 2004 sa uskutočnilo 18. rokovanie Bankovej rady Národnej banky Slovenska (BR NBS) pod vedením jej guvernéra Mariána Juska.

- BR NBS prerokovala situačnú správu o menovom vývoji v SR za august 2004 a rozhodla o ponechaní úrokových sadzieb na úrovni 3,0 % pre jednoduché sterilizačné obchody, 6,0 % pre jednoduché refinančné obchody a 4,5 % pre dvojtýždňové REPO tendre s obchodnými bankami.

- BR NBS prerokovala a schválila materiál Správa o finančnej stabilite za rok 2003. Správa integruje hodnotenie vývoja ekonomiky, finančného trhu, trhovej infraštruktúry a finančných inštitúcií a je zameraná aj na identifikáciu možných rizík ohrozujúcich finančnú stabilitu v krajine na pozadí medzinárodného vývoja a vývoja domácej ekonomiky.

- BR NBS schválila materiál Správa o menovom vývoji v SR za 1. polrok 2004 a Správa o vývoji platobnej bilancie SR za 1. polrok 2004.

- Banková rada NBS schválila materiál Správa o rozvoji bankového sektora SR a hodnotenie obozretného podnikania za bankový sektor k 30. 6. 2004.

K 30. 6. 2004 pôsobilo v slovenskom bankovom sektore osemnásť bánk a tri pobočky zahraničných bánk. V súvislosti s prístupom Slovenska do Európskej únie v máji 2004 bankový dohľad Národnej banky Slovenska zároveň eviduje k ultimu sledovaného obdobia deväť notifikácií zahraničných dohliadacích orgánov o zámere zahraničných bánk voľne poskytovať cezhraničné bankové služby. Ide o banky so sídlom v Dánsku, Rakúsku a vo veľkej Británii. Pri potvrdzovaní notifikácií jednotlivým subjektom Národná banka Slovenska posudzuje, či zahraničná banka bude poskytovať na území Slovenska

také činnosti, na ktoré sa vzťahuje jednotné bankové povolenie. V prípade, že zámerom zahraničnej banky by bolo vykonávanie hypotekárnych obchodov alebo vykonávanie funkcie depozitára podľa osobitného predpisu, Národná banka Slovenska písomne oznámi, že na tieto činnosti je potrebné osobitné povolenie a zahraničná banka ich môže vykonávať iba prostredníctvom vlastnej pobočky. Národná banka Slovenska zároveň požaduje od každej zahraničnej banky, ktorej bola notifikácia potvrdená, zasielanie pravidelných polročných informácií týkajúcich sa minimálne vkladov rezidentov, objemu aktívnych obchodov s nimi, počtu klientov, objemu podsúvahových obchodov s tuzemcami, objemu obchodov v rámci činnosti investovanie do cenných papierov na vlastný účet, objemu obchodov v rámci činnosti obchodovanie na vlastný účet alebo účet klienta s finančnými nástrojmi kapitálového trhu v slovenských korunách a v cudzej mene a objemu obchodov v rámci činnosti vydávanie cenných papierov, účasť na vydávaní cenných papierov a poskytovanie súvisiacich služieb.

Z pätnástich univerzálnych bánk slovenského bankového sektora má deväť bánk a jedna pobočka zahraničnej banky povolenie vykonávať hypotekárne obchody. Bilančná suma bankového sektora sa podstatnejšie nezmenila, banky k 30. 6. 2004 spravovali viac ako tisíc miliárd aktív a vytvorili zisk takmer 7 mld. Sk. V portfóliu bánk bolo vyše 400 miliárd úverov, z ktorých je necelých osem percent klasifikovaných.

Bankový sektor ako celok možno charakterizovať ako kapitálovo aj finančne stabilizovaný. Takmer 90 % úpisného základného imania je v rukách zahraničných investorov, iba dve banky majú domácich majoritných vlastníkov.

Bankový dohľad naďalej pokračuje v nastúpenom trende rizikovo orientovaného dohľadu, podľa plánu boli uskutočnené štyri komplexné a jedna dosledovacia dohliadka. Dohliadky posúdili kvalitu riadenia rizík a mieru rizík v bankových činnostiach. Začali sa aj štyri dohliadky na diaľku. V poslednom kvartáli roku 2004 začne bankový dohľad nový dohliadací cyklus, v rámci ktorého budú komplexné dohliadky nahradené inšpekciami zameranými na jednotlivé riziká (kreditné, trhové a operačné). Téma dohliadky vyplynie z výsledkov poslednej komplexnej dohliadky uskutočnenej v rámci individuálneho dohliadacieho plánu z prvého cyklu.

Rozširuje sa spolupráca so zahraničnými dohliadacími autoritami. V rámci aktívneho výkonu bankového dohľadu sa vydávajú nové a novelizujú staré zákonné aj podzákonné normy týkajúce sa tak obozretného bankového podnikania, ako aj povoľovacej činnosti.



Komentár k rozhodnutiu BR NBS zo dňa 24. septembra 2004 o určení úrokových sadziieb

Banková rada NBS na svojom 18. rokovaní dňa 24. septembra 2004 prerokovala situačnú správu o menovom vývoji v SR za mesiac august 2004. V rámci diskusie k situačnej správe Banková rada NBS zhodnotila aj aktuálne ukazovatele o makroekonomickom vývoji v SR za 1. polrok 2004, zverejnené Štatistickým úradom SR. Banková rada NBS konštatovala, že na dynamickom ekonomickom raste v SR sa podieľal tak domáci, ako aj zahraničný dopyt. Rast domáceho dopytu bol po dvojiročnom období podporený aj oživením investičných aktivít. Banková rada NBS konštatovala, že v prostredí relatívne dynamického rastu ekonomiky je aktuálny vývoj, ako aj krátkodobé predikcie inflácie v súlade s Aktualizovaným menovým programom NBS (AMP). Na základe dostupných ukazovateľov a aktualizovaných prognóz Banková rada NBS prijala závery, že menový a makroekonomický vývoj v SR nevyžaduje zmenu nastavenia menovej politiky a rozhodla o ponechaní súčasnej úrovne kľúčových úrokových sadziieb.

Pri rozhodovaní o výške úrokových sadziieb Banková rada NBS hodnotila nasledujúce faktory:

V porovnaní s predchádzajúcim mesiacom sa v auguste, v súlade s predpokladmi NBS, medziročná dynamika rastu spotrebiteľských cien spomalila. Zaznamenané zrýchlenie tempa rastu jadrovej inflácie bolo ovplyvnené pôsobením bázického efektu pri simultánnom pokračujúcom prorastovom vplyve nákladových faktorov. Ceny potravín zaznamenali v auguste výraznejší medzimesačný pokles, ovplyvnený sezónnym vývojom cien niektorých komodít. Pri medziročnom porovnaní hlavný dôvod rastu cien potravín predstavuje efekt prístúpenia k jednotnému európskemu trhu a prijatie spoločnej poľnohospodárskej politiky. Tento vplyv sa v porovnaní s predpokladmi AMP prejavuje nárazovým charakterom prispôsobovania sa cien. V ďalších mesiacoch možno očakávať korekciu cien vybraných potravín smerom nadol, vyplývajúcu z prehľbovania sa konkurencie v maloobchode. Ceny obchodovateľných tovarov naďalej pôsobia na súhrnný cenový vývoj tlmiačo aj napriek rastu cien pohonných hmôt. Aktualizovaná krátkodobá inflačná prognóza NBS na koniec roka, zohľadňujúca cenový vývoj v jednotlivých cenových sektoroch spotrebiteľského koša, predpokladá dosiahnutie programových hodnôt celkovej aj jadrovej inflácie.

Banková rada NBS diskutovala aj o vplyve vstupu SR do Európskej únie na cenový vývoj. Za prvé štyri mesiace od vstupu je možné konštatovať, že najväčší vplyv sa prejavil v cenách potravín, ktoré v dôsledku prijatia spoločnej poľnohospodárskej politiky vzrástli o 0,3 percentuálneho bodu. V porovnaní s celkovým rastom spotrebiteľských cien od začiatku roka o 6,1 % je zrejme, že dopad členstva SR v EÚ na rast cien bol len minimálny. Vplyv spoločnej poľnohospodárskej politiky v nasledujúcich

mesiacoch bude závisieť od rýchlosti a miery prispôsobovania sa cien ďalších komodít očakávaným cenovým úrovniám, ako aj od vplyvu konkurencie na trhu, ktorá môže tlmieť cenový vývoj potravín. Podrobnejšiu informáciu o vplyve spoločnej poľnohospodárskej politiky na ceny potravín bude NBS publikovať.

Aktuálne údaje o vývoji reálnej ekonomiky dokumentujú pokračovanie pomerne rýchlej dynamiky ekonomického rastu v priebehu 2. štvrťroka 2004. Štruktúra ekonomického rastu bola vyvážená, výkonnosť slovenskej ekonomiky vzrástla tak v dôsledku rastu zahraničného, ako aj domáceho dopytu. Pozitívnym faktorom v rámci vnútornej štruktúry domáceho dopytu je oživenie investičného dopytu. Dynamika rastu súkromnej spotreby sa v 2. štvrťroka 2004 v porovnaní s 1. štvrťrokom spomalila a za 1. polrok 2004 dosiahla v porovnaní s rastom hrubého domáceho produktu len polovičnú úroveň. Aj keď zásadným faktorom rastu súkromnej spotreby bol dynamický rast miezd, tento bol krytý rastom produktivity práce.

Bežný účet platobnej bilancie SR zaznamenal za 1. polrok 2004 vyšší deficit, ako v rovnakom období minulého roka, a to predovšetkým v dôsledku vyššieho deficitu bilancie výnosov a poklesu prebytku bežných transferov. Na druhej strane zlepšenie nastalo v obchodnej bilancii a v bilancii služieb. Bilancia výnosov bola zaťažená výplatom dividend z priamych zahraničných investícií, pričom tento faktor bude determinovať vývoj bežného účtu platobnej bilancie aj v budúcnosti. Deficit bežného účtu bol v 1. polroku 2004 v prevyšujúcej miere kompenzovaný prílevom zdrojov na kapitálovom a finančnom účte platobnej bilancie. Zahraničný obchod v júli vytvoril vyšší deficit v porovnaní s rovnakým obdobím minulého roka a bol ovplyvnený poklesom vývozu v dôsledku silnejšieho sezónneho vplyvu čerpania dovolení. Aj napriek oživeniu vývozu v nasledujúcom období by očakávaný rýchlejší rast dovozu mal v súlade s očakávaniami NBS určovať trend postupného prehľbovania kĺzavého 12-mesačného deficitu zahraničného obchodu.

Banková rada NBS sa zaoberala aj odhadom vývoja hlavných makroekonomických ukazovateľov do konca roka. V oblasti vývoja inflácie predpokladá NBS jej vývoj v stanovenom koridore, v jeho hornej polovici. Na základe doterajšieho vývoja bežného účtu platobnej bilancie NBS odhaduje dosiahnutie mierne vyššieho ako očakávaného deficitu ovplyvneného predovšetkým vývojom bilancie výnosov a bežných transferov, ako aj vývojom obchodnej bilancie. Podiel deficitu bežného účtu by však nemal prekročiť 3 % na HDP. V súvislosti s vykázanou rýchlejšou dynamikou HDP v prvom polroku 2004 BR NBS konštatovala, že táto by mala pokračovať aj v ďalších štvrťrokoch. V dôsledku toho by mal byť rast reálnej ekonomiky v roku 2004 o približne jeden percentuálny bod rýchlejší, ako boli hodnoty z aktualizovaného menového programu.

Vývoj výmenného kurzu slovenskej koruny si v auguste a v septembri nevyžiadal korekčné zásahy zo strany



NBS. Situáciu na devízovom trhu NBS monitoruje a v prípade vzniku nerovnovážnych tendencií je pripravená využiť dostupné nástroje na ich elimináciu.

Aktuálne ukazovatele o makroekonomickom a menovom vývoji v SR svedčia o dynamickom ekonomickom raste s vyrovnanou štruktúrou tvorby, pričom vývoj inflácie sa nachádza v rámci programových hodnôt aktualizovaného menového programu. Vo vývoji zahranično-obchodnej bilancie nebol identifikovaný vznik nerovnovážneho vývoja, pričom jej deficit je krytý prebytkom na kapitálovom a finančnom účte platobnej bilancie. Napriek

dynamickému rastu miezd, umožneného vývojom ziskovosti podnikov v predchádzajúcom a v bežnom roku a legislatívnymi zmenami v oblasti priamych daní, si rast produktivity práce zachoval predstih pred mzdovým nárastom. Na základe zhodnotenia celkového makroekonomického vývoja je možné konštatovať, že riziko vzniku a pôsobenia dopytových tlakov nebolo dosiaľ identifikované a BR NBS považuje súčasné nastavenie menovej politiky za primerané.

Tlačové oddelenie OVI NBS

PREHĽAD VZDELÁVACÍCH PODUJATÍ INŠTITÚTU BANKOVÉHO VZDELÁVANIA NBS NA IV. ŠTVRŤROK 2004

Názov vzdelávacieho podujatia	Dátum
OKTÓBER	
Efektívna prezentácia na medzinárodnom fóre v anglickom jazyku	4. – 5.
Úverové obchody bánk I – Úverová analýza	4. – 7.
Dištančné štúdium: Bankové účtovníctvo v praxi I – prevádzka banky a jej účtovanie	8. okt. – dec. 2004
Peňažné a kapitálové trhy I	11. – 13.
Zahraničný platobný styk I	11. – 14.
Ako predchádzať podvodom s bankovými platobnými kartami	12.
Sporné problémy z oblasti záložného práva a dobrovoľnej dražby	12.
Prevenčia a boj proti falšovaniu a praniu špinavých peňazí	13. – 15.
Poskytovanie úverov privátnej klientele	18. – 20.
Účtovanie v bankách podľa predpisov platných v SR	18. – 20.
Analýza dlhopisov	18. – 21.
Analýza bankových rizík	18. – 22.
Základný kurz bankovníctva I (pre Ľudovú banku)	18. – 22.
Finančný manažment II	21. – 22.
Analýza a prognóza cash flow	25. – 27.
Ekonomická analýza banky	26. – 27.
Grafológia II	27. – 29.
NOVEMBER	
Peňažné a kapitálové trhy II	3. – 5.
USD – ochranné prvky a možné falzifikáty	4.
Úverové obchody bánk II – Identifikácia rizík v úverových obchodoch	8. – 10.
Základný kurz bankovníctva II (pre Ľudovú banku)	8. – 12.
Zahraničný platobný styk II	22. – 25.
Zákon o bankách (novela k 1. 1. 2005)	23.
Medzinárodné účtovné štandardy (IAS) pre risk manažérov a finančných analytikov	24. – 26.
Úverové obchody bánk III – Reštrukturalizácia úverového vzťahu	29. – 30.
Workshop pre aktívnych lektorov	29. – 30.
Analýza termínových operácií	29. 11. – 2. 12.



Ukazovateľ	Merná jednotka	2000	2001	2002	2003	2004				
						3.	4.	5.	6.	7.
REÁLNA EKONOMIKA										
Hrubý domáci produkt 1) 2)	mln. Sk	690,7	716,8	748,4	779,9	190,6*			399,4*	
Medziročná zmena HDP 3)	%	2,0	3,8	4,4	4,2	5,5			5,4	
Miera nezamestnanosti 4)	%	17,9	18,6	17,5	15,6	16,0	15,3	14,5	13,9	13,7
Spotrebiteľské ceny 3)	%	8,4	6,5	3,4	9,3	8,2	8,0	8,3	8,1	8,5
OBCHODNÁ BILANCIA 2)*										
Vývoz (fob)	mil. Sk	548 372	610 693	651 256	803 037	202 231	283 444	363 868	436 675	503 277
Dovoz (fob)	mil. Sk	590 728	713 898	747 883	826 625	202 554	285 162	368 094	445 365	518 979
Saldo	mil. Sk	-42 356	-103 205	-96 627	-23 588	-323	-1 718	-4 226	-8 690	-15 702
PLATOBNÁ BILANCIA 2)										
Bežný účet	mil. Sk	-32 941,1	-84 891,5	-87 900,5	-10 198,5	5 330,9	3 981	-6 198	-16 751	
Kapitálový a finančný účet	mil. Sk	63 415,1	83 173,0	234 308,9	64 541,5	-1 030,9	87	54 605	28 291	
Celková bilancia	mil. Sk	34 168,8	6 866,9	160 596,0	52 446,2	8 501,6	7 682	50 445	13 358	
DEVÍZOVÉ REZERVY 4) 9)										
Celkové devízové rezervy	mil. USD	5 581,7	5 437,3	10 380,6	13 480,5	13 275,2	13 017	14 597	13 751	14 303
Devízové rezervy NBS	mil. USD	4 076,8	4 188,7	9 195,5	12 149,0	12 214,2	11 921	13 557	12 362	13 220
ZAHRANIČNÁ ZADĹŽENOSŤ 4) 7)										
Celková hrubá zahraničná zadĺženosť	mln. USD	10,8	11,3	13,2	18,3	17,5	17,0	19,4	18,7	
Zahraničná zadĺženosť na obyvateľa SR	USD	2 021	2 095	2 452	3 406	3 245	3 156	3 606	3 478	
MENOVÉ UKAZOVATELE										
Devízový kurz 5) 6)	Sk/USD	46,200	48,347	45,335	33,604	32,927	33,433	33,498	32,888	32,512
Peňažná zásoba [M2] 4) 8)	mln. Sk	580,4	649,2	681,5	730,1	711,6	719,8	710,9	731,0	736,8
Medziročná zmena M2 3) 8)	%	14,2	11,9	4,7	7,1	3,2	4,3	1,8	7,1	5,0
Úvery podnikom a obyvateľstvu 4) 8)	mln. Sk	396,1	321,7	330,2	378,1	384,2	383,9	388,2	394,5	391,2
ŠTÁTNY ROZPOČET 2) 4)										
Prijmy	mln. Sk	213,4	205,3	220,3	233,1	67,0	98,1	109,2	120,7	139,1
Výdavky	mln. Sk	241,1	249,7	272,0	289,1	65,8	92,4	111,5	133,2	157,7
Saldo	mln. Sk	-27,7	-44,4	-51,7	-56,0	1,2	5,7	-2,3	-12,5	-18,6
Klientske sladby										
Priemerná úroková miera										
jednoročné vklady	%	9,76	6,63	5,70	3,76	3,88	3,81	3,81	3,62	3,46
krátkodobé úvery	%	13,61	11,25	9,93	8,30	7,57	7,49	7,31	7,08	6,51
krátkodobé čerpané úvery	%	11,95	9,18	8,98	7,47	7,52	7,45	8,93	8,71	8,26
PEŇAŽNÝ TRH										
Úrokové sadzby stanovované Bankovou radou NBS, platnosť od 1-dňové operácie – sterilizačné	%					31.3.2004	30.4.2004	31.5.2004	30.6.2004	31.7.2004
– reŕinančné	%					4,00	3,50	3,50	3,50	3,00
2-týždňová limitná sadzba NBS pre štandardný REPO tender	%					7,00	6,50	6,50	6,50	6,00
Základná úroková sadzba NBS	%					5,50	5,00	5,00	5,00	4,50
Priemerná úroková miera z medzibank.vkladov (BRIBOR) **	%									
overnight	%	7,97	7,34	7,20	5,93	5,67	4,95	4,22	3,98	3,92
7-dňová	%	8,47	7,73	7,75	6,29	5,82	5,31	4,82	4,29	4,20
14-dňová	%	8,53	7,76	7,80	6,34	5,86	5,36	4,89	4,36	4,26
1-mesačná	%	8,58	7,77	7,83	6,32	5,85	5,37	4,94	4,37	4,15
2-mesačná	%	8,58	7,77	7,81	6,24	5,78	5,36	4,93	4,35	4,05
3-mesačná	%	8,57	7,77	7,79	6,18	5,71	5,35	4,91	4,33	3,96
6-mesačná	%	8,57	7,77	7,74	5,93	5,53	5,29	4,85	4,27	3,85
9-mesačná	%	7,94	7,76	7,72	5,78	5,39	5,17	4,79	4,22	3,77
12-mesačná	%	7,97	7,76	7,70	5,70	5,31	5,13	4,73	4,18	3,71

1) stále ceny, priemer roka 1995

2) kumulatívne od začiatku roka

3) zmena oproti rovnakému obdobiu predchádzajúceho roka

4) stav ku koncu obdobia

5) kurz devíza stred, priemer za obdobie

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

7) od 1. 1. 1999 zmena metodiky

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

9) od 1. 1. 2002 zmena metodiky

* predbežné údaje

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

ZRODENIE €URA

VÝSTAVA

Národná banka Slovenska v spolupráci s Európskou centrálnou bankou dňa 14. septembra 2004 sprístupnila pre verejnosť výstavu fotografií The making of the €uro – Zrodenie €ura.

Expozícia inštalovaná na veľkoplošných paneloch v ústredí



NBS na ulici Imricha Karvaša v Bratislave prezentuje snímky renomovaného nemeckého fotografa Claudia Hilsa, ktoré zachytávajú proces prípravy bankoviek a mincí spoločnej európskej meny v rokoch 2001 – 2002.

Na fotografiách je zachytená tlač bankoviek, razba mincí, proces ich spracovania a distribúcie do



◀ Výstavu v mene Európskej centrálnej banky otvoril Antti Heinenon, riaditeľ Direktoriátu pre bankovky ECB.

◀ Autor fotografickej mozaiky Claudio Hils



jednotlivých štátov eurozóny, znehodnocovanie jednotlivých národných mien ako aj mimoriadne bezpečnostné opatrenia, ktoré túto rozsiahlu akciu sprevádzali.

Fotokolekcia zdôrazňuje aj ľudský faktor celého procesu, je poctou všetkým, ktorí sa zaslúžili o bezproblémové zavedenie novej meny.

Výstava Zrodenie eura je súčasťou informačných aktivít NBS zameraných na lepšie oboznámenie slovenskej verejnosti so spoločnou európskou menou, ktorá by mala v roku 2009 nahradiť aj slovenskú korunu.

Igor Barát

Foto: Pavel Kochan