ODBORNÝ BANKOVÝ ČASOPIS
FEBRUÁR 2002
ROČNÍK 10

NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA

BATEC

2

POĽNOBANKU VYSTRIEDA UniBanka

O zmene obchodného mena Poľnobanky a jej výsledkoch v minulom roku informoval novinárov predseda predstavenstva a generálny riaditeľ Jiří Kunert (prvý zľava) a ďalší členovia predstavenstva Anna Pilková a Igor Helekal (tretia a štvrtý zľava). Tlačovú konferenciu viedol Rudolf Gálik, riaditeľ odboru stratégie a vzťahov k verejnosti (druhý zľava).

V ROKU 2002 S NOVÝM NÁZVOM

Novinári v rozhovore s Jiřím Kunertom prejavili záujem nielen o zmenu obchodného mena banky, ale aj o ďalší rozvoj UniBanky, a. s.

Pre Poľnobanku je tento rok dvanásty v jej činnosti. S týmto názvom sa banka však čoskoro rozlúči, pretože jej akcionári na mimoriadnom valnom zhromaždení dňa 21. januára 2002 rozhodli o zmene obchodného mena Poľnobanka na – UniBanka, a. s. Pod týmto názvom začne banka pôsobiť na slovenskom peňažnom trhu od 1. apríla, resp. 1. mája tohto roku.

O tejto zmene informovali novinárov predstavitelia banky na čele s predsedom jej predstavenstva a generálnym riaditeľom Jiřím Kunertom na tlačovej konferencii bezprostredne po skončení mimoriadneho valného zhromaždenia.

Prečo k zmene dochádza? Poľnobanka vznikla pred dvanástimi rokmi na pôde rezortu poľnohospodárstva. Prirodzene, že verejnosť ju s týmto odvetvím aj logicky spájala. V roku 1995 však banka – aby rozšírila svoj obchodný priestor – prijala stratégiu pretransformovať sa z úzko „rezortnej" banky na univerzálny peňažný ústav. Verejnosť ju však, vo veľkej miere práve kvôli jej menu, neustále vnímala ako poľnohospodársku banku. To vytváralo, a doteraz vytvára, bariéru pre získavanie nových klientov banky predovšetkým v segmente občanov, ktorý má byť významným pilierom ďalšieho rastu banky. Akcionári banky sa zhodli v názore, že konflikt medzi strategickou orientáciou banky a jej obchodným menom možno vyriešiť len zmenou tohto mena. Táto zmena nie je teda samoúčelná, ale pre budúcnosť banky jednoducho nevyhnutná.

Zmena obchodného mena však neznamená, že banka opúšťa sektor poľnohospodárstva a potravinárskeho priemyslu, že sa chce s jeho klientmi rozísť. Aj pod novým menom si chce udržať v ňom dobrých klientov a využiť svoje jedinečné know-how, ktoré pri poskytovaní finančných služieb v tomto rezorte má.

Nové obchodné meno banky, UniBanka, a. s., nielenže vyjadruje univerzálny charakter banky, ale zároveň korešponduje aj s menom jej strategického vlastníka, ktorým je popredná talianska a európska finančná skupina UniCredito Italiano Group. Zároveň sa zmení aj logo banky.

Predstavitelia banky informovali na tlačovej konferencii novinárov tiež o výsledkoch Poľnobanky v minulom roku. Banka dosiahla prevádzkový zisk približne pol miliardy korún, čo je o 22 percent viac ako v roku 2000. Po strate v roku 2000 dosiahla banka vlani čistý zisk 131 miliónov Sk.

To je dobrý odrazový mostík do tohto, ale i ďalších rokov, v ktorých chce banka podstatne zlepšiť svoju pozíciu na slovenskom bankovom trhu. Slovom, chce prísť nielen s novým názvom, ale aj s novou kvalitou služieb.

Michal Štefánek
Foto: Štefan Suchý

Vážení čitatelia,

dovoľujeme si Vám oznámiť, že od januára 2002 bude odborný bankový časopis BIATEC vychádzať tlačou v slovenskom jazyku v rozsahu 36 časopiseckých strán, bez anglickej prílohy. Anglická mutácia časopisu bude mesačne, počnúc januárovým číslom 2002, publikovaná na internetovej stránke Národnej banky Slovenska: **http://www.nbs.sk**

Redakcia

NA AKTUÁLNU TÉMU

doc. Ing. Jana Sršňová, CSc.
Vybrané charakteristiky zahraničných investícií 2

MENOVÁ ÚNIA

Otvorené otázky menovej integrácie 5

RECENZIA

prof. Ing. Milan Buček, DrSc.
Modelová analýza efektov vládnych výdavkov 11

EURÓPSKA MENOVÁ ÚNIA

doc. Ing. Ján Iša, DrSc.
Eurozóna a svetové hospodárstvo 12

KOMERČNÉ BANKOVNÍCTVO

Ing. Dušan Preisinger
Vývoj úverového portfólia v rokoch 1993 – 2000 16

PROFILY SVETOVÝCH EKONÓMOV

doc. Ing. Ján Iša, DrSc.
Svetoví ekonómovia o peniazoch 22

doc. Ing. Eva Muchová, PhD.
R. A. Mundell 24

POSTREHY – PODNETY

Dr. Ing. Anna Polednáková
Analýza politického rizika v medzinárodnom kapitálovom rozpočte 27

GALÉRIA OSOBNOSTÍ

Mgr. Miloš Mazúr
Ladislav Rástocký 29

PAMÄTNÉ MINCE

Ing. Dagmar Flaché, Ing. Štefan Fröhlich
Ľudovít Fulla – maliar – grafik – ilustrátor 30

INFORMÁCIE

Z rokovania Bankovej rady NBS 31
Vymenovanie nového ministra financií 31
Vybrané ukazovatele hospodárskeho a menového vývoja SR 32

BIATEC
Odborný bankový časopis
február 2002

Vydavateľ:
Národná banka Slovenska

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

Redakcia:
šéfredaktorka:
Mgr. Soňa Babincová ☎ 5953 3542
zástupkyňa šéfredaktorky:
Ing. Alica Polónyiová ☎ 5953 3544
výtvarná redaktorka:
Anna Chovanová ☎ 5953 3543

Adresa redakcie:
Národná banka Slovenska
redakcia BIATEC
Štúrova 2, 813 25 Bratislava
tel.: 5953 3542, 5953 3543, 5953 3544,
tel./fax: 529 68 524
e-mail: biatec@nbs.sk

Objednávky na inzerciu prijíma redakcia:
☎ 5953 3543

Počet vydaní: 12-krát do roka

Cena výtlačku:
19,10 Sk vrátane DPH + poštovné

Ročné predplatné:
229 Sk vrátane DPH + poštovné

Tlač:
i + i print, spol. s r. o.
Mlynské Luhy 27, 821 05 Bratislava

Objednávky na predplatné v SR a do zahraničia, reklamácie, distribúcia:
PONS, a. s., Záhradnícka 151,
821 08 Bratislava

Termín odovzdania rukopisov:
4. 2. 2002

Dátum vydania: 19. 2. 2002

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

Internet: http://www.nbs.sk

Foto na obálke: Mikuláš Červeňanský
Pamätné mince, ktoré vydala Národná banka Slovenska v roku 1993.

Tab. 6 Štruktúra PZI podľa krajov

Kraj k 31. 12. 1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999		2000
Bratislavský	56,1	62,1	62,5	61,1	61,3	37,2	55,2		55,4
Trnavský							11,2		
Trenčiansky	9,5	14,5	14,2	15,2	17,0	16,4	7,8	**23,2**	12,0
Nitriansky							4,2		
Žilinský							3,3		
Banskobystrický	10,2	7,3	10,2	9,5	9,0	7,4	5,5	**–8,8**	7,6
Prešovský							3,7		
Košický	24,2	16,1	13,1	14,2	12,7	19,0	9,1	**–12,8**	25,0
Spolu	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**		**100,0**

Prameň: odbor zahraničných investícií MH SR

Tab. 7

Názov podniku	NYLSTAR, a. s.	Siemens, s. r. o.
Veľkosť podniku	nad 300 pracovníkov	do 300 pracovníkov
Organizačná forma	a. s.	s. r. o.
Krajina pôvodu ZI	Francúzsko, Taliansko	Nemecko
Forma vstupu	akvizícia	výstavba podniku „na zelenej lúke"
Motívy ZI	• nižšie mzdové náklady • exportná základňa	• získanie nových trhov
Prínos ZI pre podnik	• manažment (know–how) • technológia (čiastočne)	• technológia • manažment (know–how) • marketing (know–how) • rast kvalifikácie pracovníkov
Prínos ZI pre región	• nová kultúra podnikania • nové prístupy k pracovnému prostrediu	• pracovné príležitosti • nová kultúra podnikania
Export	Export: EÚ, Sev. Amerika, CEFTA, vých. Európa a iné	Podiel exportu na obrate 80 % Export: EÚ
Dosiahnuté certifikáty	ISO 9001	ISO 9001
Ciele do budúcnosti	• obnova technológie	• rozširovanie výrobných kapacít • výstavba nového podniku • diverzifikácia do nových odvetví

Prameň: vlastný prieskum

vybuduje nový podnik, alebo o investovanie do už existujúceho podniku, čo sa realizuje odkúpením podniku (akvizíciou) alebo v našich podmienkach i privatizáciou vo forme priameho predaja (tab. 7). Kritickým bodom akvizícií je skutočnosť, že vo väčšine prípadov sú spojené len so zmenou vlastníckych vzťahov a presunom kontroly do zahraničia. Je zrejmé, že táto forma vstupu PZI býva len málokedy spojená s prílevom technológií či technologického know–how. Vo fáze vstupu neprináša spravidla ani nové pracovné príležitosti. Ukazuje sa, že výstavba na zelenej lúke je pre hospodárstvo užitočnejšia. Z dlhodobého hľadiska sa však prínosy vyrovnávajú. Prínosy PZI v SR pre podniky možno vidieť najmä v oblasti manažmentu, marketingu a čiastočne i technológií. Prínosy pre región v novej kultúre podnikania, novom prístupe k pracovnému prostrediu i zamestnanosti (bez akvizície by boli mnohé pracovné miesta stratené).

• pozitívom PZI v SR je, že zahraniční investori vstupujú najmä do podnikov – exportérov – ide o krajiny EÚ, ale i krajiny CEFTA (budúcich členov EÚ), čím dochádza k vytvoreniu „sieti" slovenskej podnikovej sféry so spoločným trhom EÚ,

• základnou požiadavkou zahraničných investorov v SR je dlhodobá stabilita podnikateľského prostredia,

• pozitívom PZI je i to, že svoje rozhodnutie investovať v SR veľká väčšina investorov hodnotí ako dobré a do budúcnosti uvažuje s rozšírením prípadne diverzifikáciou výroby.

Uvedené skutočnosti ukazujú rezervy, ale i ďalšie možnosti PZI v SR. Každá PZI je jedinečná a tak treba posudzovať i jej účinky.

OTVORENÉ OTÁZKY MENOVEJ INTEGRÁCIE

1. Úvod

Hlavným cieľom makroekonomickej politiky Slovenska je prejsť poslednými etapami tranzitívneho procesu a úspešne integrovať krajinu do Európskej únie. Snaha o pristúpenie do EÚ je motivovaná hlavne pozitívami reálnej konvergencie. Nakoľko účasť v hospodárskej únii je predpokladom na vstup do menovej únie, prijatie eura bude pravdepodobne patriť medzi základné ciele menovej politiky.

Termín proklamovaného vstupu SR do EÚ je všeobecne známy. Vláda SR deklarovala začiatok roku 2004 ako pripravenosť krajiny na pripojenie sa k tomuto zoskupeniu. Otázne zostáva načasovanie ďalšej etapy integračného procesu SR, t.j. vstupu do EMÚ. Potreba oficiálneho stanoviska k tomuto termínu vyplýva aj z postoja ďalších kandidátskych krajín, ktoré sa v poslednom období jednoznačne vyjadrujú k tejto problematike (Maďarsko prezentuje záujem prijať euro už v roku 2006 s predpokladom splnenia všetkých maastrichtských kritérií vrátane inflácie, ktorá je v súčasnosti pod úrovňou 8 %, skeptickejší postoj zaujíma Česká republika, podľa ktorej stav verejných financií, rozdielnosť úrokových sadzieb, stav ekonomiky, ako aj ďalšie faktory poukazujú na to, že prechod na euro bez väčších otrasov bude možný po dlhšom prechodnom období od vstupu do EÚ).

Prvá časť je preto venovaná otázkam konvergencie SR ku krajinám EÚ, resp. EMÚ jednak z pohľadu štrukturálnej konvergencie využitím teórie optimálnej menovej oblasti, ďalší priestor je venovaný nominálnej konvergencii (splneniu maastrichtských kritérií) a reálnej konvergencii (hodnoteniu výkonnosti ekonomiky na základe ukazovateľa HDP na obyvateľa). V rámci tejto časti je rozobraný aj termín možného vstupu SR do EMÚ. Ďalšie dve časti budú venované analýze implementácie neštandardných postupov, resp. alternatív kurzového režimu v rámci integračného procesu, ktorými sú jednostranné zavedenie eura a zavedenie currency board.[1]

2. Otvorené otázky konvergencie

Teoreticky je vstup do EMÚ možný najskôr dva roky po vstupe do EÚ. Ak by sa teda Slovenská republika stala členom EÚ 1. 1 .2004, termínom nášho vstupu do EMÚ by mohol byť začiatok roku 2006. Dĺžka tohto obdobia je daná maastrichtským kritériom výmenného kurzu, zahŕňajúcim participáciu meny v ERM (v súčasnosti ERM II) a jej udržanie v rámci stanoveného pásma minimálne dva roky pred hodnotením krajiny na vstup do EMÚ. Predpokladáme však, že prakticky je obdobie vstupu SR do EMÚ možné až v priebehu roku 2006 (nie 1. 1. 2006), nakoľko v prípade začlenenia SKK do ERM II k 1. 1. 2004 by jej minimálne dvojročná účasť trvala do konca roku 2005 a SR by tak mohla spĺňať predpoklady na vstup do EMÚ pravdepodobne až v 1. polroku 2006[2]. V tom istom období by bolo hodnotené aj napĺňanie ostatných konvergenčných kritérií.

Nakoľko Slovenská republika po vstupe do EÚ ešte pravdepodobne nebude spĺňať kritériá na vstup do EMÚ, získa derogáciu (výnimku) na prijatie eura. Je to rovnaký status, ako malo Grécko do júna 2000 a v súčasnosti má Švédsko[3]. Tento status bude garantovaný prístupovou zmluvou. Na základe Zmluvy o ES (článok 122(1)) Európska komisia a ECB vypracúvajú aspoň raz za dva roky alebo na žiadosť členského štátu s derogáciou konvergenčné správy, na základe ktorých Európska rada môže rozhodnúť, či daná krajina spĺňa podmienky na vstup do EMÚ a derogácia môže byť zrušená. V tejto súvislosti len pripomíname, že doterajšie správy boli vypracovávané v novembri 1996 (na základe ktorej sa rozhodlo, že väčšina krajín EÚ nesplnila kritériá na vstup do EMÚ a 3. etapa EMÚ sa nezačala 1. 1. 1997), v marci 1998 (na základe, ktorej bolo rozhodnuté, že 11 členských krajín EÚ vstúpi do EMÚ k 1. 1. 1999) a v máji 2000 (na základe ktorej Grécko splnilo kritériá na vstup do EMÚ a mohlo byť začlenené do EMÚ k 1. 1. 2001, avšak Švédsko nie, keďže švédska legislatíva vrátane štatútu centrálnej banky nie je kompatibilná so Zmluvou o ES a súčasne švédska koruna neparticipuje v ERM). Aj na základe týchto faktov možno očakávať, že prvé konvergenčné správy kandidátskych krajín (ktoré vstúpia do EÚ začiatkom roku 2004) budú vypracovávané až v roku 2006.

Z hľadiska stanoviska kandidátskych krajín k termínu vstupu do EMÚ je vhodné spomenúť vyhlásenie komisára EÚ pre hospodárske a menové záležitosti P. Solbesa (september 2001), ktorý vyzval kandidátske krajiny, aby nezameriavali svoje ekonomické a rozpočtové politiky na rýchly vstup do eurozóny, t.j. hneď po vstupe do EÚ. Prioritou by malo byť všeobecné posilňovanie ekonomických štruktúr.

[1] Autormi materiálu sú pracovníci menového úseku Národnej banky Slovenska.

[2] Konvergenčná správa Grécka bola vypracovaná v máji 2000, pričom hodnotiacim obdobím v prípade inflácie a dlhodobých úrokových sadzbách bol apríl 1999 – marec 2000, v prípade kritéria výmenného kurzu apríl 1998 – marec 2000 (pozn. grécka drachma sa stala členom ERM 16. 3. 1998, pričom 1. 1. 1999 sa stala členom ERM II) a fiskálne kritériá boli hodnotené ku koncu roku 1999. ECOFIN rozhodol v júni 2000 o vstupe Grécka do EMÚ s termínom 1. 1. 2001.

[3] Na základe Zmluvy o ES Veľká Británia a Dánsko majú špeciálny status, ktorý im umožňuje neparticipovať v 3. etape EMÚ. Uvedené krajiny môžu kedykoľvek požiadať o zrušenie tejto výnimky.

Kandidátske krajiny by sa nemali snažiť predčasne splniť konvergenčné kritériá. V predvstupovom procese by sa mali koncentrovať hlavne na pokračovanie štrukturálnych a ekonomických reforiem a posilňovanie konkurencieschopnosti trhových ekonomík.

Na základe nejednoznačného postoja predstaviteľov kandidátskych krajín a zástupcov EÚ na vstup týchto krajín do EMÚ sú nasledujúce podkapitoly venované hodnoteniu konvergencie SR tak z hľadiska štrukturálneho, nominálneho, ako aj reálneho.

2.1. Štrukturálna konvergencia

Z hľadiska analýzy štrukturálnej konvergencie slovenskej ekonomiky s eurozónou sme využili teóriu optimálnej menovej oblasti (Optimum Currency Area – OCA), ktorou sa po prvýkrát začali v 60-tych rokoch zaoberať Mundell (1961), McKinnon (1963) a Kenen (1969), avšak až v poslednom období sa uvedená problematika stala populárna (hlavne v dôsledku analýz výhod a nevýhod menovej integrácie v rámci EMÚ). Základnou myšlienkou teórie OCA je, že pre krajiny alebo oblasti, ktoré sú vystavené symetrickým šokom alebo ktoré majú mechanizmus absorpcie asymetrických šokov, je optimálne prijať jednotnú menu.

Vo všeobecnosti teória OCA rozoberá nasledujúce kritériá:

1. stupeň otvorenosti ekonomiky – krajina, ktorej obchod v rámci OCA tvorí výrazný podiel na HDP môže profitovať z účasti v OCA,

2. podobnosť šokov a hospodárskych cyklov – asymetria šokov a hospodárskych cyklov znamená pre krajinu prijatie špecifickej reformnej politiky, ktoré však v prípade jednotnej meny (t.j. jednotnej menovej politiky) nie je možné,

3. diverzifikácia produktov – krajina exportujúca široké spektrum produktov je menej náchylná na špecifické šoky určitého sektora a je menej pravdepodobné, že v prípade takéhoto šoku využije výmenný kurz na jeho elimináciu,

4. medzinárodný faktor mobility (napr. pracovnej sily) ako alternatívny prostriedok reformných politík – v prípade asymetrických šokov vyššia mobilita pracovnej sily uľahčuje prijímanie reformných politík a tým znižuje tlak na výmenný kurz,

5. fiskálne transfery – fiskálne transfery môžu byť použité v prípade asymetrických šokov.

Z hľadiska uvedených kritérií je zrejmé, že čím silnejšie väzby existujú medzi krajinami menovej oblasti, tým viac budú uvedené krajiny z účasti v OCA profitovať. Tesnejšie obchodné vzťahy majú za následok konvergenciu hospodárskych cyklov, ktorá vytvára predpoklady na integráciu a vytvorenie menovej oblasti. Na uvedený názor však v súčasnosti existujú protiargumenty založené na tom, že čím obchod dosahuje vyšší stupeň integrácie, tým sa krajiny začínajú viac špecializovať.

V nasledujúcej časti rozoberieme prvé tri kritériá OCA (považované za najdôležitejšie) pre slovenskú ekonomiku v porovnaní s Nemeckom, EMÚ a EÚ.

Stupeň otvorenosti ekonomiky (orientácia zahraničného obchodu)

Asymetrická orientácia zahraničného obchodu predstavuje typický zdroj reálnych šokov, nakoľko možné výkyvy v ekonomike môžu byť vnášané práve cez zahraničný obchod. V ideálnom prípade by krajiny menovej únie mali obchodovať iba medzi sebou a s rovnakou intenzitou s tretími krajinami. Ak sa orientácia zahraničného obchodu výrazne odlišuje, možno očakávať, že uvedené krajiny môžu byť zasiahnuté rôznymi šokmi v rozdielnom čase.

Slovenská republika je na rozdiel od EÚ, resp. EMÚ, malá otvorená ekonomika, ktorej podiel exportu a importu na HDP sa zvýšil zo 122 % v roku 1993 na 150 % v roku 2000. Rozdiel medzi slovenskou ekonomikou a EÚ, resp. EMÚ, je zrejmý aj z podielov vzájomnej obchodnej výmeny medzi týmito regiónmi. Kým krajiny EÚ, resp. EMÚ, sa na celkovom exporte Slovenska podieľajú približne 60 %, podiel Slo-

Tabuľka 1 Export Slovenska – teritoriálna štruktúra (%)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	1 – 6/2001
Nemecko	15,21	17,10	22,37	21,19	28,37	28,80	27,65	26,77	27,58
EMÚ	27,72	32,50	41,37	38,55	53,07	52,83	56,00	55,47	57,86*
EÚ	29,63	34,97	44,50	41,27	56,37	55,65	59,38	59,03	61,38
EÚ+M+P+Č**	77,50	78,18	93,98	78,96	95,19	83,44	83,91	83,58	84,76

Tabuľka 2 Import Slovenska – teritoriálna štruktúra (%)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	1 – 6/2001
Nemecko	11,42	13,43	14,27	14,61	19,69	25,68	26,14	25,05	25,90
EMÚ	19,07	24,71	31,20	33,92	39,74	46,48	47,97	45,08	46,63*
EÚ	27,93	33,44	34,76	37,28	43,79	50,13	51,69	48,88	50,22
EÚ+ M+P+Č**	67,12	67,11	67,49	66,05	69,76	73,46	73,53	68,76	70,05

Poznámka k tabuľkám 1 – 2: *vrátane Grécka, ** EÚ + Maďarsko, Poľsko, Česko

Tabuľka 3 Podiel Slovenska na exporte nasledujúcich krajín (%)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Nemecko	0,22	0,30	0,41	0,47	0,51	0,65	0,55	0,56
EMÚ	0,15	0,18	0,24	0,27	0,28	0,33	0,29	
EÚ	0,13	0,16	0,21	0,23	0,25	0,28	0,26	
EÚ+M+P+Č**	0,34	0,32	0,37	0,41	0,42	0,45	0,39	

Tabuľka 4 Podiel Slovenska na importe nasledujúcich krajín (%)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Nemecko	0,26	0,36	0,47	0,50	0,54	0,73	0,72	0,63
EMÚ	0,14	0,20	0,25	0,24	0,26	0,34	0,36	
EÚ	0,12	0,17	0,21	0,21	0,22	0,28	0,30	
EÚ+M+P+Č**	0,30	0,34	0,39	0,38	0,38	0,43	0,43	

Poznámka k tabuľkám 3 – 4: ** EÚ + Maďarsko, Poľsko, Česko

Tabuľka 5 Premenná *TRADE* – priemer podielov bilaterálnych exportov na HDP

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	1993 – 1997	1998 – 1999	1993 – 1999
Nemecko	0,044	0,055	0,070	0,076	0,086	0,112		0,066	0,112	0,074
EMÚ			0,112	0,120	0,140	0,174	0,181	0,124	0,178	0,146
EÚ	0,076	0,096	0,111	0,119	0,139	0,172	0,182	0,108	0,177	0,128

venska na exporte EÚ, resp. EMÚ, tvorí iba 0,3 %. Rovnako to platí aj v prípade importu (tabuľky 1, 2, 3, 4)[4].

Za týchto okolností by náhla kríza v regióne mohla predstavovať väčší šok pre slovenskú ekonomiku ako pre Nemecko, EÚ alebo EMÚ. Ďalším príkladom môžu byť problémy s likviditou a finančný odlev z tzv. emerging markets. Depreciácia mien týchto krajín môže znamenať zabrzdenie aktivity slovenských exportérov, pričom dopady na Nemecko, EÚ a EMÚ môžu byť nepatrné.

Z uvedeného vyplýva, že Slovenská republika by sa členstvom v EMÚ stala averzná voči riziku šokov v rámci EÚ, resp. EMÚ. Toto tvrdenie môžeme podporiť rastúcim podielom vzájomného obchodu na HDP. Premenná *TRADE* (Bayoumi a Eichengreen, 1996) predstavuje priemer podielov bilaterálnych exportov na HDP, t.j. napr. v prípade Nemecka ide o priemer podielu exportu SR do Nemecka na HDP Slovenska a podielu exportu Nemecka do SR na HDP Nemecka (tabuľka 5). Jednotlivé hodnoty tejto premennej nemajú vypovedaciu schopnosť, ale jej rastúci trend naznačuje pokračujúcu konvergenciu ku všetkým testovaným regiónom.

Konvergencia hospodárskych cyklov

V období centrálneho plánovania hospodárstva sa najvýraznejšie prejavili rozdiely v ekonomickej úrovni západnej a východnej Európy. Výrazná divergencia, ktorá hlavne v 70-tych a 80-tych rokoch prehĺbila rozdiely medzi trhovo a centrálne plánovanými ekonomikami, bola jedným z hlavných dôvodov prijatia reforiem v strednej a východnej Európe.

V súčasnosti existuje niekoľko štúdií zaoberajúcich sa približovaním hospodárskych cyklov medzi EÚ a štátmi strednej a východnej Európy, potvrdzujúcich konvergenciu hospodárskych cyklov najmä s Nemeckom. (Boone a Maurel, 1998, indikujú vysokú koreláciu priemyselnej produkcie Nemecka s kandidátskymi krajinami.) Pravdepodobne ide o dôsledok vysokého podielu Nemecka na exporte týchto krajín.

Mieru korelácie hospodárskych cyklov sme aproximovali premennou *SDY*, ktorá predstavuje štandardnú odchýlku percentuálnych zmien relatívneho produktu SR a Nemecka, resp. EMÚ alebo EÚ (Bayoumi a Eichengreen, 1996). Vo všeobecnosti nízka hodnota tejto premennej indikuje relatívnu symetriu hospodárskych cyklov. Hodnotiace obdobie sme rozdelili na dva časové úseky 1993 – 1997 a 1998 – 1999 vzhľadom na Nemecko a EÚ, v prípade EMÚ vzhľadom na dostupnosť dát na obdobia 1995 – 1997 a 1998 – 1999.

Na základe získaných výsledkov možno konštatovať, že vyššia konvergencia bola dosiahnutá v období 1993 – 1997, pričom v ďalšej etape zahŕňajúcej roky 1998 – 1999 hospo-

Tabuľka 6 Premenná *SDY* – štandardná odchýlka percentuálnych zmien v reálnom HDP

	1993 – 1997	1998 – 1999	1993 – 1999
SR – Nemecko	0,012	0,019	0,020
SR – EMÚ	0,006	0,019	0,024
SR – EÚ	0,011	0,019	0,021

[4] V prípade Slovenska sú naďalej významné obchodné vzťahy aj s inými krajinami. Export Slovenska do Maďarska, Poľska a Českej republiky predstavuje asi 28 % celkového vývozu, podiel importu približne 20 %. Ako je uvedené v tabuľke 1 a 2, v prípade úvahy ekonomického zoskupenia EÚ a V4 by sa väčšina obchodnej výmeny SR realizovala v rámci tohto zoskupenia.

dárske cykly začali mierne divergovať. Tieto výsledky možno jednak prisúdiť krátkosti časových radov, na druhej strane v období po roku 1998 sa zmenil výkon hospodárskej politiky vlády (reštrukturalizácia ekonomiky, konsolidácia verejných financií), čo ovplyvnilo celkový hospodársky rast a malo pravdepodobne vplyv aj za zmenu charakteru premennej SDY. Napriek uvedeným výsledkom nemôžeme vylúčiť vhodnosť menovej únie SR so spomínanými oblasťami.

Komoditná štruktúra zahraničného obchodu

Komoditná štruktúra zahraničného obchodu patrí medzi ďalšie indikátory odrážajúce štrukturálnu podobnosť alebo odlišnosť slovenskej ekonomiky s ekonomikami Nemecka, EMÚ a EÚ. Ak je existujúci bilaterálny obchod realizovaný na základe komparatívnych výhod (medziodvetvový obchod), potom je obchodovateľný sektor slovenskej ekonomiky nútený špecializovať sa v porovnaní so spomínanými ekonomikami a stáva sa citlivejším na rôzne výkyvy. Na druhej strane, ak väčšina obchodu je založená na vnútroodvetvovej výmene, potom ekonomiky k sebe štrukturálne konvergujú.

Štrukturálnu podobnosť, resp. rozdielnosť slovenskej ekonomiky s ekonomikami Nemecka, EMÚ a EÚ sme odhadli premennou *DISSIM* (Bayoumi a Eichengreen, 1996), ktorá predstavuje sumu absolútnych diferencií podielov poľnohospodárskych výrobkov, nerastných surovín a priemyselných výrobkov na celkovom exporte (SITC-klasifikácia). Aj v prípade tejto premennej platí, že absolútne hodnoty sú ťažko interpretovateľné, ich klesajúci trend (s výnimkou roku 1999) však potvrdzuje, že aj v tomto prípade dochádza ku konvergencii).

Všetky doteraz uvedené premenné indikovali mieru pravdepodobnosti zasiahnutia slovenskej ekonomiky a Nemecka, príp. EMÚ alebo EÚ reálnymi asymetrickými šokmi, ktoré by sa v prípade absencie flexibilného výmenného kurzu negatívne odrazili vo výkone ekonomiky. Predstavujú teda náklady zavedenia fixného kurzového režimu. Na druhej strane výhody vyplývajúce zo zavedenia jednotnej meny možno odhadnúť relatívnou veľkosťou slovenskej ekonomiky so spomínanými oblasťami. Uvedené výhody sme odhadli premennou *SIZE*, ktorá je aritmetickým priemerom logaritmov reálnych HDP Slovenska a uvažovaných oblastí (Bayoumi a Eichengreen, 1996).

Absolútne hodnoty uvedenej premennej (tabuľka 8) môžu byť interpretované ako transakčná hodnota používania národných mien. Porovnanie hodnôt pre Nemecko, EMÚ a EÚ dokazuje, že transakčné výhody sú vyššie pre menšie zoskupenia (SR a Nemecko) ako pre väčšie (SR a EMÚ, resp. SR a EÚ).

OCA index

V predchádzajúcej časti sme testovali základné charakteristiky OCA pre slovenskú ekonomiku a ekonomiky Nemecka, EMÚ a EÚ: orientáciu zahraničného obchodu, komoditnú štruktúru zahraničného obchodu a konvergenciu hospodárskych cyklov, pričom v rámci uvedených kritérií sme získali nejednoznačné výsledky. Jedným z faktorov spochybňujúcich závery tejto štúdie môže byť aj krátkosť časových radov. V prípade orientácie zahraničného obchodu sa potvrdila pretrvávajúca asymetria, ktorá však vypovedá skôr o výhodách členstva SR v EMÚ. Súčasne v rámci korelácie hospodárskych cyklov výsledky zatiaľ nenaznačujú približovanie ekonomík, čo však súvisí predovšetkým so štrukturálnymi zmenami v slovenskej ekonomike v rokoch 1998 až 1999. Na druhej strane podobnosť komoditnej štruktúry zahraničného obchodu zase naznačuje štrukturálnu konvergenciu slovenskej ekonomiky k testovaným oblastiam.

V dôsledku nejednoznačnosti výsledkov sme hodnoty jednotlivých premenných využili na výpočet jednej premennej, tzv. OCA indexu, indikujúcej mieru pripravenosti krajiny na prijatie spoločnej meny. Konštrukcia tejto premennej je prevzatá zo štúdie Bayoumi a Eichengreen (1996). Spomínaní autori sa sústreďujú hlavne na podmienky kladené pre OCA a predpokladajú, že dlhodobá volatilita bilaterálnych výmenných kurzov by mala odrážať mieru splnenia týchto podmienok bez ohľadu na aktuálny režim výmenného kurzu. Takže krajiny spĺňajúce OCA kritériá by mali zaznamenávať nízku volatilitu bilaterálnych výmenných kurzov. V rámci uvedenej analýzy testovali na viacerých priemyselne vyspelých krajinách vzťah medzi volatilitou bilaterálnych kurzov a pre-

Tabuľka 7 Premenná DISSIM – komoditná štruktúra exportu SR a zodpovedajúcej oblasti

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	1993 – 1997	1998 – 1999	1993 – 1999
SR – Nemecko	0,158	0,143	0,151	0,129	0,119	0,089	0,120	0,140	0,105	0,130
SR – EMÚ			0,109	0,109	0,101	0,077	0,104	0,106	0,090	0,100
SR – EÚ			0,100	0,101	0,09	0,072	0,094	0,098	0,083	0,092

Tabuľka 8 Premenná SIZE – relatívna veľkosť slovenskej ekonomiky a zodpovedajúcej oblasti

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	1993 – 1997	1998 – 1999	1993 – 1999
SR – Nemecko	5,28	5,32	5,36	5,39	5,43	5,46	5,48	5,36	5,47	5,39
SR – EMÚ			5,88	5,91	5,96	5,99	6,01	5,92	6,00	5,95
SR – EÚ	5,82	5,86	5,90	5,94	5,98	6,02	6,04	5,90	6,03	5,93

Tabuľka 9 OCA index

	1993 – 1997	1998 – 1999	1993 – 1999
SR – Nemecko	–0,009	0,000	0,002
SR – EMÚ	–0,015	0,002	0,011
SR – EÚ	–0,007	0,003	0,006

mennými *SDY*, *DISSIM*, *TRADE* a *SIZE*, pričom identifikovali významnú závislosť stabilnú v čase:

$$OCA = -0{,}09 + 1{,}46\ SDY + 0{,}022\ DISSIM - 0{,}054\ TRADE + 0{,}012\ SIZE$$

Na základe výsledkov analýzy rozdelili krajiny EÚ na tri skupiny: krajiny dosahujúce plnú konvergenciu, konvergujúce a divergujúce krajiny.

Keďže táto analýza bola uskutočnená na 21 krajinách v časovom horizonte 1973 – 1992 a koeficienty uvedeného vzťahu boli stabilné v tomto období, využili sme uvedenú rovnicu na testovanie pripravenosti Slovenska na menovú úniu s Nemeckom, EMÚ a EÚ. Nižšia hodnota OCA indexu indikuje väčšiu pripravenosť na prijatie spoločnej meny. Výsledky uvedené v tabuľke 9 nie je možné jednoznačne interpretovať, OCA index by mal dosahovať iba kladné hodnoty, čo sa v prípade obdobia 1993 – 1997 nepotvrdilo. Na druhej strane výsledky za obdobie 1998 – 1999 a 1993 – 1999 naznačujú pokračovanie v štrukturálnej konvergencii. (V tejto súvislosti však treba zdôrazniť, že vzhľadom na prílev priamych zahraničných investícií do slovenskej ekonomiky v posledných dvoch rokoch – analýza OCA zahŕňala iba roky 1993 až 1999 – je možné predpokladať, že štrukturálna konvergencia SR k testovaným regiónom bude pokračovať.)

Na základe testovania základných charakteristík OCA môžeme prijať záver, že slovenská ekonomika dosiahla v poslednom období určitý stupeň štrukturálnej konvergencie a i napriek niektorým rozdielom pravdepodobnosť asymetrických šokov mierne poklesla.

2.2. Nominálna konvergencia

Okrem štrukturálnej konvergencie je potrebné zhodnotiť tiež možnosti SR splniť kritériá nominálnej konvergencie (t.j. maastrichtské kritériá), resp. časový horizont, v ktorom môžu byť tieto kritériá splnené.

Vo fiskálnej oblasti Slovenská republika pravdepodobne v tomto ani v budúcom roku nesplní kritérium podielu fiskálneho deficitu na HDP (3 %), keďže v roku 2001 bol plánovaný deficit vo výške 3,9 % a v roku 2002 je vo výške 3,5 % (MF SR aktualizovalo deficit v roku 2002 na 3,6 % v dôsledku vyššej ako očakávanej valorizácie dôchodkov, uvedená hodnota je však vyššia ako hranica stanovená v SMP), navyše sú tieto hodnoty očistené od nákladov na reštrukturalizáciu bankového a podnikového sektora. V prípade zahrnutia týchto nákladov by podiel fiskálneho deficitu na HDP bol v oboch rokoch vyšší približne o 1 percentuálny bod. Ďalšie fiskálne kritérium vládneho dlhu na HDP (60 %) Slovenská republika spĺňa (v roku 2000 približne 30 %, v ktorých však nebolo zahrnutých približne 105 mld. Sk emitovaných dlhopisov na reštrukturalizáciu bánk, pri zohľadnení uvedenej skutočnosti by podiel vládneho dlhu na HDP predstavoval 44 %). Napriek miernemu zhoršeniu tohto ukazovateľa v posledných rokoch SR bude spĺňať toto kritérium najmä za predpokladu využitia privatizačných príjmov na zníženie štátneho dlhu.

Slovenská republika zatiaľ nespĺňa ani kritérium dlhodobých úrokových sadzieb (t.j. úrokových sadzieb na 10-ročné vládne dlhopisy). Vyhodnotenie vývoja dlhodobých úrokových sadzieb je však problematické, nakoľko Slovenská republika po prvýkrát emitovala 10-ročné vládne dlhopisy až v roku 2000, keď boli realizované dve emisie (z toho jedna na reštrukturalizáciu bánk, ktorú sme nebrali do úvahy nakoľko sa nerealizovala aukčným predajom). Úroková sadzba zo zostávajúcej emisie dosiahla 8,42 % (maastrichtské kritérium v roku 2000 predstavovalo 7,4 %). V roku 2001 boli realizované tri emisie 10-ročných ŠD, pričom jedna bola opätovne určená na reštrukturalizáciu bánk. Úrokové sadzby zo zostávajúcich dvoch emisií sa pohybovali nad 8 %. Kritérium úrokových sadzieb sa však z pohľadu SR v horizonte 5 rokov javí ako splniteľné za predpokladu oficiálnej proklamácie záväzku vstupu do EMÚ, pri súčasnom plnení ostatných kritérií.

Kritérium výmenného kurzu je podmienené účasťou meny v ERM II a jej udržaním v rámci stanoveného pásma v období dvoch rokov. Nakoľko slovenská mena sa môže stať súčasťou ERM II až po vstupe do EÚ, toto kritérium nie je možné vyhodnotiť. Na základe skutočného vývoja od januára 1999 sa výmenný kurz SKK/EUR pohyboval v pásme ±15 %[5], takže slovenská koruna by uvedené kritérium hypoteticky spĺňala, resp. jeho splnenie v budúcnosti pokladáme viac-menej za bezproblémové.

Inflácia patrí ku kritériám, ktoré Slovenská republika zatiaľ nespĺňa. Priemerná miera inflácie po dezinflačnom procese dosahovanom do roku 1996 zaznamenala prorastový trend až do roku 2000, keď dosiahla 12,0 % (maastrichtské kritérium v roku 2000 bolo 2,8 %[6]). V Menovom programe NBS na rok 2001 a jeho konkretizácii sa predpokladal pokles priemernej inflácie na 7,1 – 8,3 %, resp. aktualizovaný odhad NBS ku koncu roku 2001 bol 7,5 – 7,6 %, čo je však hodnota naďalej vzdialená od splnenia maastrichtského kritéria[7]. Vzhľadom na budúci vývoj inflácie sa vynárajú dva hlavné problémy. Jedným sú úpravy regulovaných cien a v súčasnosti neznámy deregulačný kalendár na nasledujúce roky, ako aj úpravy nepriamych daní v súvislosti s prístupom do

[5] Odchýlka výmenného kurzu SKK/EUR predstavovala + 3,8 % a – 8,9 % od východiskovej hodnoty 43,097 (1.1.1999), resp. + 4,4 % a – 8,4 % od priemeru za obdobie január 1999 – september 2001.

[6] Maastrichtské kritérium inflácie je definované ako priemer troch najnižších (priemerných) mier inflácie členských krajín EÚ zvýšený o 1,5 percentuálneho bodu. V poslednom období je táto hodnota určená infláciou Francúzska, Veľkej Británie a Švédska, t.j. maastrichtské kritérium určujú aj členské krajiny mimo EMÚ.

[7] V období 1999 – 2001 sa na zvýšení miery inflácie výraznou mierou podieľali úpravy regulovaných cien.

Tabuľka 10 Plnenie maastrichtského kritéria inflácie SR

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	8/2000	Odhad 2005
Slovensko*	23,2	13,4	9,9	5,8	6,1	6,7	10,6	12,0	7,9	4,6
Referenčná hodnota	3,1	3,1	2,7	2,5	2,7	2,2	2,1	2,8	3,3	2,7**

*Miera inflácie nie je meraná ako harmonizovaný index spotrebiteľských cien

**Referenčná hodnota inflácie na rok 2005 je aproximovaná priemerom referenčných hodnôt za obdobie 1993 – august 2001

EÚ. V súčasnosti pre rok 2002 vláda SR schválila len zvýšenie cien plynu na výrobnú spotrebu a zvýšenie maximálnych regulovaných cien tepla pre obyvateľstvo, pričom priamy dopad úpravy cien tepla pre obyvateľstvo na mieru inflácie v roku 2002 bude predstavovať približne 0,6 percentuálneho bodu. V porovnaní s pôvodne schváleným kalendárom úprav regulovaných cien (podľa ktorého by dopad na infláciu predstavoval 3,2 percentuálneho bodu) bude tento dopad len mierny. Takéto rozhodnutie si však bude vyžadovať potrebu rozsiahlejších úprav administratívne riadených cien v nasledujúcom období. Ďalším problémom sa javí potreba rastu cenovej hladiny z pohľadu približovania sa k cenovej hladine EÚ (v roku 2000 cenová hladina SR predstavovala približne 40 % cenovej hladiny EÚ 15). Vzhľadom na tieto faktory je problematické odhadnúť časový horizont splnenia maastrichtských kritérií. V roku 2005 by priemerná miera inflácie podľa odhadov NBS mala dosiahnuť 4,6 %, takže je pravdepodobné, že SR ani v tomto období nebude plniť inflačné kritérium (tabuľka 10). Je však potrebné zdôrazniť, že táto hodnota podľa predpokladov zahŕňa efekt deregulácií. Keďže SR žiada prechodné obdobia v oblasti daní[8] (napr. zachovanie zníženej sadzby DPH pri tepelnej a elektrickej energii, plyne, stavebných prácach a stavbách, uplatňovanie minimálneho zaťaženia sadzbou spotrebnej dane pri zdaňovaní cigariet nižšej ako 57 % maximálnej – maloobchodnej – ceny cigariet,...) a nie je zrejmá úprava týchto položiek v rámci prechodných období (jednorazová úprava na konci prechodného obdobia alebo postupná úprava rozložená v rámci jednotlivých rokov), je možné, že v roku 2006 by v porovnaní s rokom 2005 mohla byť priemerná inflácia približne o 1 – 2 percentuálne body nižšia.

Splnenie kritéria inflácie za cenu odkladania niektorých deregulácií administratívne riadených cien sa nejaví ako najvhodnejšie (pozn. väčšina administratívne riadených cien, napr. plyn, elektrická energia by mala byť deregulovaná, resp. dosiahnuť úroveň ekonomicky oprávnených nákladov, už pred vstupom SR do EÚ). V prípade, že SR splní kritérium inflácie takýmto spôsobom, dodatočné úpravy administratívne riadených cien po vstupe do EMÚ by mohli mať proinflačný charakter. Prípadné spomalenie hospodárskeho rastu v eurozóne a následné znižovanie úrokových sadzieb ECB môže v takom prípade mieru inflácie v SR ešte zrýchliť.

Konvergencia cenovej hladiny sa teda javí najvhodnejšia pred vstupom do EMÚ, keď SR ako potenciálny člen EÚ môže očakávať pokračovanie prílevu priamych zahraničných investícií. Rast cenovej hladiny a jej približovanie k priemeru EÚ by sa teda realizovalo pri súčasnom dynamickom raste produktivity práce a celkovej výkonnosti hospodárstva, čo by do značnej miery eliminovalo dopad vyššej inflácie na konkurencieschopnosť našej ekonomiky.

2.3. Reálna konvergencia

Z hľadiska zapojenia SR do menovej únie vyvstáva aj otázka potreby reálnej konvergencie (SR v roku 2000 dosahovala približne 50 % z priemeru EÚ v HDP na obyvateľa v PPP).

Začlenenie SR do EMÚ by malo viesť ku konsolidácii fiskálneho rozpočtu (fiskálne kritériá), ktorá by mala byť udržiavaná aj po samotnom vstupe do EMÚ (Pakt rastu a stability). Súčasne by prijatie eura viedlo k poklesu úrokových sadzieb s pozitívnym dopadom na hospodársky rast a fiskálnu pozíciu, k ďalším pozitívam by malo patriť zníženie transakčných nákladov a eliminácia kurzovej volatility a v neposlednom rade aj zníženie miery inflácie (výhody zavedenia jednotnej európskej meny budú podrobnejšie rozobrané v kapitole 3.1).

V súčasnosti neexistujúca mobilita práce ako prispôsobovací mechanizmus na asymetrické šoky by sa po vstupe SR do EÚ mohla čiastočne zvýšiť. Slovenská republika po predbežnom uzavretí kapitoly Voľný pohyb osôb pristúpila v prípade niektorých krajín (Nemecko, Rakúsko) na 7-ročné prechodné obdobie obmedzujúce zamestnávanie tuzemcov v spomínaných krajinách (v určitých profesiách) s možnosťou zavedenia reciprocných opatrení zo strany Slovenska. Navyše však bolo vyhovené požiadavkám Českej republiky uplatňovať prechodné obdobia na voľný pohyb osôb voči súčasným alebo budúcim členským krajinám, ak takéto obmedzenia voči ČR bude uplatňovať niektorá z krajín EÚ. Rovnaký systém bol ponúknutý aj ostatným kandidátskym krajinám. Spomínaná neúplná mobilita osôb ako prostriedok na znižovanie pravdepodobnosti asymetrických šokov by však mohla byť nahradená poskytovaním predvstupových zdrojov z rozpočtu EÚ (fiskálnych transferov).

[8] Kapitola č. 10 Dane zatiaľ nebola uzavretá a EK navrhla SR prehodnotiť prechodné obdobia.

Pokračovanie v čísle 3/2002

Teórie dôchodku a zamestnanosti sú dôležitými pre osvetlenie, resp. zdôvodnenie všetkých hospodársko – politických rozhodnutí vlády. Autor sa sústredil na efekt vytláčania (crowding – out) a efekt vtláčania (crowding – in), ktorý je z určitého hľadiska jadrový pre diskusie o účinku vládneho dopytu, a tým aj širšej otázky zásahov do trhového mechanizmu, makroekonomickej rovnováhy atď.

Autor bol pritom konfrontovaný s neľahkou úlohou selekcie problémov z bohatej teoretickej a modelovej svetovej literatúry tak, aby sa pritom zachovala orientácia v „mainstreame" makroekonomického poznania a udržala sa jednotlivcom zvládnuteľná, prehľadná a kompatibilná prezentácia. Treba hneď na úvod konštatovať, že túto úlohu perfektne zvládol a predložil vyváženú, teoreticky fundovanú a aplikačne „predpripravenú" prácu.

Výhodou posudzovania predmetnej práce je skutočnosť, že autor formuloval svoje ciele veľmi zreteľné a pregnantne. Podujal sa zhrnúť názory na efekt crowding – out/in v modeloch uzavretej ekonomiky z pohľadov rôznych teoretických škôl, rozšíriť analýzu efektu na modely otvorenej ekonomiky a pokúsiť sa o zovšeobecnenie odlišností rastu vplyvu vládneho dopytu v transformujúcich sa ekonomikách.

Táto publikácia má z hľadiska vedecko-pedagogického smerovania Národohospodárskej fakulty Ekonomickej univerzity v Bratislave prelomový charakter. Po prvé – orientuje vedecké zameranie a pedagogické pôsobenie na relevantné otázky transformačných procesov; po druhé – skúma ich na pozadí ťažiskových teoretických koncepcií súčasného svetového poznania; po tretie: orientuje pedagogický proces v smere výraznejšej aplikácie kvantitatívnych analýz pri presne definovaných podmienkach a po štvrté: navodzuje pre našu hospodársku politiku takú analyticko-metodologickú bázu, ktorá je oprostená od vulgárnych politických východísk, ale skúma reakcie agregátnych veličín (vo vzťahu k vládnym výdavkom) na báze exaktných prístupov, ktoré dovoľuje odborné diskusie posunúť na exaktnejšiu, merateľnú bázu. V práci treba vyzdvihnúť predovšetkým jasnosť formulácií makroekonomických problémov.

Rozoberané modely či už klasický, klasický kompletný, jednoduchý klasický model čiastočne otvorenej ekonomiky pri fixnom výmennom kurze, kompletný klasický model čiastočne otvorenej ekonomiky pri fixnom výmennom kurze, rozpracovaný potom pri pružnom výmennom kurze, kompletný klasický model čiastočne otvorenej ekonomiky pri plávajúcom výmennom kurze, Keynesovsky model uzavretej trhovej ekonomiky, scenár investičnej pasce, scenár pasce likvidity, scenár pevných nominálnych miezd, efekt vytláčania v komplexnom Keynesovskom modele uzavretej trhovej ekonomiky, jednoduchý Keynesovský model otvorenej ekonomiky pri fixnom výmennom kurze, makroekonomické modely otvorenej ekonomiky a efekt vytláčania/vtláčania, Mundell – Flemingov model a efekt vytláčania tvoria veľmi široký a komplexný ponor do zložitého a predsa merateľného vplyvu pôsobenia vládnych výdavkov v najrelevantnejších teoretických koncepciách a na ne nadväzujúcich modelových riešeniach. Autor sa pritom prikláňa k názoru, že k vytláčaniu súkromného dopytu vládnymi výdavkami prichádza iba v prípade plného využitia zdrojov.

Istým vyvrcholením a razantným prínosom autora je 6. kapitola: Modelová analýza efektu vtláčania/vytláčania v tranzitívnej ekonomike (na príklade SR). Autor prezentuje vlastné modelové obohatenie problematiky fungovania tohto mechanizmu v tranzitívnych ekonomikách najmä z hľadiska privatizačného procesu (zavedenie privatizačnej agentúry, formulovanie princípov privatizačnej, resp. transformačnej pasce), pričom z modelového riešenia ekonomiky SR odvodzuje veľmi zaujímavé a nové pohľady na existenciu efektu vytláčanie/vtláčania v rokoch 1993 – 2000. Prezentované dva modely odrážajú dve etapy vývoja ekonomiky SR – etapu fixného nominálneho výmenného kurzu a etapu plávajúceho kurzu. Pokiaľ mi je známe, v takejto podobe sa dôsledky privatizačného procesu (dôsledky na dodatočnú nákladovú infláciu a zvyšovanie celkovej transformačnej inflácie), ako aj úloha centrálnej banky v týchto procesoch skúma v slovenskej literatúre po prvýkrát. (Pri formulovaní hypotéz – predpokladov by snáď bolo treba trocha viac vyargumentovať predpoklad o čiastočne vysokých reálnych mzdách v ekonomike SR.)

Prácu uzatvárajú veľmi zaujímavé a v mnohom úplne nové závery, vyplývajúce z modelového riešenia situácie SR. Z nich je dôležitý najmä vplyv mixu správania centrálnej banky a vlády na efekt vtláčania/vytláčania. Autor postuluje záver o existencii efektu vytláčania, ba až zmrazenia súkromných investícií v dôsledku privatizácie. Predložená práca ako celok pôsobí kompaktne, je prehľadná a správne gradovaná.

Treba na záver zdôrazniť, že problematika skúmania vládnych výdavkov v takejto komplexnej šírke, v kvantitatívnej hĺbke a modelovej celistvosti nebola zatiaľ v slovenskej ekonomickej literatúre prezentovaná a z tohto hľadiska má priekopnícky charakter.

prof. Ing. Milan Buček, DrSc.

Monografia
Ing. Pavla Ochotnického

MODELOVÁ ANALÝZA EFEKTOV VLÁDNYCH VÝDAVKOV

Vydavateľstvo Ekonóm, r. 2001, 148 s.

Pre recenzovanú prácu plne platia slová B. Felderera (z úvodu, k slovenskému vydaniu knihy Makroekonomika a nová Makroekonomika), že vysvetľuje poznatky makroekonomickej teórie vo forme vhodnej na analýzu a pochopenie hospodársko – politických rozhodnutí v trhovom hospodárstve bez toho, aby upustil od požadovanej vedeckej exaktnosti.

EUROZÓNA A SVETOVÉ HOSPODÁRSTVO

II. časť

doc. Ing. Ján Iša, DrSc., Ústav slovenskej a svetovej ekonomiky, SAV

Profesor Robert Mundell, ktorého považujú za jedného z krstných otcov eura, hodnotí doterajšie fungovanie Európskej menovej únie ako vcelku úspešné. ECB podľa neho dokonca dosahuje lepšie výsledky ako národné centrálne banky Eurosystému. V eurozóne sa napríklad znížili úrokové sadzby, udržuje sa nízka miera inflácie, zmizla menová špekulácia a s ňou náklady na zaistenie proti menovému riziku, čo zasa viedlo k značnému poklesu ziskov hedgingových fondov. Na rozdiel od niektorých amerických expertov Mundell vidí perspektívy eura optimisticky. Eurozóna by podľa neho v priebehu 10 až 12 rokov mohla zahŕňať 50 krajín s 500 miliónmi obyvateľov a s HDP, ktorý bude prevyšovať HDP USA o 40 až 50 percent.[1]

Je pravda, že niektorí eurooptimisti od štartu EMÚ (najmä od vývoja kurzu EUR vo vzťahu k USD) očakávali viac, v prognózach europesimistov, ktorí predtým neúspešne bojovali proti menovej integrácii, zasa nechýbali katastrofické vízie. Skutočný vývoj však dal za pravdu eurorealistom, ktorí neočakávali ani zázrak ani katastrofu. EMÚ je neoddeliteľnou súčasťou Európskej únie a jej fungovanie, úspechy, ale aj neúspechy závisia od mnohých krátkodobých a dlhodobých faktorov (tzv. fundamentals) spätých predovšetkým s ekonomickou výkonnosťou eurozóny. Rozhodujúcu úlohu pritom bude mať skutočnosť, ako sa dlhodobo presadí nová ekonomická kvalita eurozóny v konkurencii s USA a Japonskom.[2]

Hlavné ukazovatele reálnej ekonomiky eurozóny, USA a Japonska

Eurozónu možno vcelku charakterizovať ako megaekonomiku, ktorá síce čiastočne zaostáva za USA, ale v mnohých ekonomických ukazovateľoch predstihuje Japonsko. Za hlavnú charakteristickú črtu eurozóny možno pokladať skutočnosť, že pôvodne malé a stredné ekonomiky sa integrovali aj v oblasti meny a vytvorili kvalitatívne novú ekonomiku s rozsiahlym vnútorným trhom. Do vzniku menovej únie jednotlivé krajiny, ktoré teraz tvoria eurozónu, boli veľmi otvorené ekonomiky, eurozóna však predstavuje veľkú, oveľa menej otvorenú ekonomiku.

Eurozóna prevyšuje Spojené štáty i Japonsko počtom obyvateľstva, pravda, jeho veková štruktúra je horšia ako v USA. Krajiny eurozóny majú totiž nižší podiel osôb do 15 rokov a vyšší podiel obyvateľstva nad 55 rokov ako USA. Ak vychádzame z údajov o HDP, najväčšou ekonomikou boli roku 2000 Spojené štáty. Ich podiel na svetovom HDP roku 2000 bol 22 % v porovnaní s eurozónou (16,0 %) a Japonskom (7,3 %).

Pomerne malé rozdiely charakterizujú **sektorovú štruktúru HDP**. Vo všetkých troch megaekonomikách najväčší podiel z celkového outputu pripadá na služby, oveľa menší je podiel priemyslu, zatiaľ čo podiel poľnohospodárstva je nepatrný. Význam problémov európskeho poľnohospodárstva však naznačuje porovnanie s USA, kde podiel poľnohospodárstva na HDP je zhruba polovičný ako v eurozóne (EMÚ – 2,7 % a USA – 1,4 %).

Osobitný význam pre fungovanie menovej únie má **trh práce**, ktorý má v eurozóne niektoré osobitosti.[3] Miera nezamestnanosti v eurozóne dosiahla v 80. a 90. rokoch vysokú úroveň. Roku 2001 priemerná úroveň miery nezamestnanosti bola tesne pod 9,0 %, čo predstavovalo 12,2 milióna nezamestnaných v eurozóne ako celku. Napriek určitému poklesu tak zostáva miera nezamestnanosti v eurozóne podstatne vyššia ako v USA a Japonsku. Rozdiel v miere nezamestnanosti medzi eurozónou a USA odzrkadľuje predovšetkým rozdiel v tempe ich ekonomického rastu koncom 90. rokov a štruktúrne rozdiely medzi trhmi práce v USA a v eurozóne. Aj v krajinách eurozóny však začali prebiehať reformy trhu práce, ktoré v niektorých prípadoch prispeli k značnému zníženiu miery nezamestnanosti.

Pozoruhodné sú však aj ďalšie rozdiely – napríklad v miere participácie pracovnej sily a v miere zamestnanosti. Zatiaľ čo miera nezamestnanosti v eurozóne bola podstatne vyššia, miera participácie pracovnej sily v eurozóne bola v roku 2000 podstatne nižšia (67,3 %) ako v USA (77,2 %) a v Japonsku (72,4 %). Tento rozdiel medzi USA a eurozónou bol oveľa väčší v prípade žien (asi 13 percentných bodov) ako v prípade mužov (asi 7 percentných bodov). Všeobecne tiež platí, že mladší Európania participujú na pracovnej sile podstatne menej ako ich americkí rovesníci. „Nižšia miera participácie spolu s vyššou mierou nezamestnanosti vedie k oveľa nižšej miere zamestnanosti ... v eurozóne ako v USA a v Japonsku."[4] Nižšia miera zamestnanosti je jednou z hlavných príčin, prečo HDP na jedného obyvateľa je v eurozóne nižšia ako v USA a v Japonsku.

Takmer všetky údaje v tab. 1 týkajúce sa **vládneho sektora**

[1] Na druhej strane však musíme brať do úvahy, že postavenie USA sa mení. V Latinskej Amerike a v juhovýchodnej Ázii prebieha proces dolarizácie niektorých ekonomík, ktorý sa uskutočňuje alebo preberaním USD alebo prostredníctvom tzv. menového výboru (Currency Board), prípadne fixovaním kurzu národnej meny k doláru. Takéto fixovanie kurzu národnej meny bolo typické napríklad pre Argentínu, ktorá sa však nevyhla menovo-finančnej kríze neuveriteľného rozsahu a pozastavila splácanie zahraničných dlhov.

[2] Aj v prípade eurozóny by malo platiť, že celok je viac ako suma jednotlivých častí (t. j. ekonomík jednotlivých členských krajín EMÚ).

[3] V tejto súvislosti sa venuje pozornosť najmä inštitucionálnym aspektom trhu práce – legislatíve na ochranu pracovných miest, systémom podpôr v nezamestnanosti, procesu tvorby miezd a zdaneniu práce. Štruktúrnym nepružnostiam na trhu práce sa pripisuje veľký význam pri objasňovaní vysokej a pretrvávajúcej nezamestnanosti, čo vyplýva z toho, že tieto nepružnosti spomaľujú proces, v ktorom sa ekonomika prispôsobuje negatívnym šokom (napr. recesii).

[4] Pozri The Monetary Policy of the ECB (2001).

Tab. 1 Hlavné makroekonomické ukazovatele eurozóny, USA a Japonska v roku 2000

	Jednotka	Eurozóna	USA	Japonsko
Obyvateľstvo	mil.	303	276	127
HDP (podiel na svetovom HDP) 1)	%	16,0	22,0	7,3
HDP na jedného obyvateľa 1)	EUR	22 322	35 034	24 922
Sektory výroby 2)				
Poľnohospodárstvo, rybolov, lesníctvo	% HDP	2,7	1,4	1,7
Priemysel (vrátane stavebníctva)	% HDP	28,8	24,7	34,5
Služby	% HDP	68,5	73,9	63,8
Miera nezamestnanosti (podiel na prac. sile)	%	8,9	4,0	4,7
Miera participácie na prac. sile 3)	%	67,3	77,2	72,4
Miera zamestnanosti 3), 4)	%	61,2	74,1	68,9
Všeobecná vláda				
Prebytok (+) alebo deficit (-)	% HDP	-0,7	2,3	-8,6
Hrubý dlh	% HDP	70,3	57,3	130,4
Príjmy	% HDP	47,9	34,0	30,3
Z toho:				
Priame dane	% HDP	13,0	15,5	7,0
Nepriame dane	% HDP	14,2	6,8	8,5
Sociálne príspevky	% HDP	16,3	7,1	11,0
Výdavky	% HDP	48,6	31,7	38,9
Z toho:				
Konečná spotreba	% HDP	19,8	14,1	16,6
Sociálne transfery	% HDP	16,7	10,5	17,5
Vývoz tovarov 5)	% HDP	14,8	7,8	9,7
Vývoz tovarov a služieb 5)	% HDP	19,1	10,7	11,1
Dovoz tovarov 5)	% HDP	14,3	12,3	7,2
Dovoz tovarov a služieb 5)	% HDP	18,7	14,4	9,7
Vývoz (podiel na svetovom vývoze)	%	19,0	15,0	9,2
Bežný účet platobnej bilancie 5)	% HDP	-0,7	-4,4	2,5

1) Podiely HDP vypočítané na základe parity kúpnej sily (PPP).
2) Na základe reálnej pridanej hodnoty. Údaje pre Japonsko sa vzťahujú na rok 1998 a pre USA na rok 1999.
3) Miera participácie predstavuje sumu zamestnaných a nezamestnaných osôb v pomere k obyvateľstvu v pracovnom veku. Údaje pre USA a Japonsko sa vzťahujú na rok 1998.
4) Ako pomer počtu zamestnaných osôb k obyvateľstvu v pracovnom veku (t.j. osoby vo veku 15 až 64 rokov).
5) Údaje platobnej bilancie; v prípade eurozóny sa zahŕňajú iba obchodné toky mimo eurozóny.
Prameň: The Monetary Policy of the ECB (2001).

svedčia o veľkých rozdieloch medzi eurozónou, USA a Japonskom. Napriek týmto rozdielom však eurozóna – na rozdiel od Japonska, kde rozpočtový deficit dosiahol v roku 2000 8,6 % – smeruje k vyrovnanému vládnemu rozpočtu, na čom majú zásluhu už spomínané maastrichtské kritériá a Pakt stability a rastu. Práve tieto inštitucionálne ustanovenia majú zabezpečiť zdravé financie na úrovni EÚ v situácii, keď rozpočtová politika zostáva vo výlučnej kompetencii členských štátov.

Podiel sektora všeobecnej vlády (t.j. ústrednej, regionálnej a miestnej vlády, ako aj sektora sociálneho zabezpečenia) na HDP v eurozóne je podstatne vyšší ako v USA a Japonsku. Podiel vládnych výdavkov na HDP v eurozóne (48,6 %) je výrazne vyšší než v USA (31,7 %) a v Japonsku (38,9 %). Podobné relácie pozorujeme aj v oblasti vládnych príjmov. Relatívne veľký podiel vládnych výdavkov na HDP v eurozóne odzrkadľuje predovšetkým vysoké podiely konečnej vládnej spotreby a sociálnych transferov domácnostiam. Pokiaľ ide o zdroje vládnych príjmov, eurozóna sa spolieha viac na sociálne príspevky a na nepriame dane ako USA a Japonsko. Zaujímavý obraz nám poskytujú údaje o rozpočtovom deficite a vládnom dlhu. Spomínali sme už, že rozpočtová politika v eurozóne sa vyvíja podobným smerom ako v USA. Rozpočtový deficit eurozóny, ktorý roku 1993 dosiahol takmer 6 % HDP, sa postupne znižoval až na úroveň 0,7 % HDP v roku 2000, čím sa dostal hlboko pod referenčnú hodnotu stanovenú Maastrichtskou zmluvou. Pravda, k prebytkovému rozpočtu USA (+2,3 % HDP) má eurozóna ešte ďaleko. V eurozóne sa od roku 1997 mierne zlepšuje aj pomer vládneho dlhu k HDP, ktorý v roku 2000 dosiahol 70,3 % HDP, čo je však stále nad referenčnou hodnotou stanovenou Maastrichtskou zmluvou (60 %), nehovoriac už o úrovni vládneho dlhu v USA (v roku 2000 57,3 %). V obidvoch týchto kľúčových fiškálnych ukazovateľoch značne zaostáva Japonsko, ktorého rozpočtový deficit roku 2000 predstavoval -8,6 % HDP a pomer vládneho dlhu k HDP sa vyšplhal na 130,4.[5] Zdá sa, že Japonsko, ktoré

[5] Túto úroveň už nepozná žiadny člen EÚ vrátane Belgicka, Talianska a Grécka.

sa napriek tomu vyznačuje neobyčajne nízkou úrovňou inflácie, chce vyvrátiť učebnicovú poučku o vzťahu medzi rozpočtovým deficitom (resp. vládnym dlhom) a mierou inflácie.

Hoci ekonomiku eurozóny značne ovplyvňuje globálna ekonomika, tento vplyv je menší, ako to bolo v prípade jednotlivých členských krajín pred vznikom menovej únie. Je to dané tým, že stupeň otvorenosti eurozóny meraný priemerným podielom vývozu a dovozu tovarov a služieb na HDP je oveľa nižší, ako bol stupeň otvorenosti ekonomiky jednotlivých členských štátov v minulosti. Napriek tomu eurozóna je stále oveľa viac otvorenou ekonomikou ako USA a Japonsko. Úlohu, ktorú má **zahraničný obchod** v ekonomike eurozóny, naznačuje napríklad podiel vývozu tovarov a služieb na HDP, ktorý roku 2000 predstavoval 19,1 %. (V prípade USA a Japonska tento podiel bol 10,7 % a 11,1 %.) Podobné relácie (18,7 %, 14,4 % a 9,7 %) charakterizujú podiely dovozu tovarov a služieb. Týmto údajom zhruba zodpovedajú aj údaje o svetovom vývoze. Podiel eurozóny na svetovom vývoze roku 2000 predstavoval 19,0%, podiel USA bol 15 % a podiel Japonska dosiahol 9,2 %.

Pokiaľ ide o geografickú orientáciu, hlavnými obchodnými partnermi eurozóny sú Veľká Británia, USA, Švajčiarsko a Japonsko. Okrem týchto ekonomík podiel žiadnej inej jednotlivej krajiny na zahraničnom obchode eurozóny v rokoch 1996 až 1999 nebol vyšší ako 5 %. Podiel Ruska a krajín strednej a východnej Európy bol 12,8 % a taký istý podiel dosiahla Čína spolu so zvyškom Ázie (bez Japonska).

Na rozdiel od USA, ktoré majú dlhodobe deficitnú platobnú bilanciu (roku 2000 deficit bežného účtu ich platobnej bilancie dosiahol -4,4 % HDP), eurozóna zaznamenala iba mierny deficit bežného účtu (-0,7 %). Dlhodobý prebytok bežného účtu naproti tomu vykazuje Japonsko.

Hlavné črty finančnej štruktúry eurozóny

V tejto časti budeme stručne charakterizovať finančnú štruktúru eurozóny, ktorá sa v mnohom odlišuje od finančnej štruktúry USA. Treba pripomenúť, že základnou funkciou finančného systému je prevádzanie peňažných fondov od tých, ktorí usporili prebytočné fondy (ich výdavky boli nižšie ako ich dôchodok), k tým, ktorí majú nedostatok peňažných prostriedkov (chcú vynaložiť viac, ako predstavuje ich dôchodok). K hlavným tvorcom úspor (požičiavateľom) patria domácnosti, firmy, vláda a cudzozemci (non-residents). Od nich smerujú fondy jednak na finančné trhy a jednak k finančným sprostredkovateľom (úverovým inštitúciám, iným peňažno-finančným inštitúciám tzv. MFIs a iným finančným sprostredkovateľom).[6] Medzi finančnými trhmi a finančnými sprostredkovateľmi pritom existuje spojovací článok, pretože časť peňažných fondov smeruje z finančných trhov k finančným sprostredkovateľom. Záverečnou „fázou" v tomto kolobehu je pohyb peňažných fondov dvoma cestami: 1) z finančných trhov k vypožičiavateľom – t.j. k firmám, vláde, domácnostiam a cudzozemcom a 2) pohyb fondov od finančných sprostredkovateľov k vypožičiavateľom. Prvý pohyb sa nazýva **priame alebo trhové financovanie**, kým druhý sa označuje ako **nepriame, resp. bankové financovanie.**

Z údajov v tab. 2 je zrejmé, že v eurozóne a v Japonsku má významnú úlohu financovanie prostredníctvom bankových pôžičiek. Zatiaľ čo v júni 1999 bankové pôžičky v eurozóne dosiahli 6136,1 mld EUR (t.j. 100,4 % HDP), v USA predstavovali 4154,8 mld EUR (t.j. iba 48,4 % HDP). Zatiaľ čo v eurozóne je podiel bankového financovania viac ako 2 krát vyšší ako v USA, pri priamom financovaní je tento pomer zhruba opačný. Financovanie pomocou dlhových cenných papierov v júni 1999 dosiahlo v eurozóne 88,8 % HDP (t.j. 5422,7 mld EUR), zatiaľ čo v USA až 164,6 % HDP (t.j. 14140,8 mld EUR). To znamená, že hodnota domácich dlhových cenných papierov emitovaných v USA bola v júni 1999 2,6 krát vyššia ako v eurozóne. Tieto rozdiely by boli ešte oveľa výraznejšie, ak by sme brali do úvahy iba dlhové cenné papiere vydané súkromným sektorom.

Podobné rozdiely možno pozorovať aj pri vlastnom financovaní korporácií, t.j. financovaní prostredníctvom emisie akcií, kde je pomer USA/eurozóna dokonca ešte vyšší (3,2) ako pri dlhových cenných papieroch (2,6). Celková hodnota akcií obchodovaných na burze cenných papierov dosiahla v eurozóne v októbri 1999 4346,0 mld EUR (t.j. 71,1 % HDP) v porovnaní s 13861,1 mld EUR (t.j. 163,3 % HDP) v USA. Tento ukazovateľ však vykazoval v eurozóne v 90. rokoch nepretržitý vzostup. Ak na konci roku 1990 dosahoval iba 21 % HDP, koncom roku 2000 to bolo už 93 % HDP.[7]

Hoci vo finančnej štruktúre eurozóny došlo v posledných rokoch k určitým zmenám, aj v súčasnosti ju možno pokladať za finančnú štruktúru, ktorá sa blíži **bankovo orientovanej** (t.j. na prevládaní nepriameho financovania založenej) štruktúre. Finančná štruktúra Spojených štátov naproti tomu vykazuje veľa znakov **sekuritizovanej** (t.j. na prevládaní financovania prostredníctvom domácich dlhových cenných papierov založenej) finančnej štruktúry. Vznik Európskej menovej únie vytvára predpoklady, aby sa podobným smerom vyvíjala aj finančná štruktúra eurozóny.

V rokoch 1999 – 2000 došlo v eurozóne k ďalšej konsolidácii sektoru finančných služieb. Od konca roka 1998 do konca roka 2000 sa v eurozóne napríklad znížil počet peňažno-finančných inštitúcií (MFIs) o 7,7 % (z 9 856 na 9 096). Najväčšia skupina MFIs (úverové inštitúcie) sa zmenšila o 10,1 % (z 8 320 na konci roku 1998 na 7 476 koncom roku 2000).

Reakciou na zavedenie eura a nový rámec menovej politiky je proces integrácie a štandardizácie prebiehajúci v celej eurozóne. Pravda, stupeň tejto integrácie dosiahnutý v rôznych segmentoch trhu sa veľmi odlišuje. Ďalšia integrácia by zvýšila efektívnosť finančných trhov eurozóny, čo by bolo prospešné pre všetkých účastníkov trhu i pre efektívnosť jednotnej menovej politiky ECB.

[6] Do skupiny MFIs patria hlavne fondy peňažného trhu, medzi iných finančných sprostredkovateľov zasa patria poisťovacie korporácie, penzijné fondy a ďalšie.

[7] Pozri The Monetary Policy of the ECB (2001).

Tab. 2 Finančná štruktúra eurozóny, USA a Japonska

	Obdobie	Jednotka	Eurozóna	USA	Japonsko
Bankové vklady	Jún 1999	mld. EUR	4 752,2	4 742,8	4 467,5
	Jún 1999	% HDP	77,8	55,2	111,7
Bankové pôžičky	Jún 1999	mld. EUR	6 136,1	4 154,8	4 280,8
	Jún 1999	% HDP	100,4	48,4	107,0
Domáce dlhové cenné papiere	Jún 1999	mld. EUR	5 422,7	14 140,8	5 061,1
	Jún 1999	% HDP	88,8	164,6	126,5
Vydané korporáciami	Jún 1999	mld. EUR	202,3	2 403,8	583,4
Vydané finančnými inštitúciami	Jún 1999	mld. EUR	1 891,5	3 900,1	753,7
Vydané verejným sektorom	Jún 1999	mld. EUR	3 329,0	7 746,8	3 723,9
Celková hodnota akcií obchodovaných	Október 1999	mld. EUR	4 346,0	13 861,1	6 275,8
na burze cenných papierov [1)]	Október 1999	% HDP	71,1	163,3	137,7

[1)] Údaje v eurozóne, USA a Japonsku nie sú úplne porovnateľné. *Prameň*: ECB Monthly Bulletin. January 2000.

Je eurozóna optimálnou menovou oblasťou?

Na takto položenú otázku dostávame spravidla odpoveď, že EMÚ nie je optimálnou menovou oblasťou. Tento záver napokon vyplýva z analýzy kritérií OMO, na ktoré sme poukázali v prvej časti tohto príspevku. Nepriaznivé (napr. v relácii k USA) sú najmä kľúčové ukazovatele mobility pracovných síl spolu s menšou pružnosťou miezd a cien a nižší stupeň fiškálnej integrácie (čo je dané autonómnosťou rozpočtovej politiky, ktorá je v právomoci národných vlád členských krajín eurozóny).[8]

Určitým problémom eurozóny z hľadiska reakcie na asymetrické šoky je absencia fiškálneho federalizmu, ktorý napríklad v USA pri určitom poklese HDP jedného štátu Únie umožňuje automatické fiškálne transfery od federálnej vlády. V eurozóne síce takisto existuje určitý „mechanizmus" solidarity (tzv. štruktúrne fondy EÚ a Fond kohézie), tie však bezprostredne nepôsobia anticyklicky (majú stredno- alebo dlhodobý horizont) a ich rozsah je menší.

Niektoré ďalšie faktory však pôsobia opačným smerom a prispievajú k lepšiemu fungovaniu Európskej menovej únie. Ide najmä o vysoký stupeň komoditnej diverzifikácie, približne rovnakú mieru inflácie, pokles rozpočtových deficitov, zníženie úrokových sadzieb, nízky deficit bežného účtu platobnej bilancie, podobnosť štruktúry hospodárstva členských krajín, vysoký podiel vzájomného obchodu a synchronizáciu ekonomického cyklu. Napriek tomu všetky krajiny tvoriace eurozónu nepredstavujú optimálnu menovú oblasť. Niektoré členské krajiny (Nemecko, Rakúsko, Belgicko, Holandsko, Luxembursko a Írsko) sa však už pred prechodom do tretieho štádia EMÚ označovali ako tvrdé jadro predstavujúce optimálnu menovú oblasť. Počet členských krajín patriacich do tvrdého jadra menovej únie sa postupne rozširuje (Taliansko, Grécko).[9] Nie všetko sa v eurozóne po prechode do tretieho štádia vyvíjalo ideálne. Kritici menovej únie napríklad poukazujú na to, že kurz eura vo vzťahu k doláru sa oslabil viac, ako sa očakávalo. Skutočná sila a stabilita Európskej menovej únie sa však môže preveriť až v priebehu dlhšieho časového obdobia, keď sa stretne s viacerými a symetrickými šokmi.

Prvou závažnou skúškou je prebiehajúca globálna recesia, pri ktorej však zatiaľ nedošlo k väčším poruchám vo fungovaní EMÚ.[10] Oveľa náročnejšou previerkou stability EMÚ nepochybne bude pristúpenie viacerých krajín strednej a východnej Európy do EMÚ, ktoré možno očakávať po roku 2004.

Vznik eura v každom prípade zásadne zmenil svet peňazí. Euro sa hneď po svojom narodení stalo druhou najvýznamnejšou svetovou menou a spolu s dolárom a jenom tvorí tretí pól, resp. oporu sveta peňazí. „Výmenné pomery medzi týmito troma ostrovmi stability sa stanú najdôležitejšími cenami v svetovej ekonomike."[11]

Literatúra

1. **Vanthoor, Wim, F. V.**: European Monetary Union Since 1848: A Political and Historical Analysis. Edward Elgar, Cheltenham, UK – Northampton, MA, USA, 1998
2. **Weber, M. (HRSG)**: Europa auf dem Weg zur Währungsunion. Wissenschaftliche Buchgesellschaft, Darmstadt 1991
3. **Kindleberger, Ch. P.**: Světová ekonomika, Academia, Praha 1978
4. **Mundell, R. A.**: A Theory of Optimum Currency Areas. American Economic Review, 60, č. 4, September 1961
5. **Snider, D. A.**: Optimum Adjustment Processes and Currency Areas. In: Essays in International Finance, č. 62, Princeton, New Jersey 1967
6. **Wilhelm, V.**: Wege zur Europäischen Währungsunion. Institut f(r Wirtschftspolitik an der Universität zu K(ln, K(ln 1989
7. **Muchová, E.**: Európská menová únia. Ekonóm, Bratislava 1999
8. **Hayek, Friedrich, A. von**: Entnationalisierung des Geldes. Eine Analyse der Theorie und Praxis konkurrierender Umlaufsmittel, T(bingen 1977
9. **The Monetary Policy of the ECB**. European Central Bank, 2001
10. **Monthly Bulletin ECB**, January 1999, November 2000
11. **Gonda, V.**: Cielenie inflácie ako nová stratégia menovej politiky. Ekonomické rozhľady, 30, č. 1, 2001
12. **Mundell, R. A.**: A Reconsideration of the Twentieth Century. The American Economic Review, 90, June 2000, č. 3

[8] Túto autonómnosť však obmedzuje Pakt stability a rastu spolu s harmonizáciou najmä nepriamych daní. Ide o tieto opatrenia: 1) Pokiaľ rozpočtový deficit člena EÚ prekročí 3 % HDP hrozí mu sankcia až do výšky 0,5 % HDP. 2) Pokiaľ postihnutý štát situáciu do dvoch rokov nenapraví, uvedená suma prejde do rozpočtu EÚ. 3) Sankcie sa nevzťahujú na štáty, ktoré vykážu počas štyroch štvrťrokov po sebe pokles HDP o 2 % a viac. 4) Pri poklese HDP o 0,75 % možno žiadať o výnimku zo sankcií, o ktorej hlasuje Rada EÚ.

[9] Niektorí členovia súčasnej talianskej vlády však vo vzťahu k euru vystupujú ako europesimisti, čo je zatiaľ azda jediná škvrna na inak úspešnom prechode k výlučnému používaniu eura ako spoločnej meny.

[10] Zatiaľ bolo recesiou najviac postihnuté Japonsko, rozvíjajúce sa krajiny juhovýchodnej Ázie (bez Číny) a kľúčové krajiny Latinskej Ameriky (Argentína a Mexiko). Recesii sa nevyhla ani najsilnejšia ekonomika sveta – USA.

[11] Mundell, R. A. (2000).

VÝVOJ ÚVEROVÉHO PORTFÓLIA V ROKOCH 1993 – 2000

Ing. Dušan Preisinger

Inštitút menových a finančných štúdií Národnej banky Slovenska

V predchádzajúcej časti bol analyzovaný vývoj úverového portfólia za obdobie 1993 – 2000 najmä z pohľadu jeho rizikovej štruktúry podľa jednotlivých odvetví. Všeobecná miera úverového rizika je totiž rozhodujúcim faktorom nepretržitého poklesu agregovanej úverovej angažovanosti bankového sektora. Nezabezpečuje sa tak jedna z jeho rozhodujúcich úloh – účasť na reprodukcii zdravých finančných tokov v podnikovej sfére. V tomto čísle sa zameriame na analýzu výkonnosti úverovo zaťaženej podnikovej sféry a faktorov spôsobujúcich poruchy v reprodukcii úverov.

Tab. 1

v mil. Sk

Ukazovateľ /rok	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Počet subjektov	18 248	24 702	28 985	34 833	39 521	38 203	41 637
Aktíva (v mil. Sk)	1 329 667	1 414 858	1 426 020	1 642 119	1 931 069	1 692 861	1 724 838
Hodnota úverov I.	238 524	249 414	276 734	322 053	322 640	330 843	339 101
Hodnota úverov II.	210 245	193 785	239 003	305 851	294 000	283 837	329 839
Úvery II./úvery I. (v %)	88,14	77,70	86,37	94,97	91,12	85,79	97,27

Hodnota úverov I. = bilančná hodnota bankových úverov poskytnutých podnikovej sfére okrem rezortov peňažníctva a poisťovníctva
Hodnota úverov II. = bilančná hodnota úverov poskytnutá analyzovanej vzorke podnikovej sféry
Úvery II./úvery I. = podiel úverov poskytnutých analyzovanej vzorke na úveroch v ekonomike

Analýza je zameraná na tie parametre finančnej stability úverových dlžníkov, ktoré v rozhodujúcej miere spôsobujú poruchy v úverových tokoch. Na tie dopláca na začiatku bankový sektor ako veriteľ. Následne ale aj podniková sféra nedostatkom úverových zdrojov, ktoré sú poskytnuté za prijateľných podmienok. Teda takých, ktoré rešpektujú reálnu obrátkovosť tržieb a schopnosť financovať reprodukciu prevádzkového cyklu podnikov.

Z údajov uvedených v tab. 1 je zrejmé, že ide o štatisticky významnú vzorku nielen z pohľadu podnikovej sféry ako celku, ale najmä z hľadiska úverovo zaťaženej podnikovej sféry. Do analyzovanej vzorky podnikov s hodnotou aktív 1,72 bilióna Sk bolo ku koncu roku 1999 alokovaných až 97,27 % všetkých úverov.[1] Výkonnosť tejto vzorky vysvetľuje pokračujúci pokles úverovej angažovanosti bankového sektora v roku 2000. Po ozdravení úverového portfólia (vývoj úverovej angažovanosti bol analyzovaný v predchádzajúcej časti) je bankový sektor opatrný. Príčinou je stále vysoký podiel úverov so zníženou mierou návratnosti.

Tento príspevok preto obsahuje analýzu vybraných parametrov výkonnosti, ktoré v rozhodujúcej miere ovplyvňujú všeobecnú mieru úverového rizika. Je zameraný na subjekty závislé od domácich úverových zdrojov. Poznanie ich reálnej ekonomickej pozície a špecifikácia reprodukcie odvetvových finančných tokov je jedným z predpokladov poklesu všeobecnej miery úverového rizika. Základným princípom analýzy je hľadať vzájomné vzťahy medzi vývojom ukazovateľov úverových dlžníkov dosiahnutých v roku „x" a vývojom úverových strát vykázaných bankovým sektorom v roku „x + 1". Tento prístup umožňuje okrem iného posúdiť, či zmena všeobecnej miery úverového rizika je reálnym obrazom vývoja výkonnosti úverovo zaťaženej podnikovej sféry, alebo ju viac ovplyvňuje intenzita refinancovania skôr poskytnutých úverov.

Jedným z rozhodujúcich faktorov schopnosti splácať záväzky je hodnota udržateľného rastu. Základným princípom udržateľného rastu je bilančná rovnica

$$A = K + P$$

(A = aktíva, K = vlastné zdroje, P = cudzie zdroje)

Umožňuje posúdiť zdroje financovania prírastku aktív. V našich podmienkach, keď vzťah medzi rentabilitou úverových dlžníkov a úrokovou sadzbou pri mnohých úverových obchodoch neumožňuje pákový efekt (cena cudzích zdrojov je vyššia ako rentabilita), je financovanie prírastku najmä obežných aktív úvermi pri nízkej rentabilite rizikové. Rizikovosť vyplýva z vývoja vzájomného vzťahu medzi prevádzkovou a finančnou leverage (závislosťou):

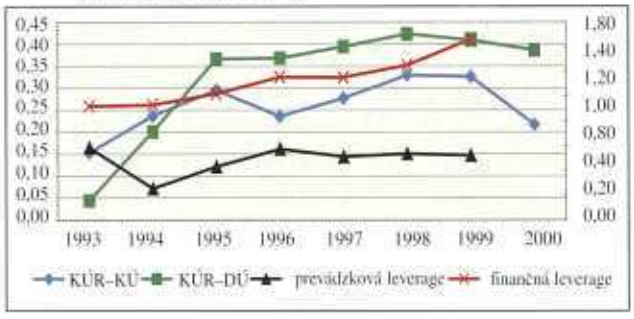
Prevádzková leverage = FN/T (FN = fixné náklady, T = tržby)

Finančná leverage = P/K (P = dlh = cudzie zdroje, K = kapitál = vlastné zdroje)

Úverové riziko sa zvyšuje, ak súčasne rastie hodnota prevádzkovej aj finančnej leverage, resp. ak pokles prevádzkovej leverage je nižší ako rast finančnej leverage. Grafické znázornenia vyjadrujú jednu z príčin v predchádzajúcej časti spomínanej vysokej rizikovosti krátkodobých (KÚ) a dlhodobých (DÚ) úverov. Významnú časť fixných nákladov podnikovej sféry totiž predstavujú odpisy hnuteľného a nehnuteľného majetku a úroky z bankových úverov.

[1] Autor príspevku ďakuje BZCS, a.s., ktoré spracovalo a pre potreby tejto analýzy poskytlo štatistické údaje vzorky.

Graf 1 Porovnanie vývoja prevádzkovej a finančnej leverage s vývojom úverového rizika



kovosť fixných aktív v tržbách spôsobuje, že účtovne vykázané odpisy nie sú reálnym zdrojom cash-flow. Medziročná miera poklesu prevádzkovej leverage je nepatrná. Naopak, výrazný rast zaznamenáva finančná leverage. V rokoch 1995, 1996 a 1998 dokonca rástli obidve súbežne pri nepretržitom raste finančnej závislosti úverových dlžníkov. V tomto období bol zaznamenaný aj najvyšší medziročný prírastok nevyinkasovaných úrokov. Pri nedostatočnej schopnosti zabezpečiť akumuláciou vlastných zdrojov finančné krytie fixných nákladov, nebolo preto ničím výnimočným poskytnutie úveru na splatenie úrokov.

Tab. 2 (v dňoch)

Odvetvie/rok	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Poľnohospodárstvo, poľovníctvo, rybolov (1)	676,46	860,04	778,13	726,09	629,69	613,32	620,30
Dobývanie nerastných surovín (3)	881,44	789,03	733,71	809,92	778,33	872,48	942,05
Potravinársky priemysel (4)	369,91	341,53	343,15	301,69	263,39	276,44	282,42
Chemický a farmaceutický priemysel (5)	437,82	405,74	369,70	356,99	353,86	406,24	376,30
Hutníctvo a strojárstvo (6)	548,92	487,46	428,02	385,95	361,42	267,73	248,54
Elektrotechnický a elektronický priemysel (7)	940,70	514,18	420,96	397,50	1644,52	242,15	246,53
Textilný, odevný a kožiarsky priemysel (8)	429,91	408,65	417,33	397,73	380,41	303,55	287,22
Ostatný priemysel (9)	523,86	461,12	498,73	430,95	371,24	415,92	366,16
Výroba a rozvod elektriny, plynu a vody (10)	692,58	1040,12	734,04	760,91	734,57	749,80	777,79
Výstavba a stavebníctvo (11)	442,58	396,84	371,57	323,10	296,13	242,19	259,36
Obchod, odbyt, pohostinstvo a ubytovanie (12)	238,57	186,83	193,95	197,73	214,85	212,16	211,33
Doprava, skladovanie, cestovný ruch a spoje (13)	491,99	530,58	497,22	613,25	561,75	520,43	439,24
Ostatné činnosti (14)	955,99	1075,26	954,82	632,13	745,67	630,96	773,82
Priemer	497,98	431,61	425,13	400,69	404,04	366,08	361,07

Rizikovosť krátkodobých úverov sa v rokoch 1996 – 1999 nepretržite zvyšovala (okrem expanzie krátkodobej úverovej angažovanosti v roku 1996). Príčinou bola a stále je nízka obrátkovosť aktív v tržbách. Dôsledkom je vysoký rast celkovej finančnej a v rámci nej úverovej závislosti. Nositeľom zisku sú tržby a nositeľom tržieb sú obežné aktíva. Nedostatočná obrátkovosť týchto aktív v tržbách spôsobuje ich nízku výslednú rentabilitu. Ak sú navyše tieto pomaly obrátkové aktíva financované úvermi, na 1 Sk tržieb pripadá vyššia hodnota úrokov. Tie sú súčasťou fixných nákladov. Následne sa v štruktúre fixných nákladov zvyšuje podiel úrokov z prevádzkových úverov. Rastie prevádzková leverage. Tab. 2 obsahuje vývoj obrátkovosti aktív úverových dlžníkov. Výsledkom je pokles kapitálovej vybavenosti spôsobený poklesom rentability podnikových aktív (tab. 3).

Ešte výraznejšie je nedostatočné zhodnotenie investičného majetku v tržbách s následným rastom prevádzkovej leverage dokumentované vývojom úverového rizika dlhodobých úverov. Aj po dvoch etapách postúpenia pohľadávok je pokles reálneho rizika dlhodobých pohľadávok minimálny. Príčinou je, že hodnota odpisov ako súčasti cenovej kalkulácie nie je vyinkasovaná v predpokladaných reálnych tržbách. Nízka obrát-

Tab. 3 (kapitál/aktíva v hal./1 Sk)

Rok/	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
hodnota	52,07	51,77	49,46	46,35	46,43	44,37	40,65

Nízka efektívnosť fixných, ale aj celkových aktív stimuluje snahu nahradiť mieru zisku masou zisku. Ak nositeľom zisku a zhodnotenia fixných aktív sú prostredníctvom tržieb obežné aktíva, je z pohľadu rizikovosti úverov rozhodujúce, čo je zdrojom financovania obežných aktív. Vyjadruje to u nás zatiaľ málo používaný parameter udržateľného rastu. Má veľmi úzku väzbu na spomínanú formulu bilančnej rovnice a na vývoj prevádzkovej, ale najmä finančnej leverage. Jeho základný tvar je:

$$\textbf{Udržateľný rast} = \frac{Z/A \,.\, (1 - Di)}{K/A - [(Z/A) \,.\, (1 - Di)]}$$

(Z = čistý zisk; A = aktíva, K = kapitál, Di = dividendy)

Princíp udržateľného rastu je možné vysvetliť na nasledujúcom príklade. Podnikateľský subjekt predpokladá pri nezmenenej štruktúre bilancie takýto rast tržieb:

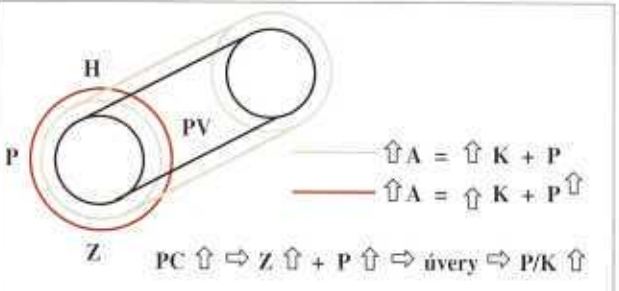
Bilančná štruktúra		Tržby	
Aktíva	= 3 000 000 Sk	**I. rok**	= 5 000 000 Sk
Kapitál	= 1 500 000 Sk	**II. rok**	= 5 700 000 Sk
Čistý zisk	= 200 000 Sk	**III. rok**	= 6 400 000 Sk
Dividendy	= 20 %	**IV. rok**	= 7 100 000 Sk

$$\text{Udržateľný rast} = \frac{0{,}0667 \,.\, 0{,}8}{0{,}5 - (0{,}0667 . 0{,}8)} = \frac{0{,}0534}{0{,}4466} =$$

$$= \mathbf{12\ \%} \rightarrow \mathbf{600\ 000\ Sk}$$

Z príkladu je zrejmé, že medziročný rast tržieb vo výške 700 000 Sk je ekonomicky neudržateľný. Hodnota dosiahnutej ROA na úrovni 6,67 % je nižšia ako cena cudzích zdrojov. Časť prírastku tržieb a teda obežných aktív (v tomto prípade vo výške 100 000 Sk) je závislá od prírastku cudzích zdrojov. Rozšírená reprodukcia prevádzkového cyklu (PC) je vyššia ako akumulácia vlastného kapitálu tvorbou zisku. Zvyšuje sa predpoklad budúceho rastu finančnej leverage.

Vyjadruje to nasledujúce grafické znázornenie:



(H = hotovosť, PV = prevádzkové vstupy vrátane odpisovaných investícií, Z = zásoby hotovej výroby, nedokončenej výroby a materiálu, P = pohľadávky)

Vnútorná kružnica predstavuje jednoduchú reprodukciu prevádzkového cyklu. Znázornený valec predstavuje hodnotu aktív, ktoré ju zabezpečujú. Stredná kružnica predstavuje taký prírastok aktív, ktorý je financovaný prírastkom vlastného kapitálu tvorbou masy zisku. Ide o udržateľný rast aktív, ktorý nezvyšuje finančnú závislosť a riziko splácania záväzkov. Posledná kružnica vyjadruje rast aktív závislý od cudzích zdrojov. Je nad úrovňou rentability a je výsledkom spomínanej snahy nahradiť mieru zisku masou zisku. Pri nezmenenej štruktúre obežných aktív a ich obrátkovosti sa totiž zvyšuje v absolútnom vyjadrení bilančná hodnota tých aktív, ktoré sú súčasťou likvidity druhého (pohľadávky) a tretieho (zásoby) stupňa vrátane v nich umŕtvených odpisov. Reprodukcia prevádzkového cyklu je viazaná na potrebu cudzích zdrojov. Rastie finančná leverage. Potvrdzuje to nasledujúci modelový príklad:

	I. rok výroby	II. rok výroby
V = výnosy	1 000 000 Sk	1 500 000 Sk
N = náklady	900 000 Sk	1 300 000 Sk
Z = zisk	100 000 Sk	200 000 Sk
ZM = zisková marža = zisk/výnosy	10 %	13,3 %
P = cudzie zdroje	450 000 Sk	750 000 Sk
K = vlastné zdroje	450 000 Sk	550 000 Sk
Finančná leverage	**1,00**	**1,36**

• Rentabilita umožňuje akumuláciu vlastného kapitálu vo výške 100 000 Sk. Pri zvýšení hodnoty obežných aktív o hodnotu vytvoreného zisku by došlo k poklesu finančnej leverage (450 000/550 000 = 0,82). Úverové riziko sa znižuje, zisková marža rastie vďaka poklesu fixných nákladov na kalkulačnú jednotku výroby, klesá aj finančná, aj prevádzková leverage.

• V prípade nezmenenej finančnej leverage, ak je banka ochotná ju akceptovať, je priestor na zvýšenie prevádzkového cyklu vo výške 1 100 000 Sk vstupov (550 000/550 000). Treba si však uvedomiť, že úrokové sadzby z úverov sú stále všeobecne vyššie ako rentabilita väčšiny úverových dlžníkov. Vysoká a dlhodobo neklesajúca úverová závislosť preto môže byť rizikovým faktorom.

• V uvedenom prípade obežné aktíva rástli nad rámec udržateľného rastu. Medziročný prírastok rozšírenej reprodukcie prevádzkového cyklu 400 000 Sk je financovaný cudzími zdrojmi vo výške 300 000 Sk. Masa zisku aj miera zisku sa zvyšuje, ale v bežnom roku nie je možné splatiť takto poskytnutý krátkodobý úver.

Bankovými úvermi dlhodobo financovaný neudržateľný rast obežných aktív úverových dlžníkov je významným faktorom spomínanej vysokej rizikovosti krátkodobých úverov. Udržateľný rast je jednou z významných charakteristík vyjadrujúcich rentabilitu podnikových aktív a výkonnosť podnikovej sféry. Súčasne vyjadruje schopnosť úverových dlžníkov zabezpečiť prírastok obežných aktív vlastnými zdrojmi. Tab. 4 obsahuje jeho vývoj podľa jednotlivých odvetví.

Tab. 4 (udržateľný rast – koeficient)

Odvetvie/rok	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Poľnohospodárstvo, poľovníctvo, rybolov (1)	–7,683	– 8,644	–9,294	–9,898	–10,679	–9,765	–10,797
Lesníctvo a ťažba dreva (2)	0,228	– 0,084	–0,205	–0,433	– 0,329	–0,538	–0,087
Dobývanie nerastných surovín (3)	0,390	2,401	4,189	0,584	1,366	– 2,675	–9,862
Potravinársky priemysel (4)	– 4,153	–7,862	–12,004	–14,650	–14,956	–15,838	–18,855
Chemický a farmaceutický priemysel (5)	–0,616	2,460	3,321	–0,395	0,893	–1,139	–12,514
Hutníctvo a strojárstvo (6)	–14,982	–12,597	–15,967	–25,421	–27,421	–27,148	–34,429
Elektrotechnický a elektronický priemysel (7)	–16,851	–14,386	–16,809	–18,218	–2,006	–12,418	–26,240
Textilný, odevný a kožiarsky priemysel (8)	–2,703	–13,022	–20,482	–25,329	–38,711	–26,895	–36,905
Ostatný priemysel (9)	–6,145	–4,762	–7,671	–7,084	–7,977	–11,490	–15,530
Výroba a rozvod elektriny, plynu a vody (10)	11,158	10,366	13,265	9,980	5,341	2,455	1,381
Výstavba a stavebníctvo (11)	15,942	3,478	17,190	–0,563	–13,822	–11,635	–7,755
Obchod, odbyt, pohostinstvo a ubytovanie (12)	–14,310	–8,123	–2,016	0,822	–1,042	–18,474	–22,717
Doprava, skladovanie, cestovný ruch a spoje (13)	2,390	8,115	6,689	0,830	–4,827	–11,514	–13,219
Ostatné činnosti (14)	7,383	3,978	3,876	1,455	–0,581	–7,166	–31,787
Spolu	–1,114	–0,530	0,467	–1,679	–3,902	–7,934	–14,915

Výkonnosť analyzovanej vzorky úverovo zaťaženej podnikovej sféry neumožňuje udržateľný rast. V sledovanom období klesla hodnota agregovanej kapitálovej vybavenosti z úrovne 52,07 % na 40,65 %. Znamená to, že prírastok obežných aktív nad rámec udržateľného rastu je financovaný výlučne prírastkom cudzích zdrojov. Záporná hodnota tohto ukazovateľa znamená, že významná časť úverov, pre bankový sektor neudržateľná, vstupuje do stratových podnikových finančných tokov. Zvyšuje sa finančná závislosť, čo potvrdzuje tab. 5.

Rast celkovej finančnej zaťaženosti obežných aktív by nemuseľ byť hodnotený negatívne, ak by bol výsledkom investičných rozvojových impulzov úverových dlžníkov s predpokladom postupného „nabaľovania" obežných aktív na fixné aktíva v rámci udržateľného rastu. Výkonnosť rozhodujúcej časti úverovo zaťaženej podnikovej sféry však nedosahuje udržateľný rast. Nielen z dôvodu nízkeho podielu obežných aktív k fixným aktívam, ale aj z dôvodu ich výslednej stratovosti. Váha príčin zvýšenej finančnej zaťaženosti obežných aktív cudzími zdrojmi sa postupne presúva z druhotnej platobnej neschopnosti na prvotnú. Potvrdzuje to vývoj rentability aktív – zisk/aktíva (tab. 6).

Jednu z rozhodujúcich príčin vstrebávania porúch v podnikových finančných tokoch cez vysokú mieru úverového rizika do bilančnej nerovnováhy bankového sektora dokumentuje graf 2. Je ňou synergický efekt súbežného poklesu kapitálovej vybavenosti a poklesu rentability úverových dlžníkov (ľavá os vyjadruje hodnotu KÚR, pravá os úroveň udržateľného rastu; vývoj kapitálovej vybavenosti a rentability aktív je dokumentovaný ako trend).

Výsledkom je prudký pokles hodnoty udržateľného rastu, pričom jej agregovaná úroveň je dlhodobo záporná. Grafické znázornenie obsahuje vývoj troch základných parametrov finančnej a kapitálovej stability úverovanej podnikovej sféry a ich dopad na mieru návratnosti úverov. Až do roku 1998 mal vývoj udržateľného rastu relatívne adekvátne premietnutie do rastu všeobecnej miery úverového rizika. Kapitálová vybavenosť klesala, agregovaná úroveň rentability bola záporná, úverové riziko sa zvyšovalo, pretože sa zvyšovala už spomínaná finančná leverage (graf 1). Ak bol v predchádzajúcom príspevku hodnotený vývoj úverovej angažovanosti ako credit crunch, jeho rozhodujúcou príčinou je vplyv vývoja udržateľného rastu úverovo závislej podnikovej sféry na všeobecnú mieru úverového rizika. Pretrvávajúci relatívny pokles úverovej angažovanosti má dve základné, vzájomne prepojené príčiny:

- Na jednej strane potvrdzuje názory úverových analytikov, že pri prísnom rešpektovaní štandardných parametrov úveruschopnosti podnikov závislých na úveroch je problém nájsť klienta, ktorý spĺňa kritériá bankou štandardne akceptovateľného úverového rizika.
- Na druhej strane dopad úverových strát na bilančnú nerovnováhu bankového sektora nevytvára dostatočný vnútorný potenciál na citeľné zvýšenie prahu akceptovateľného úverového rizika. Aj po postúpení pohľadávok obsahuje úverové portfólio bankového sektora takú mieru rizika, ktorá odčerpáva vnútorný potenciál na jeho rozšírenú reprodukciu.

Je potrebné konštatovať: Postúpenie pohľadávok bolo výrazným vkladom v procese zmiernenia bilančnej nerovnováhy v bankovom sektore. Riešilo však dôsledky, nie príčiny. Všetky doteraz analyzované vzťahy medzi parametrami výkonnosti podnikovej sféry a mierou úverového rizika vyjadrenou hodnotou KÚR potvrdzujú, že jej pokles v rokoch 1999 a 2000 je výsledkom postúpenia úverových pohľadávok. Klesla absolútna hodnota strát obsiahnutá v úverovom portfóliu bankového sektora. Faktory ovplyvňujúce úverové riziko sa však v podstate nezmiernili. Naopak, sú potenciálom možných budúcich úverových strát. Preto je logická opatrnosť z pohľadu rastu úverovej angažovanosti aj po výraznom ozdravení úverového portfólia.

Všetky doteraz analyzované ukazovatele boli v rozhodujúcej miere konštruované na báze zisku. Zisk však patrí v rámci časových radov jednotlivých ukazovateľov medzi najpremenlivejšie, najzraniteľnejšie, ale najmä najovplyvniteľnejšie parametre vyjadrujúce výkonnosť. Inými slovami, vykazovanú mieru a masu zisku je možné (nie sú podstatné dôvody) v danom okamihu prispôsobiť. Posúdenie predpokladaného úverového rizika a návratnosti úveru je o to zložitejšie.

Ako východisko pre určenie postavenia zisku v štruktúre ukazovateľov možno využiť nasledujúci vzťah:

$$p \,.\, SH\,(V - N) - [(1 - p) \,.\, SH\,(N)]$$

(p = pravdepodobnosť, SH = skutočná hodnota, V = výnosy, N = náklady)

Princíp tohto ukazovateľa spočíva v tom, že umožňuje posúdiť pravdepodobnosť dosiahnutia zisku. Ide o skutočný zisk dosiahnutý v tržbách, ktorý je reálnym zdrojom splácania úveru. Z hľadiska posúdenia rizikovosti úverového obchodu zisk nie je cieľom, ale výsledkom vývoja tých parametrov dosiahnutých úverovým dlžníkom, ktoré ho ovplyvňujú. Úlohou je preto určiť pravdepodobnosť dosiahnutia zisku a zosúladiť schopnosť podniku splatiť úvers úverovými podmienkami.

Tab. 5

Ukazovateľ/rok	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
CZ/OA (v Sk)	1,20	1,14	1,31	1,36	1,42	1,45	1,47
KZ/OA (v Sk)	0,76	0,77	0,81	0,87	0,99	0,99	1,00

CZ = celkové záväzky, KZ = krátkodobé záväzky, OA = obežné aktíva

Tab. 6 (v %)

rok	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Hodnota	–0,59	–0,28	–0,23	–0,79	–1,89	–3,82	–7,13

Graf 2 Vývoj parametrov udržateľného rastu a KÚR

Príklad:

Výnosy = 12 000 000 Sk
Náklady = 10 500 000 Sk
Pravdepodobnosť = 80 % (je vypočítaná na základe sústavy vytypovaných ukazovateľov, ktoré banka uplatňuje pri hodnotení rizikovosti klienta. Napr. ak podľa stanovených váh jednotlivých ukazovateľov je ich maximálne bodové hodnotenie „100", dosiahnutie 80 bodov vyjadruje 80 %-nú pravdepodobnosť dosiahnutia klientom uvádzaného zisku

Výpočet = 0,8 . (12 000 000 – 10 500 000) – (0,2 .10 500 000
= – 900 000

Záporná hodnota vyjadruje, že uvedený zisk nebude dosiahnutý. Jednoduchou úpravou tohto vzťahu je možné stanoviť, pri akej pravdepodobnosti dosiahnutia zisku bude úverové riziko minimalizované:

p (12 000 000 – 10 500 000) – (1 – p). 10 500 000 = 0
p = 87,5 %

Ukazovatele na báze zisku majú v štruktúre hodnotenia klienta významnú váhu (ROA, ROE, rentabilita tržieb ako súčasť Altmanovej formuly atď.) V prvom rade je však potrebné zistiť pravdepodobnosť dosiahnutia klientom predkladaného zisku. Pri zníženej miere pravdepodobnosti jeho dosiahnutia spomínané ukazovatele reálnu bonitu skresľujú. Príčinou vysokej všeobecnej miery úverového rizika analyzovanej v predchádzajúcom príspevku preto nie je len nízka úroveň parametrov finančnej stability úverových dlžníkov, ale aj akceptovanie nereálneho zisku z dôvodu nízkej pravdepodobnosti jeho dosiahnutia. Až po jej poznaní je možné posúdiť nielen ekonomickú pozíciu úverového dlžníka na základe reálnych ukazovateľov ziskovosti, ale aj maximalizovať mieru súladu medzi reprodukciou finančných tokov úverového dlžníka a úverovými podmienkami. Ide o rozhodujúci predpoklad minimalizovania úverového rizika na základe v podstate dvojstupňového posúdenia schopnosti klienta splácať úver.

Dosiahnutie masy zisku nevyhnutnej na plnenie záväzkov totiž závisí od obrátkovosti aktív v tržbách. Ide o odpoveď na otázku, ktorý z nasledujúcich ukazovateľov je pre určenie rizikovosti úverového obchodu rozhodujúci:

a) **zisk/tržby** ⇨ koľko halierov zisku prinesie 1 Sk reálnych tržieb; výsledná ziskovosť tržieb vyjadruje, aká ich časť po zabezpečení reprodukcie prevádzkového cyklu je k dispozícii buď na jeho rozšírenú reprodukciu, alebo na zníženie finančnej leverage (ide o mieru súladu medzi cenovými a výslednýmikalkuláciami)

b) **zisk/aktíva** ⇨ koľko halierov zisku prinesie 1 Sk aktív; výsledná ziskovosť aktív vyjadruje vnútorný potenciál akumulácie vlastného kapitálu

Z nasledujúceho modelového príkladu je zrejmé, že rizikovosť úveru je vyššia v druhom podniku napriek tomu, že dosahuje vyššiu hodnotu rentability tržieb. Na rozdiel od prvého podniku však nie je schopný vyprodukovať masu zisku nevyhnutnú na splácanie istiny. Príčinou je vývoj prieniku týchto ukazovateľov. Jeho význam z hľadiska rizikovosti úverov je stále nedostatočne rešpektovaný. **Prienikom je vzťah „tržby/aktíva".** Ide o ukazovateľ vyjadrujúci obrátkovosť aktív v tržbách. V prvom podniku má hodnotu 1,0, v druhom 0,67. Schopnosť splácania záväzkov totiž závisí od tvorby masy zisku a tá závisí od obrátkovosti aktív v tržbách – ide o už viackrát spomínané zhodnotenie fixných aktív. Ak je hodnota tohto ukazovateľa vyššia ako 1,0, je predpoklad tvorby reálnych zdrojov na splácanie bežných záväzkov, súčasťou ktorých je aj alikvótna časť dlhodobých záväzkov splatných v bežnom roku. Len v tom prípade sa totiž dosiahne, že hodnota odpisov obsiahnutá v cenovej kalkulácii bude realizovaná v tržbách. To znamená dosiahnutie predpokladanej prevádzkovej leverage. Rizikovosť úveru má priamy vzťah k rentabilite aktív, čo vyplýva z rozloženia tohto ukazovateľa:

Modelový príklad

Ukazovateľ (tis. Sk)	I. podnik	II. podnik
Zisk	1 000	1 500
Tržby	10 000	10 000
Aktíva	10 000	15 000
Zisk/tržby	10 %	15 %
Zisk/aktíva	10 %	10 %
Vlastný kapitál	2 000	2 000
Cudzie zdroje	8 000	13 000
z toho úver*	5 000	10 000

* ide napr. o 5-ročný úver s lineárnym splátkovým režimom, t.j. v prvom podniku ide o ročnú splátku istiny vo výške 1 000 tis. Sk, v druhom podniku o 2 000 tis. Sk.

zisk/aktíva = (tržby/aktíva) . (zisk/tržby)

Ziskovosť tržieb je len jednou stránkou rentability, nemá priamu väzbu na záväzky, neposkytuje objektívnu informáciu o schopnosti ich splácania. Tento ukazovateľ sa používa pri hodnotení klienta, neposudzuje sa však vo vzťahu k spomínanej obrátkovosti aktív v tržbách. Vplyv tohto vzťahu na úverové riziko dokumentuje tab. 7.

Ak sa v štruktúre ukazovateľov hodnotiacich rizikovosť úverového obchodu používajú obidva spomínané ukazovatele rentability a analyzujú sa samostatne, môže dôjsť ku skreslenému posúdeniu úverového rizika. Úverové riziko sa totiž zvyšuje, ak je rast rentability aktív pomalší ako rast rentability tržieb[2]. Znamená to, že bilančná hodnota aktív rastie rýchlejšie ako tržby. Vyjadruje to zvyšovanie finančnej závislosti. V prípade, že je navyše rentabilita aktív nižšia ako rentabilita tržieb, pri zabezpečení hoci aj jednoduchej reprodukcie prevádzkového cyklu sa splácanie záväzkov postupne stáva rizikovým vrátane úverov. Aj ich refinancovanie je neefektívne. Ak je totiž hodnota tržieb nižšia ako hodnota aktív, pravdepodobnosť plnenia záväzkov splatných v bežnom roku, ktorými sú tieto aktíva financované, klesá. Údaje v tab. 8 a graf 3 obsahujú vývoj vzťahu medzi úverovým rizikom a obrátkovosťou aktív úverových

[2] Je pochopiteľné, že v prípade zápornej hodnoty týchto ukazovateľov z dôvodu dosiahnutej straty je interpretácia vzťahu iná. Menšia záporná hodnota nevyjadruje pozitívny vývoj. Je totiž výsledkom skutočnosti, že aktíva majú vyššiu hodnotu ako tržby.

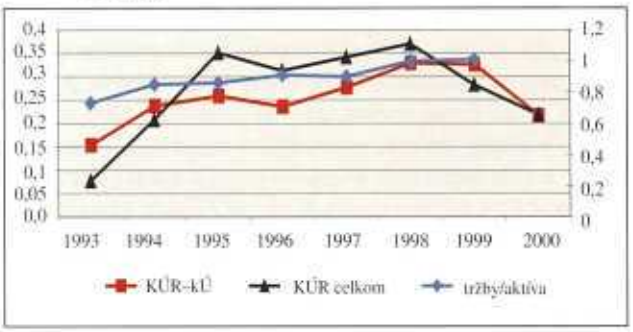
Tab. 7

Odvetvie/rok	Zisk/tržby (v hal. 1999)	Zisk/aktíva (v hal. 1999)	Tržby/aktíva (v Sk 1999)	KÚR – KÚ (koeficient 2000)	KÚR spolu (koeficient 2000)
Poľnohospodárstvo, poľovníctvo, rybolov (1)	–11,72	–6,90	0,59	0,859	0,842
Lesníctvo a ťažba dreva (2)	–1,18	–0,08	0,07	0,038	0,050
Dobývanie nerastných surovín (3)	–18,55	–7,19	0,39	0,515	0,486
Potravinársky priemysel (4)	–5,94	–7,67	1,29	0,173	0,307
Chemický a farmaceutický priemysel (5)	–6,75	–6,55	0,97	0,097	0,113
Hutníctvo a strojárstvo (6)	–8,21	–12,06	1,47	0,324	0,530
Elektrotechnický a elektronický priemysel (7)	–4,62	–6,83	1,48	0,221	0,426
Textilný, odevný a kožiarsky priemysel (8)	–9,03	–11,47	1,27	0,391	0,578
Ostatný priemysel (9)	–6,23	–6,21	1,00	0,358	0,361
Výroba a rozvod elektriny, plynu a vody (10)	2,18	1,02	0,47	0,014	0,048
Výstavba a stavebníctvo (11)	–1,40	1,97	1,41	0,429	0,457
Obchod, odbyt, pohostinstvo a ubytovanie (12)	–3,72	–6,52	1,75	0,292	0,416
Doprava, skladovanie, cestovný ruch a spoje (13)	–10,07	–8,37	0,83	0,103	0,227
Ostatné činnosti (14)	–30,97	–14,61	0,47	0,055	0,043
Spolu	–7,05	–7,13	1,01	0,217	0,219

Tab. 8

Ukazovateľ/rok	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Tržby/aktíva	0,73	0,85	0,86	0,91	0,90	1,00	1,01	–
KÚR – KÚ	0,153	0,237	0,259	0,236	0,277	0,329	0,326	0,217
KÚR spolu	0,077	0,208	0,351	0,313	0,342	0,370	0,283	0,219

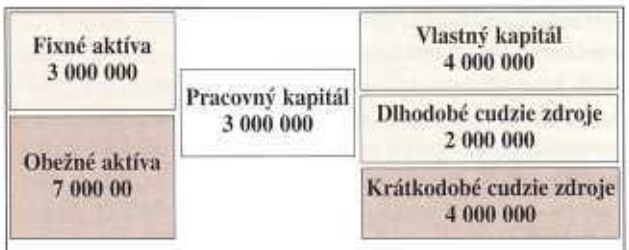
Graf 3 Porovnanie vývoja úverového rizika a obrátkovosti aktív v tržbách



dlžníkov v tržbách. Potvrdzujú, že pokles hodnoty KÚR je v rozhodujúcej miere výsledkom postúpenia pohľadávok.

Reálnu rizikovosť úverov ovplyvňuje stanovenie takých úverových podmienok (výška úveru, úrokové sadzby, splátkový režim atď.), ktoré sú zosúladené s reálnymi finančnými tokmi úverového dlžníka. Jedným z rozhodujúcich ukazovateľov, ktoré umožňujú posúdiť nielen finančnú stabilitu úverového dlžníka, ale aj vplyv poskytnutého úveru na jej dosiahnutie, je vývoj pracovného kapitálu. Ide o parameter, ktorý zabezpečuje reprodukciu prevádzkového cyklu. Jeho štruktúru charakterizuje nasledujúca zjednodušená schéma.

Vývoju pracovného kapitálu a jeho vplyvu na rizikovosť najmä krátkodobých úverov nie je venovaná dostatočná pozornosť. Krátkodobý úver poskytnutý subjektu s nedostatkom pracovného kapitálu a dlhou dobou obratu obežných aktív je vopred rizikový. Na jednej strane vstupuje do štruktúry nesplácaných krátkodobých záväzkov, na druhej strane nie je umiestnený do reálnych obežných aktív. Za reálne obežné aktíva je totiž možné považovať iba tie, ktoré sú realizované v tržbách do jedného roka. Až 69,93 % krátkodobých úverov poskytnutých podnikovej sfére je umiestnených do odvetvových aktív, ktorých doba obratu je dlhšia ako jeden rok. Ani jedno odvetvie nemá dobu obratu aktív kratšiu ako sedem



Pracovný kapitál je definovaný dvoma vzťahmi:

1) „obežné aktíva – krátkodobé cudzie zdroje" (vyjadruje, aká hodnota realizovaných tržieb je k dispozícii na reprodukciu prevádzkového cyklu, nie je odčerpaná splácaním krátkodobých záväzkov,

2) „vlastný kapitál + dlhodobé cudzie zdroje – fixné aktíva" (vyjadruje, aká hodnota dlhodobých zdrojov umožňuje financovať obežné aktíva, resp. ich prírastok.

mesiacov. Výsledkom je vysoká rizikovosť krátkodobých úverov. Ak je odvetviam s dlhou dobou obratu aktív poskytnutý krátkodobý úver, znižuje sa pracovný kapitál úverového dlžníka. Výsledkom je stále pretrvávajúca vysoká miera úverového rizika.

Aj tento príspevok obsahuje iba stručné zhrnutie niektorých výsledkov analýzy IMFŠ zameranej na posúdenie odvetvových úverových rizík. Je však zrejmé, že všeobecne podkapitalizovaná časť podnikovej sféry závislej na úveroch a nedostatočná reprodukcia úverových tokov vyvolávajú požiadavku zvýšenia efektívnosti ich alokácie. Nasledujúci príspevok sa preto bude venovať postaveniu úverov v podnikových finančných tokoch.

Pokračovanie v čísle 3/2002

SVETOVÍ EKONÓMOVIA O PENIAZOCH

Teória peňazí patrí spolu s teóriou hodnoty a ceny k najstarším oblastiam ekonomickej teórie. V dejinách ekonomického myslenia by sme ťažko hľadali významného ekonóma, ktorý do svojho teoretického systému nezačleniť teóriu peňazí. Peniaze sa objavili už v dávnych systémoch tovarovej výroby, a preto neprekvapuje, že okruh vynikajúcich osobností, ktoré sa pokúšali odhaliť tajomstvá peňazí, sa tiahne od staroveku až do súčasnosti – od Platóna a Aristotela až k Mundellovi.

Prvé zárodky teórie peňazí nachádzame už v dielach najvýznamnejších predstaviteľov starovekej filozofie – Platóna (427 až 347 p. n. l.) a Aristotela (384 – 322 p. n. l.). Podľa Platóna, ktorý peniaze chápal ako „symbol" slúžiaci na uľahčenie výmeny, hodnota peňazí je v zásade nezávislá od materiálu, z ktorého sú vyrobené. Platón je teda prvým známym autorom jednej z dvoch fundamentálnych teórií peňazí, zatiaľ čo autorom druhej fundamentálnej teórie je Aristoteles, ktorý na rozdiel od Platóna akcentoval metalistickú (tovarovú) teóriu peňazí. Aristotelova teória zahŕňala dve tvrdenia. 1) Bez ohľadu na iné účely, ktorým peniaze slúžia, ich základnou funkciou je slúžiť ako prostriedok výmeny. 2) Aby peniaze mohli slúžiť ako výmenný prostriedok na tovarových trhoch, musia byť samy jedným z týchto tovarov. „To znamená, že musia byť vecou, ktorá je užitočná a má výmennú hodnotu nezávislú od jej monetárnej funkcie ... hodnotu, ktorú možno porovnávať s inými hodnotami."[1] Aristotelovu teóriu peňazí Schumpeter charakterizoval ako metalistickú na rozdiel od nemetalistickej (netovarovej) teórie peňazí, ktorej prvým predstaviteľom bol Platón. Nemetalistická, resp. antimetalistická tradícia prežívala napríklad v dielach P. Boisguilleberta, N. Barbona, J. Steuarta, F. Quesnaya a J. Lawa. Stúpencami metalizmu boli okrem iných A. Smith, D. Ricardo, J. S. Mill, N. W. Senior a K. Marx.[2]

Tieto dva základné prístupy (a ich rôzne modifikácie) ovplyvnili ďalší vývoj teórie peňazí, ktorá však okrem prehlbovania analýzy podstaty a funkcií peňazí venovala pozornosť novým problémom a zmenám v peňažnom obehu, a to tak vnútri jednotlivej krajiny, ako aj v medzinárodnom meradle. Ekonómovia sa čoraz viac zaujímali o množstvo peňazí, formulovali rôzne teórie úroku, venovali pozornosť menovým vzťahom, analyzovali funkciu dopytu po peniazoch, nové formy peňazí (a v súvislosti s tým menové agregáty) a tzv. transmisný mechanizmus (vrátane medzinárodného transmisného mechanizmu). Teórie peňazí sa už dlho zaoberajú vzťahom medzi peniazmi a ekonomickou činnosťou (vzťahom peňažných a reálnych veličín) v krátkom a dlhom období (problém neutrality peňazí), na čo potom nadväzujú rôzne teórie monetárnej politiky, resp. rôzne prístupy ku kombinácii monetárnej a fiškálnej politiky. V 60. rokoch minulého storočia sa v ekonomickej literatúre začali objavovať teórie optimálnej menovej oblasti, skúmali sa problémy spoločnej meny a najmä európskych ekonómov začali zaujímať inštitucionálne aspekty, ako aj prínosy a náklady menovej únie. Vznikla tiež potreba rozvinúť teóriu podnikových a verejných financií a spolu s globalizáciou sa objavili aj nové teórie finančných trhov. Tento prehľad, ktorý nie je úplný, svedčí o rastúcej úlohe peňazí v živote spoločnosti tak v národnom, ako aj medzinárodnom meradle.[3]

Väčšina z týchto teórií nie je produktom izolovaných jednotlivcov. Aj keď základnú teoretickú predstavu o určitom probléme (napríklad teóriu optimálnej menovej oblasti) spravidla formuluje vynikajúca osobnosť ekonomickej vedy, na ďalšom rozvoji príslušnej teórie sa podieľajú mnohí ďalší ekonómovia, ktorí prinášajú nové argumenty, upresňujú danú teóriu a dodávajú jej konečnú podobu. Ako príklad môže slúžiť jedna z kľúčových teórií peňazí, ktorou je nesporne kvantitatívna teória peňazí.

V prácach venovaným dejinám ekonomického myslenia (napríklad M. Blaug) sa spravidla stretávame s tvrdením, že základy kvantitatívnej teórie peňazí formulovali J. Locke (1632 až 1704) a D. Hume (1711 – 1776). J. Schumpeter však upozorňuje, že história tejto teórie sa začala písať už v druhej polovici 16. storočia, pričom za „objaviteľa" kvantitatívnej teórie považuje J. Bodina (1530 – 1596). Schumpeter spomína aj ďalšie mená – najmä Tomása de Mercado, C. B. Beccariu, J. Briscoea a Johna Lawa, pričom za prvého ekonóma, ktorý napísal rovnicu výmeny (pravda, v nie celkom uspokojivej forme) považuje J. Briscoea (1694). Otázkami kvantitatívnej teórie peňazí sa zaoberali tak merkantilisti, ako aj klasickí ekonómovia. Nové horizonty pre rozvoj kvantitatívnej teórie peňazí a pre jej neskoršie začlenenie do makroekonomického systému objavili Simon Newcomb (1885), ktorý bol zároveň slávnym astronómom, a Irving Fisher (1911). S. Newcomb formuloval a I. Fisher popularizoval najznámejšiu tzv. transakčnú verziu kvantitatívnej teórie. Preto sa tzv. kvantitatívna rovnica výmeny, ktorá je základom tejto teórie (MV = PT), spravidla uvádza ako Fisherova alebo Newcombova-Fisherova rovnica výmeny. Kvantitatívnu teóriu rozvíjali mnohí ďalší ekonómovia, z ktorých spomenieme aspoň C. Snydera a J. Angella (dôchodková forma kvantitatívnej rovnice), A. C. Pigoua a A. Marshalla (cambridgeský prístup z hľadiska držby peňažných hotovostí, resp. zostatkov) a napokon Friedmanovu monetaristickú verziu kvantitatívnej teórie. Bokom by však nemala zostať ani Keynesova výzva kvantitatívnej teórii peňazí a hypotéza racionálnych očakávaní (R. E. Lucas Jr.).[4]

[1] Schumpeter, J. A. (1967).

[2] W. Roscher vyjadril podľa Schumpetera prevládajúci názor, keď povedal, že chybné teórie peňazí možno rozdeliť na dve skupiny: teórie, ktoré peniaze chápu ako niečo viac, a teórie, ktoré peniaze chápu ako niečo menej ako najpredávanejší tovar.

[3] Nemali by sme napríklad zabúdať na početné menovo-finančné krízy (posledným príkladom je zatiaľ argentínska kríza), ktoré nastoľujú otázku, či netreba reformovať medzinárodný menový systém.

[4] Svoju analýzu kvantitatívnej teórie zhrnul M. Friedman takto: „Jedna vec je istá: kvantitatívna teória peňazí bude naďalej vyvolávať súhlas, spory, odmietanie a vedeckú analýzu, a bude naďalej hrať úlohu vo vládnej politike v ďalšom (t.j. 21. – J. I.) storočí tak, ako ju hrala v posledných troch storočiach". Pozri The New Palgrave: A Dictionary of Economics (1987).

Kvantitatívnu teóriu peňazí, ktorou sa budú zaoberať viaceré príspevky zo **seriálu Profily svetových ekonómov**, sme spomenuli najmä preto, aby sme naznačili nesmiernu zložitosť a protirečivosť procesu formovania ekonomických teórií. V podstate každá ekonomická teória odzrkadľuje stav vedeckého poznania, ktorý je výsledkom práce mnohých osobností ekonomickej vedy. Keďže stále vznikajú nové vedecké poznatky a zároveň sa objavujú nové kritické výhrady, je prirodzené, že ekonomické teórie sa vyvíjajú a menia. Ekonomické teórie nemožno preto chápať ako neotrasiteľné večné dogmy, raz navždy dané absolútne pravdy.

V 18. storočí a začiatkom 19. storočia mali na ďalší vývoj teórie peňazí najväčší vplyv ekonómovia (D. Hume, A. Smith, D. Ricardo a K. Marx), ktorí vychádzali z toho, že peniaze ako odraz úrovní ekonomickej činnosti sú určené nemonetárnymi („reálnymi") faktormi. D. Hume a A. Smith pritom pripúšťali, že peniaze môžu hrať určitú aktívnu úlohu v ekonomickom živote.[5] Naproti tomu D. Ricardo dospel k záveru, že úroveň a zameranie ekonomickej činnosti nezávisia od peňažných faktorov; peniaze sú podľa neho „závojom". Stálu aktuálnosť majú tieto Ricardove slová: „Skúsenosť však ukazuje, že ani štát, ani banka nikdy nemali neobmedzené právo vydávať papierové peniaze bez toho, aby toto právo nezneužili. Preto vo všetkých štátoch vydávanie papierových peňazí musí podliehať nejakému obmedzeniu a kontrole"[6]. Charakteristickou črtou klasickej analýzy peňazí, ktorá do značnej miery odzrkadľovala podmienky metalistických peňažných systémov, bol predpoklad, že peniaze majú vo vzťahu k výrobe druhoradý význam.

Tento prístup sa začal meniť v poslednej štvrtine 19. storočia, keď v priemyselne rozvinutých kapitalistických krajinách začala prebiehať rýchla a hlboká transformácia peňažných systémov a finančných inštitúcií. Rozvíjali sa národné finančné trhy a bankové systémy, v dôsledku čoho peňažné faktory začali hrať inú úlohu ako v časoch Adama Smitha. Hlboké zmeny neobišli ani medzinárodný menový systém, ktorý bol vystavený nárazom rôznych krízových javov, v dôsledku ktorých sa musel hlboko transformovať. Akcelerátorom tohto procesu bola prvá svetová vojna. Pokusy obnoviť po prvej svetovej vojne zlatý štandard neboli celkom úspešné a v 30. rokoch minulého storočia vtedajší medzinárodný menový systém skrachoval. Po druhej svetovej vojne sa síce objavila nová (bretton-woodská) podoba medzinárodného menového systému, ktorá zohrala pozitívnu úlohu pri povojnovom rozvoji svetovej ekonomiky, „vydržala" však iba do roku 1971, keď USA opustili vymeniteľnosť dolára za zlato, čím zlato definitívne stratilo svoju kľúčovú pozíciu v medzinárodnom menovom systéme.

Je prirodzené, že všetky tieto hlboké zmeny sa pokúšali a pokúšajú teoreticky objasniť nové generácie ekonómov. Obrat v obsahu a zameraní teórie peňazí ohlásili už práce I. Fishera a najmä J. M. Keynesa, ktorý revolucionizoval ekonomické myslenie (vrátane teórie peňazí) nielen medzi svetovými vojnami, ale aj v 50. rokoch 20. storočia. Neskorší vývoj teórie peňazí sa zasa formoval najmä pod vplyvom Friedmanovej monetaristickej „kontrarevolúcie", ktorá zostáva významným inšpiračným zdrojom aj v súčasnosti. V literatúre sa však spomínajú aj mnohé ďalšie osobnosti, ktoré rozvinuli teóriu peňazí v ďalších oblastiach. Z nich pripomenieme aspoň J. Tobina, F. Modiglianiho, R. Lucasa, D. Patinkina, K. Arrowa, F. Hahna, H. Minskeho, D. Laidlera, L. Metzlera, R. Musgrava, teoretikov finančných trhov a nakoniec **jedného z krstných otcov eura – R. A. Mundella**. Tieto ako aj ďalšie významné osobnosti, ich život, dielo a teoretický prínos má priblížiť **seriál Profily svetových ekonómov**. Viaceré z týchto osobností dostali za svoj vynikajúci prínos do ekonomickej vedy **Nobelovu cenu za ekonómiu**, ktorá sa začala udeľovať roku 1969.[7]

V rokoch 1969 – 1992 bolo udelených 33 Nobelových cien za ekonómiu, pričom o túto poctu sa podelilo 49 uznávaných vedeckých osobností.[8] Najviac Nobelových cien dostali americkí (31) a britskí (8) ekonómovia. Na ďalších Nobelových cenách sa podieľalo Nórsko (2), Švédsko (2) a Kanada (2). Rusko, Nemecko, Francúzsko, Holandsko a India získali po jednej Nobelovej cene.

Pri oficiálnom zdôvodnení udelenia viacerých Nobelových cien sa vyzdvihoval mimoriadny prínos laureátov k rozvoju teórie peňazí a príbuzných vedných disciplín (analýza finančných trhov a ekonómie financií). Prví ekonómovia, ktorí dostali Nobelovu cenu za „priekopnícku prácu v teórii peňazí", boli roku 1974 G. Myrdal a F. A. Hayek. K nim potom pribudli ďalší ekonómovia – M. Friedman, J. Tobin, F. Modigliani, W. Sharpe, M. Miller, H. Markowitz, R. Merton, M. Scholes a R. A. Mundell. Aj niektorí ďalší laureáti Nobelovej ceny (napríklad P. Samuelson, J. Hicks, B. Ohlin, J. Meade a R. Lucas) významne prispeli k teórii peňazí. Nebolo by však správne obmedziť sa pri výbere iba na laureátov Nobelovej ceny. Niektorí kandidáti, ktorí by toto ocenenie zrejme tiež získali, zomreli napríklad veľmi skoro po tom, čo sa začali Nobelove ceny udeľovať – J. Viner (zomrel v roku 1970), M. Kalecki (1970), F. Knight (1972) a Roy Harrod (1978). Nobelova cena za ekonómiu – na rozdiel od cien v iných vedných odboroch – vznikla pomerne neskoro, a preto ani nebola dostupná pre mnohé vynikajúce osobnosti, ktoré zásadne ovplyvnili modernú teóriu peňazí. V seriáli Profily svetových ekonómov by preto nemal okrem iných chýbať I. Fisher, niektorí predstavitelia neoklasickej školy a neoliberalizmu a najmä najväčší ekonóm 20. storočia John Maynard Keynes.

doc. Ing. Ján Iša, DrSc.

[5] Napríklad D. Hume na jednej strane tvrdil, že množstvo peňazí nemá trvalý vplyv na úrovne ekonomickej činnosti, na druhej strane však pripúšťal, že v krátkom období môže rast množstva peňazí priamo pôsobiť na zvýšenie ekonomickej činnosti. Možnosť aktívneho vplyvu peňazí pripúšťal aj A. Smith v prípade nahradenia drahých kovov bankovkami (možnosť uvoľnenia spoločenského kapitálu viazaného v zásobách peňazí).

[6] Pozri Ricardo, D. (1980).

[7] Nobelove ceny sa udeľovali vynikajúcim vedcom, verejným činiteľom a spisovateľom za ich prínos v oblasti fyziky, chémie, medicíny a literatúry. Piata cena, ktorú dostávajú nielen významní verejní činitelia, ale aj niektoré inštitúcie sa udeľuje za mier. O vznik Nobelovej ceny za ekonómiu sa zaslúžila Švédska národná banka, ktorá založila príslušnú nadáciu 14. mája 1968 pri príležitosti tristoročného výročia svojho vzniku.

[8] Vysvetlenie tohto nesúladu spočíva v tom, že viaceré Nobelove ceny sa delili medzi dvoch, resp. troch ekonómov. Aj v minulom roku získali napríklad Nobelovu cenu traja americkí profesori – Joseph E. Stiglitz, George A. Akelrof a A. Michael Spence.

R. A. MUNDELL

doc. Ing. Eva Muchová, PhD.
Národohospodárska fakulta, Ekonomická univerzita v Bratislave

V roku 1999 bola Nobelova cena za ekonómiu udelená ***Robertovi A. Mundellovi*** *za jeho analýzu menovej a fiškálnej politiky v odlišných režimoch devízových kurzov a za jeho analýzu optimálnej menovej oblasti. Napriek tomu, že jeho vedecké práce sa zrodili pred viac ako 30 rokmi, zostávajú stále aktuálne a tvoria integrálnu súčasť modernej medzinárodnej ekonómie. Obdivuhodná je najmä jeho takmer „veštecká" schopnosť predvídať budúci vývoj medzinárodných menových vzťahov.*

Robert A. Mundell sa narodil v kanadskej provincii Ontário v roku 1932, ale jeho vedecká a pedagogická činnosť je spojená s pôsobením v USA. Po vysokoškolskom štúdiu na British Columbia University a Washington University, získal v r. 1956 titul PhD. v oblasti Industrial Economics na M.I.T. V rokoch 1956-1957 bol postgraduálny štipendista na Chicago University. Prednášal na mnohých renomovaných univerzitách, z ktorých možno spomenúť Stanford University, Chicago University, Center of Advanced International Studies v Bologni a Graduate Institute of International Studies v Ženeve. Počas pôsobenia v Chicagu v rokoch 1966 – 1971 bol editorom významného Journal of Political Economy. Jeho vysoký odborný kredit mu otvoril dvere k funkciám poradcu pre mnoho významných medzinárodných organizácií (OSN, MMF, Svetová banka, Európska komisia) a vlád (Kanady, USA, mnohé európske krajiny a krajiny Latinskej Ameriky). Medzi početnými oceneniami figuruje Guggenheimova cena (1971), medaila a cena Jacquesa Rueffa (1983), Doctor honoris causa Parížskej univerzity (1988). Počiatky jeho vedeckej tvorby siahajú ku koncu 50. rokov. V tom čase sa Mundell zameral na zdokonalenie klasického a škandinávskeho modelu medzinárodného obchodu a prehodnocoval vzájomný vzťah medzi bariérami existujúcimi v medzinárodnom obchode a mobilitou faktorov.

Začiatkom 60. rokov ako prvý prezentoval pojem optimálnej menovej oblasti, pričom hľadal východiská pre vhodné menové usporiadanie svetovej ekonomiky. V tom istom čase vyvinul Mundellov-Flemingov model, ktorý skúma vplyv menovej a fiškálnej politiky v podmienkach pevných a pružných devízových kurzov.

Koncom 60. rokov sa Mundellov záujem obrátil k modelom medzinárodných menových systémov a v neskoršom období sa Mundell venoval analýze ekonómie ponuky, pričom sa snažil definovať spôsoby utlmenia inflačných procesov cez radikálnu daňovú reformu. Začiatkom 80. rokov sa opätovne vracia k problematike mixu menovej a fiškálnej politiky zameranej na dezinfláciu a ekonomický rast a pokračuje v práci na dejinách medzinárodného menového systému od staroveku až po zavedenie eura.

Mundellov-Flemingov model

V druhej polovici 60. rokov Mundell sa zaradil medzi intelektuálnych lídrov ekonomického výskumu na chicagskej univerzite. Svojou precíznou analýzou účinkov menovej a fiškálnej politiky v rôznych menových systémoch, podmienenou integráciou medzinárodných kapitálových trhov, Mundell pretvoril makroekonomickú teóriu na podmienky otvorenej ekonomiky. Mundell vo svojej štúdii rozvinul tzv. model IS-LM pre uzatvorenú ekonomiku a rozšíril ho o prvok medzinárodného obchodu a mobilitu kapitálu.[1] Na základe analýzy prostredníctvom modelu IS-LM Mundell odvodzuje nasledujúce závery: *v podmienkach fixných menových kurzov* a pri dokonalej mobilite kapitálu je fiškálna politika vysoko účinná, lebo fiškálna expanzia zvyšuje úrokovú mieru, čo núti centrálnu banku zvýšiť peňažné zásoby s cieľom udržať pevný menový kurz a tým sa zosilňuje účinok fiškálnej expanzie. V porovnaní s tým je menová politika v uvedených podmienkach neúčinná. Pri pevných menových kurzoch centrálna banka nemôže uskutočňovať nezávislú monetárnu politiku. *V systéme plávajúcich menových kurzov* je podľa Mundella monetárna politika vysoko účinná, keďže monetárna expanzia vedie k znehodnoteniu meny, k zvýšeniu vývozu a dôchodku. Naopak, fiškálna politika vo vzťahu k ovplyvňovaniu dôchodku sa javí ako neúčinná. Fiškálna expanzia vyvoláva zhodnotenie meny a vedie k vytlačeniu čistého vývozu.

Teória optimálnej menovej oblasti

Róbert A. Mundell vo svojej priekopníckej eseji z roku 1961[2] otvoril problematiku optimálnej menovej oblasti spolu s nastolením otázky, za akých podmienok je pre skupinu krajín výhodné zaviesť spoločnú menu. Práca bola uverejnená v období, keď diskusie o výhodách a nevýhodách fixného a plávajúceho kurzu sa viedli väčšinou v akademickej rovine, národná mena sa považovala za nevyhnutnosť a len málokto uvažoval o vzdaní sa národnej meny a tým straty suverenity v menovej oblasti.

Mundell si v tejto súvislosti položil kľúčovú otázku: mali by všetky existujúce národné meny pracovať v režime plávajúcich menových kurzov? Mali by sa krajiny zapojené do procesu prehlbujúcej sa integrácie priklониť ku vzájomnému kolísaniu mien, alebo by mali preferovať spoločnú menu? Odpoveď na túto otázku hľadá pomocou analýzy menovej oblasti, ktorú vymedzuje ako územie, v rámci ktorého platí režim pevných menových kurzov.

Z hľadiska menovej oblasti Mundell definuje optimálnosť ako schopnosť stabilizovať zamestnanosť a cenovú hladinu v krajine. Inými slovami, ak sa v ekonomike podarí udržať vonkajšiu rovnováhu bez zvýšenia nezamestnanosti alebo na druhej strane bez zvýšenia miery inflácie vyvolanej dopytom, pokladá sa existujúci režim menových kurzov (či už ide o plávajúci alebo pevný) za optimálny. Na základe predchádzajúcej analýzy Mundell prichádza k záveru: ak je dostatočná mobilita výrobných faktorov

[1] V učebniciach sa tento model označuje ako Mundellov-Flemingov, v rovnakom období totiž prezentoval analýzu stabilizačnej politiky Marcus Fleming, ktorý viedol výskumné oddelenie Medzinárodného menového fondu.

[2] Článok R. A. Mundella „A Theory of Optimum Currency Areas" z roku 1961 predstavuje klasiku v teórii optimálnej menovej oblasti. In: American Economic Review, 60, no. 4 (September 1961), str. 657 – 665.

vo vnútri krajiny ale nízka vo vzťahu k zahraničiu, potom národné meny môžu dostatočne efektívne fungovať v režime plávajúcich menových kurzov. V prípade, ak výrobné faktory – práca a kapitál sú nedostatočne mobilné v rámci krajiny, potom nemožno očakávať od pružnosti národnej meny smerom k iným menám stabilizačnú funkciu – to znamená v jednotlivých regiónoch rôznu mieru nezamestnanosti a inflácie. V prípade, ak výrobné faktory sú mobilné aj mimo národných hraníc, nie je nevyhnutný plávajúci systém menových kurzov a Mundell sa prikláňa k systému pevných menových kurzov.

Mundell si uvedomuje, že v reálnom svete je mena výrazom národnej suverenity, a preto vytvorenie nového menového usporiadania by malo byť sprevádzané aj politickými zmenami. Optimálna menová oblasť je účinná iba v oblastiach, kde prebieha aj politická integrácia (napríklad bývalé koloniálne krajiny, Európske spoločenstvá). Mundell v svojej analýze poukazuje aj na náklady spojené s udržiavaním veľkého množstva národných mien. Peniaze ako jednotka zúčtovania plnia svoju funkciu neefektívne, v prípade ak sú ceny zahraničných tovarov vyjadrované v cudzej mene a následne musia byť prepočítavané na domácu menu. Podobne peniaze vo funkcii výmenného prostriedku považuje za menej užitočné v prípade, ak existuje mnoho mien (náklady na konverziu jednej meny do druhej sú obzvlášť vysoké pri nekonvertibilite meny alebo v režime plávajúcich menových kurzov).

Optimálna menová oblasť bola charakterizovaná Mundellom ako súbor regiónov, medzi ktorými existuje vysoká mobilita faktorov (najmä pracovnej sily) s cieľom zabezpečiť plnú zamestnanosť v prípade, ak jeden z regiónov čelí asymetrickému šoku. Originalita Mundellovho prístupu k naformulovaniu problému ovplyvnila ďalšie generácie ekonómov, ktorí pokladajú dve prípadové štúdie, ktoré obsahuje práca (menová únia a režim plávajúcich devízových kurzov) za najdôležitejšie alternatívy. V nasledujúcich rokoch ekonómovia postupne rozširovali teóriu optimálnej menovej oblasti (R. I. McKinnon, P. B. Kennen, J. C. Ingram), pričom definovali ďalšie dôležité kritériá (napr. mobilita kapitálu, otvorenosť ekonomiky, fiškálny systém apod.)

Menová únia – pre a proti

Mundellova teória optimálnej menovej oblasti sa stala východiskovým bodom polemík o vzniku Európskej menovej únie, najmä pokiaľ išlo o skúmanie ekonomických výhod a nevýhod menovej únie. Ekonóm Graham Bishop pri udeľovaní Nobelovej ceny pripomenul, že Európska únia sa pri diskusiách o zavedení eura opierala práve o Mundellovu teóriu pri hodnotení, ktoré členské krajiny EÚ tvoria optimálnu menovú oblasť.

Mundell považuje spoločnú menu za rozhodujúcu pre menovú úniu, pričom rozlišuje k jej dosiahnutiu 3 etapy: zavedenie fixného devízového kurzu s dôveryhodným mechanizmom vyrovnávania deficitov platobnej bilancie, stanovenie záväzných pravidiel menovej politiky a napokon nahradenie domácej meny spoločnou menou menovej únie (alebo partnerskej krajiny).

V svojich novších prácach sa Mundell opätovne vrátil ku „cost-benefit" analýze menovej únie, ktorú naznačil vo svojej teórii optimálnej menovej oblasti pokúšajúc sa o systémové vymedzenie argumentov „pre a proti" pripojeniu sa k menovej oblasti.

Podľa Mundella krajina by mala zvážiť členstvo v menovej únii, resp. v zóne s fixnými devízovými kurzami z týchto dôvodov:

- ak krajina má záujem udržiavať mieru inflácie odlišnú od miery inflácie v menovej oblasti,
- ak krajina chce používať devízový kurz ako nástroj politiky zamestnanosti na zníženie alebo zvýšenie miezd;
- ak krajina chce používať devízový kurz na ovplyvnenie obchodnej bilancie (znehodnotením meny);
- ak krajina preferuje používať peňažnú expanziu na prefinancovanie vládnych výdavkov (čomu by zabraňovala požadovaná disciplína v podmienkach pevných devízových kurzov);
- ak vláda nie je ochotná vzdať sa menového financovania (seigniorage) ako medzinárodného platobného prostriedku;
- ak režim pevných devízových kurzov by mohol kolidovať s politikou centrálnej banky, ktorá má mandát na udržanie cenovej stability;
- ak menová integrácia s viacerými krajinami znamená eliminináciu národnej suverenity, ktorá je symbolom národnej nezávislosti;
- ak krajina preferuje utajenosť štatistických údajov;
- ak sa v krajine nevyskytuje domáca politická a ekonomická elita schopná udržať systém pevných devízových kurzov v rovnováhe;
- ak politické autority nie sú schopné dosiahnuť vyrovnanosť rozpočtu a/alebo vytvoriť dôveru v trvalú rozpočtovú rovnováhu alebo životaschopnosť pevných devízových kurzov;
- ak krajina nie je ochotná akceptovať stupeň integrácie nastolený dohodou o optimálnej menovej oblasti (napr. spoločné štandardy, imigrácia, daňová legislatíva, pracovné právo).

Podobným spôsobom nastoluje Mundell dôvody, ktoré by mali podporiť rozhodnutie krajiny o pričlenení sa k optimálnej menovej oblasti:

- prispôsobenie sa miere inflácie stanovenej v optimálnej menovej oblasti;
- zníženie transakčných nákladov v medzinárodnom obchode;
- eliminácia nákladov na emisiu a udržiavanie národnej meny;
- stanovenie zreteľného smeru pre hospodársku politiku, okolo ktorého sa môžu naformulovať očakávania ekonomických subjektov;
- eliminácia pohybov devízového kurzu;
- zabezpečenie multinárodného stlmenia negatívneho dopadu šokov;
- výraznejšia participácia na finančných trhov a kapitálovom trhu únie;
- vytvorenie konkurenčnej medzinárodnej meny ako určitej protiváhy dolára;
- vytvorenie silného hospodárskeho bloku, ktorý má väčšiu možnosť vplývať na medzinárodný hospodársky vývoj;
- vytvorenie mechanizmu na posilnenie menovej a fiškálnej disciplíny mimo vplyvu politického procesu.

V súvislosti s vytvorením Európskej menovej únie treba spomenúť, že **Robert Mundell je často označovaný ako „otec" myšlienky spoločnej európskej meny.** Myšlienkou jednotnej európskej meny sa začal Mundell zaoberať počas svojho pobytu v Bologni, kde sa utvrdil v presvedčení o jej potrebnosti a ži-

votaschopnosti. Už v roku 1965, teda v období, keď neexistoval prílišný entuziazmus k spoločnej európskej mene, analyzoval model 3 menových oblastí – dolárovú oblasť, oblasť šterlingu a tretiu oblasť s európskou menou. Koncom šesťdesiatych rokov Mundell prezentoval v New Yorku článok „The Case for A European Currency", ktorý mal v Európe veľký ohlas a v ktorom navrhoval existenciu spoločnej meny s názvom „Európa".

Vďaka tejto práci bol Mundell pozvaný Európskou komisiou do Bruselu spolupracovať na príprave rôznych alternatív spoločnej meny (v roku 1970 ako konzultant pre Menový výbor a v rokoch 1972 – 73 ako člen pracovnej skupiny pre Hospodársku a menovú úniu v Európe).

Mundell nepokladá maastrichtský projekt za jedinú cestu k menovej únii. Podľa neho aj krajiny, ktoré zostali mimo EMÚ môžu dosiahnuť „úžitky" z menovej únie aj bez definitívnej straty menovej suverenity, a to za predpokladu, že budú disciplinované v svojom rozpočtovom hospodárení a ich mena bude fixovaná k euro vo veľmi úzkom pásme.

Reforma medzinárodného menového systému

Mundell v svojich posledných prácach zdôrazňuje aj pôsobenie menových faktorov na politické dianie, mnohé z politických udalostí v 20. storočí pramenili práve z nezrovnalostí v medzinárodnom menovom systéme. Podľa Mundella zavedenie eura predznamenalo novú éru v medzinárodnom menovom systéme. Euro sa stalo druhou najdôležitejšou menou sveta, pričom možno sledovať tripolárnosť v svetovom menovom systéme vyjadrenú eurom, dolárom a yenom. Výmenný kurz medzi týmito menami /nazýva ich G-3/ označuje za najdôležitejšiu cenu v svetovej ekonomike. Stabilita medzinárodného menového systému bude spočívať práve v stabilite „G-3". Mundell považuje za potrebné vypracovať metodiku pre riešenie krízových situácií týkajúcich sa výmenného kurzu dolár – yen – euro. Podľa neho je možné, že v 21. storočí dôjde k fixácii menových kurzov medzi samotnou G-3, čo by znamenalo vytvorenie úplne nového medzinárodného systému. Dokonca nevylučuje ani vytvorenie určitého druhu menovej únie medzi týmito troma zónami.

Smerom k svetovej mene

Mundell v deväťdesiatych rokoch v svojich prácach, v ktorých nadviazal na svoju štúdiu z roku 1968, prezentoval svoju víziu o zavedení svetovej meny. Vytvorenie svetovej meny by podľa neho prinieslo nesmierne úžitky. Ceny po celom svete by boli denominované v rovnakej jednotke a ich úroveň by bola v rôznych častiach sveta rovnaká, zvýšil by sa medzinárodný obchod, reálny dôchodok krajín, následne by to viedlo k ekonomickému rastu a zvýšeniu blahobytu. Za jeden z najväčších prínosov označuje zefektívnenie menových politík na území predstavujúcom dve tretiny sveta.

Dolarizáciu považuje Mundell za najrýchlejší a najefektívnejší spôsob vytvorenia svetovej meny. V tomto prípade však problematickou zostáva aj politická stránka, resp. náklady spojené s dolarizáciou. Na rozdiel od členov eurozóny, ktorí sa zúčastňujú na riadení ECB, členovia dolárovej oblasti by len jednostranne presunuli menovú suverenitu na inú krajinu – USA, čo by boli pre nich len ťažko akceptovateľné.

Mundell si uvedomuje, že menová únia bez politickej únie by bola na celosvetovej úrovni pravdepodobne neúspešnou. Rovnako je nepravdepodobné, že by USA boli ochotné vzdať sa najúspešnejšej meny 20. storočia a zase naopak, ostatné krajiny nie sú naklonené prijať dolár ako svoju menu. Po týchto konštatovaniach Mundell uvažuje skôr o vytvorení menovej únie pozostávajúcej z dvoch resp. troch zón stability (dolár, yen a euro) a následne zvažuje, na akých princípoch by sa mohlo zakladať jej fungovanie. Technické prekážky pre menovú úniu pozostávajúcu z troch mien v podstate neexistujú.[3] Celý systém by pracoval na podobnom princípe ako menová únia s jednotnou menou. Systém by bol najefektívnejší, ak by boli zapojené všetky tri menové zóny, ale rovnaký postup by bolo možné použiť aj pri zapojení len dvoch menových zón. V prípade zavedenia svetovej meny Mundell navrhuje transformáciu Medzinárodného menového fondu na svetovú centrálnu banku, ktorá by svetovej mene zaručovala kredibilitu. Nová svetová mena by sa podľa neho mohla nazývať "intor" alebo "unor". Každý člen v únii by fixoval svoju národnú menu k svetovej mene. Svetová mena by bola podporovaná menami troch najväčších centrálnych bánk a svetová centrálna banka by predávala alebo kupovala svetovú menu s cieľom znížiť alebo zvýšiť svetovú zásobu peňazí.

Záverom uvádzame zaujímavé Mundellove analógie medzi jazykom a menou. Mundell označuje jazyk za prostriedok komunikácie a menu za prostriedok výmeny. Národné, etnické a liturgické jazyky stále pretrvávajú, avšak spoločný jazyk, ktorý by sa používal ako druhý jazyk v krajinách, by výrazne uľahčil medzinárodné porozumenie. Podobne, národné a regionálne meny budú existovať aj v ďalších storočiach, ale spoločná svetová mena, ktorá by sa chápala ako druhá najvýznamnejšia mena každej krajiny, prostredníctvom ktorej by sa konali platby všade na svete, by podľa Mundella prispela podstatnou mierou k zvýšeniu prosperity, blahobytu a zefektívneniu fungovania medzinárodných menových vzťahov.

Najvýznamnejšie diela Roberta A. Mundella:

- Medzinárodný menový systém: konflikt a reforma (1965)
- Človek a ekonómia (1968)
- Medzinárodná ekonómia (1968)
- Monetárna teória: úrok, inflácia a rast v svetovej ekonomike (1971)

Ako spoluedítor:

- Menová agenda pre svetovú ekonomiku (1983)
- Globálna nerovnováha (1990)
- Dlhy, deficity a výkonnosť (1991)
- Budovanie novej Európy (1992)
- Inflácia a rast v Číne (1996)

[3] Mundell navrhuje nasledujúci mechanizmus - jedna z troch mien by bola vybraná ako "pilotná mena", ktorou by mohla byť mena s najväčšou menovou bázou, v súčasnosti je to dolár. Ostatné krajiny by k nej fixovali svoje menové kurzy. Mundell ďalej navrhuje 9 členný výbor FEDU, ktorý by zahŕňal 4 Američanov, 3 Európanov a 2 Japoncov. Členovia výboru by mali byť nezávislí na svojich vládach (rovnako ako je tomu v prípade Riadiacej rady ESCB). Rozšírený FED by rozhodoval o reštrikcii alebo uvoľnení úverov v menovej zóne. Ďalším krokom by bolo odsúhlasenie spoločného inflačného cieľa.

ANALÝZA POLITICKÉHO RIZIKA V MEDZINÁRODNOM KAPITÁLOVOM ROZPOČTE

Dr. Ing. Anna Poledňáková
Fakulta podnikového manažmentu, Ekonomická univerzita v Bratislave

Spoločnosti uskutočňujúce zahraničné projekty analyzujú pred realizáciou zahraničného projektu i faktor politického rizika, ktorý je spojený s takými vládnymi obmedzeniami, ako sú vyvlastnenie, revolúcie, vojny, menové kontroly, zvyšovanie daní a podobne. Shapiro (4) podáva detailný rozbor modelov, ktoré analyzujú politické riziko. Modely využívajú analýzu hodnoty zlomovej pravdepodobnosti vládneho zásahu. Základný argument pre analýzu vplyvu politického rizika na kapitálový rozpočet vyplýva z jeho pôsobenia na výnosovosť projektu.

V príspevku sa sústredíme na tri udalosti, ktoré patria medzi faktory politického rizika, a to na vyvlastnenie, blokovanie prostriedkov a rast daňovej sadzby.

Najskôr sa sústredíme na politický faktor vyvlastnenie. Základný model hodnotenia zahraničných projektov vychádza z hodnotenia efektívnosti projektu na základe čistej súčasnej hodnoty. Tento vzťah môžeme zapísať takto:

$$-I + \sum_{i=1}^{n} \frac{X_i}{(1+k)^i} \qquad [1]$$

kde :

I je súčasná hodnota kapitálových výdavkov,

X_i je budúca hodnota peňažných tokov vytvorených daným projektom počas obdobia i,

k reprezentuje odhadovaný diskontný faktor.

Predpokladajme, že v roku h môže dôjsť k vyvlastneniu. Potom čistá súčasná hodnota projektu bude klesať. Klesanie čistej súčasnej hodnoty môžeme vyjadriť takto:

$$-I + \sum_{i=1}^{h-1} \frac{X_i}{(1+k)^i} + \frac{G_h}{(1+k)^h} \qquad [2]$$

Čistá súčasná hodnota projektu bude klesať, nakoľko peňažné toky – cash flow budeme získavať len dva roky. Zápis pozostáva z hodnoty, ako bola uvedená v základom variante, okrem sumy, ktorá reprezentuje G a ktorá môže zahŕňať nielen priame kompenzácie platené hostiteľskou krajinou, ale i poistenie politického rizika, daňové efekty a iné skutočnosti. Predpokladajme, že pravdepodobnosť vyvlastnenia v roku h je p_h a nulová v ostatných rokoch. Čistú súčasnú hodnotu projektu vypočítame zo vzťahu:

$$-I + \sum_{i=1}^{h-1} \frac{X_i}{(1+k)^i} + p_h \frac{G_h}{(1+k)^h} + (1-p_h) \sum_{i=h}^{n} \frac{X_i}{(1+k)^i} \qquad [3]$$

Upravením rovnice dostaneme hodnotu zlomovej pravdepodovnosti vyvlastnenia p_h ako:

$$p_h = \frac{\sum_{i=1}^{n} \frac{X_i}{(1+k)^i} - I}{\sum_{i=h}^{n} \frac{X_i}{(1+k)^i} - \frac{G_h}{(1+k)^h}} \qquad [4]$$

V prípade vyvlastnenia projekt, ktorý bude mať hodnotu zlomovej pravdepodobnosti nižšiu ako 0,25 bude pre nás akceptovateľný. Ak sa však hodnota zlomovej pravdepodobnosti vyvlastnenia bude nachádzať v intervale 0,4 – 0,5, projekt bude neakceptovateľný. Ako príklad môžeme uviesť projekt, ktorý má nasledujúce parametre: kapitálové výdavky 1 milión EUR, životnosť projektu 5 rokov, ročné peňažné toky plynúce z projektu: 500 000 EUR, diskontný faktor 20 %.

Predpokladajme, že na konci druhého roka môže dôjsť k vyvlastneniu a vláda poskytne kompenzáciu vo výške 200 000 EUR. Hodnota zlomovej pravdepodobnosti vyvlastnenia bude:

$$p_h = \frac{495\,305}{731\,416 - 138\,889} = 0{,}84, \text{ t. j. } 84\ \%$$

Ak vláda neposkytne kompenzáciu za vyvlastnenie, hodnota zlomovej pravdepodobnosti bude:

$$p_h = \frac{495\,305}{731\,416} = 0{,}68, \text{ t. j. } 68\ \%$$

V prípade, že hodnota zlomovej pravdepodobnosti vyvlastnenia bude nižšia ako 84 % (resp. 68 %), nebudeme projekt realizovať, keďže súčasná hodnota peňažných tokov, ktorých sa vzdávame, bude vyššia vo vzťahu k čistej súčasnej hodnote základného variantu. Projekt budeme realizovať len v prípade, že hodnota zlomovej pravdepodobnosti bude vyššia ako 84 % (resp. 68 %).

Podobne môžeme uvažovať v prípade blokácie prostriedkov. Naša úvaha bude opäť vychádzať z predpokladu, že čistá súčasná hodnota projektu bude kladná, čo môžeme zapísať takto:

$$-I + \sum_{i=1}^{n} \frac{X_i}{(1+k)^i} \geq 0 \qquad [5]$$

Ak predpokladáme, že blokácia prostriedkov bude v roku j a neskôr, potom čistú súčasnú hodnotu projektu môže vyjadriť nasledujúcim vzťahom:

$$-I + \sum_{i=1}^{j-1} \frac{X_i}{(1+k)^i} + \sum_{j}^{n} \frac{X_i (1+r)^{n-1}}{(1+k)^n} \qquad [6]$$

Tento vzťah predpokladá, že miera reinvestovania bude r percent ročne v oblasti zablokovania prostriedkov, so všetkými zablokovanými výnosmi v konečnom dôsledku dosiahnutými

v roku n. Ak hodnota zlomovej pravdepodobnosti blokovania prostriedkov v roku j je q_j a nulová v ostatných rokoch, potom čistú súčasnú hodnotu projektu vyjadríme takto:

$$-I+\sum_{i=1}^{j-1}\frac{X_i}{(1+k)^i}+q_j\sum_{n=j}^{n}\frac{X_i(1+r)^{n-1}}{(1+k)^n}+(1-q_j)\sum_{n=j}^{n}\frac{X_i}{(1+k)^i} \quad [7]$$

Z tohto vzťahu matematickou úpravou vyjadríme hodnotu zlomovej pravdepodobnosti blokovania prostriedkov q_j:

$$q_j=\frac{\sum_{i=1}^{n}\frac{X_i}{(1+k)^i}-I}{\sum_{n=j}^{n}\frac{X_i}{(1+k)^i}-\sum_{i=j}^{n}\frac{X_i(1+r)^{n-1}}{(1+k)^n}} \quad [8]$$

Túto skutočnosť môžeme opäť ilustrovať na príklade, kde kapitálové výdavky budú 1 milión EUR, životnosť projektu 5 rokov, ročné peňažné toky po zdanení plynúce z projektu vo výške 375 000 EUR a diskontný faktor 20 %.

Predpokladajme, že po prvom roku dôjde k blokácii prostriedkov vládou hostiteľskej krajiny a tá umožní reinvestovanie blokovaných prostriedkov vo výške 5 % ročne. Hodnota zlomovej pravdepodobnosti blokovania prostriedkov potom bude:

$$q_j=\frac{121\,625}{808\,075-649\,555}=0{,}76,\ \text{t. j. } 76\ \%$$

V prípade, že hodnota zlomovej pravdepodobnosti bude vyššia ako 76 %, projekt realizujeme. Ak bude hodnota pod hranicou 76 %, nebudeme projekt realizovať.

Pri aplikácii politického rizika vo forme zvyšovania daňovej sadzby použijeme podobné argumenty ako pri analýze hodnoty zlomovej pravdepodobnosti vyvlastnenia alebo blokovania prostriedkov. Východiskom bude, podobne ako v predchádzajúcich prípadoch, čistá súčasná hodnota základného projektu – vzťah [1].

Ak vzrastie daňová sadzba v roku m a π reprezentuje zisk po zdanení, potom Δ vyjadruje zmenu daňovej sadzby. Za týchto predpokladov čistá súčasná hodnota projektu bude klesať, čo je vyjadrené nasledujúcim vzťahom:

$$-I+\sum_{i=1}^{m-1}\frac{X_i}{(1+k)^i}+\sum_{i=m}^{n}\frac{X_i\pi_i\Delta t}{(1+k)^i} \quad [9]$$

Ak pravdepodobnosť zvýšenia daňovej sadzby v roku m je p_m a nulová v ostatných rokoch, potom čistá súčasná hodnota projektu bude:

$$-I+\sum_{i=1}^{m-1}\frac{X_i}{(1+k)^i}+p_m\sum_{i=m}^{n}\frac{X_i-\pi_i\Delta t}{(1+k)^i}+(1-p_m)\sum_{i=m}^{n}\frac{X_i}{(1+k)^i} \quad [10]$$

Zlomová hodnota pravdepodobnosti zvýšenia daňovej sadzby p_m bude v bode, kde čistá súčasná hodnota projektu bude rovná nule.

$$0=-I+\sum_{i=1}^{n}\frac{X_i}{(1+k)^i}+p_m\sum_{i=m}^{n}\frac{X_i-\pi_i\Delta t}{(1+k)^i}+(1-p_m)\sum_{i=m}^{n}\frac{X_i}{(1+k)^i} \quad [11]$$

Ďalšou úpravou rovnice vypočítame hodnotu zlomovej pravdepodobnosti zvýšenia daňovej sadzby p_m takto:

$$p_m=\frac{\sum_{i=1}^{n}\frac{X_i}{(1+k)^i}-I}{\sum_{i=m}^{n}\frac{\pi_i\Delta t}{(1+k)^i}} \quad [12]$$

Tento variant si opäť môžeme ilustrovať na príklade. Kapitálové výdavky budú opäť 1 milión EUR, životnosť projektu 5 rokov, ročné cash flow po zdanení získané z projektu vo výške 375 000 EUR a diskontný faktor 20 %.

Predpokladajme, že po druhom roku sa daňová sadzba zvýši z 25 na 50 %. Zlomová hodnota pravdepodobnosti zvýšenia daňovej sadzby bude:

$$p_m=\frac{121\,625}{\sum_{i=3}^{5}\frac{500\,000\ .\ 25\ \%}{(1{,}20)^i}}=0{,}76,\ \text{t. j. } 76\ \%$$

Ak bude hodnota zlomovej pravdepodobnosti zvýšenia daňovej sadzby vyššia ako 67 %, projekt budeme realizovať. V prípade že hodnota zlomovej pravdepodobnosti bude pod hranicou 67 %, projekt nebudeme realizovať.

V príspevku sme ukázali tri modely, ktoré možno aplikovať pri analýze politického rizika v medzinárodnom investovaní. Základným východiskom analýzy politického rizika je vo všetkých troch prípadoch čistá súčasná hodnota projektu, ktorá je vyjadrená vzťahom [1].

Pri zabudovaní politického rizika do investičného projektu bol základný variant znížený o pravdepodobnosť výskytu politickej udalosti násobenej súčanou hodnotou cash flow, ktorých sme sa vzdali z dôvodu politického rizika. Čistú súčasnú hodnotu vypočítame zo vzťahu:

$$-I+\sum_{i=1}^{n}\frac{X_i}{(1+k)^i}-p\ .\ SH \quad [13]$$

kde p je zlomová hodnota pravdepodobnosti politického rizika a SH je súčasná hodnota cash flow, ktorých sme sa vzdali z dôvodu politického rizika.

Úpravou tejto rovnice získame všeobecný vzťah pre výpočet hodnoty zlomovej pravdepodobnosti politickej udalosti, ktorí sa bude rovnať podielu čistej súčasnej hodnoty základného variantu investície a súčasnej hodnoty cash flow, ktorých sme sa vzdali pri zohľadnení politického rizika.

Zoznam použitej literatúry

1. Buckley, A.: Multinational Finance Management. Practice Hall, England 2000.
2. Demirag, I. – Goddard, S.: Financial Management for International Business, McGraw-Hill, England 1994.
3. Polednáková, A.: Medzinárodný finančný manažment, Ekonóm, Bratislava 2000.
4. Shapiro, A. C.: Multinational Financial Management, Allyn and Bacon, USA 1999.

LADISLAV RÁSTOCKÝ
1888 – dátum úmrtia neznámy

Ladislav Rástocký bol najstarším členom riaditeľstva, ako aj celého vedenia Slovenskej národnej banky (SNB). Vo finančnej sfére začal pracovať ešte za éry Rakúsko-Uhorska, takže už pred vstupom do centrálnej banky mal z jej predstaviteľov najväčšie praktické skúsenosti.

Narodil sa 1. júla 1888 v Brezne, študoval najprv vo Zvolene a potom na Vyššej štátnej obchodnej škole v Banskej Bystrici, kde koncom júna 1906 maturoval. Dosiahnuté vzdelanie mu umožnilo vydať sa na dráhu bankového úradníka. O osemnásť rokov neskôr, teda roku 1924, si zvýšil kvalifikáciu vo svojom odbore vykonaním skúšky zo štátneho účtovníctva, čím získal oprávnenie vykonávať aj štátnu službu účtovnú a pokladničnú.

Po maturite sa zamestnal v bankovom sektore a do vypuknutia prvej svetovej vojny niekoľkokrát zmenil svoje pôsobisko. Jeho prvým úradníckym miestom bola Národná banka, účastinárska spoločnosť v Banskej Bystrici, kam nastúpil 1. marca 1907. Tu pracoval len do konca septembra 1908 a začiatkom októbra odišiel na Dolniaky, teda na územie vtedajšieho južného Uhorska obývané aj dolnozemskými Slovákmi (teraz Juhoslávia). V Banáte pôsobil v Sedliackej banke, účastinárskej spoločnosti v Kovačici ako účtovník-prokurista. Po presťahovaní sa do Vojvodiny v polovici novembra 1911 zastával rovnakú funkciu v Slovenskej banke, úč. spol., Nový Sad, a to až do polovice januára 1915, keď narukoval. Počas niekoľkoročného pobytu v Banáte i Vojvodine sa oboznámil s hospodárskymi pomermi dolnozemských Slovákov, čo mu umožnilo popísať rozdiely vyplývajúce z odlišných podmienok, ktoré malo obyvateľstvo, ale i slovenské peňažné ústavy v tejto časti monarchie a porovnať ich so situáciou na Slovensku. Analýzou tejto problematiky upozornil na seba v príspevku publikovanom v Slovenskom peňažníku v roku 1912. Po skončení vojny sa vrátil domov a 9. júna 1919 sa prihlásil do Zboru Turčianskych Dobrovoľníkov, kde do konca septembra vykonával vojenskú službu.

Do civilného života sa opätovne zapojil v novembri 1919, keď sa stal prokuristom a vedúcim učtárne v Drevárskom účastinnom spolku v Bratislave. Počnúc 1. septembrom 1922 pracoval už v Banke československých légií ako jej dôverník pre firmu Komenský v Bratislave a revízor bankou financovaných podnikov. Začiatkom januára 1926 ho vedenie tejto finančnej inštitúcie poverilo funkciou revízora bratislavskej filiálky. Na tomto mieste však zostal len päť mesiacov, do 31. mája 1926.

V tridsiatych rokoch pôsobil v Prahe na poste hlavného revízora Jednoty revíznej a dôverníckeho združenia česko-slovenských bánk. Rástocký bol vďaka dlhoročnému pôsobeniu v peňažníctve známou osobou. Keď sa v apríli 1939 začala v Bratislave vytvárať organizačná štruktúra novej centrálnej banky, viceguvernér Slovenskej národnej banky Jozef Fundárek ponúkol Rástockému možnosť prevziať vedenie revízneho oddelenia tejto banky. V prípade akceptovania tejto ponuky ho žiadal o urýchlené vypracovanie komplexného návrhu zákona o povinnej revízii obchodných bánk a peňažných podnikov; organizačnej štruktúry revízneho odboru SNB, ako aj celkovej koncepcie revíznej činnosti v devízovej oblasti. Rástocký reagoval kladne, a tak bol 29. apríla poverený vytvorením revízneho odboru SNB. Keďže si uvedomoval dôležitosť dokumentov nachádzajúcich sa v ústredných finančných inštitúciách v Prahe pre potreby slovenskej finančnej sústavy, začiatkom mája 1939 navrhol prostredníctvom SNB, aby kompetentné slovenské úrady žiadali od českej strany (Revíznej jednoty a dôverníckeho združenia česko-slovenských bánk i ministerstva financií) kompletnú dokumentáciu týkajúcu sa slovenských peňažných inštitúcií vrátane tých, ktoré sa nachádzali na území odstúpenom Maďarsku. Slovenská národná banka na jeho podnet intervenovala na bratislavskom ministerstve financií ohľadne prevozu tejto dokumentácie na Slovensko.

Zamestnancom Slovenskej národnej banky sa stal 1. júna 1939 vo funkcii prednostu revízneho odboru, službu však v skutočnosti nastúpil až 6. júna kvôli peripetiám s príchodom do Bratislavy. Titul riaditeľa revízneho odboru mu udelili o rok neskôr 22. mája 1940. Do jeho kompetencie spadala organizácia a vedenie revízneho odboru tak po stránke revíznej, ako aj administratívnej.

Revízny odbor bol síce jedným z organizačných článkov Národnej banky, ale jeho riadenie podliehalo ministerstvu financií. Preto Rástocký skladal služobnú prísahu do rúk guvernéra Imricha Karvaša, ale aj ministra financií Mikuláša Pružinského. V podmienkach Slovenskej národnej banky predkladal Rástocký ako predseda jej revidujúceho výboru správy o revíziách SNB ministerstvu financií, guvernérovi a vládou zvlášť určenému členovi bankovej rady. O výsledkoch kontroly záverečných účtov banky informoval na valnom zhromaždení SNB.

Popri riaditeľovi administratívneho odboru Martinovi Kollárovi bol Ladislav Rástocký jediným vrcholným predstaviteľom SNB, ktorý svoju funkciu vykonával aj po oslobodení Bratislavy v apríli 1945. Na základe návrhu preverovacej komisie z decembra 1945 bol aj naďalej ponechaný už v obnovenej Národnej banke československej (NBČS) „v doterajšom služobnom postavení pri zachovaní všetkých služobných a platových nárokov". Zostal teda riaditeľom revízneho odboru NBČS, oblastného ústavu pre Slovensko v Bratislave, a to do 1. júla 1948, keď bol v deň svojich 60-tych narodenín preložený do výslužby. Aj keď v peňažníctve pôsobil úctyhodných 41 rokov, v súčasnosti je pomerne málo známou postavou slovenského finančníctva. Torzovité informácie nám neumožňujú úplne dokresliť osobnosť Ladislava Rástockého, ani jeho ďalší osud po roku 1948.

Mgr. Miloš Mazúr, archív NBS

ĽUDOVÍT FULLA – MALIAR – GRAFIK – ILUSTRÁTOR

1. cena
akad. maliar Emil Fulka

3. cena
Mária Poldaufová

3. cena
Bc. Peter Ilčík

3. cena
Roman Lugár

V rámci emisie pamätných mincí vydáva Národná banka Slovenska postupne aj mince venované významným výročiam vedúcich osobností slovenskej výtvarnej moderny. V roku 1994 bola vydaná pamätná strieborná minca k 100. výročiu narodenia Janka Alexyho, v roku 1995 minca venovaná 100. výročiu narodenia Mikuláša Galandu a v súčasnosti nasleduje ďalšia, pripomínajúca storočnicu narodenia Ľudovíta Fullu.

Ľudovít Fulla (27. 2. 1902 – 21. 4. 1980) – maliar, grafik, ilustrátor, scénograf a výtvarný pedagóg, patrí k najvýznamnejším predstaviteľom slovenského výtvarného umenia 20. storočia. Je autorom, ktorého tvorba mala zásadný význam pre konštituovanie slovenskej výtvarnej moderny. Jeho osobitý výtvarný prejav je charakteristický vlastnou poetikou obrazu opierajúcou sa o plošnosť a dekoratívnosť, syntézu racionálnych a citových prvkov, svietivú farebnosť, o znalosť ľudového umenia, východoslovanského ikonopisu i svetovej moderny. Zúčastnil sa na mnohých medzinárodných výstavách a výrazne prispel k prezentácii slovenského umenia. Je držiteľom viacerých domácich i zahraničných ocenení. Obrazu Pieseň a práca bola na Svetovej výstave v Paríži (1937) udelená Grand Prix a podľa neho vytvorený gobelín získal zlatú medailu na Svetovej výstave EXPO 58 v Bruseli. Medzinárodné úspechy dosiahol aj ako autor avantgardných scénických návrhov a ilustrácií kníh pre deti a mládež. Rozsiahlu zbierku svojich diel daroval štátu, je umiestnená v Galérii Ľudovíta Fullu v Ružomberku, ktorá je súčasťou Slovenskej národnej galérie.

Na výtvarný návrh pamätnej mince k 100. výročiu narodenia Ľudovíta Fullu vyhlásila NBS v apríli 2001 verejnú anonymnú súťaž, na ktorej sa zúčastnili 12 autori s 15 súťažnými prácami. Odborná komisia po vyhodnotení súťaže odporučila na udelenie prvej ceny i na realizáciu návrh akademického maliara Emila Fulku, v mincovej tvorbe nového autora, ktorý realizuje svoju prvú pamätnú mincu. Komisiu presvedčil výstižnou voľbou charakteristických motívov, predstavujúcich Fullovu grafickú i maliarsku tvorbu, ako aj kvalitou portrétneho podania. Všetky použité prvky vrátane písma vytvárajú v mincovom poli kompozične vyvážený obrazec. Na averze je v pravej časti stvárnený detail z obrazu Pieseň a práca – motív letiaceho fujaráša, v ľavej časti motív z grafického listu s názvom Černoška.

Druhá cena nebola v súťaži udelená. Zníženú tretiu cenu získali traja autori. Na návrhu Márie Poldaufovej komisia ocenila najmä kvalitu averzu so zobrazením typického fullovského motívu – Jánošíka na koni, s vydareným pretlmočením farebného dojmu z obrazu do rozohraného reliéfneho prepisu. Bc. Peter Ilčík na svojom návrhu vhodne využil dekoratívne vyznievajúce dvojplánové reliéfne spracovanie s hrou rytmicky sa striedajúcich reliéfnych plôch. Na averze uplatnil motív Jánošíka na koni, portrét na reverze doplnil fragmentmi z Fullových obrazov. Na návrhu Romana Lugára komisia pozitívne hodnotila jeho reliéfne spracovanie. Pri stvárnení averzu čerpal z Fullových ilustrácií slovenských ľudových rozprávok, na reverze spojil portrét v jednej alternatíve so zobrazením Jánošíka na koni, v druhej altenatíve s motívom z obrazu Madona s anjelmi.

Pamätná minca v hodnote 200 Sk s priemerom 34 mm a hmotnosťou 20 g je vyrazená zo striebra s rýdzosťou 750/1000 v Mincovni Kremnica v počte 13 700 kusov, z toho 2 400 kusov v proof vyhotovení. Na hrane je nápis „ĽUDOVÍT FULLA – MALIAR – GRAFIK – ILUSTRÁTOR". Začiatok a koniec textu je oddelený značkou v tvare maliarskej palety.

Ing. Dagmar Flaché, foto Ing. Štefan Fröhlich

Ukazovateľ	Merná jednotka	1997	1998	1999	2000	2001					
						6.	7.	8.	9.	10.	11.
REÁLNA EKONOMIKA											
Hrubý domáci produkt 1) 2)	mld. Sk	615,9*	641,1*	653,3*	667,7*	337,4*			516,2*		
Medziročná zmena HDP 3)	%	6,2*	4,1*	1,9*	2,2*	2,9*			3,1*		
Miera nezamestnanosti 4)	%	12,5	15,6	19,2	17,9	17,7	18,0	17,8	17,4	17,3	17,7
Spotrebiteľské ceny 3)	%	6,4	5,6	14,2	8,4	8,0	8,0	7,8	7,4	7,1	6,5
OBCHODNÁ BILANCIA 2)											
Vývoz (fob)	mil. Sk	324 017	377 807	423 648	548 372	307 098	358 577	405 011	457 540	513 268	567 024
Dovoz (fob)	mil. Sk	393 973	460 736	468 892	590 728	349 163	408 650	463 059	522 531	587 862	654 185
Saldo	mil. Sk	-69 956	-82 929	-45 244	-42 356	-42 065	-50 073	-58 048	-64 991	-74 594	-87 161
PLATOBNÁ BILANCIA 2)											
Bežný účet	mil. Sk	-65 630,0	-74 844,0	-47 544,0	-32 941,1	-37 922,3	-41 509,8	-46 320,1	-54 710,9	-60 484,5	
Kapitálový a finančný účet	mil. Sk	58 832,0	67 538,3	77 617,9	63 415,1	23 717,8	23 469,1	29 139,6	30 764,6	39 122,1	
Celková bilancia	mil. Sk	1 776,2	-19 543,2	30 137,3	34 168,8	-10 246,8	-10 676,6	-11 000,8	-14 136,7	-13 334,5	
DEVÍZOVÉ REZERVY 4)											
Celkové devízové rezervy	mil. USD	6 488,5	5 957,8	4 372,0	5 581,7	5 082,5	5 277,0	5 332,2	5 144,2	5 277,5	5 458,7
Devízové rezervy NBS	mil. USD	3 284,9	2 923,3	3 425,2	4 076,8	3 715,9	3 762,0	3 866,6	3 846,1	3 825,3	4 108,0
ZAHRANIČNÁ ZADLŽENOSŤ 4) 7)											
Celková hrubá zahraničná zadlženosť	mld. USD	9,9	11,9	10,5	10,8	10,7	10,7	10,7	11,0	11,1	
Zahraničná zadlženosť na obyvateľa SR	USD	1 867	2 209	1 944	2 021	1 993	2 005	1 998	2 040	2 066	
MENOVÉ UKAZOVATELE											
Devízový kurz 5) 6)	Sk/USD	33,616	35,242	41,417	46,200	50,156	49,553	47,989	47,792	48,096	48,535
Peňažná zásoba [M2] 4) 8)	mld. Sk	448,4	459,1	508,9	580,4	596,3	604,8	613,1	611,6	605,2	620,7
Medziročná zmena M2 3) 8)	%	8,8	2,5	10,9	14,2	13,0	12,1	9,1	8,7	8,0	10,8
Úvery podnikom a obyvateľstvu 4) 8)	mld. Sk	366,2	382,5	397,6	396,1	312,9	314,0	315,1	316,9	318	322,9
ŠTÁTNY ROZPOČET 2) 4)											
Príjmy	mld. Sk	180,8	177,8	216,7	213,4	103,8	119,5	135,5	151,7	169,6	185,2
Výdavky	mld. Sk	217,8	197,0	231,4	241,1	117,3	141,8	157,9	174,6	197,2	215,0
Saldo	mld. Sk	-37,0	-19,2	-14,7	-27,7	-13,5	-22,3	-22,4	-22,9	-27,6	-29,8
PRIMÁRNY TRH											
Priemerná úroková miera											
jednoročné vklady	%	10,33	11,17	12,34	9,76	6,63	6,55	6,46	6,42	6,37	6,28
krátkodobé úvery	%	17,31	20,61	19,61	13,61	11,5	11,41	11,46	11,45	10,67	10,57
krátkodobé čerpané úvery	%	18,88	19,72	17,45	11,95	9,09	8s,77	8,95	9,02	8,69	8,58
PEŇAŽNÝ TRH											
Úrokové sadzby stanovované Bankovou radou NBS platnosť od						25.5.2001	29.6.2001	19.7.2001	24.8.2001	21.9.2001	26.10.2001
1-dňové operácie – sterilizačné	%					6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
– refinančné	%					9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00
2-týždňová limitná sadzba NBS pre štandardný REPO tender	%					7,75	7,75	7,75	7,75	7,75	7,75
Priemerná úroková miera z medzibank.vkladov (BRIBOR) **											
overnight	%	24,18	14,41	11,47	7,96	7,16	7,42	7,52	7,82	7,10	7,23
7-dňová	%	23,93	15,88	13,24	8,47	7,68	7,75	7,73	7,80	7,69	7,71
14-dňová	%	23,60	16,54	13,56	8,53	7,71	7,77	7,77	7,81	7,76	7,75
1-mesačná	%	23,50	18,39	14,51	8,58	7,73	7,78	7,79	7,83	7,80	7,77
2-mesačná	%	23,31	19,82	15,16	8,58	7,75	7,79	7,84	7,88	7,85	7,78
3-mesačná	%	23,18	20,82	15,66	8,58	7,75	7,81	7,86	7,89	7,88	7,78
6-mesačná	%	22,74	22,14	16,23	8,58	7,77	7,82	7,90	7,94	7,91	7,79
9-mesačná	%				7,95	7,77	7,82	7,91	7,97	7,93	7,77
12-mesačná	%				7,97	7,78	7,83	7,92	8,00	7,98	7,77

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 deviza 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
* predbežné údaje
** od 29. 5. do 15. 10. 1997 „Monitoring úrokových sadzieb na trhu medzibankových depozít v SR"

Národná banka Slovenska

DEKÁDNA BILANCIA AKTÍV A PASÍV k 31. 12. 2001 v mil. Sk

AKTÍVA			Zmena oproti 20.12.2001
1 Zlato		1,027.1	(0.0)
2 Vklady v MMF v cudzej mene		5,186.3	(24.2)
3 Vklady v zahraničných bankách a medzinárodných inštitúciách v cudzej mene		12,749.6	(6,879.8)
3.1 Vklady v zahraničných bankách	11,928.6		(6,868.3)
3.2 Vklady v medzinárodných inštitúciách	821.0		(11.5)
4 Pohľadávky voči zahraničiu v cudzej mene		26,046.7	(10,084.5)
5 Pohľadávky voči tuzemským bankám		43,784.4	(472.2)
5.1 Pohľadávky z refinancovania	27,572.2		(-2.3)
5.2 Ostatné pohľadávky	16,212.2		(474.5)
6 Cenné papiere		181,590.2	(-9,759.0)
6.1 Zahraničné v cudzej mene	181,590.2		(-9,759.0)
6.2 Štátne v slovenských korunách	0.0		(0.0)
6.3 Ostatné v slovenských korunách	0.0		(0.0)
7 Majetkové účastiny		144.8	(0.0)
7.1 Zahraničné v cudzej mene	24.8		(0.0)
7.2 Ostatné	120.0		(0.0)
8 Ostatné aktíva		12,894.8	(-4,696.4)
8.1 Úvery klientom	348.7		(-68.2)
8.2 Ostatné	12,546.1		(-4,628.2)
		283,423.9	**(3,005.3)**

PASÍVA			Zmena oproti 20.12.2001
1 Emisia obeživa		91,189.1	(-3,535.7)
2 Záväzky voči MMF v cudzej mene		5,186.6	(24.2)
3 Záväzky voči zahraničným bankám a medzinárodným inštitúciám		22,469.0	4,422.3)
3.1 V cudzej mene	21,659.7		4,312.4)
3.2 V slovenských korunách	809.3		(109.9)
4 Emitované cenné papiere		5,254.0	(-296.0)
4.1 V zahraničí v cudzej mene	0.0		(0.0)
4.2 Ostatné	5,254.0		(-296.0)
5 Záväzky voči tuzemským bankám		89,413.2	(6,486.0)
5.1 Peňažné rezervy bánk	22,769.1		(-8,798.8)
5.2 Ostatné	66,644.1		(15,284.8)
6 Záväzky voči štátnemu rozpočtu		13,376.3	(-1,482.7)
6.1 Účet štátu Slovenskej republiky	5,406.5		(-1,204.6)
6.2 Štátne fondy	7,969.8		(-278.1)
7 Ostatné pasíva		45,736.0	(1,009.1)
7.1 Vklady klientov	17,160.6		(1,482.8)
7.2 Ostatné	28,575.4		(-473.7)
8 Čisté obchodné imanie		10,799.7	(-3,621.9)
8.1 Vlastný kapitál	10,473.8		(0.5)
8.2 Ostatné vlastné prostriedky	325.9		(-3,622.4)
		283,423.9	**(3,005.3)**

Ing. Marián Jusko, CSc. v. r.
guvernér

Ing. Ľubomír Balla
poverený vedením úseku informatiky

Národná banka Slovenska

DEKÁDNA BILANCIA AKTÍV A PASÍV k 10. 1. 2002 v mil. Sk

Majetok			Zmena oproti 31.12.2001
1 Zlato		1,026.8	(-0.3)
2 Vklady v MMF v cudzej mene		5,186.3	(0.0)
3 Vklady v zahraničných bankách a medzinárodných inštitúciách v cudzej mene		11,882.7	(-866.9)
3.1 Vklady v zahraničných bankách	11,061.7		(-866.9)
3.2 Vklady v medzinárodných inštitúciách	821.0		(0.0)
4 Pohľadávky voči zahraničiu v cudzej mene		24,310.8	(-1,735.9)
5 Pohľadávky voči tuzemským finančným inštitúciam		43,035.2	(-749.2)
5.1 Pohľadávky z refinancovania	27,141.6		(-430.6)
5.2 Ostatné pohľadávky	15,893.6		(-318.6)
6 Cenné papiere		185,862.5	(4,272.3)
6.1 Zahraničné v cudzej mene	185,862.5		(4,272.3)
6.2 Tuzemské v slovenských korunách	0.0		(0.0)
7 Majetkové účastiny		144.8	(0.0)
7.1 Zahraničné v cudzej mene	24.8		(0.0)
7.2 Ostatné	120.0		(0.0)
8 Pohľadávky voči verejnej správe		0.0	(0.0)
9 Ostatný majetok		13,228.6	(333.8)
9.1 Úvery ostatným klientom	386.0		(37.3)
9.2 Ostatné	12,842.6		(296.5)
Spolu		**284,677.7**	**(1,253.8)**

Záväzky			Zmena oproti 31.12.2001
1 Emisia obeživa		88,759.2	(-2,429.9)
2 Záväzky voči MMF v cudzej mene		5,186.6	(0.0)
3 Záväzky voči zahraničným bankám a medzinárodným inštitúciám		23,558.3	(1,089.3)
3.1 V cudzej mene	22,749.0		(1,089.3)
3.2 V slovenských korunách	809.3		(0.0)
4 Emitované cenné papiere		5,254.0	(0.0)
4.1 V zahraničí v cudzej mene	0.0		(0.0)
4.2 Ostatné	5,254.0		(0.0)
5 Záväzky voči tuzemským finančným inštitúciam		91,859.4	(2,446.2)
5.1 Peňažné rezervy bánk	29,641.1		(6,872.0)
5.2 Ostatné	62,218.3		(-4,425.8)
6 Záväzky voči štátnej pokladnici		31,327.8	(194.7)
7 Záväzky voči verejnej správe		25.8	(0.0)
8 Ostatné záväzky		28,043.8	(90.4)
8.1 Vklady ostatných klientov	862.3		(93.1)
8.2 Ostatné	27,181.5		(-2.7)
Vlastné imanie			
9 Vlastný kapitál		10,799.7	(0.0)
10 Hospodársky výsledok bežného roka (Zisk+, Strata–)		-136.9	(-136.9)
Spolu		**284,677.7**	**(1,253.8)**

Ing. Marián Jusko, CSc. v. r.
guvernér

Ing. Milena Koreňová
vrchná riaditeľka úseku informatiky

Národná banka Slovenska

DEKÁDNA BILANCIA AKTÍV A PASÍV k 20. 1. 2002 v mil. Sk

Majetok			Zmena oproti 10.1.2002
1 Zlato		1,026.7	(-0.1)
2 Vklady v MMF v cudzej mene		5,134.6	(-51.7)
3 Vklady v zahraničných bankách a medzinárodných inštitúciách v cudzej mene		6,111.4	(-5,771.3)
3.1 Vklady v zahraničných bankách	5,296.5		(-5,765.2)
3.2 Vklady v medzinárodných inštitúciách	814.9		(-6.1)
4 Pohľadávky voči zahraničiu v cudzej mene		15,265.1	(-9,045.7)
5 Pohľadávky voči tuzemským finančným inštitúciam		42,868.8	(-166.4)
5.1 Pohľadávky z refinancovania	27,135.9		(-5.7)
5.2 Ostatné pohľadávky	15,732.9		(-160.7)
6 Cenné papiere		195,334.0	(9,471.5)
6.1 Zahraničné v cudzej mene	195,334.0		(9,471.5)
6.2 Tuzemské v slovenských korunách	0.0		(0.0)
7 Majetkové účastiny		144.8	(0.0)
7.1 Zahraničné v cudzej mene	24.8		(0.0)
7.2 Ostatné	120.0		(0.0)
8 Pohľadávky voči verejnej správe		0.0	(0.0)
9 Ostatný majetok		14,086.3	(857.7)
9.1 Úvery ostatným klientom	402.3		(16.3)
9.2 Ostatné	13,684.0		(841.4)
Spolu		**279,971.7**	**(-4,706.0)**

Záväzky			Zmena oproti 10.01.2002
1 Emisia obeživa		91,128.7	(2,369.5)
2 Záväzky voči MMF v cudzej mene		5,134.9	(-51.7)
3 Záväzky voči zahraničným bankám a medzinárodným inštitúciám		20,353.8	(-3,204.5)
3.1 V cudzej mene	19,510.3		(-3,238.7)
3.2 V slovenských korunách	843.5		(34.2)
4 Emitované cenné papiere		5,254.0	(0.0)
4.1 V zahraničí v cudzej mene	0.0		(0.0)
4.2 Ostatné	5,254.0		(0.0)
5 Záväzky voči tuzemským finančným inštitúciam		83,287.5	(-8,571.9)
5.1 Peňažné rezervy bánk	21,517.2		(-8,123.9)
5.2 Ostatné	61,770.3		(-448.0)
6 Záväzky voči štátnej pokladnici		36,759.8	(5,432.0)
7 Záväzky voči verejnej správe		58.0	(32.2)
8 Ostatné záväzky		27,838.1	(-205.7)
8.1 Vklady ostatných klientov	752.9		(-109.4)
8.2 Ostatné	27,085.2		(-96.3)
Vlastné imanie			
9 Vlastný kapitál		10,756.7	(-43.0)
10 Hospodársky výsledok bežného roka (Zisk+, Strata–)		-599.8	(-462.9)
Spolu		**279,971.7**	**(-4,706.0)**

Ing. Marián Jusko, CSc. v. r.
guvernér

Ing. Milena Koreňová
vrchná riaditeľka úseku informatiky

Časový harmonogram dekádnych bilancií je k dispozícii na internetovej adrese: http://www.nbs.sk. Údaje nie sú auditované.