



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA

VÝVOJ PEŇAŽNEJ ZÁSOBY V SR
(Analýza štruktúry peňažného agregátu M2)

Ing. Zora Komínková, PhD.

Inštitút menových a finančných štúdií
Bratislava 1998

Obsah

Úvodné poznámky

1. Peňažná zásoba v interakcii ponuky peňazí a dopytu po peniazoch
2. Všeobecná charakteristika vývoja peňažnej zásoby M2
3. Analýza terminovaných vkladov podľa časového rozlíšenia
4. Vyhodnotenie zmien v peňažnom správaní ekonomických subjektov na štruktúru peňažnej zásoby M2
5. Sektorová štruktúra vkladov a jej vplyv na vývojovú dynamiku M2
 - 5.1. Vklady obyvateľstva
 - 5.2. Vklady podnikov

Zhrnutie

Literatúra

Príloha

Úvodné poznámky

Množstvo peňazí v ekonomike, merané definične vymedzeným agregátom širokých peňazí - M2, v prípade Slovenska - hrá dôležitú úlohu pri odhadovaní inflačných tlakov. Peňažný agregát M2 patrí medzi kriteriálne veličiny menových programov NBS a tempo rastu M2 sa využíva ako medzicieľ menovej politiky, prostredníctvom ktorého sa sleduje dosiahnutie konečného cieľa, t.j. stanovenej miery inflácie.

Úspešnosť menovopolitickej funkcie ukazovateľa peňažnej zásoby závisí jednak od kvalitatívnych charakteristík mechanizmu peňažnej transmisie, jednak aj od samotných vnútorných charakteristík zvoleného peňažného agregátu.

V štandardnej definícii agregátu M2 sa celková peňažná zásoba v ekonomike rozdeľuje na 2 (sub)agregáty: peniaze M1 a kvázipeňazie (QM). Agregát M1 zahrnuje rýchlolikvidné peňažné zostatky (obeživo a neterminované vklady), ktoré sú bezprostredne schopné plniť transakčnú funkciu peňazí. Agregát kvázipeňazí zahrnuje predovšetkým terminované úložky v domácej mene (terminované a úsporové vklady a iné produkty peňažného trhu ako vkladové listy, vklady stavebného sporenia), ktorých funkciou je prvorado uchovávanie hodnoty peňažných aktív a ich premena na likvidné (transakčné) peniaze závisí od výpovednej lehoty, resp. je spojená s nákladmi sankčných poplatkov za nedodržanie doby viazanosti. Súčasťou agregátu kvázipeňazí, ako zložka s typickou funkciou uchovávateľa hodnôt, bývajú ďalej vklady v cudzej (konvertibilnej) mene. V takejto podobe je definovaný agregát peňažnej zásoby M2 aj na Slovensku.

Na základe formálneho vymedzenia funkcií agregátov M1 a QM - ako transakčných a úsporových peňazí - sa potom z podielov oboch týchto agregátov na celkovej peňažnej zásobe M2 dá schematicky odvodiť miera stability menového prostredia v ekonomike: predpokladá sa, že pri inflačných očakávaniach ekonomické subjekty majú väčší sklon k držbe rýchlolikvidných peňazí (M1), zatiaľ čo s rastúcou dôverou v stabilitu meny sa budú zvyšovať úsporové motívy držby peňazí a podiel kvázipeňazí na M2 sa bude zväčšovať. Z tohto formálneho chápania náplne M1 a QM sa potom vyvodzuje, že čím väčší podiel na M2 zaujíma zložka QM, tým stabilnejšie je menové prostredie v krajine, tým väčšia je dôvera ekonomických subjektov v stabilitu meny a tým menšie sú ich inflačné očakávania. Rast podielu zložky kvázipeňazí na M2 by teda mal byť aj priaznivým ukazovateľom menovej stability.

Pravda, v prípade, keď súčasťou QM sú aj vklady v cudzej mene, sa táto najjednoduchšia schéma narušuje, pretože zvyšovanie podielu QM na M2 môže byť vyvolané práve inflačnými očakávaniami a presunom peňažných zostatkov v domácej mene do vkladov v konvertibilnej mene v snahe uchovať hodnotu týchto aktív.¹ Udržanie platnosti menovopriaznivého významu zvyšovania podielu QM na M2 sa

¹Tieto súvislosti, charakteristické v súčasnosti najmä pre transformujúce sa ekonomiky, pomerne dobre vystihuje vzťah medzi ukazovateľom likvidity a mierou dolarizácie peňažného obehu, na ktoré poukážeme v ďalšom texte. Únik peňažných zdrojov v národnej mene do vkladov v cudzej mene potom spôsobuje aj narastanie hodnoty podielu M2/M1, ktoré, pokiaľ sa vyznačuje prudkým tempom, sa považuje za jeden z indikátorov možného vzniku finančnej krízy v krajine.

potom presnejšie viaže na vývoj, resp. rast terminovaných vkladov v domácej mene v rámci QM.

Vývoj peňažnej zásoby na Slovensku v rokoch 1993-1997 sa vyznačoval trvalým rastom podielu kvázipeňazí na M2, pričom ani vývoj vzťahu medzi korunovými terminovanými vkladmi a vkladmi v cudzej mene nenarúšal predpoklad o zvyšujúcej sa dôvere v stabilitu domácej meny a jej rastúcej schopnosti plniť funkciu uchovávateľa hodnôt.

Turbulencie na peňažnom trhu SR v roku 1997, ktorých sprievodným javom bolo výrazné zvýšenie medzibankových úrokových mier, významne zasiahli do formovania štruktúry peňažnej zásoby M2, bez toho, aby sa prejavili v zmene uvedeného navonok pozitívneho trendu zvyšovania podielu kvázipeňazí na M2. Vysoké úrokové miery ponúkané obchodnými bankami z veľmi krátkodobých úložiek vyvolali výraznú reštrukturalizáciu peňažnej zásoby M2 v prospech krátkodobých terminovaných vkladov.

Tým sa jednak značne zmenili formálne vlastnosti agregátu kvázipeňazí: na úkor úsporovej funkcie narástol význam transakčnej funkcie v ňom sústredovaných úložkách. Narušili sa tým však aj kvalitatívne charakteristiky celkovej peňažnej zásoby M2, resp. určitej miery jej bezpečnosti v čase, ktoré nepriaznivo vplývajú na výkon úverových aktivít bánk.

Masovo sa rozšírila aj nová - špekulačná - forma peňažného správania ekonomických subjektov, ktorú im umožňuje vysoký úrokový diferenciál medzi jednotlivými skupinami peňažných aktív. Táto skutočnosť potenciálne zasahuje aj do podmienok plnenia menovopolitických cieľov NBS v oblasti tempa rastu M2, vzhľadom na "samogenerujúci" mechanizmus tvorby dodatočných peňažných zdrojov (úrokových výnosov), ktoré rozširujú celkovú peňažnú zásobu M2.

Táto štúdia predkladá analýzu vývoja vnútornej štruktúry peňažnej zásoby na Slovensku v rokoch 1993-1997 s dôrazom na vývoj v roku 1997. Jeho cieľom nie je obsiahnuť príčiny a súvislosti², ktoré viedli k dramatickým zmenám na peňažnom trhu SR a vyústili do podstatnej reštrukturalizácie úložiek v rámci celkovej peňažnej

² V stručnom zhrnutí možno konštatovať, že tendencia k rastu úrokových sadzieb na peňažnom trhu SR v roku 1997 bola vyvolaná predovšetkým vysokým dopytom verejného sektora po finančných zdrojoch. Dodatočným vplyvom, pôsobiacim prorastovo na cenu peňazí, bol májový útok zahraničných investorov na kurz slovenskej koruny, ktorý možno považovať za súčasť, resp. odraz nestability medzinárodných finančných trhov po udalostiach v juhovýchodnej Ázii a Českej republike, ale aj ako dôsledok nepriaznivého vývoja ukazovateľov vonkajšej ekonomickej rovnováhy v samotnej SR. Deficit bežného účtu platobnej bilancie, od roku 1996 značne prevyšujúci štandardnú mieru bezpečnosti na úrovni 5 % HDP, pretrvávajúci fiskálny deficit, zvyšujúca sa zahraničná zadlženosť Slovenska a rastúce devalvačné očakávania vytvorili komplex signálov o zhoršujúcich sa podmienkach stability slovenskej meny, ktoré vytvorili vhodné prostredie pre špekulácie okolo jej výmenného kurzu. Prudký vzostup úrokových sadzieb možno v tejto súvislosti považovať za cenu udržania režimu fixného výmenného kurzu. Extrémne hodnoty, prekračujúce 100 %, mali iba krátkodobé trvanie, po celý rok sa však úrokové sadzby vyznačovali vysokou volatilitou, čo viedlo aj k dočasnému zastaveniu kótovania oficiálnych sadzieb BRIBOR. Udržiavanie úrokových sadzieb na vysokej úrovni má však aj svoje systémové, resp. dlhodobejšie príčiny, obsiahnuté v pretrvávajúcom vysokom podiele rizikových úverov na úverových aktivitách obchodných bánk. To pravda, súvisí s celkovou situáciou v podnikovej sfére a s neuspokojujúcou úrovňou fungovania mechanizmov, ktoré by mali čistiť trhy.

zásoby M2. Zámerom materiálu je poukázať na hĺbku a rozsah tejto zmeny, ktorá značne relativizuje formálne predpoklady, na základe ktorých sa hodnotia štruktúrne charakteristiky peňažnej zásoby M2.

Analýza je uskutočnená na báze údajov menových prehľadov a bankovej štatistiky NBS za príslušné obdobie. Predložená štúdia bola prerokovaná v Direktóriu NBS ako súčasť obsiahlejšieho materiálu "Peňažná zásoba v SR" v máji 1998.

1. Peňažná zásoba v interakcii ponuky peňazí a dopytu po peniazoch

V kvantitatívnych a kvalitatívnych charakteristikách peňažnej zásoby sú obsiahnuté predovšetkým impulzy dopytu po peniazoch, resp. rozličné motivácie držby peňažných zostatkov ekonomickými subjektmi, ktoré sa premietajú v rozložení ich peňažných aktív na obeživo a rozličné formy vkladov. Vývoj štruktúry peňažnej zásoby v čase zároveň odzrkadľuje efekty zámerov centrálnej banky pri usmerňovaní ponuky peňazí zodpovedajúco podmienkam menovej rovnováhy. Z tohto pohľadu ide o úverovú politiku obchodných bánk (t.j. o ponuku peňazí súkromnému sektoru) realizovanú v rámci ich celkovej stratégie riadenia aktív a pasív, ktorá spätne ovplyvňuje vývoj celkovej peňažnej zásoby a jej sektorovú štruktúru.

Význam agregátu peňažnej zásoby je daný jeho centrálnym postavením v schéme peňažnej transmisie, v ktorej spája peňažný okruh (menová báza \rightarrow peňažný multiplikátor \rightarrow peňažná zásoba) s reálnym okruhom (peňažná zásoba \rightarrow rýchlosť obehu peňazí \rightarrow nominálny output³). Úspešnosť menovej politiky založenej na menovom programovaní (teoreticky podloženom monetaristickým predpokladom o neutralite peňazí a kvantitatívnou rovnicou peňazí), potom závisí od miery stability (konštantnosti, resp. predikovateľnosti) peňažného multiplikátora a rýchlosti obehu peňazí. Pri dostatočnej miere stability (resp. poznaní vývojového trendu) týchto dvoch veličín centrálna banka môže reguláciou najužšieho peňažného agregátu (menovej bázy) ovplyvňovať celkovú ponuku peňazí v ekonomike, a následne aj mieru inflácie (pri danom tempe rastu reálneho outputu).

Táto optika - okrem prísnych predpokladov týkajúcich sa stability mechanizmu peňažnej transmisie, ale aj vhodne zvoleného agregátu celkovej peňažnej zásoby v ekonomike⁴ - obsahuje aj niektoré zjednodušenia, ktoré sa vzťahujú k samotnému agregátu peňažnej zásoby:

- agregát peňažnej zásoby sa považuje za vnútorne homogénny, resp. jeho vnútorná štruktúra (obeživo, neterminované a terminované vklady, vklady v cudzej mene) je z hľadiska regulačných zámerov centrálnej banky akoby irelevantná;

³ Resp.cenová hladina x reálny ouput.

⁴ Veľkosť sledovaného peňažného agregátu by mala optimálne vyhovovať tak potrebe relevantného vymedzenia množstva peňazí v ekonomike, ako aj jeho regulovateľnosti zo strany centrálnej banky.

- zo súhrnného agregátu nemožno vyčítať, ako sa na jeho formovaní podieľa peňažné správanie ekonomických subjektov - obyvateľstva a podnikov, ktoré rozhodujú o umiestnení svojich peňažných zostatkov do jednotlivých zložiek peňažných aktív;
- napokon súhrnný agregát neumožňuje postihnúť ani postupy obchodných bánk, ktoré o reálnej ponuke peňazí, vyjadrenej riadením úverových aktivít, rozhodujú ako podnikateľské subjekty orientované na maximalizáciu zisku v rámci regulatívnych obmedzení centrálnej banky a pravidiel obozretného podnikania stanovených bankovým dohľadom.

Jednou z príčin značnej voľnosti vzťahu medzi tempom rastu peňažnej zásoby a mierou inflácie preto môžu byť interakcie peňažného správania subjektov bankového sektora a sektorov reálnej ekonomiky (obyvateľstva a podnikov), ktoré rovnováhu medzi dopytom po peniazoch a ponukou peňazí posunú do inej polohy (vygenerovanej vývojom úrokových mier) než menovým programom stanovené tempo rastu $M2$.

V rámci teoretického predpokladu o homogénnosti súhrnného peňažného agregátu sa priradujú na danej syntetickej úrovni všetkým jeho zložkám rovnaké vlastnosti: potom ani v peňažnej zásobe $M2$ niet formálne rozdiel medzi vlastnosťami obeživa, neterminovaných a terminovaných vkladov a vkladov v cudzej mene. Tým sa stiera rozdiel medzi váhovým rozložením transakčnej a úsporovej funkcie zložiek tohto agregátu. Výsledkom je, že pozornosti uniká rozdielna citlivosť jednotlivých druhov peňažných aktív na úrokové miery, ktorých vývoj môže byť významným zdrojom ich volatility a zhoršenia ich prognostických vlastností.

Vo vyspelých trhových ekonomikách významným faktorom zhoršenia vypovedacej schopnosti širokých agregátov peňažnej zásoby boli finančné inovácie, ktoré značne zrelativizovali funkčný význam jednotlivých druhov peňažných aktív a umožnili ich alternatívne využívanie na transakčné a úsporové účely. Reakciou teoretických kruhov bola jednak renesancia analyticko-prognostických prác uprednostňujúcich užšie - vnútorne homogénnejšie - peňažné agregáty, jednak rozširovanie alternatívnych spôsobov merania peňažnej zásoby, využívajúcich najmä metódu indexov.⁵ Zároveň sa začala venovať väčšia pozornosť aj sektorovým analýzám dopytu po peniazoch, umožňujúcim hlbšie preniknúť do motivácií peňažného správania obyvateľstva a podnikateľského sektora.

Zmena podmienok na peňažnom trhu SR v roku 1997, keď sa prudko zvýšili úrokové miery najmä z veľmi krátkodobých terminovaných vkladov mala v istom zmysle

⁵ Azda najrozšírenejšou indexovou metódou sú tzv. Divisiove indexy, vychádzajúce z kvantifikácií transakčného dopytu po peniazoch pomocou váženia "transakčných služieb" jednotlivých zložiek aktív v rámci daného peňažného agregátu. Ako alternatívna miera peňažnej zásoby s uplatnením aj na sektorové analýzy dopytu po peniazoch sa využívajú najmä vo Veľkej Británii. [FISHER, P. - HUDSON, S. - PRADHAN, M.: Divisia Measures of Money, Bank of England Quarterly Bulletin, máj 1995, s.240-255.] Objavili sa však aj pokusy o využitie Divisiovej metódy na nadnárodnej úrovni s cieľom identifikovať dopyt po peniazoch a peňažnú zásobu v rámci Európskej únie. [WESCHE, K.: The Demand for Divisia Money in a Core European Union. Federal Reserve Bank of St. Louis, Rewiew, september-október 1997, s. 51-60.]

implikácie, analogické s dopadom finančných inovácií na vypovedaciu schopnosť agregátneho ukazovateľa peňažnej zásoby.

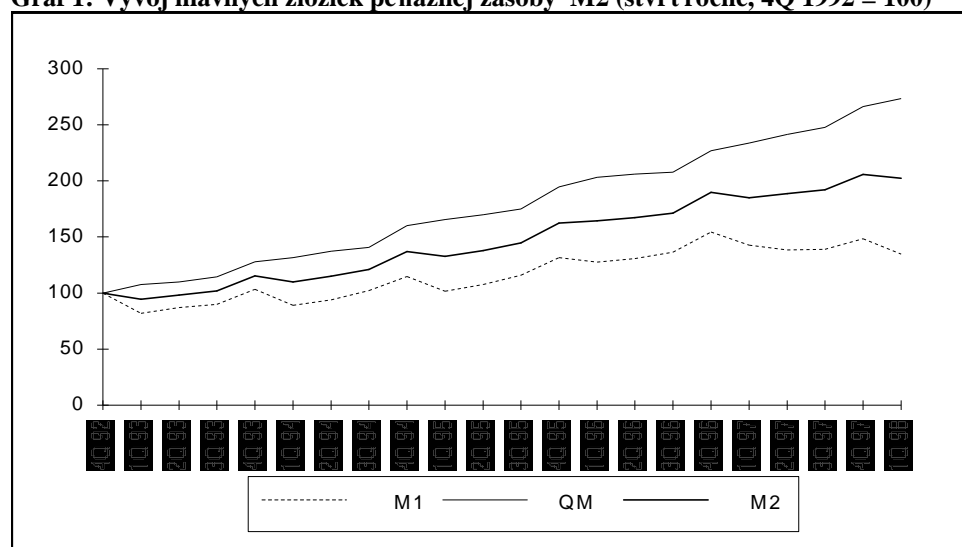
Identifikácia vývoja vnútornej štruktúry oficiálneho agregátu peňažnej zásoby si preto zasluhuje pozornosť aj v podmienkach Slovenska. Ak tentoraz nebudeme uvažovať o nedokonalostiach v mechanizme peňažnej transmisie a agregát M2 budeme považovať za relevantný obraz celkovej peňažnej zásoby v ekonomike SR, vzniká otázka, ako sa formovala kvalita (resp. charakteristiky stability) peňažnej zásoby M2 mimo rámca priamej pôsobnosti regulačných postupov NBS. Osobitnú pozornosť venujeme dopadu turbulencií a rastu úrokových mier na peňažnom trhu SR v roku 1997, na ktoré banky reagovali výrazným zvýšením komerčných úrokových sadzieb. Analýzu predkladáme v dvoch rovinách:

- podľa časovej viazanosti jednotlivých zložiek M2 (M1, kvázipeniaze) s dôrazom na vývoj časovej štruktúry terminovaných vkladov, čo umožňuje identifikáciu kvality peňažnej zásoby dôležitej pre rozvoj úverových aktivít obchodných bánk;
- podľa sektorového (obyvateľstvo, podniky) pôvodu zložiek M2, čo umožňuje odhadovať mieru stability vývoja peňažnej zásoby v čase; tento pohľad napokon determinuje aj kvalitatívnu štruktúru M2 v rozklade na jej subagregáty.

2. Všeobecná charakteristika vývoja peňažnej zásoby M2

Základný trend vývoja peňažnej zásoby M2 na Slovensku v rokoch 1993-1997 ukazuje Graf 1: určujúcou zložkou rastu M2 boli kvázipeniaze (QM). Výsledkom rastu QM za celé sledované obdobie (index 266) a rastu M1 (index 148) bol nárast M2 s indexom 206, čo znamená, že zhruba dvojnásobný nárast celkovej peňažnej zásoby M2 bol spôsobený 2,5-násobným zvýšením objemu kvázipeňazí, zatiaľ čo objem zložky M1 sa nezvýšil ani o polovicu. To viedlo aj k zmene štruktúry M2, v ktorej sa výrazne (o 14 bodov) posilnila zložka kvázipeňazí (Tabuľka 1 ; od 1993 stavy ku koncu jednotlivých rokov).

Graf 1: Vývoj hlavných zložiek peňažnej zásoby M2 (štvrt'ročne, 4Q 1992 = 100)



Ukazovateľ likvidity (M1/M2) ako štandardná miera pohotovej likvidity v ekonomike na celkovej ponuke peňazí mal permanentne klesajúcu tendenciu: z 0,51 k 1.1.1993 sa znížil na 0,37 ku koncu roka 1997.⁶ *Miera "dolarizácie"* (podiel vkladov v cudzej mene na M2, *CM/M2*) si zachovávala relatívne stabilnú úroveň okolo 10 %.

Rozhodujúci vplyv na zmeny štruktúry M2 mal pohyb podielov neterminovaných a terminovaných vkladov; podiel obeživa a vkladov v cudzej mene na M2 zostával dosť stabilný na úrovni 10-11 %. K nárastu váhy terminovaných vkladov na M2 takmer o 10 bodov - zo 43,4 % (k 1.1.1993) na 53,0 % (k 31.12. 1997) došlo na úkor váhy neterminovaných vkladov (z 36,2 % na 25,9 %). Zároveň sa zmenili podiely obeživa a vkladov v cudzej mene na príslušných subagregátoch M2: podiel obeživa na M1 sa mierne zvýšil z 28,6 % na 29,3 %, zatiaľ čo podiel vkladov v cudzej mene na QM mal výraznejší nárast z 11,9 % na 16,4 %.⁷

Tabuľka 1: Štruktúra peňažnej zásoby M2

	1.1.1993		1993		1994		1995		1996		1997	
	mld.Sk	% ¹	mld.Sk	%	mld.Sk	%	mld.Sk	%	mld.Sk	%	mld.Sk	%
Obeživo	30,9	14,5	25,1	9,9	34,1	11,3	34,5	9,7	43,5	10,4	48,7	10,7
Neterminované vklady	77,3	36,2	91,2	36,0	95,2	31,6	113,9	31,9	130,4	31,3	117,4	25,9
M1	108,2	50,7	116,3	45,9	129,3	43,0	148,4	41,6	173,9	41,7	166,1	36,6
Terminované vklady	92,8	43,4	108,4	42,8	133,1	44,2	169,0	47,3	201,2	48,3	240,4	53,0
Vklady v cudzej mene ²	12,6	5,9	28,5	11,3	38,4	12,8	39,7	11,1	41,8	10,0	47,0	10,4
<i>Kvázipeňiaze</i>	<i>105,4</i>	<i>49,3</i>	<i>136,9</i>	<i>54,1</i>	<i>171,5</i>	<i>57,0</i>	<i>208,7</i>	<i>58,4</i>	<i>243,0</i>	<i>58,3</i>	<i>287,4</i>	<i>63,4</i>
M2	213,6	100,0	253,2	100,0	300,8	100,0	357,1	100,0	416,9	100,0	453,5	100,0
Ukazovateľ likvidity M1/M2	0,51		0,46		0,43		0,42		0,42		0,37	
Miera dolarizácie CM/M2	0,06		0,11		0,13		0,11		0,10		0,10	

⁶ Touto úrovňou sa rádovo pohyboval na úrovni blízkej krajinám Európskej únie. Z hľadiska kvality charakteristík peňažného obehu v SR však takéto porovnanie nie je veľmi prínosné. V porovnaní v rámci transformujúcich sa stredoeurópskych krajín však jestvuje zjavná nepriamoúmerná korelácia medzi veľkosťou ukazovateľa likvidity a mierou dolarizácie ekonomiky, vysvetliteľná mierou stability domáceho menového prostredia.

⁷ Z hľadiska miery "dolarizácie" slovenskej ekonomiky toto zvýšenie nie je ukazovateľom nejakého akútneho nebezpečenstva. Išlo skôr o vyrovnanie veľmi nízkej východiskovej úrovne vkladov v cudzej mene v celkovej peňažnej zásobe. V Českej republike sa tento ukazovateľ pohybuje na úrovni okolo 0,08. Naopak v krajinách, ktoré sa už v predtransformačnom období vyznačovali vyššou nestabilitou menového prostredia a liberálnejším devízovým hospodárstvom (Poľsko, Maďarsko, Slovinsko) je jeho úroveň dvoj- až trojnásobne vyššia.

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

Tabuľka 2: Podiel korunových terminovaných vkladov a vkladov v cudzej mene na agregáte kvázipeňazí (v %)

	1.1.1993	1993	1994	1995	1996	1997
Terminované vklady	88,1	79,2	77,6	81,0	82,8	83,6
vklady v cudzej mene ¹	11,9	20,8	22,4	19,0	17,2	16,4
kvázipeňazie	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

¹ V bežnom kurze.

Na raste agregátu kvázipeňazí, ktorý v základnom definičnom určení obsahuje súhrn peňažných zostatkov vytváraných predovšetkým za účelom rozličných motívov sporenia sa teda podieľali obe jeho zložky - korunové terminované vklady aj vklady v cudzej mene. Na vývoj ich vzájomného pomeru (Tabuľka 2) pôsobila jednak miera stability menového prostredia, jednak úrokový diferenciál medzi korunovými a devízovými vkladmi. Medziročné poklesy podielu korunových terminovaných vkladov v rokoch 1993-1994 odzrkadľujú vyššiu mieru nestability menového prostredia prvých dvoch rokov samostatnej existencie SR, keď sa iba postupne utlmovali inflačné očakávania po devalvácii SKK z roku 1993 a obavy z ďalšieho znehodnotenia korunových úspor. V nasledujúcich rokoch zjavne prevládol záujem o zhodnocovanie úspor úrokovými výnosmi, ktoré sú u korunových vkladov neporovnateľne vyššie než u vkladov v cudzej mene.

Na tejto základnej úrovni dezagregácie by sa dal doterajší vývoj peňažnej zásoby M2 interpretovať pozitívne - ako výraz rastúcej dôvery ekonomických subjektov v stabilitu meny a klesajúceho významu inflačných očakávaní. Peňažné správanie by teda malo byť charakterizované rastúcim významom motívu sporivosti (vrátane opatrnostného motívu) a poklesom transakčného motívu držby peňažných zostatkov.

3. Analýza terminovaných vkladov podľa časového rozlíšenia

Na ďalšom stupni dezagregácie sa dostávame k hlbšiemu pohľadu do štruktúry terminovaných vkladov. Je to veľmi nehomogénny agregát, sústredujúci peňažné úložky so značne odlišnými charakteristikami: od veľmi krátkodobých vkladov s výpovednou lehotou do 7 dní, resp. niekoľkých týždňov až mesiacov, ktoré v podstate bez problémov môžu plniť transakčnú funkciu, až po dlhodobé vklady na 5 a viac rokov, ktoré takmer plnohodnotne plnia funkciu úsporových vkladov.

Tabuľka 3: Vývoj časového rozlíšenia terminovaných vkladov a priemerných úrokových mier

	1993		1994		1995		1996		1997	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)

Terminované vklady spolu, z toho:	100,0	14, 30	100,0	13,89	100,0	10,85	100,0	8,63	100,0	11,62
krátkodobé	49,4	13,63	53,8	13,39	50,6	10,08	51,1	8,88	56,9	13,39
strednodobé	43,8	14,72	40,1	14,46	37,9	12,85	36,9	10,56	29,8	11,42
dlhodobé	4,2	16,51	6,0	14,48	11,5	7,67	12,0	4,85	13,3	4,51
Korunové vklady spolu, z toho:	100,0		100,0		100,0		100,0		100,0	
neterminované	47,5		42,9		43,1		43,6		36,1	
terminované	52,5		57,1		56,9		56,4		63,9	
neterminované +krátkodobé terminované	73,5		73,6		71,9		72,4		72,4	

(1) V % na korunových terminovaných vkladoch spolu; (2) priemerná úroková miera za december; Prameň: Výročné správy NBS 1993-1996; Situačná správa o menovom vývoji v SR za január 1998; vlastné počty.

Z hornej polovice Tabuľky 3⁸ vidno, ako sa formovala štruktúra tohto agregátu podľa hlavných troch skupín časového rozlíšenia. Pri permanentnom znižovaní podielu strednodobých vkladov na celkových terminovaných vkladoch (s celkovým poklesom o 20 percentných bodov na 29,8 % ku koncu roka 1997) trvale rástol podiel dlhodobých vkladov a od roku 1995 aj podiel krátkodobých vkladov. Motivácie držby dlhodobých vkladov, v ktorých prevládajú vklady stavebného sporenia, sa neviažu na výšku úrokovej miery. Presuny medzi strednodobými a krátkodobými vkladmi sú však celkom dobre vysvetliteľné úrovňou príslušných úrokových mier: do roku 1996 rozdiel medzi úrokovými mierami z týchto dvoch skupín vkladov nebol zrejme dostatočne atraktívny na to, aby potlačil výhodu väčšej likvidnosti krátkodobých vkladov; v roku 1997 úrokový výnos z krátkodobých vkladov dosiahol absolútne najvyššiu hodnotu.

Dolná polovica tabuľky potvrdzuje významnosť zmeny, ktorá sa udiala v štruktúre peňažnej zásoby vďaka výraznému zvýšeniu podielu korunových terminovaných vkladov (resp. zníženiu podielu neterminovaných vkladov) na M2.

Posledný riadok tabuľky však núti podstatne si poopraviť predstavu o významnosti tejto zmeny pre kvalitu peňažnej zásoby M2 v zmysle zvýšenia podielu stabilnejších, resp. dlhodobějších úložiek. Údaje sú možno až prekvapujúce, pretože zisťujeme, že za celé sledované obdobie sa podiel reálne krátkodobej zložky (neterminovaných a krátkodobých terminovaných vkladov) na celkových korunových vkladoch menil iba minimálne a trvale sa udržoval na úrovni prevyšujúcej 70 %. Výrazné zvýšenie podielu terminovaných vkladov na celkových korunových vkladoch (resp. na M2)

⁸ Výpočty vychádzajú z údajov bankovej štatistiky o celkových vkladoch. Podielové hodnoty preto nekorešponujú dokonale s hodnotami, ktoré by sme získali z menového prehľadu, sledujúceho iba vklady obyvateľstva a podnikov (a poisťovní). Rozdiel v trende podielu neterminovaných (terminovaných) vkladov na celkových korunových vkladoch predstavoval 1-2%-né body viac (menej) než podľa údajov menového prehľadu. To znamená, že subjekty mimo súkromného sektora (t.j. najmä vládny sektor a neziskové organizácie) preferovali vyššie držby peňažných zostatkov vo forme rýchlolikvidných neterminovaných vkladov než podniky a obyvateľstvo. Je to dané charakterom ich prevádzkových potrieb.

teda neznamenalo skvalitnenie časovej štruktúry vkladov (resp. peňažnej zásoby M2) ako primárnych zdrojov pre úverové aktivity bánk.

Z údajov v dolnej polovici Tabuľky 3 rozšírených o údaje z Tabuľky 4 zároveň získame aj čiastkovú informáciu o motívoch peňažného správania ekonomických subjektov. Pri v podstate rovnako hodnotnom uspokojovaní transakčného motívu držby peňazí pomocou neterminovaných a krátkodobých terminovaných vkladov, k podstatnej zmene došlo vnútri štruktúry takto skonštruovaného agregátu.

Tabuľka 4: Krátkodobé vklady spolu

	mld. Sk					
	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Neterminované + krátkodobé terminované vklady	135,7	153,6	179,2	226,3	261,1	281,7
Neterminované	94,8	99,4	104,4	135,7	153,4	140,5
Krátkodobé terminované	40,9	54,2	74,8	90,6	107,7	141,2
Podiel krátkodobých terminovaných na celkových krátkodobých (v %)	30,1	35,3	41,7	40,0	41,2	50,1

Východiskovú situáciu k 1.1.1993 predstavoval pomer zhruba 70: 30 v prospech neterminovaných vkladov, ku koncu roka 1997 sa podiel oboch zložiek na celkových krátkodobých úložkách vyrovnal na 50:50. K najväčšiemu posunu - takmer o 9 bodov - pritom došlo v priebehu roka 1997. To znamená, že celá polovica objemu krátkodobých úložiek - osobitne krátkodobé terminované vklady - umožňovala v rastúcej miere realizovať aj iný než čisto transakčný motív držby peňazí, Môžeme ho nazvať špekulačným motívom, uspokojovaným zaujímavým úrokovým výnosom. Tabuľka 5 ukazuje vývoj podielov vybraných skupín krátkodobých terminovaných vkladov na ich celkovom objeme v roku 1997, kedy rast úrokových mier a následná reštrukturalizácia úložiek mali najdynamickejší priebeh.⁹

Aj z tohto prehľadu vidno, že vysoké úrokové miery výrazne priťahovali úložky s veľmi krátkou časovou viazanosťou - spoločný podiel vkladov do 7 dní a do 1 mesiaca na krátkodobých terminovaných vkladoch sa medziročne zvýšil z 18 % na 41 %, zatiaľ čo podiel vkladov s viazanosťou do 1 roka (pri ktorých aj úroková miera zaznamenala najmenšiu dynamiku) poklesol pod polovicu na celkovom objeme týchto vkladov, pričom sa absolútne znížil aj ich objem. K veľmi silnému poklesu (o 5,6 mld. Sk) vkladov do 1 roka došlo potom v prvom štvrtroku 1998, čo spôsobilo dramatický pokles ich podielu (takmer o 10 bodov) na celkovom objeme krátkodobých terminovaných vkladov.¹⁰

⁹Tabuľka neobsahuje vklady do 6 a do 9 mesiacov, ktorých vývoj nezaznamenal podstatnejšie zmeny. Pre vkladateľov ako najmenej atraktívne úložky sa javia vklady do 9 mesiacov, ktoré trvale vykazovali najnižší podiel na celkových terminovaných vkladoch (pod 2 % s tendenciou k poklesu), a to aj napriek veľmi výraznému rastu priemernej úrokovej miery z týchto vkladov (na 16,78 % v decembri 1997).

¹⁰Naproti tomu v rovnakom období (1Q 1998) výrazne vzrástol objem úložiek do 6 mesiacov, a tým ich podiel na krátkodobých terminovaných vkladoch v marci 1998 dosiahol 9 % (oproti 4,8 % v decembri 1997).

Tabuľka 5: Vývoj štruktúry krátkodobých terminovaných vkladov* a priemerných úrokových mier

	do 7 dní		do 1 mesiaca		do 3 mesiacov		do 1 roka	
	podiel	úroková miera	podiel	úroková miera	podiel	úroková miera	podiel	úroková miera
Dec. 1996	0,84	9,51	17,17	8,87	10,36	8,89	62,69	8,91
Mar. 1997	3,85	14,74	17,38	10,71	7,64	8,85	58,80	9,96
Jún 1997	6,88	14,76	16,86	12,27	6,84	11,37	57,14	10,11
Sep. 1997	7,90	20,43	24,45	15,45	6,95	13,30	52,30	10,49
Dec. 1997	6,16	17,10	34,79	16,25	7,88	15,04	46,03	10,51
Mar. 98	9,56	15,47	32,84	18,00	11,81	18,68	36,40	10,73

* Podiely na krátkodobých terminovaných vkladoch v %

Pre ilustráciu uvádzame v Prílohe grafické príklady vývoja krátkodobých terminovaných vkladov s najkratšou dobou viazanosti a relevantných priemerných úrokových mier za obdobie 1996-Q1 1998. Najpresvedčivejšiu väzbu medzi rastom úrokovej miery a objemom vkladov vykazovali vklady do 1 mesiaca; z povahy vkladov do 7 dní vyplýva väčšia voľnosť tejto väzby. U vkladov do 3 a do 6 mesiacov vidno v druhej polovici roka 1997 tendenciu k presunu týchto úložiek v prospech krátkodobějších vkladov, vysvetliteľnú nižším úrokovým výnosom na dlhšiu dobu viazanosti. S výraznejším zvýšením úrokových mier z týchto dvoch skupín vkladov od začiatku roka 1998 však došlo k prudkému nárastu ich objemov pri pokračujúcom raste vkladov do 7 dní a do 1 mesiaca.

4. Vyhodnotenie zmien v peňažnom správaní ekonomických subjektov na štruktúru peňažnej zásoby M2

Zo získaných informácií možno zostaviť schému motivácií ekonomických subjektov pre držbu peňažných zostatkov (Tabuľka 6). Celkovú peňažnú zásobu M2 sme rozdelili do troch skupín - na peniaze uspokojujúce (a) transakčný dopyt (obeživo + neterminované vklady), (b) špekulačný dopyt (krátkodobé terminované vklady do 7 dní až do 9 mesiacov) a (c) úsporový, resp. opatrnostný motív (krátkodobé terminované vklady do 1 roka + strednodobé a dlhodobé terminované vklady + vklady v cudzej mene).

V priebehu roka 1997 sa podiel špekulačného dopytu na M2 zvýšil o 7 bodov a iba v priebehu troch mesiacov roka 1998 o ďalších 6 bodov na výsledných 22,4 %. Tento nárast sa odzrkadlil v znižovaní podielov nielen transakčných peňazí (obeživa a neterminovaných vkladov), ale aj úsporovej zložky vkladov.

Tabuľka 6: Motivačné zameranie držby peňažných zostatkov (v % na celkovom objeme peňažnej zásoby M2)

	Transakčná zložka	Špekulačná zložka	Úsporová (opatrnostná) zložka
December 1996	40,8	9,4	49,8

Jún 1997	36,0	13,2	51,3
December 1997	36,0	16,5	47,5
Marec 1998	32,8	22,4	44,8

Vysoké úrokové výnosy z veľmi krátkodobých vkladov sú v prvom priblížení výsledkom riadenia úverových aktivít obchodných bánk v súčasných podmienkach slovenského peňažného trhu. Odzrkadľujú však aj neprimerane rizikovú situáciu v bankovom sektore vzhľadom na pretrvávajúci vysoký podiel nedobytných pohľadávok, a teda sú aj dôsledkom situácie v podnikovej sfére.

Z pohľadu NBS je to komplikovaná situácia, pretože ak na jednej strane vývoj trhových úrokových mier má prevažne autonómny charakter, vysoké objemy priebežne vyplácaných úrokov - ktoré sa buď rozplynú v spotrebe alebo ponechané na účtoch priamo generujú ďalšie zdroje v rámci schémy zloženého úročenia - sa môžu stať dodatočným zdrojom rastu peňažnej zásoby, a tým aj faktorom pôsobiacim proti menovopolitickým zámerom v oblasti regulovania dynamiky jej rastu. Prudký nárast sledovanej skupiny krátkodobých vkladov (7 dní až do 9 mesiacov) v prvom štvrtroku 1998, z ktorých sa priemerný úrokový výnos v súčasnosti pohybuje na úrovni okolo 17 %, je značne znepokojujúcim - hoci z pohľadu profitujúcich ekonomických subjektov čisto racionálnym - javom.¹¹

5. Sektorová štruktúra vkladov a jej vplyv na vývojovú dynamiku M2

V rámci M2 možno identifikovať špecifické charakteristiky v držbe peňazí podľa hlavných sektorov, podieľajúcich sa na tvorbe peňažnej zásoby v ekonomike SR - t.j. sektora obyvateľstva a podnikov.¹² Na analýzu sektorovej štruktúry vkladov je dostatočné množstvo údajov bankovej štatistiky, podiel oboch sektorov na obežive sa predpokladá v pomere 70 % v držbe obyvateľstva, 30 % v držbe podnikov. Ku koncu roka 1997 tak podiel obyvateľstva na tvorbe celkovej peňažnej zásoby M2 predstavoval 66,7 % a podiel podnikového sektora (vrátane poisťovní) 33,3 %. Ak z ďalšieho rozboru vylúčime obeživo¹³, podiel obyvateľstva na celkovom úhrne vkladov (súčtu neterminovaných a terminovaných vkladov a vkladov v cudzej mene)

¹¹V celoročnom priemete aj za (dost' nereálneho) predpokladu nezmeneného stavu týchto vkladov sa tu jedná o objemy, ktoré rádovo môžu konkurovať prírastkom úverov do súkromného sektora.

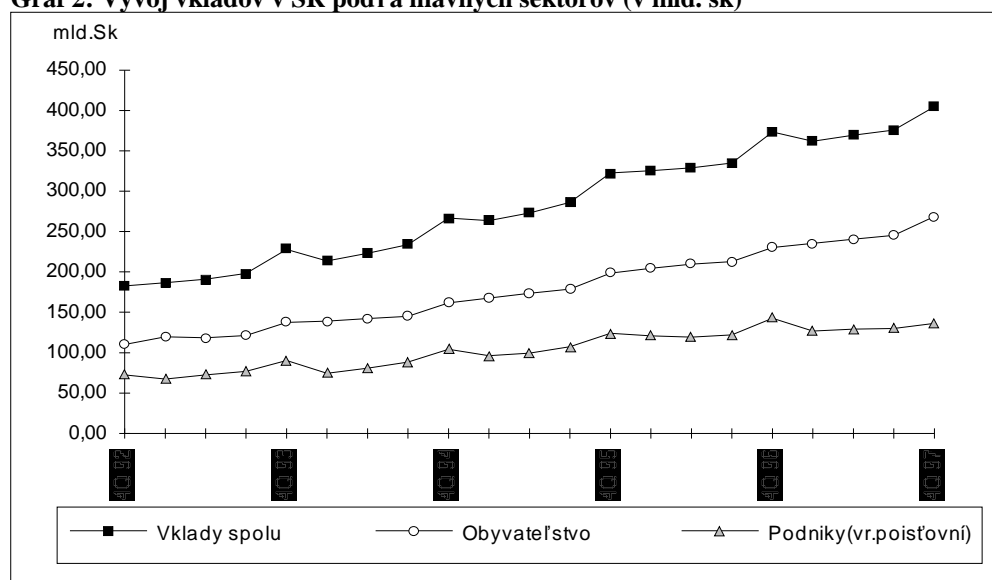
¹² V rámci podnikového sektora sledujeme v tejto analýze aj vklady poisťovní, ktorých samostatný rozbor by pri ich relatívne nízkych úrovniach zatiaľ nemal významnejší interpretačný význam.

¹³Hodnotenie vývoja obeživa v SR z hľadiska identifikácie spotrebných (výdavkových) zvyklostí našich ekonomických subjektov by zatiaľ neprinieslo významnejšie zistenia, pretože vývoj tohto najužšieho peňažného agregátu bol zasiahnutý viacerými šokovými vplyvmi nepeňažného (administratívneho) charakteru: v roku 1993 to boli efekty rozdelenia bývalej ČSFR a spoločnej meny, delenia federálneho obeživa, jeho kolkovania a postupnej výmeny za nové slovenské bankovky, čo spôsobovalo nárazové poklesy obeživa, sprevádzajúce výkon jednotlivých krokov zavádzania samostatnej slovenskej meny. Ďalším výrazným zásahom bolo administratívne odpísanie obeživa v objeme 6 mld. Sk k ultimu roka 1994 (17,6 % z objemu obeživa k uvedenému dátumu), ktoré možno tiež pripísať doriešovaniu nepresností vzniknutých z delenia federálneho obeživa podľa prijatého princípu 2:1.

ku koncu roka 1997 predstavoval 66,4 %, podiel podnikateľského sektora 33,6 % (z toho bolo 29,2 % vkladov podnikov 4,4 % vkladov poisťovní).

Je zrejme, že dvojtretinový podiel obyvateľstva¹⁴ na peňažnej zásobe M2 nevyhnutne dáva tomuto sektoru aj určujúcu funkciu nielen na tvorbe objemov M2, ale aj na charakteristikách vývoje dynamiky tohto agregátu. Už z agregovaných údajov Grafu 2 vidno, že vývoj vkladov v oboch sektoroch je značne odlišný. Vklady obyvateľstva majú relatívne rovnomernú tendenciu k rastu. Rast vkladov v podnikovom sektore bol nerovnomernejší, so zreteľnými medziobdobiami absolútnych poklesov.

Graf 2: Vývoj vkladov v SR podľa hlavných sektorov (v mld. sk)

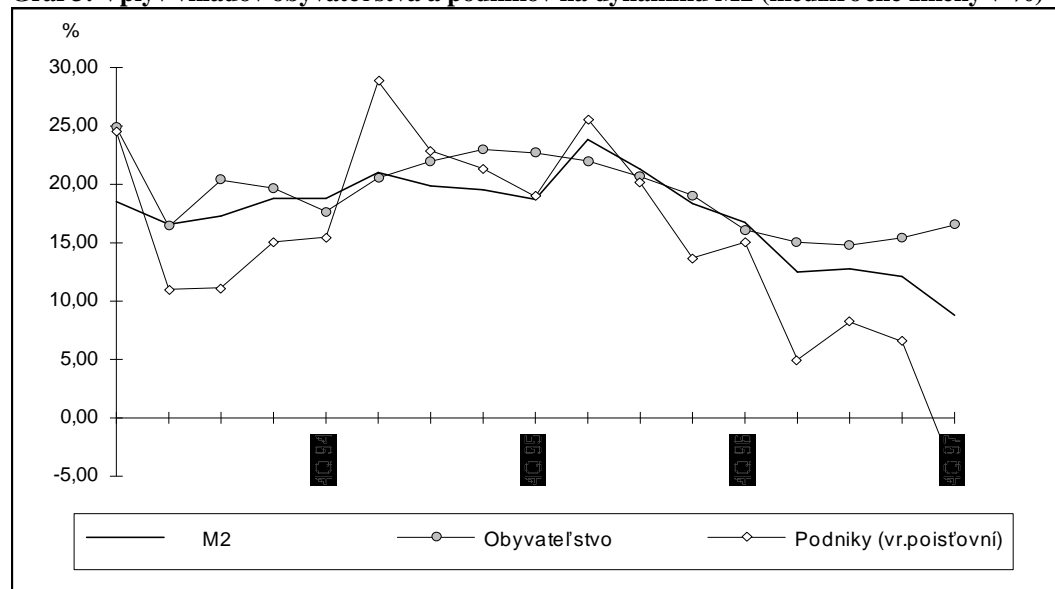


Váhy sektorových charakteristík vývoja vkladov potom zreteľne ovplyvňujú dynamiku peňažnej zásoby M2. Určujúci vplyv na trendové pohyby M2 majú vklady obyvateľstva, krátkodobé fluktuácie M2 ovplyvňuje najmä podnikový sektor. Súhrnný vplyv zmien v dynamike rastu vkladov podnikov a obyvateľstva na dynamiku M2 ukazuje Graf 3. Pozoruhodný vývoj, odporujúci záveru o určujúcej trendovej funkcii vkladov obyvateľstva na vývoj M2, nastal v druhej polovici roka 1997: v dôsledku výrazného poklesu tempa rastu vkladov v podnikovej sfére, ústiaceho do ich absolútneho úbytku, sa dynamika rastu M2 odklonila od rastového trendu vkladov obyvateľstva a nadobudla klesajúci trend.

Podobne ako vo vývoji celkových vkladov, aj charakter vývoja troch hlavných foriem vkladov - neterminovaných, terminovaných a vkladov v cudzej mene - je závislý predovšetkým od vývoja vkladov toho sektora, ktorý má určujúci podiel na každej skupine vkladov. Z Tabuľky 7 je zrejme, že sektor obyvateľstva má určujúci vplyv na vývoj terminovaných vkladov a vkladov v cudzej mene; podniky zase primárne ovplyvňujú vývoj neterminovaných vkladov.

¹⁴ Tento podiel zodpovedá štandardnému rozdeleniu sektorovej držby peňažných aktív v rámci definícií agregátu širokých peňazí vo vyspelých ekonomikách. Na Slovensku bol v sledovanom období relatívne stabilný s výhradou, že v rokoch 1993-1996 bol o niečo nižší, nikdy však podiel obyvateľstva neklesol pod 60 %.

Graf 3: Vplyv vkladov obyvateľstva a podnikov na dynamiku M2 (medziročné zmeny v %)



Tabuľka 7: Podiely obyvateľstva a podnikov na tvorbe hlavných foriem vkladov (v %)

	Neterminované		Terminované		V cudzej mene	
	Obyvateľstvo	Podniky	Obyvateľstvo	Podniky	Obyvateľstvo	Podniky
1992	34,3	65,7	78,6	21,4	84,9	15,1
1993	34,4	65,6	75,8	24,2	84,6	15,4
1994	33,1	66,9	73,6	26,4	84,1	15,9
1995	32,8	67,2	74,4	25,6	89,2	10,8
1996	35,4	64,6	73,8	26,2	85,9	14,1
1997	39,3	60,6	76,2	23,8	84,3	15,7

Prameň: Menové prehľady NBS za príslušné roky

Vývoj samotných podielov vkladov obyvateľstva a podnikov na jednotlivých formách vkladov závisí najmä od toho, ako sa v rámci celkovej dynamiky vkladov každého sektora formovali sektorové preferencie peňažného správania. Podrobnejšia analýza časovej štruktúry vkladov v sektore obyvateľstva a podnikov je potom vlastne kľúčom k identifikácii hlavných momentov, ktoré sa podieľali na formovaní agregovanej štruktúry vkladov na Slovensku a v konečnom dôsledku na hlavných kvalitatívnych charakteristikách peňažnej zásoby M2.

Rozdielnosť sektorových charakteristík vývoja vkladov je daná dvoma faktormi, ktoré spolu, pravda, do značnej miery súvisia. Sú to jednak odlišné motivácie pre držbu peňažných zostatkov obyvateľstvom a podnikmi (rozdielne sektorové funkcie dopytu po peniazoch), jednak odlišné potreby a možnosti prístupu k úverom ako dodatočnému, resp. vonkajšiemu zdroju financovania.¹⁵

¹⁵ Podiel úverov poskytnutých obyvateľstvu na celkových úveroch súkromnému sektoru je minimálny: v posledných troch rokoch sa pohyboval na úrovni okolo 5 % (v roku 1997 to bolo 5,5 %). Rozhodujúcich zhruba 95 % úverov pripadá na podniky.

Motivácie obyvateľstva pre držbu peňažných zostatkov obsahujú tak pomerne silnú transakčnú zložku na uspokojovanie bežných výdavkov, ako aj úsporovú zložku vo funkcii uchovávateľa hodnôt (vrátane opatrnostného účelu), ktorá je zvýraznená našimi súčasnými podmienkami nerozvinutého finančného trhu (nedostatočných možností alternatívneho umiestnenia aktív). Držba peňažných aktív v podnikovom sektore je motivovaná skôr operatívnymi transakčnými účelmi a čiastkovým zabezpečením zámerov vykrývaných v rozhodujúcej miere úverovými zdrojmi.¹⁶ Oba sektory potom primerane situácii na peňažnom trhu využívajú určitý podiel zo svojich vkladov na "špekulačné" účely, realizované v atraktívnych rozdieloch úrokových sadzieb z rozličných typov terminovaných vkladov.

5.1 Vklady obyvateľstva

Z údajov Tabuľky 8 možno v stručnom zhrnutí konštatovať, že v štruktúre vkladov obyvateľstva sa posilnili jej priaznivé kvalitatívne charakteristiky - relatívne stabilný, zhruba dvojtretinový podiel si udržiavali korunové terminované vklady, výrazne, nie však extrémne sa posilnila zložka vkladov v cudzej mene a na druhej strane poklesol podiel neterminovaných vkladov. Ani tu však nemožno iba na základe týchto údajov priamo hovoriť o podstatnejšej redukcii transakčnej zložky peňazí v prospech menej likvidných zložiek.

Tabuľka 8: Štruktúra vkladov obyvateľstva

	Vklady spolu		Neterminované		Terminované		V cudzej mene	
	mld. Sk	%	mld. Sk	%	mld. Sk	%	mld. Sk	%
1992	110,1	100,0	26,5	24,1	72,9	66,2	10,7	9,7
1993	137,5	100,0	31,3	22,8	82,1	59,7	24,1	17,5
1994	161,8	100,0	31,5	19,5	98,0	60,6	32,3	20,0
1995	198,5	100,0	37,4	18,8	125,7	63,3	35,4	17,8
1996	230,5	100,0	46,2	20,0	148,4	64,4	35,9	15,6
1997	268,6	100,0	46,2	17,2	182,8	68,1	39,6	14,7

Prameň: Menový prehľad NBS. Príslušné roky.

Z Tabuľky 9 naopak vidno, že najvyšší podiel na terminovaných vkladoch obyvateľstva si trvale udržiavali krátkodobé vklady (do 1 roka). Tento podiel (okrem východiskového stavu z konca roka 1992) až do roku 1996 iba mierne prevyšoval podiel strednodobých vkladov. V roku 1997 však v dôsledku prudkého nárastu objemu krátkodobých vkladov a absolútneho poklesu strednodobých vkladov sa rozdiel medzi podielmi oboch skupín vkladov rozšíril na 20 bodov v prospech krátkodobých úložiek a za prvé tri mesiace roku 1998 o ďalších 10 bodov. Varovné je, že ak medziročný pokles 1997/1996 strednodobých vkladov predstavoval 1,4 mld. Sk, iba za prvý štvrtrok 1998 sa tieto vklady znížili o 7,5 mld. Sk. To už možno považovať za významnú zmenu v peňažnom správaní obyvateľstva, pokiaľ ide o udržiavanie určitého stabilného objemu "opatrnostnej" peňažnej rezervy.

¹⁶ Motivácie držby peňažných aktív v podnikoch v zásade najlepšie vysvetľuje teória portfólia. Aj v štandardných podmienkach však platí, že peňažné správanie malých podnikov s obmedzenými možnosťami prístupu k úverovým zdrojom a slabou angažovanosťou na kapitálovom trhu má črty podobné skôr správaniu obyvateľstva.

Dlhodobé vklady sa vyznačovali permenentnou tendenciou k rastu s výrazným skokom v roku 1995. To sa prejavilo aj v markantnom zvýšení podielu týchto vkladov na celkových terminovaných vkladoch obyvateľstva (17,4 % ku koncu roka 1997). Treba, pravda, pripomenúť, že bezkonkurenčne rozhodujúci podiel (na úrovni okolo 90 %) tu majú vklady stavebného sporenia.¹⁷

Tabuľka 9: Časová štruktúra korunových terminovaných vkladov obyvateľstva

	Terminované vklady spolu		Krátkodobé		Strednodobé		Dlhodobé	
	mld. Sk	%	mld. Sk	%	mld. Sk	%	mld. Sk	%
1992	73,1	100,0	36,7	50,2	29,9	40,9	6,5	8,9
1993	82,2	100,0	40,2	48,9	35,4	43,1	6,6	8,0
1994	98,2	100,0	46,6	47,5	44,3	45,1	7,3	7,4
1995	126,1	100,0	55,5	44,0	51,9	41,2	18,7	14,8
1996	148,6	100,0	66,1	44,5	58,7	39,5	23,8	16,0
1997	182,7	100,0	93,6	51,2	57,3	31,4	31,7	17,4
1998*	190,7	100,0	108,6	56,9	49,8	26,1	32,3	16,9

* 1. štvrtrok. *Prameň:* Banková štatistika vkladov a úverov NBS; vlastné prepočty.

Ak sa bližšie pozrieme na zmeny, ku ktorým došlo v roku 1997, z Tabuľky 9 vidno, že celý ročný prírastok terminovaných vkladov obyvateľstva sa realizoval čiastočne v dlhodobých, v rozhodujúcej miere však v krátkodobých úložkách pri absolútnom odleve strednodobých vkladov. Informáciu o tom ako obyvateľstvo realizovalo svoje peňažné preferencie v rámci samotnej skupiny krátkodobých vkladov poskytuje Tabuľka 10. Až do roku 1996 rozhodujúci podiel (na úrovni okolo 90 %) tu mali vklady do 1 roka a úložky s kratšou viazanosťou nehrali podstatnejšiu úlohu. V priebehu (najmä druhej polovice) roka 1997 však podiel vkladov do 1 roka prudko poklesol na koncoročných 62 %, čo znamená, že takmer 40 % krátkodobých terminovaných vkladov obyvateľstva sa realizovalo vo veľmi krátkodobých úložkách.

Význam posunu v prospech veľmi krátkodobej zložky vkladov získa ešte na dôraze tým, že najväčší nárast zaznamenali vklady s časovou viazanosťou do 7 dní (s medziročným indexom rastu 1960) a vklady do 1 mesiaca (s indexom rastu 2209) a až s veľkým odstupom nasledovali vklady do 3 mesiacov (index 86). Pri ostatných krátkodobých terminovaných vkladoch obyvateľstva v podstate nedošlo k významnejším medziročným zmenám.

Tabuľka 10: Časová štruktúra krátkodobých terminovaných vkladov obyvateľstva v roku 1997

	Do 7 dní			Do 1 mesiaca			Do 3 mesiacov			Do 6 mesiacov			Do 1 roka		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
Jan.	0,1	0,2	9,56	0,9	1,4	9,31	2,9	4,3	6,56	4,6	6,8	7,29	58,1	87,1	8,61
Mar	0,1	0,2	11,94	1,3	1,9	10,11	3,2	4,7	7,13	4,7	6,9	7,87	58,0	86,1	9,82
Jún	0,9	1,3	16,07	3,4	4,8	15,12	3,3	4,7	7,94	4,6	6,6	8,12	58,1	82,4	9,92

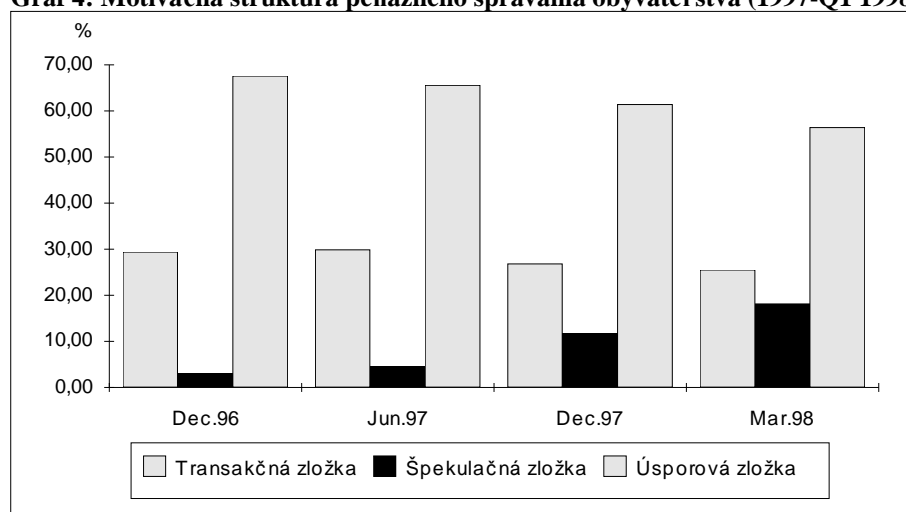
¹⁷ Stimuly k tvorbe vkladov stavebného sporenia sa nezakladajú na preferenčnej úrokovej sadzbe, napokon ani na štátnej cieľovej prémii vo výške 30 % ročne (maximálne však 6000 Sk), ale predovšetkým na možnosti čerpania medziúveru v priebehu sporenia. Zo štatistického hľadiska tento motivačný systém v podstate znemožňuje jednotnú kalkuláciu výnosnosti vkladov stavebného sporenia.

Sep.	1,6	1,9	18,60	9,6	12,5	15,70	3,9	5,1	11,47	4,5	5,9	8,76	57,1	74,5	10,11
Dec.	3,1	3,3	19,26	21,9	23,4	16,36	5,4	5,7	13,30	4,8	5,7	9,63	58,2	62,1	10,28
Mar .98	7,5	6,9	18,50	30,9	28,5	18,80	12,7	11,7	19,12	4,3	4,0	10,06	52,7	48,5	10,50

(1) Objem v mld. Sk; (2) Podiel na krátkodobých terminovaných vkladoch obyvateľstva (v %); (3) Priemerná mesačná úroková miera (v %). *Prameň:* Banková štatistika NBS, vlastné prepočty

Pri hodnotení fenoménu prudkého nárastu krátkodobých terminovaných vkladov obyvateľstva v roku 1997 sa dala stále konštatovať jedna dôležitá skutočnosť: napriek výrazným zmenám v relatívnych podieloch jednotlivých časových úložiek, v absolútnych objemoch si pomerne stabilnú úroveň udržiavali vklady s najdlhšou časovou viazanosťou - t.j. vklady do 1 roka. Situácia sa však podstatne zmenila v prvom štvrťroku 1998. Pokračujúci intenzívny rast veľmi krátkodobých úložiek (podiel vkladov do 7 dní až do 3 mesiacov dosiahol v marci spolu 47,1 %) sa už výrazne realizoval aj na úkor odčerpávania vkladov do 1 roka, ktorých podiel na krátkodobých terminovaných vkladoch obyvateľstva sa iba v priebehu týchto troch mesiacov znížil o 13 bodov (na 48,5 %).

Graf 4: Motivačná štruktúra peňažného správania obyvateľstva (1997-Q1 1998)



Ak prepočítame motivačné zložky peňažného správania obyvateľstva podľa schémy použitej v Tabuľke 6 dospievame výsledkom zhrnutým v Tabuľke 11. Veľmi dynamický presun záujmu o rýchlo dosiahnuteľné výnosy z krátkodobých terminovaných vkladov podstatne potlačil predovšetkým úsporové, ale aj transakčné motivácie v peňažnom správaní obyvateľstva. Podiel "špekulačnej" zložky výrazne vzrástol už v roku 1997 a ešte prudšiu dynamiku zaznamenal v 1. štvrťroku 1998, kedy sa zvýšil o ďalších 6,4 bodu, t.j. o 2/3 jeho nárastu za celý predchádzajúci rok.

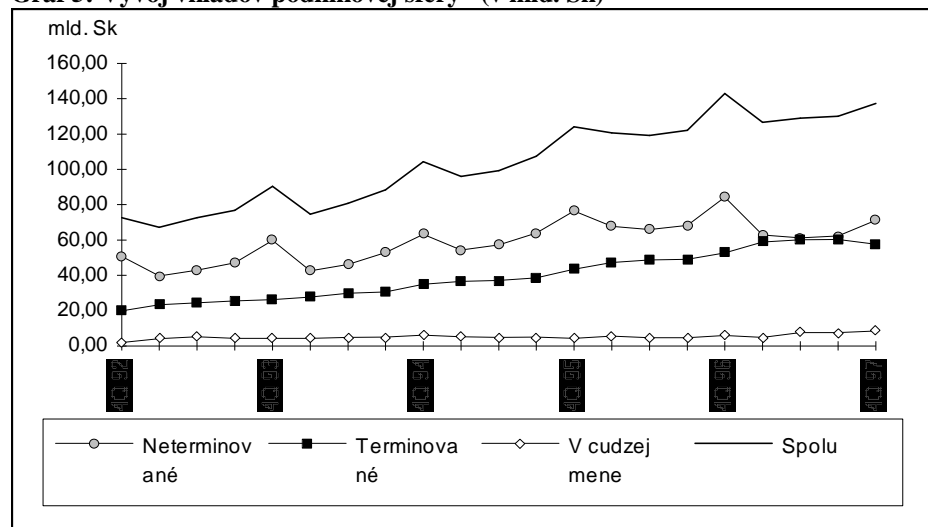
Tabuľka 11: Motivačné zameranie tvorby vkladov obyvateľstva (v % na celkovom objeme peňažných zostatkov v držbe obyvateľstva)

	Transakčná zložka	Špekulačná zložka	Úsporová (opatrnosť) zložka
December 1996	29,4	3,1	67,5
Jún 1997	29,9	4,6	65,5
December 1997	26,8	11,8	61,4

5.2 Vklady podnikov

Podniky sa podieľajú na tvorbe peňažnej zásoby M2 približne 1/3 vkladov a 30 % obeživa. Význam vkladov podnikov (resp. celkových peňažných zostatkov v držbe podnikov) pre formovanie trendu M2 je preto podstatne menší ako peňažných zdrojov v držbe obyvateľstva.

Graf 5: Vývoj vkladov podnikovej sféry* (v mld. Sk)



*spolu podniky a poisťovne

Tabuľka 12: Štruktúra vkladov podnikov (vr. poisťovní)

	Vklady spolu		Neterminované		Terminované		V cudzej mene	
	mld. Sk	%	mld. Sk	%	mld. Sk	%	mld. Sk	%
Q4 1992	72,6	100,0	50,8	70,0	19,9	27,4	1,9	2,6
Q2 1993	72,7	100,0	43,0	59,1	24,5	33,7	5,2	7,1
Q4 1993	90,4	100,0	59,8	66,1	26,2	29,0	4,4	4,9
Q2 1994	80,8	100,0	46,1	57,1	29,8	36,9	4,9	6,1
Q4 1994	104,4	100,0	63,3	60,6	35,0	33,5	6,1	5,9
Q2 1995	99,3	100,0	57,3	57,7	37,1	37,4	4,9	4,9
Q4 1995	124,2	100,0	76,5	61,2	43,4	34,9	4,3	3,9
Q2 1996	119,3	100,0	65,9	55,2	48,8	40,9	4,6	3,9
Q4 1996	142,9	100,0	84,2	58,9	52,8	36,9	5,9	4,2
Q2 1997	129,1	100,0	61,3	47,5	60,2	46,6	7,6	5,9
Q4 1997	137,3	100,0	71,2	51,9	57,6	42,0	8,5	6,2

Prameň: Menový prehľad NBS. Príslušné roky.

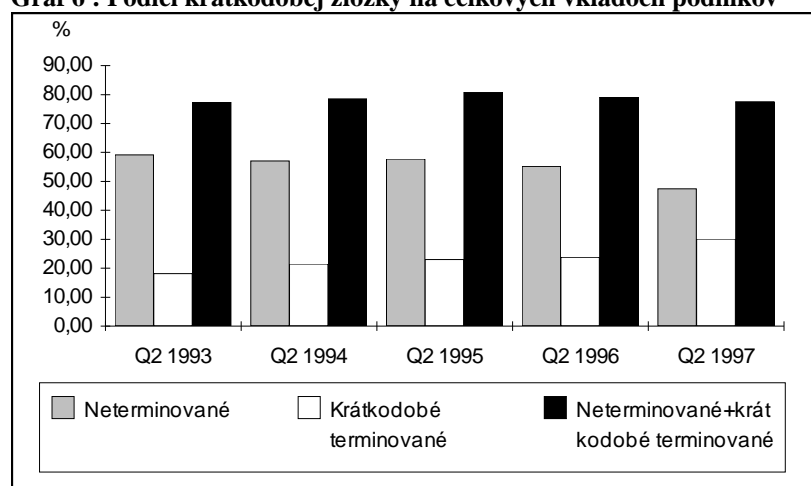
Jedinou skupinou vkladov, ktorých vývoj je determinovaný v rozhodujúcej miere podnikmi, sú neterminované vklady s približne 60%-ným podielom podnikovej sféry meraným ku koncu jednotlivých rokov. Tu treba, pravda, brať do úvahy určité nahodnotenie tohto podielu vzhľadom na nerovnomerný vývoj neterminovaných vkladov podnikov, ktorých objemy vrcholili práve koncom roka a potom sa znižujú.¹⁸

¹⁸Je to dané prevádzkovými charakteristikami fungovania podnikovej sféry a finančnými procesmi: zvýšená akumulácia podnikových príjmov ku koncu roka spôsobuje výrazný nárast neterminovaných

Tabuľka 13: Časová štruktúra terminovaných vkladov podnikov

	Terminované vklady spolu		Krátkodobé		Strednodobé		Dlhodobé	
	mld. Sk	%	mld. Sk	%	mld. Sk	%	mld. Sk	%
1992	19,61	100,0	3,32	16,93	16,28	83,02	0,00	0,00
1993	25,41	100,0	13,14	51,71	12,07	47,50	0,20	0,79
1994	32,98	100,0	22,58	68,47	10,15	30,78	0,25	0,76
1995	40,67	100,0	26,01	63,95	13,90	34,18	0,75	1,84
1996	48,22	100,0	32,51	67,42	14,99	31,09	0,73	1,51
1997	51,46	100,0	39,64	77,03	11,44	22,23	0,37	0,72
Q1 1998	64,37	100,0	50,38	78,27	13,05	20,27	0,94	1,55

Pri hodnotení štruktúry vkladov podnikov preto ako relevantnejšie vyznievajú údaje z polovice roka (resp. ku koncu júna), ktoré neobsahujú cyklickú zložku pohybu neterminovaných vkladov. V Tabuľke 12 preto uvádzame príslušné údaje v polročných intervaloch. Aj z tohto prehľadu vidno, že tak v absolútnych, ako aj relatívnych hodnotách (s výnimkou druhého polroka 1997) hlavnou zložkou vkladov podnikov boli neterminované vklady. Podiel terminovaných vkladov sa však permanentne zvyšoval. Úloha vkladov v cudzej mene v porovnaní so sektorom obyvateľstva je napriek ich rýchlemu rastu podstatne menšia.

Graf 6 : Podiel krátkodobej zložky na celkových vkladoch podnikov

Pri rastúcich objemoch terminovaných vkladov nás opäť zaujíma, ako sa v podnikovom sektore vyvíjala ich časová štruktúra: do akej miery sa tu prejavil význam faktora sporenia a vytvárania určitých dlhodobějších rezervných fondov a ako podniky reagovali na dynamický rast úrokových mier v roku 1997. Z Tabuľky 13 vidíme, že od roku 1993 dominuje v terminovaných vkladoch podnikov krátkodobé

vkladov, zatiaľ čo plnenie daňových povinností ku koncu marca sa odzrkadľuje v poklese týchto vkladov v prvom štvrtroku nasledujúceho roka.

zložka¹⁹, a to podstatne výraznejším spôsobom ako pri vkladoch obyvateľstva: zatiaľ čo u obyvateľstva rozdiel medzi podielom krátkodobých a strednodobých vkladov na celkových terminovaných vkladoch tvoril iba niekoľko (rádovo päť) percentných bodov, v podnikovej sfére bol podiel krátkodobých vkladov zhruba dvojnásobný ako podiel strednodobých vkladov (ilustratívne v rokoch 1994-1996). Ďalším markantným rozdielom v porovnaní so sektorom obyvateľstva je v podstate zanedbateľná úroveň dlhodobých vkladov podnikovej sféry.

Tabuľka 14: Štruktúra krátkodobých terminovaných vkladov podnikov v rokoch 1996-1997

	Do 7 dní		Do 1 mesiaca		Do 3 mesiacov		Do 6 mesiacov		Do 9 mesiacov		Do 1 roka	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
Dec.95	3,73	18,30	5,18	25,42	2,57	12,61	3,50	17,17	0,90	4,42	7,07	34,69
Jún 96	4,22	14,80	9,96	34,94	4,49	15,75	2,51	8,80	0,80	2,81	6,43	22,55
Dec.96	0,70	2,15	15,44	47,49	6,90	21,22	3,17	9,75	0,49	1,51	5,77	17,75
Jún 97	6,67	17,18	15,88	40,91	3,10	7,99	6,01	15,48	0,43	1,11	6,40	16,49
Dec.97	5,02	12,67	23,59	59,53	4,46	11,25	1,52	3,84	0,21	0,53	4,81	12,14
Mar.98	7,85	15,58	20,60	40,89	5,99	11,89	10,18	20,21	0,22	0,44	5,55	11,02

(1) Objem v mld. Sk.

(2) Podiel na krátkodobých terminovaných vkladoch podnikov v %.

Menej dramaticky ako v sektore obyvateľstva sa v podnikovej sfére prejavil aj efekt rýchleho rastu úrokových mier z krátkodobých terminovaných vkladov z roku 1997, pretože podniky v predchádzajúcom období bežnejšie využívali (veľmi) krátkodobé úložky (Tabuľka 14). Už od roku 1996 tu dominujú vklady s viazanosťou od 7 dní do 3 mesiacov, s absolútnou prevahou vkladov do 1 mesiaca. Podiel skupiny vkladov do 1 roka sa postupne redukoval na 11,02 % v marci 1998.

Zhrnutie

Meranie množstva peňazí v ekonomike pomocou súhrnných agregátov peňažnej zásoby (M2, M3 atď.) predpokladá identické vlastnosti všetkých štruktúrnych zložiek zvoleného agregátu. Tento prístup neumožňuje postihnúť významné reakcie peňažného správania ekonomických subjektov na zmeny úrokových mier z jednotlivých zložiek peňažných aktív sústredených v danom agregáte. V prípade takto vyvolaných prudkých zmien v peňažnom správaní potom môže dôjsť v rámci súhrnného agregátu peňažnej zásoby k významnej reštrukturalizácii podielov jeho jednotlivých zložiek, ktorá značne pozmení jeho vlastnosti.

Ako ukazuje vývoj na Slovensku od roku 1997, pod navonok pozitívnym trendom vo formovaní vnútornej štruktúry agregátu M2, opierajúcim sa o formálny predpoklad, že so zvyšovaním podielu jeho menejlikvidnej zložky (kvázipeňazí) sa zlepšujú vlastnosti stability celkovej peňažnej zásoby v ekonomike, pôsobí veľmi výrazný opačný trend k jej destabilizácii a k zhoršovaniu jej časovej štruktúry.

¹⁹ Unikátnosť stavu k ultimu roka 1992 súvisí zrejme predovšetkým s rozličnými peňažnými operáciami podnikovej sféry tesne pred rozdelením bývalej ČSFR, ale aj s nejasnými vyhládkami a očakávaniami okolo ekonomického vývoja v samostatnej SR od roku 1993.

Analýza časovej a sektorovej štruktúry peňažnej zásoby v SR s dôrazom na vývoj v roku 1997 ukázala, že v dôsledku prudkého rastu úrokových mier z veľmi krátkodobých terminovaných vkladov sa v štruktúre termínovaných vkladov (ako hlavnej zložky kvázipeniazí) významne zvýšil podiel krátkodobých vkladov a v ich rámci vkladov uložených na obdobie kratšie ako 1 rok.

Rozhodujúci vplyv na tento vývoj malo obyvateľstvo, jednak vzhľadom na jeho dvojtretinový podiel na zdrojoch celkovej peňažnej zásoby, jednak vzhľadom na skutočne zásadný obrat v jeho peňažnom správaní smerom k masovému presúvaniu menej výnosných úložiek (neterminovaných vkladov, ale v rastúcej miere aj strednodobých vkladov a vkladov s ročnou výpovednou lehotou) do úložiek s krátkou dobou viazanosti od druhej polovice roka 1997.

Zhoršovanie časovej štruktúry vkladov znamená aj zhoršovanie kvality zdrojov na úverové aktivity obchodných bánk. Vedľajším produktom tohto vývoja sú vysoké objemy priebežne vyplácaných úrokov, ktoré sú dodatočným zdrojom rastu peňažnej zásoby v ekonomike, a tým aj faktorom, potenciálne ohrozujúcim plnenie menovopolitických cieľov NBS v oblasti regulácie ponuky peňazí.

Mikroekonomické súvislosti (zmeny v peňažnom správaní subjektov reálnej ekonomiky, ako aj politika obchodných bánk v riadení aktív a pasív, determinujúca úroveň trhových úrokových mier) môžu teda značne pozmeniť vnútorné charakteristiky stability súhrnného agregátu peňažnej zásoby a viesť do jeho štruktúry značnú mieru nestability a rizikových momentov. Súhrnné agregáty peňažnej zásoby (vytvárané "napočítavacou" technikou) sú, pravda, dôležitou štandardnou súčasťou metodologického inštrumentária každej centrálnej banky. Keďže však nie sú schopné obsiahnuť mikroekonomické súvislosti pôsobiace na ich formovanie, je žiadúce, aby sa popri tomto štandardnom meraní peňažnej zásoby rozvíjali aj alternatívne prístupy na báze inak konštruovaných peňažných agregátov a s väčším dôrazom na sektorové charakteristiky peňažného správania.

Výsledky predloženej analýzy dávajú impulz k pokusu o zostavenie alternatívnych mier peňažnej zásoby aj v slovenských podmienkach, ktoré by mohli byť predmetom budúceho výskumu v tejto oblasti. Peňažné agregáty konštruované s väčším dôrazom na motivácie držby peňažných zostatkov, by mohli prispieť k poodhaleniu niektorých relevantných faktorov a skutočností, ktoré nemôže obsiahnuť štandardne vykazovaná peňažná zásoba M2.

Literatúra

Fisher, P. - Hudson, S. - Pradhan, M.: Divisia Measures of Money, Bank of England Quarterly Bulletin, May 1995, pp.240-255.

Geld und Finanzen. Eurostat. Konjunkturstatistiken 3/1997.

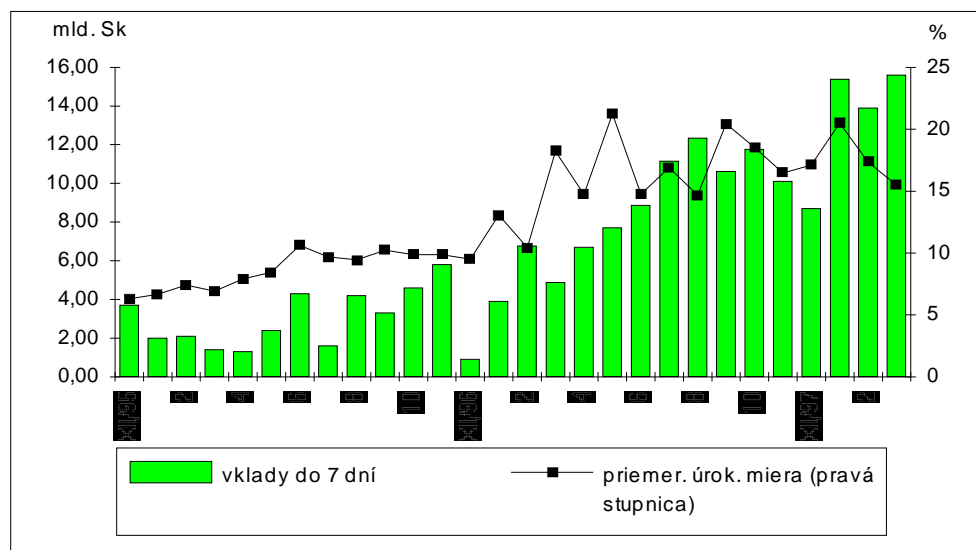
Komínková, Z.: Alternatívne prístupy k meraniu peňažnej zásoby: Divisiove indexy. Biatec, 5, 1997, č. 10, s.2-7.

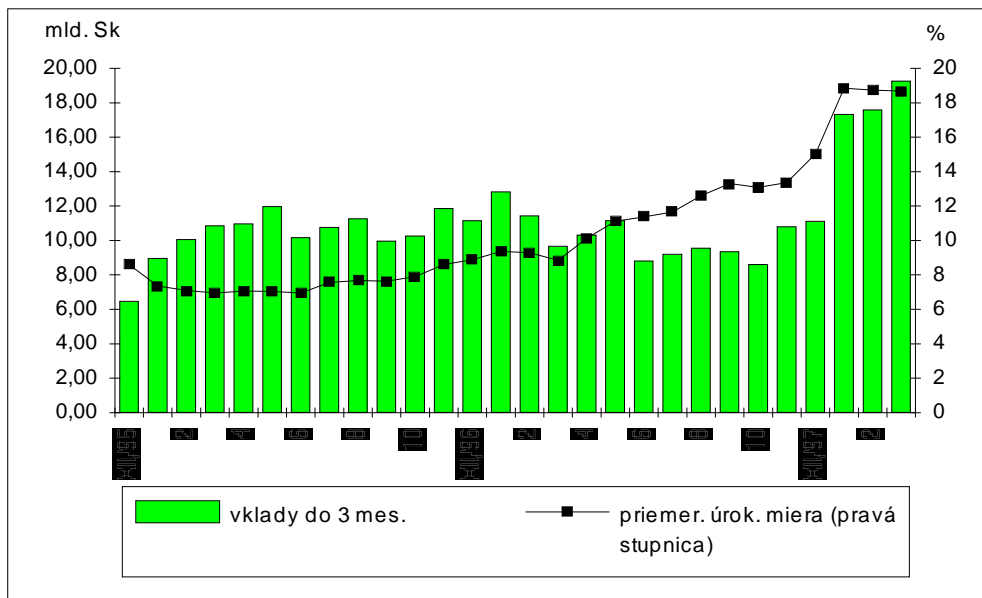
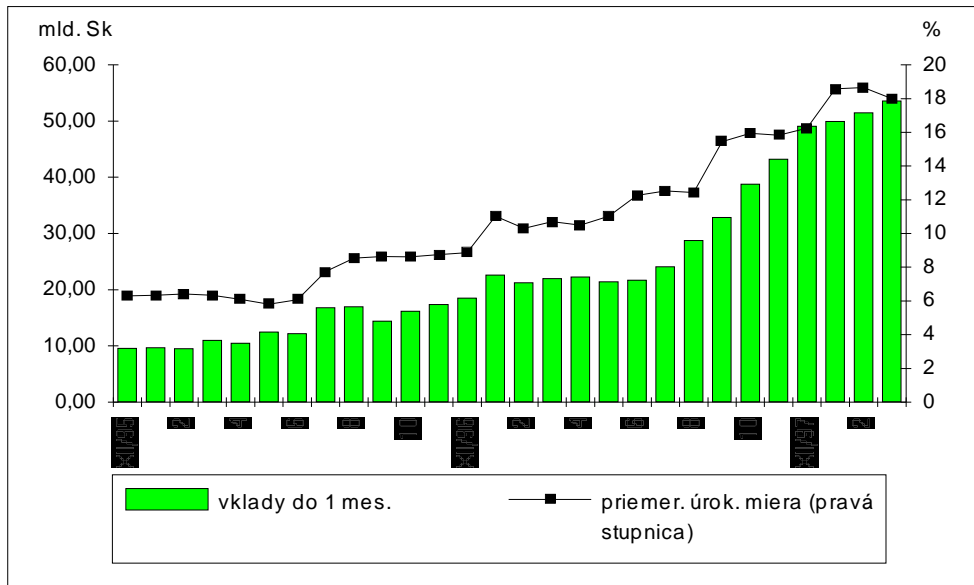
Thomas, R.: Understanding Broad money. Bank of England. Working Papers 36/1996, č. 2.

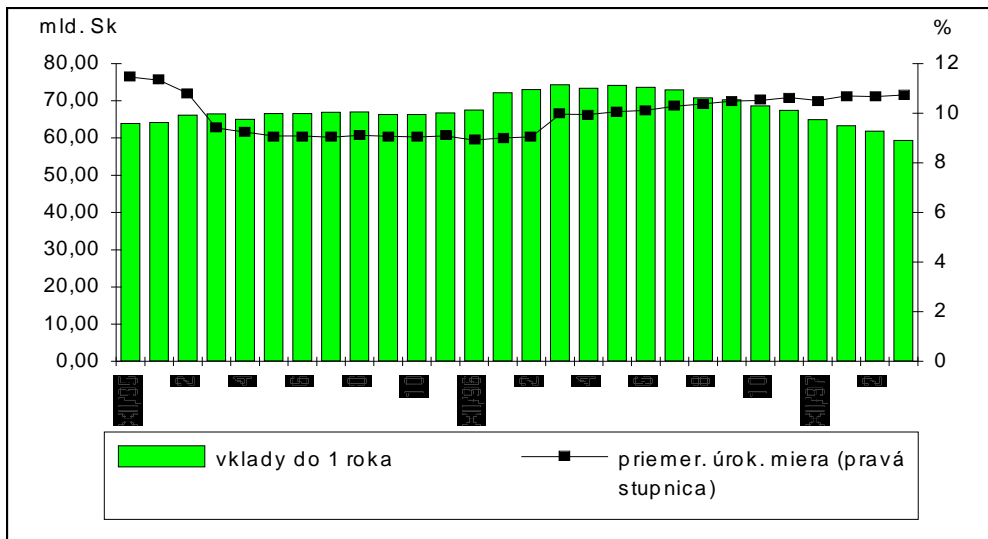
Wesche, K.: The Demand for Divisia Money in a Core European Union. Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, september-október 1997, s. 51-60.

PRÍLOHA

Vývoj vybraných skupín krátkodobých terminovaných vkladov a priemerných úrokových mier v rokoch 1996-1997







Inštitút menových a finančných štúdií, Národná banka Slovenska
Výskumné práce č. 1/1998

Vydal:
Národná banka Slovenska
Odbor verejných informácií
Štúrova 2
818 54 Bratislava
Slovenská republika

© Národná banka Slovenska, 1998

ISBN