



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA

**HLAVNÉ TENDENCIE VO VÝVOJI PEŇAŽNEJ ZÁSOBY SR
V ROKU 1998 A V PRVOM POLROKU 1999**

Ing. Zora Komínková, PhD.

Inštitút menových a finančných štúdií
Bratislava 1999

Hlavné tendencie vo vývoji peňažnej zásoby SR v roku 1998 a v prvom polroku 1999

V minulom roku sme publikovali rozsiahlu analýzu vývoja peňažnej zásoby v SR, ktorá sa sústredovala na vnútornú štruktúru peňažného agregátu M2 (ako definičnej veličiny peňažnej zásoby v SR) v období 1993 - 1997¹. Pozornosť sme venovali najmä zmenám, ktoré do formovania štruktúry tohto agregátu vniesol výrazný nárast úrokových sadzieb z krátkodobých termínovaných vkladov v roku 1997, podmienený úsilím obchodných bánk o získanie dodatočných zdrojov na doplnenie medzery v krátkodobej likvidite v období neistých podmienok na medzibankovom trhu depozít.

Cieľom tohto príspevku je aktualizácia predchádzajúcej analýzy s využitím štatistických údajov za rok 1998 a prvý polrok 1999. Ani toto obdobie sa nevyznačovalo pokojným menovopolitickým prostredím a bolo poznačené viacerými vplyvmi, ktoré podnecovali k zmenám v peňažnom správaní ekonomických subjektov s následným dopadom na jednotlivé zložky peňažnej zásoby. Boli to predovšetkým od začiatku roku 1998 narastajúce devalvačné očakávania verejnosti (a samotná zmena režimu výmenného kurzu SKK z fixného na plávajúci, uskutočnená začiatkom októbra), ktoré sa realizovali v zrýchlenom tempe rastu vkladov v cudzej mene. V prvom polroku 1999 sa vo verejnosti začali presadzovať inflačné očakávania, generované ohlásenými a postupne realizovanými zámermi vlády SR v oblasti cenových deregulácií, ako aj širšími súvislosťami opatrení na stabilizáciu ekonomiky, ktoré posilňovali záujem o rýchlu realizáciu pretrvávajúceho vysokého úrokového diferenciálu z veľmi krátkodobých termínovaných vkladov.

Vzhľadom na definičné vymedzenie agregátu peňažnej zásoby (M2) na Slovensku, pôsobenie oboch uvedených faktorov (ochrana vkladov pred poklesom výmenného kurzu meny a vysoký úrokový výnos z veľmi krátkodobých termínovaných vkladov) smeruje k posilňovaniu podielu subagregátu QM na súhrnnom agregáte M2. Príčiny tohto trendu sa však značne odlišujú od štandardného výkladu.

Podstatne sa redukuje predovšetkým úsporový motív tvorby primárnych vkladov, ktorý ustupuje osobitným formám špekulačného správania. Jednak ide o správanie podnecované vysokými úrokovými sadzbami z veľmi krátkodobých termínovaných vkladov, ktoré v konečnom dôsledku pôsobí ako faktor rozširovania transakčnej zložky peňazí v štruktúre celkovej peňažnej zásoby M2. Intenzitu tohto správania podporujú aj inflačné očakávania, a možno ho interpretovať ako snahu o rýchle zúročenie peňažných aktív so zámerom predísť dodatočnej (inflačnej) strate na reálnom úrokovom výnose.

Ako špekulačné správanie by sa dal označiť aj presun korunových vkladov do vkladov v cudzej mene, motivovaný snahou verejnosti o ochranu hodnoty svojich peňažných aktív pred znehodnotením v dôsledku poklesu výmenného kurzu meny. Motivácie, ktoré slovenskú verejnosť vo všeobecnosti stimulujú k tvorbe vkladov v cudzej mene, majú však podľa našej mienky skôr opatrnosť než špekulačný charakter. Rast podielu týchto vkladov na QM preto - na rozdiel od transakčných efektov zmien v časovej štruktúre korunových termínovaných vkladov - v konečnom dôsledku posilňuje úsporovú zložku vkladov v celkovej peňažnej zásobe M2.

¹ Pozri: KOMÍNKOVA, Z.: Formovanie peňažnej zásoby na Slovensku v rokoch 1993 - 1997 (I. - III. časť). Biatec 1998, č. 8 - 10.

Štruktúrne charakteristiky agregátu celkovej peňažnej zásoby M2 v SR sa teda pod vplyvom peňažného správania verejnosti výrazne motivovaného možnosťou realizovať vysoký úrokový a kurzový diferenciál utvárali ináč, než by napovedala jednoduchá informácia o zvyšovaní podielu kvázipeňazí na M2. Vyhodnotenie celkového vývoja v roku 1998, resp. do prvej polovice roku 1999, s dôrazom na postihnutie vplyvu oboch uvedených faktorov uvádzame v ďalšom texte.

Peňažné agregáty a základné ukazovatele

Základnú informáciu o medziročných zmenách v štruktúre peňažnej zásoby M2 v štandardnom členení na subagregáty M1 a kvázipeňazie (QM) poskytuje tabuľka (tab. 1) zostavená z údajov menového prehľadu (*tabuľky a grafy pozri v časopise BIATEC*).

Pri menej ako polovičnej dynamike rastu M2 v roku 1998 oproti roku 1997 sa v roku 1998 zvýraznila tendencia k poklesu podielu M1 na M2 a zvyšovaniu váhy kvázipeňazí. Tento trend - hoci s menšou intenzitou - pokračoval aj v prvom polroku 1999. Výsledkom bol podstatný pokles ukazovateľa likvidity peňažnej zásoby M1/M2 na úroveň 0,29 ku koncu júna 1999. Prudký pokles tohto ukazovateľa (pre rok 1997 bola jeho hodnota 0,42) by sa mohol javiť ako neprimeraný potrebám pohotovej likvidity určenej na priame výdavky, výška ukazovateľa likvidity je však značne závislá od domácich (národných) charakteristík peňažného obehu a aj medzi vyspelými krajinami sa vyznačuje značnými rozdielmi (zhruba v intervale 0,20 - 0,40). Zároveň pripomeňme výsledok analýzy z roku 1997 platný aj pre roky 1998 - 1999, ktorý ukázal, že na Slovensku sa pokles pomeru M1/M2 v zásade kompenzuje presunmi v časovej štruktúre položiek v rámci QM smerom do veľmi krátkodobých vkladov.

V dynamike vývoja hlavných položiek agregátu kvázipeňazí, t.j. termínovaných vkladov a vkladov v cudzej mene, došlo v roku 1998 k podstatnej zmene, charakterizovanej prudkým tempom rastu vkladov v cudzej mene (v bežnom kurze o 46 %, resp. vo fixnom kurze k východisku roka o 35,8 %), ktoré reflektovalo rastúce devalvačné očakávania verejnosti vrcholiace v septembri, keď mesačný prírastok týchto vkladov predstavoval vo fixnom kurze 11 %. Výrazný nárast vkladov v cudzej mene viedol k zvýšeniu ich podielu na QM na 21,1 % (oproti 16,4 % v roku 1997), pričom zvýšenie ich podielu na celkovom objeme peňažnej zásoby M2 znamenalo aj pomerne výrazné zvýšenie ukazovateľa dolarizácie peňažnej zásoby v SR, ktorý v roku 1998 dosiahol hodnotu 0,14, oproti jeho relatívne stabilnej hodnote z rokov 1995 - 1997 na úrovni okolo 0,10. Zhodnotenie vkladov v cudzej mene merané rozdielom hodnoty ich koncoročného objemu v bežnom a vo fixnom kurze oproti východisku roka dosiahlo 10,8 %, čo je mierne nad úrovňou priemernej úrokovej miery (10,39 %) z celkových korunových vkladov, ale pod hranicou priemernej úrokovej miery z termínovaných vkladov (13,16 %) z decembra 1998.

Vzhľadom na vyše 50 %-ný podiel termínovaných vkladov na celkovom objeme peňažnej zásoby M2 bolo spomalenie tempa rastu M2 v roku 1998 dôsledkom nielen absolútneho poklesu netermínovaných vkladov, ale aj výrazného spomalenia medziročnej dynamiky rastu termínovaných vkladov (z 19,5 % v roku 1997 na 6,8 % v roku 1998). Prírastok termínovaných vkladov bol pritom nižší než úbytok netermínovaných vkladov, výsledkom čoho bol v roku 1998 aj absolútny pokles korunových vkladov v peňažnej zásobe M2. Celý nárast peňažnej zásoby M2 bol teda výsledkom vysokého prírastku vkladov v cudzej mene, ktoré - merané poklesom výmenného kurzu SKK - dosiahli popri iba miernych úrokových výnosoch aj primerané kurzové zhodnotenie.

Na dynamike rastu agregátu QM v bežnom výmennom kurze v prvom polroku 1999 sa podpísal najmä pokles výmenného kurzu SKK, ktorý nadhodnotil dynamiku rastu vkladov v

cudzej mene. Merané kurzom k 1. 1. 1999, vklady v cudzej mene vzrástli za tento polrok iba o 1,5 % (čomu zodpovedá nárast QM o 2 %). Znamená to, že v prvom polroku 1999 najväčší prírastok (5,9 %) v skutočnosti opäť zaznamenali korunové termínované vklady. Miera zhodnotenia vkladov v cudzej mene dosiahla v tomto období 10,1 %, čo je menej ako priemerná úroková miera z termínovaných (13,40 %) i celkových korunových (10,90 %) vkladov v júni 1999.

Možno konštatovať, že správanie vkladateľov v prvom polroku 1999 - hodnotené v optike voľby medzi korunovými vkladmi a vkladmi v cudzej mene - potvrdzuje prevažne opatrnosť (nie špekulačný) charakter motivácie v prípade vkladov v cudzej mene. Pri úrovni ich kurzového zhodnotenia, nedosahujúcej úroveň priemernej úrokovej miery z termínovaných (korunových) vkladov, sa tempo rastu vkladov v cudzej mene síce oproti roku 1998 podstatne spomalilo, avšak nedošlo k ich absolútnemu odlevu. V prospech tohto trendu treba brať do úvahy aj úrokové sadzby poskytované na vklady v cudzej mene. Ich úroveň je síce v relácii ku korunovým vkladom nižšia (približne v rozmedzí 2 - 4,5 %), avšak spolu s kurzovým zhodnotením sa atraktivita vkladov v cudzej mene v podstate vyrovnáva s priemernou výnosnosťou korunových termínovaných vkladov. Je zrejmé, že vysvetlenie rýchlejšieho tempa rastu korunových termínovaných vkladov než vkladov v cudzej mene (v pevnom kurze) v tomto akoby rovnovážnom prostredí vyžaduje hlbší analytický pohľad na úrokové miery a vývoj štruktúry samotných termínovaných vkladov.

Zmeny v štruktúre termínovaných vkladov podľa ich hlavných skupín (krátkodobé, strednodobé, dlhodobé) sú v tab. 2². V sledovanom období sa v nej udržiavala tendencia k preferencii krátkodobých vkladov (do 1 roka), ktorých podiel na celkových termínovaných vkladoch dosiahol ku koncu roku 1998 dve tretiny (65,8 %) a v polovici roku 1999 už takmer tri štvrtiny (72,3 %). Podiel celej krátkodobej zložky (netermínovaných a krátkodobých termínovaných vkladov) na celkových korunových vkladoch sa za rok 1998 zvýšil o 4 percentné body (na 76,4 %) a iba za prvú polovicu roku 1999 o ďalších 3,1 bodu (na 79,5 %).

Táto krátkodobá zložka vkladov definične zahrnuje najlikvidnejšie vklady a spolu s obeživom môže slúžiť ako základ na vymedzenie určitého tieňového ukazovateľa likvidity peňažnej zásoby. Podiel likvidity (definovanej ako súčet obeživa, netermínovaných vkladov a krátkodobých termínovaných vkladov so splatnosťou do 9 mesiacov) na M2 sa z 52 % ku koncu roku 1997 zvýšil na 55 % v roku 1998 a v polovici roku 1999 dosiahol 59 %.

Tendencia k rastu krátkodobých termínovaných vkladov odzrkadľovala situáciu na peňažnom trhu, ktorá sa v sledovanom období vyznačovala značnou nestabilitou, neistotou bánk o možnosti prístupu k refinančným zdrojom a následne vysokou volatilitou úrokových sadzieb na medzibankovom depozitnom trhu. Náklady na zabezpečenie dodatočnej likvidity bankového sektora, merané priemernou úrokovou mierou zo spoločnej skupiny netermínovaných a krátkodobých termínovaných vkladov, sa pritom neustále zvyšovali. Od roku 1996 do konca roku 1998 sa viac ako zdvojnásobili (z 5,40 % na 11,02 %)³. Zároveň sa zhoršovala časová štruktúra primárnych vkladov z hľadiska zabezpečenia úverových aktivít bánk.

Na čiastkovú ilustráciu podmienok na medzibankovom a primárnom trhu depozít uvádzame obr. 1, v ktorom je znázornený vývoj úrokových mier na medzibankovom trhu depozít a priemernej úrokovej miery z primárnych vkladov v segmente medzibankových vkladov so splatnosťami do 1 mesiaca a do 3 mesiacov a primárnych termínovaných vkladov

² Údaje sú podľa bankovej štatistiky, t.j. celkové korunové vklady vrátane vkladov vládneho sektora, čo spôsobuje určitý rozdiel v ich medziročnej dynamike oproti údajom podľa menového prehľadu.

³ V alternatívnom prípade výpočtu bez vkladov do 1 roka by rozdiel medzi priemernou úrokovou mierou danej skupiny vkladov z konca roku 1996 a 1998 bol viac ako trojnásobný.

so všetkými splatnosťami do 3 mesiacov.⁴ Prudký nárast zaznamenala priemerná úroková miera zo sledovanej skupiny (veľmi krátkodobých) termínovaných vkladov najmä v priebehu roku 1997 s evidentným prejavom ťažnej funkcie sadzieb BRIBOR. Od roku 1998 možno hovoriť o určitej stabilizácii, či s miernym optimizmom aj o určitej tendencii k poklesu tejto priemernej úrokovej miery, ktorá však v tomto období veľmi citlivo reaguje (zvýšením) na dva prudké výkyvy v sadzbách BRIBOR.

Prudký nárast sadzieb BRIBOR (máj - jún 1997, september - október 1998 a máj 1999) jasne reflektuje reakcie medzibankového trhu na opatrenia NBS realizované v prospech výmenného kurzu SKK (obmedzovanie až zastavenie refinancovania zo strany NBS). Výrazný pokles sadzieb BRIBOR sa viaže k obdobiam prebytku likvidity (napr. v 2. štvrtroku 1998 v súvislosti s prílevom zahraničných zdrojov na financovanie vládneho sektora), je však sprevádzaný pomalším poklesom priemernej úrokovej miery z primárnych vkladov, takže v určitých časových intervaloch sa táto nachádza nad úrovňou sadzieb BRIBOR.

Vývoj krátkodobých termínovaných vkladov

V rámci krátkodobých termínovaných vkladov prevládala tendencia k ich sústreďovaniu do veľmi krátkodobých úložiek (tab. 3), pričom od roku 1998 obchodné banky prostredníctvom úrokovej politiky zvýšili snahu o ich presmerovanie do dlhších splatností (3 - 9 mesiacov). Výsledkom síce bolo výrazné zvýšenie podielu tejto skupiny vkladov na krátkodobých termínovaných vkladoch - najmä vďaka podstatnému navýšeniu vkladov do troch mesiacov (tab. 4), úrokové výnosy zo skupiny vkladov do 7 dní a do 1 mesiaca však zostávali naďalej veľmi zaujímavé. Jedinou zložkou, ktorá zaznamenávala výrazný absolútny pokles, boli vklady do 1 roka.

Vklady do 1 roka možno považovať za určitú referenčnú kategóriu pre hodnotenie stability peňažného správania verejnosti, keďže predstavujú určitý medzistupeň medzi transakčnými peniazmi, resp. relatívne rýchlo speňažiteľnými úložkami a dlhodobejšími vkladmi, určenými prevažne na úsporové účely. Záujem bánk o stabilizáciu tejto skupiny vkladov bol však potláčaný akútnymi (či skôr už chronickými) potrebami operatívneho zabezpečovania si zdrojov krátkodobej likvidity pomocou priebežného vyplácania vysokých úrokových výnosov z veľmi krátkodobých úložiek. Oproti rádozo 16 - 20 % úrokovým sadzbám ponúkaným z týchto veľmi krátkodobých vkladov bolo medziročné zvýšenie priemernej úrokovej miery z vkladov do 1 roka skôr symbolické a nezabránilo odlevu týchto vkladov do kratších splatností.

Na identifikáciu peňažného správania sa verejnosti (obyvateľstva a podnikov) použijeme našu vlnajúcu tabuľku motivačného zamerania držby peňažných zostatkov (tab. 5 a obr. 2), v ktorej sme peňažné správanie sa verejnosti charakterizovali pomocou troch faktorov motivácie držby peňazí (transakčný motív, výnosový alebo špekulačný motív a úsporový motív zahrnujúci aj opatrnostný faktor).

V priebehu rokov 1997 - 1998 sa podiel tzv. špekulačného dopytu (označili sme ním zložku M2, do ktorej verejnosť ukladá svoje peňažné zostatky s cieľom ich čo najvyššieho úrokového zhodnotenia, t.j. v súčasných slovenských podmienkach krátkodobé termínované vklady s časovou viazanosťou do 7 dní až do 9 mesiacov) na M2 zvýšil o 15 bodov (z 9,4 % na 24,8 %). Iba za 6 mesiacov roku 1999 predstavoval prírastok špekulačnej zložky ďalších

⁴ Sadzby medzibankového trhu BRIBOR predstavujú priemernú mesačnú úrokovú mieru vypočítanú za dni, kedy boli kótované. Znázornená priemerná úroková miera z primárnych vkladov je vypočítaná ako vážený priemer úrokových sadzieb z objemu vkladov zahrnujúceho vklady do 7 dní, do 1 mesiaca a do 3 mesiacov).

takmer 7 bodov na výsledných 31,7 % v peňažnej zásobe M2 ku koncu júna 1999. Tendencia k využívaniu vysokého úrokového diferenciálu medzi veľmi krátkodobými termínovanými vkladmi a ostatnými formami vkladov sa teda neustále posilňovala. V prvom polroku 1999 možno tento trend bezpochyby pripísať aj inflačným očakávaniam verejnosti súvisiacim s postupne ohlasovanými zámermi vlády najmä v oblasti cenových deregulácií, ktoré podnecovali k čo najrýchlejšiemu úrokovému zhodnoteniu peňažných aktív bez očakávanej dodatočnej straty na reálnom úrokovom výnose.

Permanentný rast podielu špekulačnej zložky vkladov na M2 sa odzrkadlil v znižovaní podielu transakčných peňazí (obeživa a netermínovaných vkladov), ale aj úsporovej zložky vkladov. Zvýšenie podielu úsporovej zložky vkladov (obr. 3) v druhej polovici roku 1998 bolo takmer výlučne výsledkom prudkého prírastku vkladov v cudzej mene v septembri a októbri. Okrem reálneho prírastku týchto vkladov sa na ich navýšenie v štruktúre peňažnej zásoby podieľal pokles výmenného kurzu SKK po zmene kurzového režimu zo začiatku októbra, v dôsledku čoho sa celkove zvýšila ich korunová protihodnota.

Ostatné zložky skupiny vkladov, ktoré sme v našej definícii označili za úsporové, mali menej dramatickú dynamiku. Za zmienku tu stojí azda iba skutočnosť, že oproti relatívne zhodnému vývojovému trendu vkladov do 1 roka a strednodobých vkladov z roku 1997 sa v roku 1998 zrýchlil pokles strednodobých vkladov, ktorých celkový objem sa v druhej polovici roka dostal pod úroveň vkladov do 1 roka. Tieto dve skupiny vkladov sú úročené rádovo rovnako (na úrovni 10 - 12 %) a zrýchlenie poklesu strednodobých vkladov preto možno pripísať skôr ich menšej operatívnosti (z hľadiska doby viazanosti) než zmenám v úrokových sadzbách.⁵

Vývoj dlhodobých vkladov mal do konca roku 1998 stabilný, mierne rastúci trend. V prvých mesiacoch roku 1999 však aj tieto vklady zaznamenali absolútny pokles. Pri miernom náraste v nasledujúcich mesiacoch ich objem v polovici roka stále nedosahoval koncoročnú úroveň roku 1998.

Sektorové charakteristiky

Dopad sektorových charakteristík peňažného správania na dynamiku M2 súhrnne ilustruje obr. 4. Na Slovensku - podobne ako v iných krajinách - má rozhodujúci zhruba dvojtretinový podiel na vkladoch započítavaných do agregátu peňažnej zásoby sektor obyvateľstva a jednou tretinou sa na nich podieľajú vklady podnikovej sféry (vrátane poisťovní). Podiel obeživa na M2 má od roku 1993 stabilnú hodnotu okolo 10 - 11 % a jeho vplyv na dynamiku M2 možno považovať za zanedbateľný. Vzhľadom na uvedený vzájomný pomer vkladov obyvateľstva a podnikov je zrejmé, že určujúci vplyv na trendové pohyby M2 má vývoj vkladov obyvateľstva, krátkodobé fluktuácie ovplyvňuje najmä vývoj vkladov podnikov.

O príčinách rozdielnych sektorových charakteristík vývoja vkladov sme sa zmienili už vo vlnašom materiáli (odlišné motivácie pre držbu peňažných zostatkov obyvateľstvom a podnikmi, resp. rozdielne sektorové funkcie dopytu po peniazoch, odlišné potreby a možnosti prístupu k úverom ako dodatočnému, resp. vonkajšiemu zdroju financovania). Spoločnou črtou ich správania na druhej strane je, že primerane situácii na peňažnom trhu využívajú určitý podiel zo svojich vkladov na špekulačné účely, realizované v atraktívnych rozdieloch úrokových sadzieb z rozličných typov termínovaných vkladov. Rovnako spoločne reagujú na

⁵ Až do júna 1998 priemerná úroková miera zo strednodobých vkladov mierne (rádovo o 0,5 - 1 bod) prevyšovala priemernú úrokovú mieru z vkladov do 1 roka. Od júla sa situácia zmenila v prospech vkladov do 1 roka (v decembri 1998 bol rozdiel medzi oboma mierami 0,6 bodu, v júni 1999 to bolo 0,8 bodu).

očakávaní zmien vo vývoji menového prostredia, osobitne najmä v rámci inflačných a devalvačných očakávaní.

Primárnym faktorom, určujúcim dynamiku vkladov, resp. mieru úspor, je ekonomická situácia v oboch sektoroch. V sektore obyvateľstva závisí najmä od vývoja reálnych miezd, resp. celkových príjmov a výdavkov, v podnikateľskom sektore však viac ako od výsledkov finančného hospodárenia od možností prístupu k úverovým zdrojom. Určitá časť medziročného spomalenia dynamiky rastu vkladov bola zakomponovaná aj v menovom programe NBS na rok 1998, predpokladajúcim nižšiu dynamiku rastu M2 (9,4 %) a vyššiu mieru inflácie (5,6 - 5,9 %) v roku 1998 než v roku 1997 (M2 10,7 %, miera inflácie (4,9 - 5,8 %)). Podpornými nástrojmi na dosiahnutie tohto vývoja bola mzdová regulácia a obmedzené podmienky úverovania súkromného sektora vývojom vo vládnom sektore. Podstatne výraznejšie skutočné (2,7 %) než programované spomalenie dynamiky M2 bolo v tejto optike čiastočne výsledkom mzdovej regulácie pôsobiacej v smere zníženia tempa rastu vkladov obyvateľstva a nižším (4,3 %) než programovaným (7,9 %) rastom úverov podnikom a obyvateľstvu. (Úvery podnikom pritom vzrástli iba o 3 %, úvery obyvateľstvu o 29,9 %, ich podiel na úveroch súkromnému sektoru však rádovo predstavuje iba 5 %.)

Faktorom, ktorý v roku 1998 pritvrdil menovým programom predpokladané spomalenie tempa rastu peňažnej zásoby M2, a teda mieru poklesu dynamiky vkladov podnikov a obyvateľstva ako jej hlavnej zložky, boli od začiatku roka devalvačné očakávania verejnosti a jej preddevalvačné správanie, charakterizované poklesom záujmu o držbu korunových peňažných aktív. Preferencie ich alternatívneho využitia sa čiastočne premietli v dodatočnej spotrebe a predzásobení, zreteľne však aj vo výraznom posilnení objemu a následne aj podielu vkladov v cudzej mene na celkovej peňažnej zásobe M2.

Zmeny v časovej štruktúre vkladov, ktorá nastala v roku 1998 (tab. 1 a tab. 2), sú výsledkom zmien v objemoch a štruktúre vkladov oboch sektorov (tab. 6). Pokles netermínovaných vkladov v roku 1997 bol spôsobený poklesom vkladov podnikov pri stagnácii vkladov obyvateľstva. V roku 1998 poklesla táto skupina vkladov už aj v sektore obyvateľstva.

V rámci termínovaných vkladov sa v sektore obyvateľstva udržiaval záujem o krátkodobé vklady s vysokým úrokovým výnosom, ktoré boli aj dominantným faktorom nárastu celkových termínovaných vkladov za oba sektory. Pokles strednodobých vkladov bol zaznamenaný v oboch sektoroch už v roku 1997 a v roku 1998 pokračoval zrýchleným tempom. Prírastok dlhodobých vkladov, v rámci ktorých sú takmer výlučne sústredené vklady stavebného sporenia, sa realizoval výhradne z vkladov obyvateľstva. V prvej polovici roku 1999 sa vo vývoji jednotlivých skupín vkladov zachoval v zásade trend z uplynulého obdobia: v štruktúre vkladov oboch sektorov sa naďalej posilňoval podiel krátkodobých termínovaných vkladov a vkladov v cudzej mene. Trendové charakteristiky vývoja vkladov obyvateľstva a podnikov ukazujú obr. 5 a 6.

Tabuľka č. 7 obsahuje porovnanie štruktúry krátkodobých termínovaných vkladov obyvateľstva a podnikov ku koncu roku 1996 (teda pred zmenou úrokovej politiky obchodných bánk) so štruktúrou týchto vkladov v polovici roku 1999.

Ku koncu roku 1996 všetky splatnosti okrem vkladov do 1 roka využívali prevažne podniky. Zvýšenie úrokových sadzieb v roku 1997 sa odzrkadlilo v mimoriadne prudkom náraste podielu vkladov obyvateľstva na veľmi krátkodobých vkladoch, ale aj v dramatickej redukcii priemerne úročených vkladov do 1 roka a znížení ich podielu na krátkodobých vkladoch obyvateľstva z 88 % v decembri 1996 na 29 % v júni 1999. Najžiadanejšími splatnosťami k tomuto dátumu boli v oboch sektoroch vklady so splatnosťou do 1 mesiaca, nasledované splatnosťami do 3 mesiacov a/resp. do 7 dní. Toto porovnanie ukazuje, k akej zásadnej zmene došlo najmä v štruktúre týchto vkladov v sektore obyvateľstva, ktoré

vzhľadom na jeho určujúci podiel na tvorbe vkladov determinuje aj časovú štruktúru celkovej peňažnej zásoby v ekonomike. Zmeny v štruktúre krátkodobých termínovaných vkladov (vrátane poklesu strednodobých a stagnácie dlhodobých vkladov) hovoria o poklese úsporového motivačného zamerania predovšetkým v peňažnom správaní sa obyvateľstva. Vysoká úroková výnosnosť vkladov s veľmi krátkymi splatnosťami prirodzene stimuluje rozhodovanie o umiestňovaní peňažných zostatkov v ich prospech. Tým sa na druhej strane narúšajú dlhodobejšie motivačné stimuly v správaní ekonomických subjektov, ktoré v konečnom dôsledku nepriaznivo ovplyvňujú formovanie širších súvislostí menovej stability a reálnoekonomického vývoja na makroúrovni.

Zhrnutie

Nestabilita menového prostredia na Slovensku v roku 1998, na ktorej sa podieľali na jednej strane devalvačné očakávania verejnosti, na druhej strane však aj spôsob výkonu menovej politiky NBS zameranej na utlmenie devalvačných tlakov (diskrétne obmedzovanie prístupu obchodných bánk k refinančným zdrojom), sa v štruktúre peňažnej zásoby prejavila pokračovaním tendencie k preferencii krátkodobých termínovaných vkladov s vysokými úrokovými výnosmi. S narastaním devalvačných očakávaní zároveň narastal záujem verejnosti o zabezpečovanie hodnoty svojich peňažných zostatkov vo vkladoch v cudzej mene. Po opadnutí devalvačných očakávaní sa záujem verejnosti v prvom polroku 1999 opäť sústredil na realizáciu vysokých úrokových výnosov z termínovaných vkladov s veľmi krátkymi splatnosťami.

Charakteristiky likvidity peňažnej zásoby M2 sa napriek výraznému poklesu hodnoty štandardného ukazovateľa likvidity ($M1/M2$) posilnili, pretože sa zvýšil podiel zložky krátkodobých termínovaných vkladov na celkových termínovaných vkladoch. Zabezpečenie primeranej likvidity bankového sektora sa však realizovalo za cenu rastúcich úrokových nákladov, ktoré sa v priebehu uplynulých dvoch rokov viac ako zdvojnásobili.

Vývoj vnútornej štruktúry peňažnej zásoby na Slovensku od roku 1997 ukazuje, že mikroekonomické súvislosti (zmeny v peňažnom správaní sa subjektov reálnej ekonomiky, ako aj politika obchodných bánk v riadení aktív a pasív, určujúca úroveň trhových úrokových mier) môžu do súhrnného agregátu peňažnej zásoby vniesť rozličné rizikové momenty, nepostrehnuteľné na základnej analytickej úrovni. Preto popri analýze hlavných peňažných agregátov a ich štandardných položiek má pre potreby menovej politiky centrálnej banky nezanedbateľnú informačnú hodnotu aj priebežné sledovanie a vyhodnocovanie vývoja peňažnej zásoby v jej hlbšom časovom a sektorovom priereze.