

NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA

Ing. Zora Komínková, PhD.

**MONETIZÁCIA SLOVENSKEJ EKONOMIKY
A PROBLÉM FINANČNÝCH ŠTRUKTÚR**

(Komparácia so situáciou v eurozóne)

MONETIZÁCIA SLOVENSKEJ EKONOMIKY A PROBLÉM FINANČNÝCH
ŠTRUKTÚR (Komparácia so situáciou v eurozóne)

© Inštitút menových a finančných štúdií NBS

Ing. Zora Komínková, PhD.

Bratislava, júl 2001

Štúdiá bola vypracovaná v rámci širšieho materiálu IMFŠ „Analýza hospodárskeho a menového vývoja SR z pohľadu integrácie SR do EÚ“, ktorý bol v júni 2001 predmetom internej diskusie v NBS.

Názory a stanoviská prezentované v tejto práci nemusia nevyhnutne vyjadrovať názory NBS.

Zhrnutie

Dôležitým aspektom konvergenčného procesu je zblížovanie štruktúrnych a výkonnostných charakteristík peňažného a celého finančného sektora SR s úrovňou v EÚ, ktorú v etalónovej podobe reprezentuje užší priestor eurozóny. Cieľom tohto príspevku je identifikovať základné charakteristiky monetizácie ekonomiky SR a eurozóny s dôrazom na ich rozloženie do časových a sektorových štruktúr. V tejto optike sa analyzovali definičné agregáty peňažnej zásoby, primárne vklady a úvery v SR a eurozóne. Komparácie majú, pravda, iba orientačnú hodnotu.

Základné ukazovatele monetizácie ekonomiky SR (podieľ peňažnej zásoby, vkladov a úverov na HDP) vykazujú v porovnaní s ukazovateľmi eurozóny zreteľne – no pre transformujúcu sa ekonomiku nie dramaticky - nižšie hodnoty. Pre aproximačný proces k EÚ nie je pritom natoľko dôležité dosiahnuť rádovo porovnateľné úrovne, ako identifikovať štruktúrne charakteristiky jednotlivých ukazovateľov, ktoré pomáhajú vysvetliť rozdiely v hodnotách súhrnných ukazovateľov a identifikovať pre SR priaznivé i nepriaznivé faktory žiaduceho procesu ich ďalšieho zblížovania s hodnotami EÚ. Analýza sa sústredila na zmeny v časovej a sektorovej štruktúre peňažnej zásoby M2 v SR s dôrazom na štvorročné obdobie 1997-2000, ktoré bolo výrazne ovplyvnené inverznou úrokovou politikou obchodných bánk uprednostňujúcou vysokými sadzbami vklady s veľmi krátkymi splatnosťami, ako aj vývojom v oblasti výmenného kurzu slovenskej meny ústiacom do zmeny kurzového režimu z fixného na plávajúci. Zreteľné adaptačné zmeny vykázala za dvojročné obdobie fungovania menovej únie aj peňažná zásoba M3 v eurozóne. Vzhľadom na rozdielnosť časovej i produktovej štruktúry definičných agregátov M2 a M3 nebolo možné priamo komparatívne vyhodnotiť duráciu peňažnej zásoby v SR a eurozóne, ktorá je dôležitou kvalitatívnou charakteristikou pre možnosti úverových aktivít obchodných bánk.

V štruktúrnych charakteristikách úverov súkromnému sektoru sú rozdiely medzi SR a EÚ výraznejšie než v oblasti primárnych vkladov. Hlavný rozdiel spočíva v relatívnej vyrovnanosti podielov obyvateľstva a nefinančných organizácií na celkových úveroch v EÚ, zatiaľ čo v SR je tento pomer silne vychýlený v prospech podnikovej sféry. To implikuje pre SR výrazné pôsobenie inflácie ako faktora prerozdelenia bohatstva od obyvateľstva

smerom k podnikovej sfére, kým v EÚ má pôsobenie inflačného faktora na transfer bohatstva zhruba neutrálny charakter.

Vysoké objemy úverov obyvateľstva v eurozóne vytvárajú predovšetkým dlhodobé úvery na bývanie. Podielovo zhruba vyrovnaná pozícia obyvateľstva a podnikovej sféry na celkových úveroch eurozóny je z druhej strany formovaná alternatívnymi možnosťami financovania podnikov na kapitálovom trhu. Analýza štruktúr financovania podnikov v eurozóne ukázala pri pretrvávajúcej prevahe úverových zdrojov relatívne rastúci význam nebankových zdrojov. Pre menovú politiku v eurozóne to má dôležité implikácie najmä vzhľadom na väčšiu citlivosť firiem na pohyby na kapitálových trhoch, na tlak na konkurenčnejšie oceňovanie bankových pôžičiek a vzhľadom na vyššiu citlivosť ekonomiky na efekt bohatstva.

Finančná štruktúra ekonomiky SR je v porovnaní so situáciou v eurozóne extrémne vychýlená v prospech bankových pôžičiek. Absencia cenotvorného konkurenčného trhu s cennými papiermi ponecháva rozhodovanie o úrokových parametroch menovej politiky fakticky výhradne na NBS. Predpokladom vstupu SR do finančných štruktúr EÚ (eurozóny) je preto tak rozvinutie kapitálového trhu, ako aj sfunkčnenie činnosti bankového i reálneho (t. j. najmä podnikového) sektora na úroveň, pri ktorej bude schopný pružnejšie reagovať na hodnotové (kvalitatívne) impulzy menovej politiky centrálnej banky.

Obsah

1. Základné pozície peňažného sektora SR a eurozóny	9
2. Štruktúrne charakteristiky peňažnej zásoby SR.....	11
2.1 Základné peňažné agregáty.....	12
2.2 Časová štruktúra termínovaných vkladov.....	15
2.3 Sektorové charakteristiky.....	18
2.4 Závěry a determinanty budúceho vývoja.....	22
3. K vývoju štruktúrnych charakteristík peňažnej zásoby, vkladov a úverov v eurozóne.....	25
3.1 Definičné vymedzenie.....	25
3.2 Časová a sektorová štruktúra vkladov.....	27
3.3 Časová a sektorová štruktúra úverov.....	28
4. Zdroje financovania podnikov a finančné štruktúry v eurozóne.....	29
4.1 Komparatívny pohľad na eurozónu, USA a Japonsko.....	29
4.2 Dlhové financovanie.....	33
4.3 Financovanie pomocou akcií.....	33
5. Implikácie pre menovú politiku centrálnej banky.....	35
LITERATÚRA.....	40
PRÍLOHY.....	41

1. Základné pozície peňažného sektora SR a eurozóny

Zmenu v pozícii hlavných menových ukazovateľov SR v pomere k HDP medzi rokmi 1993 a 2000 a v eurozóne za roky 1998 (resp. k 1.1.1999) a 2000 sú zhrnuté v tab.1. Sektorové charakteristiky vkladov a úverov ku koncu roka 2000 znázorňuje obr.1.

Tabuľka 1 Pomerové ukazovatele výkonnosti peňažného sektora SR a eurozóny (v % HDP)

Ukazovateľ	SR		Eurozóna	
	1993	2000	1.1.1999	2000
Peňažná zásoba M2 (M3)	64,8	68,5	75,9	79,2
Obeživo	6,4	7,5	5,5	5,4
Vklady obyvateľstva a podnikov¹ spolu	58,3	61,0	80,5	79,8²
Vklady v cudzej mene	7,3	10,6	-	-
Vklady obyvateľstva	35,2	40,7	56,4	52,0
Vklady podnikov	23,1	20,2	24,1	27,8
Úvery podnikom a obyvateľstvu spolu	67,7	46,2	81,2	87,6
Úvery v Sk	65,6	40,6	-	-
Úvery v cudzej mene	2,1	5,7	-	-
Úvery podnikom	63,0	41,3	39,0	41,9
Úvery obyvateľstvu	4,8	4,9	42,2	45,8

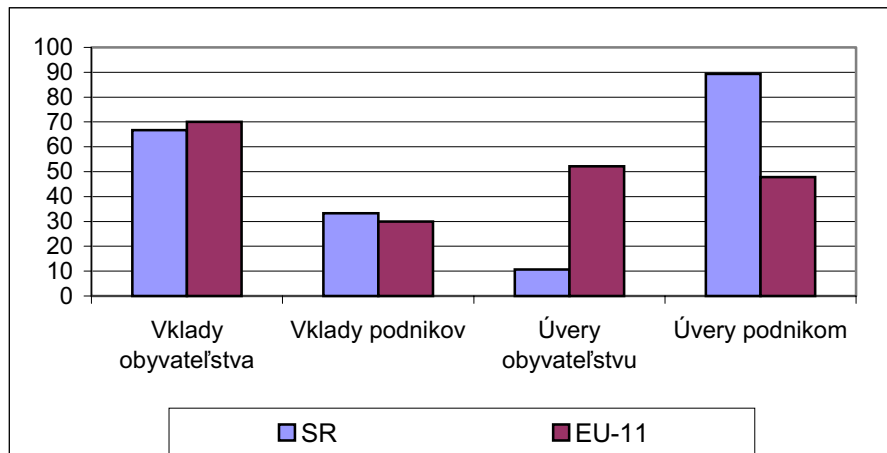
¹ Vrátane vkladov poisťovní a v eurozóne aj vkladov penzijných fondov a iných finančných sprostredkovateľov nezarađených do sektora menovo-finančných inštitúcií; ² celkové vklady súkromného sektora za eurozónu vrátane REPO obchodov a splatností nezahrnutých do peňažného agregátu M3.

Údaje za SR a eurozónu nie sú, pravda, priamo porovnateľné a slúžia skôr na hrubú orientáciu v parametroch monetizácie oboch ekonomických celkov. V oboch prípadoch je zrejmy rastúci trend k monetizácii ekonomiky vyjadrený ukazovateľom podielu definičného agregátu peňažnej zásoby na HDP (s približne 10-bodovým rozdielom v prospech eurozóny). Vyšší podiel ukazovateľa obeživa v SR je vysvetliteľný nižšou kvalitou peňažnej obsluhy, ale zrejme aj vyšším podielom skrytej ekonomiky.

Pozoruhodná je v oboch prípadoch relatívne stabilná pozícia podielu vkladov súkromného sektora na HDP. Pri rádovo 20-bodovej medzere medzi SR a eurozónou je zvýšenie hodnoty tohto ukazovateľa v SR pozitívnym javom. Jeho mierny pokles v eurozóne, spôsobený výhradne znížením podielu vkladov obyvateľstva (pri zvýšení podielu vkladov podnikovej sféry), je zrejme spôsobený rozširovaním atraktívnych alternatívnych možností ukladania voľných zdrojov na kapitálovom trhu. Druhým faktorom, pôsobiacim týmto smerom, však budú aj zmeny v peňažnom správaní obyvateľstva vo vyspelých krajinách, kde trendovo dochádza k znižovaniu záujmu o sporenie a rozširovaní úverových foriem financovania

krátkodobej spotreby i dlhodobých potrieb. Odzrkadľuje to napokon aj výrazné zvýšenie podielu úverov na HDP eurozóny, ku ktorému prispelo tak obyvateľstvo, ako aj podniky.

Obr.1 Sektorová štruktúra vkladov a úverov SR a eurozóny (v % na celkových objemoch)



Korektnosť priamej komparácie úrovni monetizácie ekonomiky SR a ekonomiky eurozóny pomocou pomerových ukazovateľov vo vzťahu k HDP značne relativizuje rozdielny obsah definičných agregátov peňažnej zásoby v SR a eurozóne. Nejde tu iba o rozdiel v označení M2 a M3, z ktorého intuitívne vyplýva širšia produktová štruktúra agregátu M3, používaného Európskou centrálnou bankou. Sú to aj rozdiely v časovej štruktúre produktov zahrnutých do definičných agregátov M2 a M3, kde naopak slovenské M2 je podstatne širšie než euroagregát M3. Táto rozdielnosť v produktovej a časovej štruktúre oboch agregátov neumožňuje komparatívne vyhodnotiť jednu - z hľadiska možnosti zabezpečenia primerane bezpečných primárnych zdrojov pre úverové aktivity obchodných bánk - mimoriadne dôležitú vlastnosť peňažnej zásoby, ktorou je jej durácia.¹

Nízka hodnota ukazovateľa úverov obyvateľstvu v SR je vôbec najmarkantnejším rozdielom v peňažných štruktúrach SR a eurozóny. Jeho hodnota sa v SR bude bezpochyby v budúcnosti zvyšovať, je však možné predpokladať, že rádovo sa bude aj dlhodobejšie udržiavať na nižšej úrovni než v eurozóne – napokon predovšetkým preto, lebo ani „dobehnutie“ temer 20-bodovej medzery v hodnote pomerového ukazovateľa vkladov na HDP nie je reálne v krátkodobom horizonte.

Podiel úverovej angažovanosti voči podnikovej sfére v roku 2000 síce v SR a eurozóne dosiahol temer identickú hodnotu, paradoxne by však akýkoľvek pozitívny záver pre SR, stavaný na tejto zhode, bol zrejme najmäťúcejší. V porovnaní s rokom 1993 o tretinu nižší

¹ K vyhodnoteniu peňažnej zásoby z hľadiska jej durácie sme zatiaľ, vzhľadom na dodatočné komplikácie, nepristúpili ani v individuálnych prípadoch SR a eurozóny.

podiel úverov podnikom v roku 2000 je jednak odrazom celkovej situácie v bankovom sektore SR a jeho všeobecne nízkej úverovej aktivity v posledných rokoch, ako aj ukončenia činnosti niekoľkých bánk, najmä však výsledkom predprivatizačnej reštrukturalizácie úverového portfólia najväčších bánk a prevodu „zlých“ úverov do Konsolidačnej banky a Slovenskej konsolidačnej, a. s. Na druhej strane opticky relatívne nízky podiel úverov podnikovému sektoru v eurozóne (aj pri jeho zvýšení temer o 3 body od vzniku EMÚ) nehovorí o nedostatku úverových zdrojov pre podniky, ale o rozvinutých možnostiach financovania podnikov na kapitálovom trhu.

Rozdiely v podieloch sektora obyvateľstva a sektora podnikov na vkladoch a úveroch v SR a eurozóne indikujú dôležitú informáciu o transferoch bohatstva medzi podnikmi a domácnosťami, ktoré sa bežne spájajú s pôsobením inflácie. V eurozóne je vzťah „veriteľ-dlžník“ podstatne vyrovnanejší než na Slovensku. Úverový pomer je tu relatívne vyrovnaný, resp. mierne výhodnejší v prospech obyvateľstva, pričom v rámci vkladov je zase pomer menej vychýlený v prospech obyvateľstva. Transfer bohatstva v prípade inflácie tu bude zrejme pôsobiť iba minimálne. Na Slovensku je pozícia obyvateľstva v oboch položkách nevýhodnejšia. Osobitne v oblasti úverov mimoriadne vychýlenie ich podielu v prospech podnikovej sféry je jednoznačným kanálom transferu bohatstva od obyvateľstva k podnikom. Nepôsobí tu iba „štandardný“ inflačný faktor,² ale aj vysoké objemy nesplácaných podnikových úverov materializované v rôznych formách bohatstva podnikovej sféry.

2. Štruktúrne charakteristiky peňažnej zásoby SR

Napriek tomu, že pre terajšiu menovú politiku NBS peňažná zásoba nie je veličinou s funkciou menovej kotvy, ako to bolo v rámci menovej stratégie založenej na cílení tempa rastu M2 (ako medzicielea na dosiahnutie určitej miery inflácie), peňažné agregáty a

² Platnosť tejto elementárnej poučky o prerozdelení efektu inflácie na bohatstvo medzi veriteľmi a dlžníkmi môžu do istej miery korigovať výnosové parametre (výška úrokových sadzieb) z rozličných foriem bohatstva. Pokiaľ však uvažujeme v rovine „istinných“ zostatkov vkladov a úverov (resp. nesplatenými úvermi krytého novonadobudnutého bohatstva v rozličných podobách reálnych statkov), je transfer bohatstva od obyvateľstva k podnikom spôsobený infláciou pri daných sektorových štruktúrach vkladov a úverov na Slovensku zjavný. Jeho intenzitu pritom zvyšuje skutočnosť, že značná časť vykazovaných nesplatených podnikových úverov predstavuje nedobytné – a teda reálne nesplateľné záväzky (pričom je irelevantné či voči obchodným bankám alebo – po postúpení v rámci reštrukturalizácie ich úverových portfólií - voči konsolidačným inštitúciám). Ak pohľad rozšírime aj na výnosové, resp. nákladové parametre vkladov a úverov, situácia vyzneje opäť v neprospech obyvateľstva. Zatiaľ čo úroky z primárnych vkladov podliehajú zdaneniu (a teda, pri danom rozdelení vkladov viac stráca sektor obyvateľstva), úroky z úverov si podniky zarátajú do nákladov (čiže k transferu bohatstva nedochádza), ale jednotlivec túto možnosť nemá.

subagregáty naďalej zostávajú dôležitým informačným zdrojom o charaktere peňažných procesov v ekonomike. Zo sledovania vývoja jej časovej a sektorovej štruktúry dostávame množstvo informácií o peňažnom správaní ekonomických subjektov a ich reakciách na vonkajšie menové i nemenové impulzy, ktoré sa odzrkalujú v zmenách vo vnútorných štruktúrach súhrnného agregátu peňažnej zásoby a spätne determinujú stabilitu a podmienky fungovania peňažného sektora. „Kvalita“ peňažných zostatkov vytvárajúcich peňažnú zásobu v ekonomike SR - v zmysle časovej štruktúry agregátu M2 – determinuje jej duráciu, ktorá v konečnom dôsledku predurčuje možnosti úverových aktivít obchodných bánk.

Dynamika a vnútorné štruktúry agregátu M2 mali na Slovensku v uplynulých 4 rokoch 1997-2000 značne nerovnomerný vývoj, zapríčinený viacerými skutočnosťami, predovšetkým však

- od roku 1997 inverznou úrokovou politikou obchodných bánk uprednostňujúcou vysokými sadzbami krátkodobé termínované vklady na obstarávanie si dodatočnej likvidity v neistých podmienkach medzibankového trhu
- v roku 1998 devalvačnými očakávaniami verejnosti, tlakom na výmenný kurz, jeho depreciáciou a následnou zmenou kurzového režimu z fixného na plávajúci.

2.1 Základné peňažné agregáty³

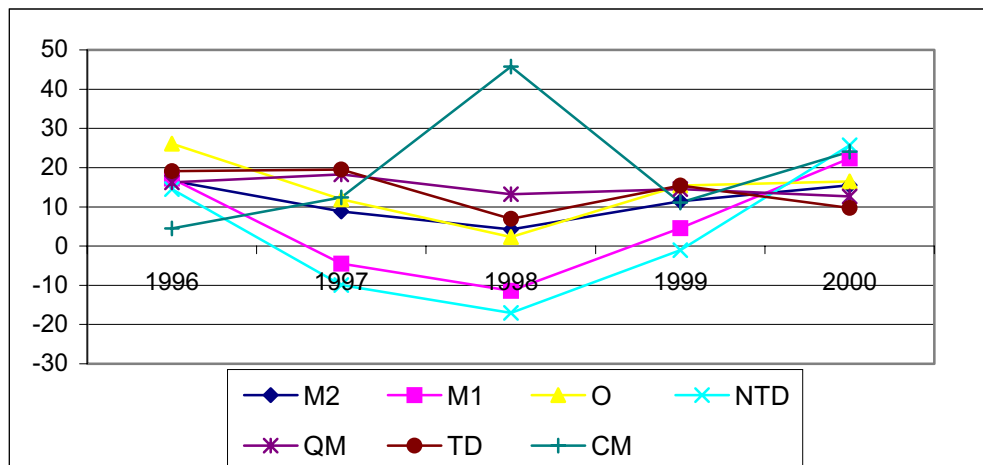
Pri značne nerovnomernej medziročnej dynamike súhrnného agregátu M2, zlomový význam roku 1998 pre rastovú dynamiku jednotlivých agregátov je ilustratívny (obr.2). V tomto roku vrcholila kumulácia vplyvov expanzívnej fiškálnej politiky a rastúcich devalvačných očakávaní na podmienky likvidity v bankovom sektore.

Prepad agregátu M1, spôsobený ďalším medziročným výrazným poklesom netermínovaných vkladov (NTD) a utlmením rastu obeživa (O), odzrkadľoval najmä postupujúce sťahovanie týchto najlikvidnejších zdrojov do neporovnateľne výnosnejších krátkodobých termínovaných vkladov (TD) (teda do agregátu QM). Na druhej strane, mimoriadne prudký medziročný nárast vkladov v cudzej mene (CM) bol výsledkom klesajúcej dôvery v slovenskú menu v rámci devalvačných očakávaní, ako aj dodatočného nominálneho zhodnotenia korunového ekvivalentu týchto vkladov v dôsledku depreciácie kurzu SKK po opustení fixného kurzového

³ Pokiaľ nie je v texte uvedené inak, údaje o peňažnej zásobe v SR sú prezentované v bežnom výmennom kurze.

režimu a prechode na plávajúci kurz. Okrem týchto menových a psychologických faktorov k rastu devízových vkladov prispeli ďalšie liberalizačné kroky v devízovom režime obsiahnuté v novele devízového zákona z februára 1998.⁴ Význam efektu depreciácie výmenného kurzu na vývoj vkladov v cudzej mene ukazuje obr. 3, ktorý znázorňuje ich dynamiku v bežnom kurze a vo fixnom kurze (s použitím fixného kurzu k 1. 1. 1993).

Obr.2 Dynamika agregátu M2 a jeho jednotlivých zložiek (medziročné zmeny v %)



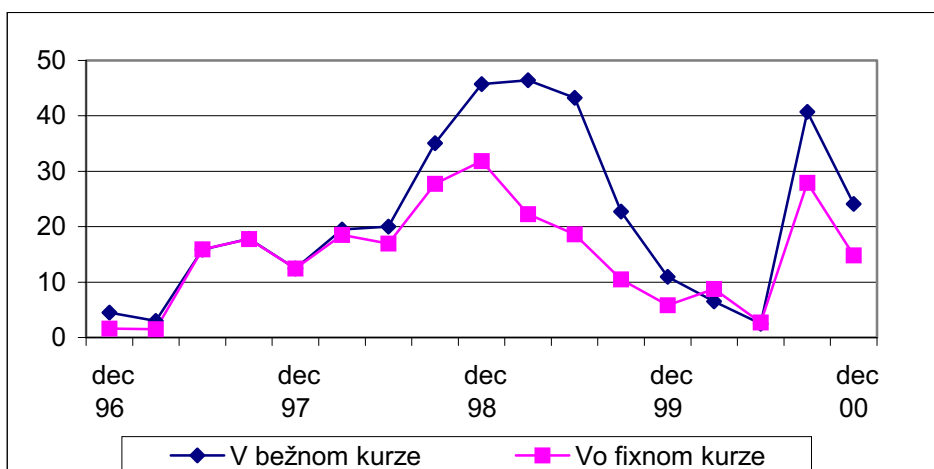
Dôvody, vedúce k preferencii vkladov v cudzej mene v roku 1998, v tomto roku značne spomalili dynamiku korunových TD, zároveň však viedli k udržaniu vysokého tempa rastu agregátu QM. Je zjavné, že tento agregát mal v celom období najrovnomernejšiu rastovú dynamiku, hoci v impulzoch, motivujúcich ukladanie voľných peňažných zdrojov do jeho jednotlivých položiek, sa prechodne presadil pred rýchlym úrokovým výnosom z korunových vkladov opatrnosť faktor a očakávaný kurzový výnos z vkladov v cudzej mene.

V rokoch 1999-2000 došlo k zásadnej zmene trendu vo vývoji netermínovaných vkladov, ktorá nastala po postupnom upokojovaní situácie na peňažnom trhu, poklese sadzieb BRIBOR a následnom znižovaní úrokových sadzieb z krátkodobých primárnych vkladov. Po predchádzajúcom hlbokom prepade NTD, dosiahli tieto vklady v roku 2000 spomedzi všetkých základných zložiek M2 najvyšší prírastok a do výrazne rastovej polohy dostali aj celý agregát M1. Druhý najvýraznejší medziročný prírastok zaznamenali v tomto roku vklady v cudzej mene.⁵

⁴ Novela vstúpila do platnosti 1. apríla 1998. V daných súvislostiach ide najmä o zrušenie ponukovej povinnosti tuzemským právnickým osobám a o zrušenie limitu na nákup cudzej meny v hotovosti tuzemcami.

⁵ Zdrojom nárazového zvýšenia, sústredeného do 3. štvrťroka, boli prostriedky získané z predaja Slovenských telekomunikácií zahraničnému investorovi v auguste. Ďalší značný prírastok v septembri bol spôsobený kumuláciou jednotlivých ťažko identifikovateľných menových, ekonomických i mimoekonomických faktorov (depreciácia výmenného kurzu SKK voči USD a EUR, očakávanie späté s referendom a pravdepodobne aj konverzia korunových zdrojov na zabezpečenie potravinárskeho dovozu vzhľadom na domácu neúrodu obilnín).

Obr.3 Dynamika vkladov v cudzej mene (štvrťročne, medziročné zmeny v %)



Procesy a podnety, ktoré v priebehu rokov 1997-2000 vplývali na vývoj jednotlivých zložiek peňažnej zásoby, značne pozmenili vnútornú štruktúru súhrnného agregátu M2 (tab.2).

Tabuľka 2 Štruktúra peňažnej zásoby SR (v % na M2)

	1996	1997	1998	1999	2000
Obeživo	10,4	10,7	10,5	10,9	11,0
Netermínované vklady	31,3	25,9	20,6	18,3	19,9
M1	41,7	36,6	31,1	29,2	30,9
Termínované vklady	48,3	53,0	54,4	56,3	53,5
Vklady v cudzej mene	10,0	10,4	14,5	14,5	15,5
Kvázipeniaze (QM)	58,3	63,4	68,9	70,8	69,0

Hlavnú zmenu možno charakterizovať znížením/zvýšením podielu M1/QM na M2 rádovo o 10%-ných bodov. Najväčší posun v prospech QM bol zaznamenaný v roku 1999, v roku 2000 v dôsledku výrazného zníženia podielu termínovaných vkladov sa podiel QM na M2 znížil a podiely agregátov M1 a QM sa vyrovnali zhruba úrovni z roku 1998. Doplňujúce informácie o zmenách v štruktúre M1 a QM obsahujú tab. 3 a 4. Dôvody zmien v štruktúre QM vyplývajú z predchádzajúceho textu. K vývoju M1 a jeho štruktúry je potrebné uviesť, že pri relatívne stálom podiele obeživa na M2 dochádzalo v období vysokých úrokových sadzieb z veľmi krátkodobých TD k zjavnej racionalizácii v jeho používaní. Výrazné zvýšenie podielu obeživa na M1 v roku 1999 nezodpovedá jeho vývoju v priebehu roka. Rozhodujúca časť ročného prírastku obeživa sa realizovala v decembri, v súvislosti so zabezpečením sa proti prípadným ťažkostiam počítačových systémov pri prechode na nové milénium (faktor Y2K).

Tabuľka 3 Štruktúra agregátu M1 (v % na M1)

	1996	1997	1998	1999	2000
Obeživo	25,0	29,3	33,8	37,4	35,6
Netermínované vklady	75,0	70,7	66,2	62,6	64,4

Tabuľka 4 Štruktúra agregátu kvázipeniaze (v % na QM)

	1996	1997	1998	1999	2000
Termínované vklady	82,8	83,6	79,0	79,6	77,5
Vklady v cudzej mene	17,2	16,4	21,0	20,4	22,5

2.2 Časová štruktúra termínovaných vkladov

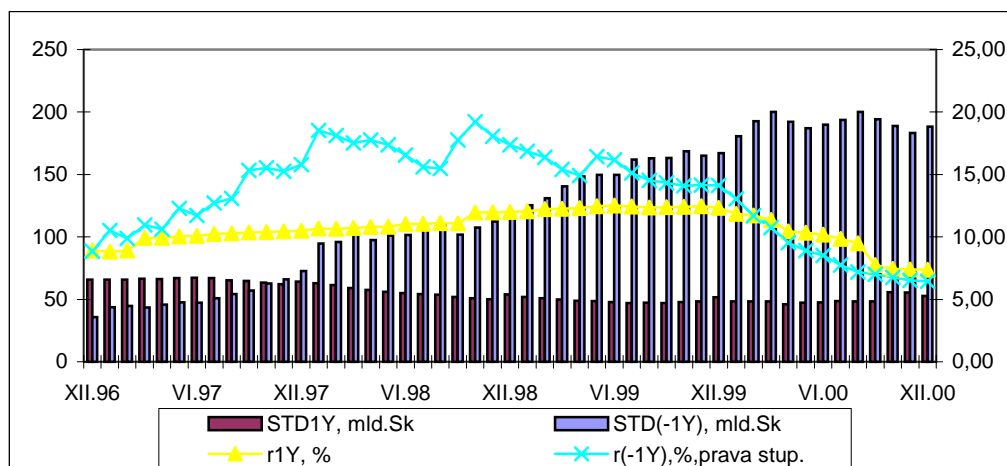
Vysoké prírastky termínovaných vkladov (TD) v uplynulých rokoch sa dosahovali najmä vďaka atraktívnym úrokovým sadzbám z veľmi krátkodobých TD (všetky splatnosti do 9 mesiacov), ktoré od roku 1997 spôsobili výrazné zmeny v časovej štruktúre TD v prospech týchto vkladov. V roku 1999 sa úrokové sadzby začali znižovať a v roku 2000 sa sadzby zo všetkých krátkych splatností (okrem 9 mesiacov) dostali v priemere pod úroveň „etalónovej“ splatnosti do 1 roka (obr. 4).⁶ Celkový objem krátkodobých termínovaných vkladov sa však aj v tomto roku medziročne zvýšil, zatiaľ čo strednodobé a dlhodobé vklady zostali rádovo na úrovni roka 1999 (obr. 5). Podiel krátkodobých TD na celkovom objeme TD sa tak zvýšil z 51 % z konca roka 1996 na 75 % v roku 2000, pri podstatnom zmenšení podielu strednodobých a relatívne stálom podiele dlhodobých TD.

Vývoj krátkodobých TD v rokoch 1997-2000 bol charakteristický najmä permanentným znižovaním absolútnych objemov vkladov do 1 roka, t. j. vkladov s najdlhšou splatnosťou v rámci tejto skupiny vkladov. Nekonkurenčné úrokové sadzby z vkladov do 1 roka spôsobili, že v priebehu sledovaného obdobia sa ich takmer dvojtretinový podiel na celkových krátkodobých TD z roku 1997 znížil na niečo vyše jednej pätiny. Pritom s výnimkou medziobdobia skokovitého nárastu indexu spotrebiteľských cien (CPI), spôsobeného dereguláciami administratívne riadených cien a zmenami nepriamych daní, aj tieto vklady

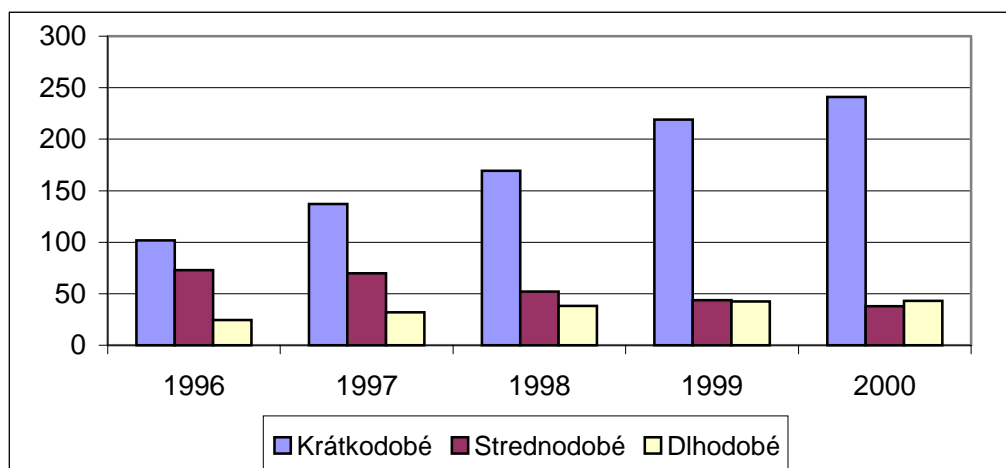
⁶ Do znižovania klientskych úrokových sadzieb (z vkladov aj úverov) sa okrem stabilizácie peňažného trhu a celkového zlepšenia menového prostredia pozitívne premietol aj efekt uskutočnenej reštrukturalizácie úverového portfólia najohrozenejších bánk a utlmenie vedúceho vplyvu najväčších bánk na úroveň úrokových sadzieb.

prinášali reálny úrokový výnos (meraný rozdielom medzi priemernou úrokovou mierou z vkladov do 1 roka $rDIY$ a CPI príslušného mesiaca o rok neskôr $CPI+1y$) (obr. 6).⁷

Obr. 4 Vývoj krátkodobých termínovaných vkladov a priemerných úrokových mier



Obr. 5 Vývoj hlavných zložiek termínovaných vkladov (v mld. Sk k ultimu roka)



Tabuľka 5 obsahuje súhrnnú informáciu o vývoji objemov a štruktúry krátkodobých TD z jednotlivých štandardne vykazovaných splatností. Pre rok 1999 a prvú polovicu roka 2000 bolo charakteristické, že pri ďalšom znížení podielu vkladov do 1 roka sa pri všeobecnom znižovaní úrokových sadzieb naďalej posilňovali podiely všetkých krátkych splatností. K istej zmene došlo až v druhom polroku, najmä však v posledných mesiacoch roka 2000, keď sa pomerne výrazne zvýšil objem vkladov do 1 roka a na druhej strane poklesli vklady s najkratšou splatnosťou do 7 dní.

⁷ Pokiaľ by sme reálny úrokový výnos merali na údajoch rovnakého obdobia, čiže bez posunu CPI o 1 rok dozadu, bol by reálny úrokový výnos z vkladov do 1 roka záporný od polovice roka 1999 s výnimkou júla a augusta roku 2000. Takéto meranie je však diskutabilné.

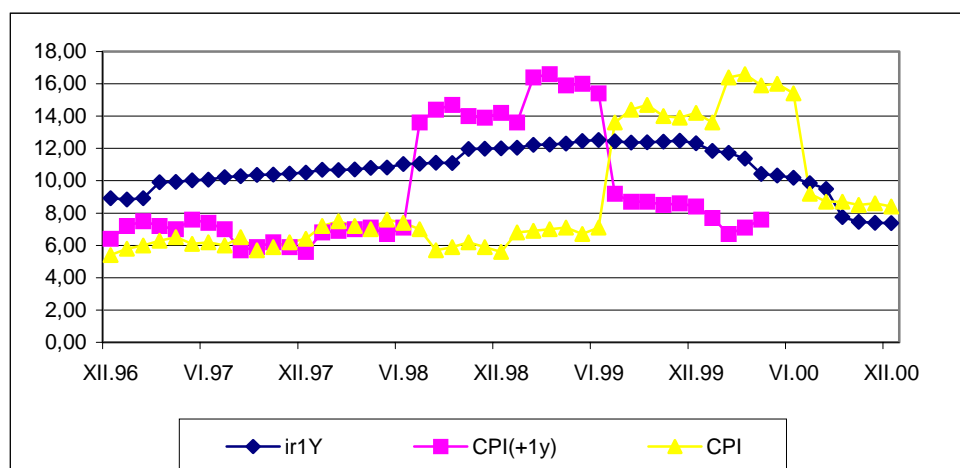
Tabuľka 5: Vývoj objemov a štruktúry krátkodobých termínovaných vkladov

	do 7 dní		do 1 mes.		do 3 mes.		do 6 mes.		do 9 mes.		do 1 roka	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
Dec. 1996	0,8	0,8	16,5	16,8	9,7	9,9	7,7	7,8	0,6	0,6	64,7	65,9
Jún 1997	7,2	8,2	17,3	19,8	6,2	7,2	10,1	11,6	0,5	0,6	58,7	67,2
Dec. 1997	6,0	8,3	34,4	47,2	7,5	10,3	4,8	6,6	0,3	0,5	46,9	64,3
Jún 1998	9,1	14,2	34,1	53,3	15,9	24,8	5,4	8,5	0,4	0,7	35,1	54,9
Dec. 1998	9,1	15,3	35,9	60,8	16,7	28,4	5,3	8,9	1,2	2,0	31,8	53,9
Jún 1999	16,2	32,0	32,3	63,8	18,7	37,0	7,0	13,7	1,7	3,3	24,2	47,8
Dec. 1999	12,2	26,8	30,1	66,0	23,6	51,7	9,3	20,2	1,1	2,4	23,7	51,8
Jún 2000	12,2	29,1	32,6	77,4	24,3	57,8	9,4	22,3	1,4	3,3	20,0	47,5
Dec. 2000	10,9	26,3	32,4	78,2	24,8	59,7	8,5	20,6	1,5	3,6	21,9	52,8

(1) Podiely na krátkodobých termínovaných vkladoch v %; (2) objem v mld. Sk.

Zdroj: V(NBS)11-12: Mesačný výkaz o objeme vkladov a výške priemerných úrokových mier. Do údajov na základe vlastných prepočtov sú zahrnuté iba vklady obyvateľstva a podnikov .

Obr. 6 Reálny úrokový výnos z vkladov do 1 roka



V medziročnom porovnaní 2000/1999 sa objemy vkladov so všetkými splatnosťami (okrem do 7 dní) zvýšili, pri výraznej koncentrácii prírastkov v splatnostiach do 1 mesiaca a do 3 mesiacov. V týchto dvoch splatnostiach sa v polovici roka 1998 sústreďovala presne polovica krátkodobých termínovaných vkladov a do konca roka 2000 sa tento podiel neustále posilňoval na zaznamenaných 57 %. Je zrejmé, že aj napriek poklesu úrokových sadzieb, operatívnosť, resp. vysoká likvidnosť týchto vkladov je faktorom ich pretrvávajúcej atraktivity pre vkladateľov. Vytvorený návyk na tento druh peňažného správania pritom môže pretrvávajúť aj dlhodobejšie, kým sa nevytvoria rádovo bezpečnejšie predpoklady - nielen výnosového a ekonomického, ale aj inštitucionálneho charakteru (napr. stanovenie presvedčivejších podmienok zákona o ochrane vkladov) - na preferenciu dlhodobejších foriem ukladania peňazí.

O mimoriadnej – a v sledovanom období 1997-2000 neustále rastúcej – vychýlenosti časovej štruktúry peňažnej zásoby SR v prospech krátkych splatností primárnych vkladov svedčí skutočnosť, že celkový objem netermínovaných a krátkodobých termínovaných vkladov (do 1 roka) v roku 2000 vytváral 82 % všetkých korunových vkladov (v roku 1997 to bolo 71 %). Podiel krátkodobej korunovej likvidity (obeživa, netermínovaných a krátkodobých termínovaných vkladov) na M2 ku koncu roka 2000 predstavoval 71 % (v roku 1997 to bolo 67 %) a jej podiel na celkovej korunovej zložke M2 (M2 s vylúčením vkladov v cudzej mene) dosiahol 84 % (oproti 75 % v roku 1997). Aj bez presného výpočtu durácie peňažnej zásoby M2 je zrejmé, že jej parametre sa výrazne zhoršili. V súvislosti s potrebou zabezpečenia spoľahlivých primárnych zdrojov na oživenie úverových aktivít obchodných bánk je terajší stav zjavne nevyhovujúci. Vzniká preto otázka, či – a do akej miery – by bolo možné povzbudiť záujem obchodných bánk o prijímanie dlhodobějších primárnych vkladov preferenčnými regulačnými opatreniami zo strany NBS – napr. v oblasti tvorby povinných minimálnych rezerv stanovením nulovej alebo iba symbolickej sadzby.

2.3 Sektorové charakteristiky

Údaje o vývoji sektorovej štruktúry hlavných skupín vkladov poskytuje tab. 6. Hlavnou charakteristikou zmien v sektorovej štruktúre vkladov v priebehu sledovaného obdobia 1997-2000, bolo výrazné posilnenie podielu vkladov obyvateľstva na netermínovaných a termínovaných korunových vkladoch. Na druhej strane, ešte zreteľnejšie sa zvýšil podiel vkladov podnikov na vkladoch v cudzej mene. V sektorovej štruktúre celkových vkladov sa taktiež zvýšil podiel vkladov obyvateľstva, ktorý ku koncu roka 2000 dosiahol 66,7 %.

Tabuľka 6 Sektorová štruktúra vkladov (k ultimu roka v % na jednotlivých položkách)

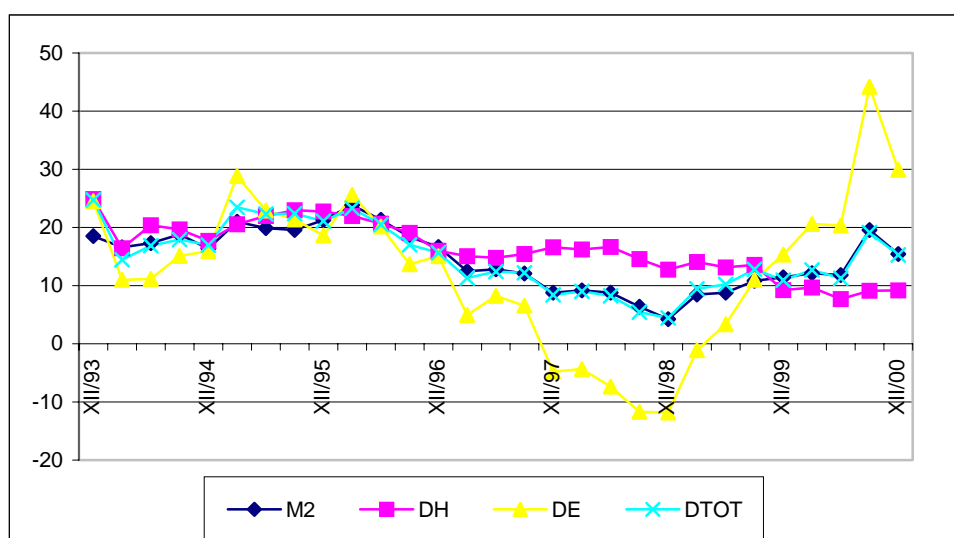
	Vklady spolu		Netermínované		Termínované		V cudzej mene	
	Obyvateľ- stvo	Podniky	Obyvateľ- stvo	Podniky	Obyvateľ- stvo	Podniky	Obyvateľ- stvo	Podniky
1996	61,7	38,2	35,4	64,6	73,8	26,2	85,9	14,1
1997	66,4	33,6	39,4	60,6	76,0	24,0	84,3	15,7
1998	71,6	28,4	42,7	57,3	82,3	17,7	72,4	27,6
1999	70,5	29,5	42,0	58,0	80,4	19,6	68,1	31,9
2000	66,7	33,3	44,9	55,1	76,7	23,3	60,1	39,9

Súhrnný obraz o vplyve sektorovej štruktúry vkladov na dynamiku celkových vkladov a agregátu M2 (so započítaním podielov obyvateľstva a podnikov na obežive v pomere 2/3 a 1/3) dáva obr. 7. Keďže vklady obyvateľstva (DH) majú rozhodujúci podiel na celkových vkladoch (DTOT), tempo rastu M2 a jeho základný vývojový trend determinujú vklady

obyvateľstva (DH). Vklady podnikovej sféry (DE) na druhej strane môžu výrazne ovplyvniť krátkodobé charakteristiky vývoja, ale aj celkom pozmeniť trendovú dynamiku M2.

Vplyvy peňažného správania podnikového sektora na tempo rastu M2 sa výrazne presadzovali práve od roku 1997. Hlboký prepád vkladov podnikov v roku 1998 bol zjavným dôvodom výrazného poklesu tempa rastu M2, v roku 1999 naopak k jeho zrýchleniu jasne prispela obnova vkladov podnikov. Zreteľný krátkodobý efekt vkladov podnikov (ktorého pôvod bol v rámci vkladov v cudzej mene) na M2 sa prejavil aj v 3. štvrtroku 2000.

Obr. 7 Vplyv sektorovej štruktúry vkladov na dynamiku M2 (štvrt'ročne, medziročné zmeny v %)



Sektorové charakteristiky pohybov v časovej štruktúre TD v prospech krátkodobých TD vyvolaných vysokými úrokovými sadzbami z vkladov s najkratšími splatnosťami sú uvedené v tab.7. Dominujúci a rastúci podiel obyvateľstva na všetkých skupinách TD je zrejмый.

Tabuľka 7 Vývoj sektorovej štruktúry termínovaných vkladov

	Krátkodobé		Strednodobé		Dlhodobé	
	Obyvateľstvo	Podniky	Obyvateľstvo	Podniky	Obyvateľstvo	Podniky
1996	64,6	35,4	80,3	19,7	94,9	5,1
1997	68,3	31,7	82,3	17,7	97,0	3,0
1998	76,0	24,0	86,0	14,0	99,1	0,9
1999	73,0	27,0	83,2	16,8	98,8	1,2
2000	71,3	28,7	92,5	7,5	99,8	0,2

K najvýraznejším zmenám v sektorových štruktúrach TD došlo v skupine krátkodobých vkladov, a to osobitne pri vkladoch so splatnosťami nižšími než 1 rok, pri ktorých prudko vzrástol podiel vkladov obyvateľstva (tab.8). Dynamiku tohto vývoja ilustruje obr. 8, ktorý na mesačných údajoch znázorňuje medziročné prírastky najkratších splatností TD v členení na

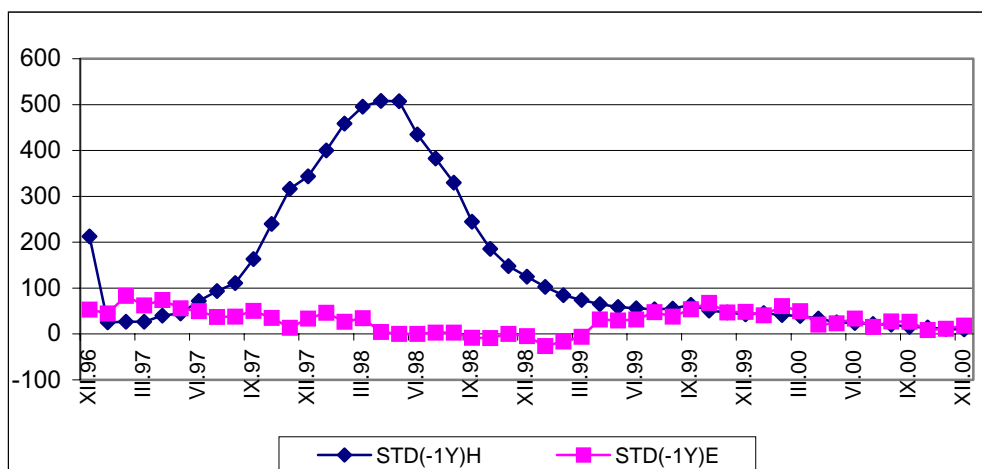
obyvateľstvo (H) a podniky (E). Vzorka obsahuje splatnosti do 7 dní, 1 mesiaca, 3 mesiacov, 6 mesiacov a 9 mesiacov, teda krátkodobé TD znížené o vklady do 1 roka (STD-1Y). Okrem enormne prudkého tempa rastu týchto vkladov v sektore obyvateľstva do polovice roka 1998, ktoré, pravda, významne súvisí aj s veľmi nízkou východiskovou základňou, priebeh kriviek dobre ilustruje následne rastúce devalvačné očakávania, ktoré presunuli záujem verejnosti na vklady v cudzej mene, čo sa u obyvateľstva prejavilo v poklese tempa rastu týchto korunových vkladov a v podnikovej sfére k ich absolútnym úbytkom.

Tabuľka 8 Vývoj krátkodobých termínovaných vkladov obyvateľstva

	Do 7 dní		Do 1 mesiaca		Do 3 mesiacov		Do 6 mesiacov		Do 9 mesiacov		Do 1 roka	
	Mld. Sk	% na STD ¹	Mld. Sk	% na STD	Mld. Sk	% na STD	Mld. Sk	% na STD	Mld. Sk	% na STD	Mld. Sk	% na STD
1996	0,1	11,4	0,8	4,6	2,7	27,4	4,4	55,7	0,1	10,0	57,8	87,7
1997	3,1	37,3	21,9	46,5	5,4	52,4	4,8	72,7	0,2	46,8	58,2	90,6
1998	8,7	56,7	42,4	69,7	21,9	77,1	6,0	67,8	0,7	36,0	49,0	91,0
1999	16,6	61,8	45,4	68,8	35,5	68,6	14,8	73,2	1,8	73,9	45,7	88,3
2000	13,2	50,1	47,2	60,3	44,2	73,9	17,8	86,3	3,2	90,3	46,5	88,2

¹ Udáva podiel vkladov obyvateľstva na príslušnej splatnosti.

Obr.8 Dynamika najkratších splatností termínovaných vkladov (štvrt'ročne, medziročné zmeny v %)

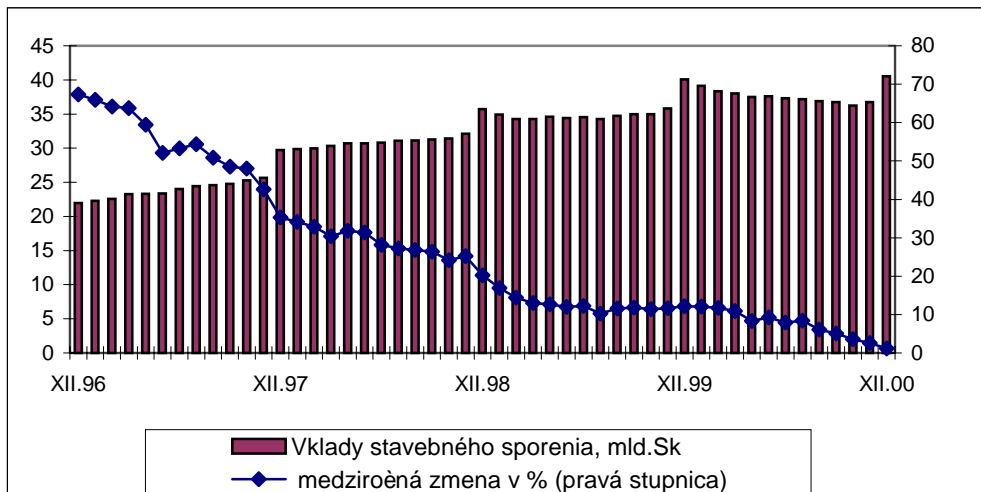


Strednodobé a dlhodobé vklady pozostávajú temer výhradne z vkladov obyvateľstva, čo je dané najmä odlišnými motiváciami pre dlhodobejšiu držbu peňažných zostatkov u obyvateľstva a podnikovej sféry súvisiacimi v konečnom dôsledku s možnosťami alternatívneho financovania dlhodobých a/alebo rozvojových potrieb. Podniky na tieto účely využívajú spravidla úverové financovanie⁸, obyvateľstvo je u nás zatiaľ odkázané prevažne na vlastné úspory.

⁸ A v štandardných podmienkach aj nebankové financovanie na kapitálovom trhu, čo, pravda, nie je aktuálna situácia v SR.

Skupina strednodobých termínovaných vkladov (s výpovednou lehotou od 18 mesiacov do 5 rokov), ktoré majú v podstate všeobecne úsporový charakter, značne utrpela inverznou úrokovou politikou orientovanou na krátkodobé TD a ku koncu roka 2000 jej podiel na celkových TD bol najmenší (necelých 12 %).

Obr.9 Vývoj vkladov stavebného sporenia



Na dlhodobých termínovaných vkladoch má temer 100%-ný podiel obyvateľstvo. Dlhodobé vklady obyvateľstva, pravda, temer výlučne (rádovo na úrovni 95 %) pozostávajú z vkladov stavebného sporenia (obr.9). Dynamika týchto vkladov sa neriadila atraktivitou ich úročenia, ale dvoma zvýhodiarmi netrhového charakteru – poskytovanou štátnou prémieou a možnosťou prístupu k cenovo (úrokovovo) zvýhodnenému medziúveru, ktoré osobitne v sledovanom období 1997-2000 vytvárali pre stavebné sporenie mimoriadne priaznivé podmienky. Bolo to jednak preto, lebo fakticky nejstvovali alternatívne možnosti financovania bývania, jednak preto, lebo vzhľadom na vysokú úroveň úrokových sadziieb zo štandardne ponúkaných porovnateľných typov úverov bola úroková sadzba z úveru v rámci stavebného sporenia (6 %) veľmi nízka, a napokon aj preto, že získať bežný úver bola fakticky nedostupná záležitosť.

2.4 Závěry a determinanty budoucího vývoje

Dôležitým aspektom pri posudzovaní charakteristík peňažnej zásoby z hľadiska časového rozlíšenia v nej sústredených peňažných zostatkov je samotné definičné vymedzenie súhrnného agregátu. V konečnom dôsledku, keďže obsah agregátu M1, zahŕňajúceho najlikvidnejšie zložky peňazí (obeživo a netermínované vklady) je (aj v medzinárodných porovnaníach) štandardizovaný, ide najmä o obsahovú náplň agregátov kvázipeňazí QM, zahŕňajúcich peňažné zostatky, ktorých premena na priamo likvidné hotovostné peniaze je obmedzená časovou viazanosťou (výpovednou lehotou, dátumom splatnosti) a v prípade vkladov v cudzej mene aj nákladmi na ich konverziu do domácej meny.

Definícia QM v SR zahŕňa všetky druhy a splatnosti korunových termínovaných vkladov, ako aj vklady v cudzej mene. Z hľadiska časového rozlíšenia je štruktúra tohto agregátu veľmi široká – od najkratších splatností (do 7 dní) až po dlhodobé vklady, t.j. vklady s výpovednou lehotou nad 5 rokov. Vzhľadom na túto nehomogénosť potom postupy, ciele, určené na prilákanie určitej skupiny vkladov, môžu výrazne pozmeniť vnútornú štruktúru celého agregátu QM. Nejde tu iba o efekty inverznej úrokovej politiky obchodných bánk. Je to napríklad aj systém stavebného sporenia, vedeného v skupine dlhodobých TD. Zmena podmienok (výška prémie, výška úrokovej sadzby z úveru) stavebného sporenia zjavne môže ovplyvniť jeho dynamiku, ktorá následne pozmení pozíciu dlhodobých vkladov. Podobné efekty môžu vzniknúť z ponuky alternatívnych možností financovania krátkodobých i dlhodobých potrieb.

Môžeme napríklad očakávať, že s rozvojom hypotekárneho financovania bude dochádzať k relatívnemu a pravdepodobne aj absolútnemu poklesu záujmu obyvateľstva o stavebné sporenie, čo sa môže odzrkadliť na spomalení (alebo až zmene) dynamiky dlhodobých vkladov obyvateľstva. Ako vidno z obr. 9, náznaky tohto procesu už ilustruje vývoj z roku 1999 a najmä 2000, keď sa tempo rastu vkladov stavebného sporenia utlmilo do konca roka temer na nulu. Na ďalšie znižovanie rastovej dynamiky vkladov stavebného sporenia bude bezpochyby pôsobiť nielen rozširujúca sa ponuka možností hypotekárneho financovania bývania, ale aj menšia úroková marža medzi sadzbou z úveru viazaného na stavebné sporenie a sadzbou z porovnateľného úveru bežného typu. Rovnaký efekt by malo aj ďalšie zníženie štátnej prémie, ktoré sa navrhuje v rámci prác na príprave štátneho rozpočtu SR na rok 2002. Naopak, novela zákona o stavebnom sporení, ktorá v porovnaní s minulosťou umožňuje túto

formu sporenia aj právnickým subjektom, môže pôsobiť v prospech postupného zvyšovania vkladov podnikov, a tým podporovať dynamiku celej skupiny dlhodobých vkladov.

Obnova dlhodobejších vkladov podnikového sektora bude závisieť najmä od zlepšovania finančnej situácie podnikov a možností ich prístupu k úverovým, najmä dlhodobejším zdrojom. Vzhľadom na dominujúci podiel obyvateľstva na strednodobých a dlhodobých vkladoch je možné predpokladať, že ďalší vývoj, resp. posilnenie týchto skupín vkladov bude závisieť nielen od priaznivejších reálnych úrokových výnosov, determinovaných cenovým vývojom, ale aj od dôchodkového (mzdového) vývoja a najmä miery dôvery verejnosti v stabilné zlepšovanie budúcej ekonomickej situácie.

Dôležitým faktorom, ktorý bude čoraz viac vplývať na časovú štruktúraciu peňažného rozhodovania domácností, a teda aj na dynamiku jednotlivých skupín vkladov, v ktorých budú držať svoje voľné peňažné zdroje, bude aj rozširovanie ponuky spotrebných a iných úverov pre obyvateľstvo. Agresívnu politiku týmto smerom vyvíjajú v súčasnosti najmä hypermarkety zahraničných obchodných reťazcov. Zjavne sa však začína presadzovať aj "retailová" orientácia v úverovej politike na Slovensku pôsobiacich komečných bánk⁹.

Náhle pohyby v štruktúre QM i v samotnom podiele QM na M2 môžu v podmienkach SR vyplývať aj z vývoja vkladov v cudzej mene v dôsledku výrazných pohybov výmenného kurzu SKK a/alebo pod tlakom očakávaní ekonomických subjektov ohľadne celkovej dôveryhodnosti domácej meny. V prvom prípade ide skôr o krátkodobé efekty zhodnotenia či znehodnotenia kurzu na nominálnu korunovú hodnotu týchto vkladov. Druhý prípad je však sprevádzaný reálnym výrazným rastom vkladov v cudzej mene v období devalvačných očakávaní, resp. očakávaného znehodnocovania domácej meny alebo na druhej strane

⁹ Táto skutočnosť vo veľkej miere súvisí s kritickým stavom vzťahov medzi podnikovým a bankovým sektorom SR. Až 97,3 % všetkých bankových úverov alokovaných do podnikovej sféry SR bolo v roku 2000 v podnikoch, vyznačujúcich sa nízkou výkonnosťou a vykazujúcich celkovo čistú stratu. Táto významná časť podnikovej sféry (40 % subjektov zapísaných v obchodnom registri) teda viaže fakticky temer všetky úverové zdroje slovenských komerčných bánk a návratnosť úverov je veľmi nízka. Z toho vyplýva, že časť podnikovej sféry, ktorá produkuje zisk a zaznamenáva udržateľný rast, nie je závislá od domácich úverových zdrojov. Bližšie in: „Vplyv výkonnosti podnikovej sféry na reprodukciu úverov a na výkonnosť bankového sektora.“ Analýza hospodárskeho a menového vývoja SR z pohľadu integrácie SR do EÚ. IMFŠ NBS, interný materiál, jún 2001.

Uskutočnená reštrukturalizácia úverového portfólia bánk síce ozdravila bankový sektor SR, nie však finančné toky v podnikovej sfére. Je otázne, do akej miery budú banky v budúcnosti schopné prilákať svojimi úverovými aktivitami tú časť podnikovej sféry, ktorá sa v súčasnosti financuje mimo domácich úverových zdrojov. Orientácia úverovej politiky na sektor obyvateľstva je v týchto súvislostiach jedným z najbezpečnejších východísk oživovania ich úverovej angažovanosti.

stabilizáciou až reálnym poklesom objemu týchto vkladov v období rastúcej dôvery v národnú menu. Vplyv vývoja vkladov v cudzej mene na dynamiku agregátu QM v SR sa odzrkadlil prostredníctvom oboch týchto faktorov.

Vývoj časovej štruktúry vkladov však môžu ovplyvniť aj zmeny v sadzbách povinných minimálnych rezerv (PMR), ktoré musia obchodné banky držať na účtoch v NBS. Ak je sadzba jednotná pre všetky splatnosti (resp. aj netermínované vklady), tak jej zvýšenie alebo zníženie má na štruktúru vkladov neutrálny efekt. V prípade diferencovaných sadzieb však nízka sadzba, resp. zníženie sadzby z určitej skupiny vkladov, prípadne úplné oslobodenie určitých splatností od povinnosti tvorby PMR, vždy predstavuje podporné opatrenie na prospech danej skupiny vkladov. V podmienkach SR sú takto dlhodobo zvýhodňované vklady stavebného sporenia (sadzba PMR je 3 %). V priebehu rokov 1999-2000 sa však relatívny význam tohto zvýhodnenia zmenšoval s tým, ako NBS postupne znižovala základnú sadzbu PMR z 8 % na súčasných 5 %.

V zásade je preto možné očakávať, že v najbližšej budúcnosti bude pokračovať trend k určitému znižovaniu podielu QM na M2, ktorý nastal v roku 2000. Tempo tohto procesu bude na jednej strane závisieť od ďalšieho znižovania úrokových sadzieb na peňažnom trhu a prelievania tohto efektu do sadzieb z primárnych vkladov. Tento vývoj však už bude iba postupný a bez výraznejšej dynamiky, pretože možnosti ďalšieho znižovania úrokových sadzieb sú determinované vývojom inflácie a výmenného kurzu SKK. Na druhej strane bude determinovaný samotným peňažným správaním obyvateľstva a podnikov, v závislosti od miery ich dôvery v dlhodobejšiu stabilitu slovenskej meny a očakávaní vývoja ich budúcej príjmovej a celkovej ekonomickej situácie.

Významnú úlohu bude mať najmä v sektore obyvateľstva aj ponuka a parametre produktov na prilákanie dlhodobejších primárnych vkladov, ako aj – na druhej strane - alternatívnych (úverových) možností financovania potrieb bývania i širšej spotreby. V neprospech možného rýchleho zníženia podielu QM (resp. zvýšenia podielu M1) na M2 na úroveň pred roku 1997 (t. j. zhruba 40 % M1 a 60 % QM) hovorí aj skutočnosť, že vklady v cudzej mene majú v zásade tendenciu udržiavať sa na dosiahnutej úrovni a vytvárať istý rezervný vankúš, charakteristický najmä pre peňažné správanie obyvateľstva. Do vývoja týchto vkladov v rámci podnikového sektora budú zasahovať skôr skokové efekty prílevu kapitálu v súvislosti s privatizáciou zahraničnými investormi.

Tento predpokladaný adaptačný trend k istému znižovaniu podielu agregátu QM na M2 sa môže v roku 2001 zrýchliť v dôsledku nastávajúcej výplaty dlhopisov FNM občanom SR. Odhadovaných približne 15 mld. Sk, ktoré sa majú vyplatiť v tomto roku fyzickým osobám (právnické osoby budú vyrovnané až v roku 2002), sa pravdepodobne v značnej miere preleje na účty netermínovaných vkladov obyvateľstva a objemovo posilní celý agregát M1 s pravdepodobným efektom aj na posilnenie jeho relatívneho podielu na súhrnnom agregáte M2. Napriek tomu, že peňažná zásoba v súčasnosti nepredstavuje kritériálnu veličinu menovej politiky NBS, monitorovanie jej vývoja najmä v tomto období bude mimoriadne dôležité. Práve dynamika jej najlikvidnejšej zložky (M1) štandardne anticipuje potenciálne nebezpečenstvo - v danom kontexte výplaty dlhopisov FNM dodatočných - inflačných tlakov.

3. K vývoju štruktúrnych charakteristík peňažnej zásoby, vkladov a úverov v eurozóne

3.1 Definičné vymedzenie

Na rozdiel od širokého vymedzenia M2 v SR, podstatne užšiu časovú štruktúru má agregát M3, ktorým Európska centrálna banka (ECB) definuje peňažnú zásobu v eurozóne. Do agregátu M3 sú zahrnuté iba vklady (a niektoré ďalšie produkty ako REPO obchody a dlhové cenné papiere emitované subjektmi peňažného sektora (resp. sektora menovofinančných inštitúcií MFI, zahŕňajúceho okrem komerčných bánk aj fondy peňažného trhu) s časovou viazanosťou do 2 rokov. Všetky tieto položky (s výnimkou REPO obchodov) sú zahrnuté do rezervnej bázy MFI a podliehajú tvorbe povinných minimálnych rezerv (PMR) v sadzbe 2 %. Do rezervnej bázy sú zahrnuté aj REPO obchody, termínované vklady a dlhopisy MFI s viazanosťou nad 2 roky, na tieto položky sa však nevzťahuje povinnosť tvorby PMR (resp. sadzba PMR je stanovená na nulovej úrovni) a nie sú zahrnuté do peňažnej zásoby M3.

Definičné vymedzenie agregátu M3 v eurozóne, zahŕňajúceho iba krátkodobejšiu zložku primárnych peňažných zdrojov, bezprostredne súvisí s prijatou stratégiou jednotnej menovej politiky Eurosystemu a východiskovými teoretickými predpokladmi jej úspešnosti. Tempo rastu M3, ktorého vývoj predstavuje referenčnú veličinu pre menovopolitické rozhodnutia ECB (1. pilier menovej stratégie), môže túto funkciu spoľahlivo plniť iba v prípade, že vývoj peňažnej zásoby má natoľko úzku väzbu s vývojom indexu spotrebiteľských cien, že ho

možno považovať za vedúci indikátor cenového vývoja. To, pravda, veľmi závisí práve od zistenia, v akom vnútornom naplnení peňažný agregát túto úlohu vedúceho indikátora skutočne plní. Na základe analýz tohto vzťahu v priestore krajín eurozóny, ktoré v rámci prípravných prác na prechod do menovej únie re realizoval Európsky menový inštitút, ECB prijala záver o najpresvedčivejšej väzbe medzi harmonizovaným indexom spotrebiteľských cien a vývojom likvidnejšej zložky peňažnej zásoby, než by tvoril štandardne zostavený súhrnný agregát obeživa a všetkých vkladov. Deliaci čiara „likvidnosti“ bola vymedzená splatnosťami do 2 rokov, pričom do definičného agregátu boli okrem vkladov zahrnuté aj ďalšie produkty peňažného trhu, ktoré sa významnou mierou podieľajú na likvidite bankového sektora eurozóny, resp. sektora MFI.

V súvislosti s identifikovanými pomerne výraznými niekoľkobodovými zmenami v podieloch obyvateľstva a podnikov na vkladoch eurozóny pri miernom poklese podielu celkových vkladov a vyše trojbodovom náraste peňažnej zásoby M3 na HDP (tab.1) nás zaujíma, ako sa tieto zmeny odzrkadlili na vnútorných štruktúrach M3 a ako položky v rámci jednotlivých subagregátov participovali na celkovom posilnení pozície agregátu M3 na HDP eurozóny.

Tabuľka 9 Štruktúra peňažnej zásoby v eurozóne (v % na M3)

	1.1.1999	31.12. 2000
Obeživo	7,3	6,8
Netermínované (jednodňové) vklady	32,6	34,0
M1	39,9	40,9
Vklady so splatnosťou do 3 mesiacov	27,7	24,0
Termínované vklady do 2 rokov	20,1	19,4
Termínované vklady (M2 - M1)	47,8	43,5
Repo obchody	4,0	3,5
Cenné papiere peňažného trhu	6,8	10,0
Dlhové cenné papiere MFI do 2 rokov	1,6	2,1
Obchodovateľné nástroje (M3 – M2 – M1)	12,3	15,6
M3	100,0	100,0

Z relatívneho porovnania stavov (tab. 9) je zrejmé, že v priebehu dvojročného fungovania menovej únie došlo v štruktúre peňažnej zásoby M3 k miernemu zvýšeniu podielu agregátu M1, spôsobenému výhradne zvýšením zložky netermínovaných vkladov pri poklese podielu obeživa. Najvýraznejšiu zmenu zaznamenali termínované vklady, ktorých podiel na M3 sa znížil viac než o 4 percentné body, a to tak v dôsledku poklesu podielu vkladov so splatnosťou do 3 mesiacov, ako aj vkladov s výpovednou lehotou do 2 rokov. Naopak o viac než 3 body sa posilnil podiel obchodovateľných nástrojov na M3, v rámci ktorých

najvýraznejší nárast zaznamenala položka cenných papierov peňažného trhu (t.j. aktivít podielových fondov peňažného trhu).

Vývoj jednotlivých položiek ukazujú obrázky v Prílohe 1. Keďže nám tu nešlo o vyhodnotenie menovopolitickej úspešnosti cielenia tempa rastu M3 vo vzťahu k vývoju cenového indexu, použili sme indexovú podobu grafov so základom 1. 1. 1999 (=100) pre celé obdobie do konca roka 2000. Výrazný nárast zaznamenali netermínované vklady (index asi 120), štandardizované skupiny vkladov do 3 mesiacov a do 2 rokov vzrástli miernejšie, hoci rast úsporových vkladov (s výpovednou lehotou do 2 rokov) po značnom poklese v 1. štvrtroku 1999 bol pozoruhodný. Najdynamickejší vývoj zjavne zaznamenal subagregát, zahŕňajúci obchodovateľné nástroje peňažného trhu (MKI) s indexom rastu vyše 140. Enormný bol rozmach v skupine cenných papierov peňažného trhu, ktorú obsluhujú podielové fondy.

Vysokú dynamiku obchodovateľných nástrojov od roku 2000 spôsobili najmä pozície nerezydentov eurozóny, s čím sa pri definovaní euroagregátu M3 nerátalo a držby nerezydentov boli zahrnuté v rámci M3. V súčasnosti prebieha revízia vývoja týchto položiek s odrátaním drzieb nerezydentov. Predbežné výsledky ukazujú, že po revízii by tempo rastu M3 v roku 2000 bolo zhruba o 1 percentný bod nižšie (pri približne rovnakom polbodovom znižujúcom efekte MMP a DS2Y), než sa oficiálne vykazoval. Namiesto priemerného tempa rastu M3 5,7 % by to v roku 2000 bolo teda 4,7 %, čo je úroveň veľmi blízka referenčnej hodnote 4,5 %.

Z definície peňažnej zásoby eurozóny M3 vyplýva, že okrem vkladov zahrnutých do M3, ekonomické subjekty disponujú ďalšími značnými objemami strednodobých a dlhodobých vkladov. Tieto vklady zvyšujú celkový objem primárnych vkladov eurozóny - nad vklady zahrnuté do agregátu M3 – rádovo o 1/3. Približne o ďalšiu 1/3 objemu vkladov v rámci M3 sa primárne zdroje eurozóny rozširujú o dlhové cenné papiere so splatnosťami nad 2 roky, ktoré emitovali menovo-finančné inštitúcie a sú v držbe verejnosti.

3.2 Časová a sektorová štruktúra vkladov

Z dostupných štatistických údajov ECB nie je možné priamo zistiť, ako sa jednotlivé sektory (nefinančné korporácie, obyvateľstvo, poisťovne a vlády mimo centrálnych vlád) podieľajú osobitne na tvorbe vkladov vstupujúcich do definičného agregátu peňažnej zásoby v eurozóne M3 a vkladov s výpovednou lehotou dlhšou než 2 roky, resp. so splatnosťou dlhšou než 3 mesiace. Sektorová štatistika vkladov ECB v ich časovom rozlíšení túto hranicu nesleduje a

uvádza celkové sumy v rámci príslušných produktov. V rámci sektorovej štatistiky vkladov sa zároveň uvádzajú podľa sektorov aj zostatky uskutočnených REPO obchodov. Vzhľadom na definičné vymedzenie agregátu M3, v ktorom sa REPO obchody vedú v rámci subagregátu obchodovateľných nástrojov, je takéto vymedzenie vkladov na pohľad sporné, vecne však zostatky REPO zodpovedajú veľmi krátkodobým termínovaným vkladom. Informáciu o sektorovej štruktúre vkladov v rámci eurozóny poskytuje tab.10. Pre lepšiu porovnateľnosť so SR sme do prehľadu nezahrnuli vklady vládneho sektora, ale iba vklady súkromného sektora, t. j. podnikov, poisťovní a obyvateľstva.

Tabuľka 10 Sektorová štruktúra vkladov v eurozóne (v % na celkovom objeme príslušného druhu vkladov súkromného sektora)

	1.1.1999			2000		
	Obyvateľstvo	Podniky	Poisťovne	Obyvateľstvo	Podniky	Poisťovne
Vklady spolu	70,1	15,7	14,2	65,2	17,0	17,8
Netermínované	59,4	32,6	8,0	56,6	31,0	12,4
Termínované	74,3	9,1	16,6	69,1	10,7	20,2
- so splatnosťou	61,4	13,9	24,8	54,7	15,7	29,6
- s výpovednou lehotou	97,2	1,8	1,0	97,4	1,9	0,7
Zostatky REPO	27,3	16,9	55,8	32,9	15,2	51,9

Identifikované zníženie podielu celkových vkladov obyvateľstva na HDP eurozóny sa v štruktúre vkladov realizovalo tak v skupine netermínovaných, ako aj termínovaných vkladov. Stabilnú pozíciu si udržali vklady s výpovednou lehotou, ktoré majú prevažne úsporový charakter a temer výhradne sa na nich podieľa obyvateľstvo. Podielové pozície podnikového sektora (nefinančných korporácií) na jednotlivých skupinách vkladov sa podstatne nezmenili. Naproti tomu sa podstatne temer vo všetkých skupinách (okrem vkladov s výpovednou lehotou a REPO zostatkov) posilnili podiely vkladov poisťovní. Toto zistenie pravdepodobne bezprostredne súvisí so vznikom menovej únie a dynamickým rozvojom aktivít poisťovní (a iných finančných korporácií nezaraďovaných do sektora MFI) v jednotnom európskom priestore.

3.3 Časová a sektorová štruktúra úverov

Markantný rozdiel v sektorovej štruktúre úverov SR a eurozóny identifikovaný ich pomermi na HDP poukazuje predovšetkým na podstatne vyššiu úverovú aktivitu bankového sektora eurozóny (presnejšie sektora MFI) voči obyvateľstvu. Bližšiu informáciu o časovej a sektorej štruktúre úverov v eurozóne poskytuje tab. 11. Prehľad dynamiky úverových aktivít

v sektorovom a časovom členení od vzniku menovej únie uvádzame opäť v grafickej forme v indexovom vyjadrení so základom 100 k 1. 1. 1999 (Príloha 2).

Sektorová štruktúra celkových úverov ani úverových skupín podľa hlavných splatností poskytnutých súkromnému sektoru eurozóny sa v období 1999-2000 významnejšie nezmenila. Prevládajúci podiel sektora obyvateľstva na celkových úveroch eurozóny je zjavne vytváraný vysokým, temer 2/3 podielom úverov obyvateľstva na dlhodobých úveroch. Tento vysoký podiel spôsobujú vysokú sumy dlhodobých úverov na bývanie, ktoré predstavujú rádo vo väčšine celkových dlhodobých úverov a na dlhodobých úveroch poskytnutých obyvateľstvu sa podieľajú približne 75 %.

Tabuľka 11 Sektorová štruktúra úverov v eurozóne (v % na celkových úveroch príslušnej splatnosti)

	1.1.1999		2000	
	Obyvateľstvo	Podniky	Obyvateľstvo	Podniky
Úvery spolu	52,0	48,0	52,2	47,8
Krátkodobé	21,8	78,2	21,5	78,5
Strednodobé	44,4	55,6	43,5	56,5
Dlhodobé	63,3	36,7	64,6	35,4

Úvery podnikovej sféry predstavujú v eurozóne iba časť – hoci rozhodujúcu - vonkajších zdrojov financovania. Širšiu informáciu o finančných štruktúrach nefinančných korporácií eurozóny a z nich vyplývajúce implikácie pre menovú politiku ECB, ale aj vo všeobecnejšej optike menovej politiky uvádzame v ďalšej časti.

4. Zdroje financovania podnikov a finančné štruktúry v eurozóne¹⁰

4.1 Komparatívny pohľad na eurozónu, USA a Japonsko

Štatistická báza na analyzovanie podnikových financií nie je za eurozónu zatiaľ úplná, súhrnné informácie jestvujú iba o vonkajšom financovaní. Z porovnania finančnej štruktúry korporácií v eurozóne¹¹, USA a Japonsku (tab.12), je zrejmé, že hlavným zdrojom financovania podnikov v eurozóne sú akcie a iný kapitál (podobne ako v USA), druhé miesto

¹⁰ Údaje o financovaní nefinančných korporácií v eurozóne sú prevzaté zo štúdie „Characteristics of corporate finance in the euro area“. ECB, Monthly Bulletin, February 2001, s. 37-50.

¹¹Vo vzorke za eurozónu sú zahrnuté agregované údaje národných finančných účtov za 8 krajín (bez Grécka, Írska, Luxemburska a Portugalska).

zaujímajú pôžičky, ktorých prevažnú časť poskytujú MFI eurozóny. Treba, pravda, zdôrazniť, že údaje sú v trhových cenách, takže podiely jednotlivých zdrojov financovania významne závisia od vývoja cien na akciových trhoch. Na vysokom podiele akcií a iného kapitálu v eurozóne a USA sa odzrkadľuje prudký rast cien akcií v rokoch 1997-1999. Tabuľka, žiaľ, ešte neposkytuje údaje za rok 2000, keď došlo k výraznému prepadu cien akcií,¹² z čoho možno s veľkou pravdepodobnosťou odvodiť, že pomery medzi akciovým a pôžičkovým financovaním sa tak v USA, ako aj v eurozóne zmenili v prospech pôžičiek.

Tabuľka 12 Finančná štruktúra nefinančných korporácií v eurozóne, USA a Japonsku (ku koncu obdobia, v percentách na celkových pasívach)

	Eurozóna			USA	Japonsko
	1997	1998	1999	1999	1999
Pasíva	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Pôžičky, z toho	30,0	27,2	23,3	5,4	38,9
poskytnuté MFI eurozóny	21,3	19,5	16,2	-	-
poskytnuté ostatnými finančnými inštitúciami eurozóny	1,9	1,7	1,4	-	-
poskytnuté inými sektormi eurozóny a zahraničím	6,8	6,0	5,8	-	-
Obchodný úver a vopred získané platby	10,7	9,8	8,3	7,8	12,4
Cenné papiere iné než akcie	3,1	2,8	2,4	10,6	9,4
Akcie a iný kapitál, z toho	51,7	56,3	62,6	70,2	33,8
kótované akcie	19,6	22,0	26,3	-	-
Ostatné pasíva	4,5	3,9	3,3	6,1	5,5

Poznámka: Nekonsolidované údaje, obsahujúce všetky nástroje vonkajšieho financovania, prijaté od nefinančných korporácií od ostatných rezidentských sektorov vrátane nefinančných korporácií a zo zahraničia. Dlhové cenné papiere a akcie sú ohodnotené v trhových cenách.

Hlavným nástrojom dlhového financovania nefinančných korporácií pôsobiacich v eurozóne sú pôžičky, ktoré v Japonsku sú vôbec najdôležitejším zdrojom financovania, zatiaľ čo v USA je ich podiel veľmi malý. Ďalším, relatívne významným zdrojom externého financovania je obchodný úver, ktorý hrá vo všetkých troch porovnávaných ekonomických celkoch rádovo najvyrovnanejšiu úlohu. Financovanie pomocou dlhových cenných papierov (cenné papiere iné než akcie, ako sú obligácie, dlhopisy a pod.) je v eurozóne rozšírené relatívne málo, na

¹² V roku 1999 úroveň indexu Dow Jones EURO STOXX vzrástla v medziročnom porovnaní december 1999/1998 o 40 %. Index Standard and Poor's 500 v USA v rovnakom období vzrástol o 19 % a japonský index Nikkei 225 o 37 %. Ceny akcií na hlavných svetových akciových trhoch sa v priebehu roka 2000 vyznačovali značnou volatilitou, pričom v druhej polovici roka nadobudli tendenciu k poklesu. V Spojených štátoch index Standard and Poor's medziročne klesol o 9 %, v Japonsku index Nikkei 225 o 27 % a v eurozóne sa úroveň indexu Dow Jones EURO STOXX znížila o 6 %. Vzhľadom na niekoľkoročný výrazný rast cien akcií však tento pokles skôr iba korigoval predchádzajúci vývoj. Hlavným faktorom celosvetového vývoja cien akcií v roku 2000 bola situácia v ekonomike USA. Zníženie jej rastovej dynamiky nepriaznivo ovplyvnilo dlhodobé ziskové očakávania investorov, a to najmä pri akciách spoločností zo sektora tzv. novej ekonomiky. Cenové indexy akcií spoločností vysokých technológií preto poklesli podstatne výraznejšie: americký zložený index Nasdaq medziročne klesol o 37 %, v Japonsku ceny akcií telekomunikačných a informačných technológií klesli až o 53 %, v eurozóne zložka telekomunikačného sektora v EURO STOXX-indexe poklesla o 43 %.

rozdiel od USA a Japonska, kde predstavuje zhruba 10 % vonkajších zdrojov (údaje zahrnujú nesplatené emisie na trhu).

Tabuľka 13 Transakcie vonkajšieho financovania nefinančných korporácií v eurozóne, USA a Japonsku (mld. EUR)

	eurozóna			USA	Japon- sko
	1997	1998	1999	1999	1999
Pasíva	339,3	489,2	625,0	767,0	-117,8
Pôžičky	145,0	230,2	329,3	149,7	-113,1
Obchodný úver a vopred získané platby	58,8	63,6	68,6	165,7	-48,3
Cenné papiere iné než akcie	12,1	18,1	37,3	255,3	-11,1
Akcie a iný kapitál, z toho	95,5	173,9	147,2	96,5	61,7
<i>kótované akcie</i>	62,2	85,8	89,3	-	-
Ostatné pasíva	27,9	3,4	42,7	99,8	-6,9

Poznámka: nekonsolidované údaje. Čisté výpožičky (+), čisté splátky (-).

Presnejší obraz o zmenách v štruktúre financovania poskytujú údaje o transakciách, ktoré nezahŕňajú efekty oceňovania (tab.13). Z tab. 13 je možné zistiť niekoľko významných trendov, ktoré v posledných rokoch prevládli v eurozóne. Po prvé, v období 1997-1999 podstatne - temer dvojnásobne - vzrástli celkové ročné toky vonkajšieho financovania a svojím čistým objemom sa v roku 1999 priblížili k úrovni zaznamenatej v USA (v Japonsku naopak prevládol v tomto roku proces oddlžovania, resp. splácania pôžičiek). Po druhé, najvýraznejší nárast tokov bol zaznamenaný v dlhovom financovaní, osobitne v rámci pôžičiek, ktoré v roku 1999 boli viac než dvojnásobné v porovnaní s transakciami akciového financovania. Po tretie, najvyššiu dynamiku mali v eurozóne emisie nových dlhových cenných papierov (s indexom rastu vyše 300 % za roky 1997-1999), ktoré však v celkovej štruktúre uskutočnených transakcií v rámci hlavných nástrojov predstavovali naďalej najmenšie objemy, neporovnateľné s enormným čistým objemom dlhového financovania korporácií v USA. Po štvrté, vysoké - a v porovnaní s USA a Japonskom vôbec najvyššie - hodnoty dosiahol v rokoch 1998 a 1999 v eurozóne čistý objem financovania pomocou emisie akcií, zatiaľ čo v USA boli tieto transakcie v roku 1999 najmenšie.

Z hľadiska lehoty splatnosti je dôležité, že prevažná väčšina podnikových pôžičiek z MFI sú v eurozóne dlhodobé pôžičky (tab.14). Viac než 70 % celkových pôžičiek v eurozóne malo v septembri 2000 pôvodnú splatnosť vyššiu než 1 rok, pričom viac než 50 % malo splatnosť dlhšiu než 5 rokov. Podobne aj pri dlhových cenných papieroch prevládajú emisie so splatnosťou dlhšou než 1 rok (tab.15).

Tabuľka 14 Pôžičky MFI nefinančným korporáciám v eurozóne (pôvodná splatnosť, ročné zmeny v %)

	Zostatkové sumy				Ročná miera rastu			
	Spolu	do 1 roka	nad 1 rok do 5 rokov	nad 5 rokov	Spolu	do 1 roka	nad 1 rok do 5 rokov	nad 5 rokov
	mld. EUR	% z celkovej sumy	% z celkovej sumy	% z celkovej sumy				
1997 dec.	2135,1	35,8	14,5	57,4	-	-	-	-
1998 dec.	2286,8	35,6	13,8	57,6	7,6	6,6	2,4	9,9
1999 dec.	2419,1	35,4	15,4	57,4	7,8	7,0	11,2	7,4
2000 sep.	2628,6	35,9	16,1	56,5	12,3	14,3	16,3	9,6

Tabuľka 15 Štruktúra splatností dlhových cenných papierov emitovaných nefinančnými korporáciami eurozóny (pôvodná splatnosť, ročné zmeny v %)

	Zostatkové sumy			Ročná miera rastu		
	Spolu	Do 1 roka	Nad 1 rok	Spolu	Do 1 roka	Nad 1 rok
	mld. EUR	% z celkovej sumy	% z celkovej sumy			
1994	275,4	19,4	80,6	3,6	-11,2	7,9
1995	284,6	17,2	82,8	3,4	-8,4	6,3
1996	285,9	18,6	81,4	0,5	8,7	-1,2
1997	289,7	19,7	80,3	1,3	7,5	-0,1
1998	297,1	20,5	79,5	2,6	6,6	1,6
1999	331,8	22,1	77,9	11,6	20,5	9,4
2000 sep.	401,9	24,0	73,4	16,9	25,7	14,3

Miery rastu sú počítané na báze stavových údajov.

Zmeny v štruktúrach podnikového financovania merané trhovými a tokovými hodnotami tak dávajú značne odlišné výsledky, ktoré je potrebné interpretovať vo vzájomnom kontexte. Takto je potom možné konštatovať, že zvýšený záujem o pôžičky a dlhové cenné papiere v posledných rokoch sa neprejavil v zvýšenom podiele týchto dlhových nástrojov na celkových podnikových pasívach. Vo veľkej miere je to vysvetliteľné značným rastom cien akcií v rokoch 1997-1999, a teda následným podstatným zvýšením hodnoty množstva akcií a iných foriem imania (tab.12). Tento efekt oceňovania spôsobil pri meraní v trhovách cenách zníženie podielu pôžičiek a dlhových cenných papierov. Z toho potom vyplýva, že zatiaľ čo zvýšený záujem o pôžičkové a ďalšie dlhové nástroje sa mohol odzrkadliť v zvýšenom podiele korporatívneho dlhu na HDP, v podnikových financiách sa neprejavil v zvýšenom pomere dlhu k imaniu. Detailnejšie charakteristiky dlhového a akciového financovania podnikov v eurozóne uvedieme samostatne.

4.2 Dlhové financovanie

Pôžičky (úvery) poskytnuté menovofinančnými inštitúciami eurozóny podnikovej sfére (tab.14) rástli v rokoch 1997-1999 tempom medzi 7-8%, v roku 2000 sa tempo rastu zrýchlilo na vyše 10 %. Trend k zvyšovaniu tempa rastu úverového financovania podnikov je vysvetliteľný predovšetkým poklesom úrokových sadzieb z bankových pôžičiek, ako priameho efektu vytvorenia menovej únie. Ďalším významným vplyvom bolo aj rozšírenie financovania fúzií a akvizícií, taktiež spojené so vznikom EMÚ, od druhej polovice roka 1999 zvýšenie ekonomickej aktivity v eurozóne a v poslednom čase aj financovanie licencií na mobilné telefóny novej generácie (UMTS) telekomunikačnými spoločnosťami.

Zavedenie eura malo výrazný stimulujúci vplyv na rozširovania podnikového financovania prostredníctvom **dlhových cenných papierov**. Ako vidieť z tab.15, ročné prírastky v rokoch 1999 a 2000 boli rádovo neporovnateľné s predchádzajúcim obdobím, pričom vyššiu dynamiku mali emisie cenných papierov do 1 roka, v časovej štruktúre čistých emisií však prevládajú nadalej cenné papiere s dlhšími splatnosťami. Na dynamiku tohto druhu financovania mal pozitívny efekt okrem samotného zavedenia eura aj proces reštrukturalizácie korporácií a s ním spojené fúzie a akvizície, zmeny v správaní inštitucionálnych investorov (ktorí viac investovali do výnosnejších obligácií), vysoká ekonomická aktivita v eurozóne a financovanie licencií UMTS.

4.3 Financovanie pomocou akcií

Z tab. 16 je zrejmé, že na pohyboch celkovej čistej sumy akcií a iného obstaraného majetkového kapitálu nefinančných korporácií v rokoch 1997-1999 sa významnou mierou podieľal predovšetkým nerovnomerný prírastok (pokles) emisií nekótovaných akcií, zatiaľ čo k celkove rastúcemu množstvu emisií prispel výrazný rast emisií kótovaných akcií. Zo štatistických údajov Medzinárodnej federácie búr (FIBV) zahŕňajúcich aj finančné korporácie je vidieť, že rast emisií kótovaných akcií v eurozóne (v hrubom vyjadrení) mal všeobecný trend od polovice 90. rokov.

K rastu emisií kótovaných akcií v eurozóne významne prispelo vytvorenie špecializovaných akciových trhov pre „rastové“ spoločnosti. Akciové financovanie (alebo všeobecné financovanie pomocou navýšovania základného imania) je osobitne výhodné – a spravidla aj

rozhodujúce – pre začínajúce inovačné firmy, ktoré vzhľadom na vysokú mieru rizika ich činnosti majú spravidla ťažkosti s prístupom k bankovému financovaniu a/alebo jeho nadmernou nákladnosťou.¹³ Financovanie rizikových firiem týmto spôsobom malo v eurozóne v posledných rokoch prudkú dynamiku. Celková trhová kapitalizácia na týchto nových trhoch vzrástla zo 7 mld. EUR zo začiatku roka 1998 na 167 mld. EUR v decembri 2000. Aj keď časť tohto prírastku treba pripísať celkovému rastu cien akcií v tomto období, pre ďalší rozvoj v eurozóne je dôležité, že počet kótovaných spoločností neustále rástol, pričom celkový počet spoločností kótovaných na EURO.NM, medzi ktorými boli predovšetkým nefinančné spoločnosti a firmy vysokých technológií, vzrástol zo 64 z konca januára 1998 na 564 ko koncu decembra 2000.

Tabuľka 16 Akciové financovanie nefinančných korporácií eurozóny (mld. EUR)

	Čistá emisia akcií			Na porovnanie ¹ : Hrubá emisia kótovaných akcií všetkých korporácií		
	Akcie a ostatný kapitál	z toho kótované	z toho nekótované a ostatný kapitál	Celkové množstvo obstaraného nového kapitálu	Hrubá čiastka novoobstaraného kapitálu už kótovanými spoločnosťami	Hrubá čiastka novoobstaraného kapitálu novokótovanými spoločnosťami
1995	-	-	-	84,1	61,7	22,4
1996	-	-	-	72,0	42,6	29,4
1997	95,5	62,2	33,3	76,2	47,3	28,9
1998	173,9	85,8	88,1	146,8	96,3	50,5
1999	147,2	89,3	57,9	240,8	150,7	90,1

¹Údaje Medzinárodnej federácie búr (FIBV).

Na financovaní „rastových“ spoločností sa v eurozóne okrem verejných emisií akcií v rastúcej miere podieľa aj financovanie prostredníctvom firiem rizikového kapitálu. Investície uskutočnené týmito firmami do spoločností v eurozóne vzrástli z 2 mld. EUR v roku 1995 na temer 14 mld. EUR v roku 1999, svojimi objemami však ani v súčasnosti nemôžu konkurovať rizikovým investíciám, realizovaným v USA.

Ak zhrnieme, od roku 1997 bolo vo financovaní nefinančných korporácií eurozóny možné pozorovať zníženie podielu dlhu na celkových pasívach, na ktorom sa však podstatnou mierou podieľal prudký rast cien akcií, zatiaľ čo bankové (a iné) pôžičky naďalej rástli. Zároveň sa

¹³ V súvislosti s vytvorením menovej únie sa predpokladalo, že dôležitým stimulujúcim faktorom financovania spoločností rizikového kapitálu v eurozóne môže byť euroburza (EURO.NM), sústreďujúca obchodovanie na tomto trhovom segmente. EURO.NM bola vytvorená ako paneurópska skupina 5 národných búr rizikového kapitálu, no v decembri 2000 zanikla. Národné burzy však naďalej fungujú pri zabezpečovaní akciového kapitálu začínajúcich firiem.

zreteľne prejavil vysoký záujem o financovanie prostredníctvom dlhových cenných papierov, ktorého dynamický rast však vychádzal z veľmi nízkeho základu. Posilnilo sa aj financovanie v segmente kótovaných akcií a výrazne sa rozvinuli špecializované formy financovania rastových firiem a rizikového kapitálu, vrátane ustanovenia viacerých národných búrz (a prechodného fungovania európskej EURO.NM) kótujúcich akcie týchto nových spoločností. Tento proces diferenciacie zdrojov financovania nefinančných korporácií je však v eurozóne zatiaľ iba v začiatkoch a v štruktúre podnikového financovania naďalej zostávajú dominantným zdrojom bankové pôžičky a nekótované akcie.

5. Implikácie pre menovú politiku centrálnej banky

V súvislosti s potrebou zabezpečenia spoľahlivých primárnych zdrojov na oživenie úverových aktivít obchodných bánk je terajšia časová štruktúra peňažnej zásoby SR, resp. predovšetkým primárnych vkladov, zjavne nevyhovujúca. Vzniká preto otázka, či – a do akej miery – pri daných preferenciách verejnosti, orientovanej z viacerých vyššie uvedených dôvodov prevažne na krátkodobé vklady, by bolo možné povzbudiť tvorbu dlhodobejších vkladov diferencovanejšou produktovou a úrokovou politikou obchodných bánk.

V štandardnom konkurenčnom prostredí budú banky pochopiteľne nútené rozvíjať ponuku svojich produktov cielene na dlhodobejšie vklady. V konkrétnych podmienkach SR je však potrebné brať do úvahy skutočnosť, že bankový sektor SR v súčasnosti prežíva obdobie ozdravovania sprevádzané veľkou opatnosťou pri poskytovaní úverov, a teda potreba zabezpečovať si prednostne stabilné, trvácne primárne zdroje na rozvoj úverových aktivít cielenými preferenčnými produktmi je potlačená do úzadia. (K tomuto stavu napokon vo veľkej miere prispievajú v súčasnosti vysoké objemy reštrukturalizačných dlhopisov v portfóliách výnosových aktív obchodných bánk.)

Záujem obchodných bánk o dlhodobejšie vklady by mohla, pravda, podporiť aj politika NBS v oblasti pravidiel tvorby povinných minimálnych rezerv - napríklad stanovením nulovej alebo iba symbolickej sadzby PMR na vklady s dlhšími splatnosťami. Oslobodenie

dlhodobějších primárných vkladov z povinnosti tvorby PMR by z metodického hľadiska zodpovedalo postupu, ktorý uplatňuje Európska centrálna banka.¹⁴

Na význam výskumu finančných štruktúr ekonomiky pre potreby menovej politiky poukazuje s minulosťou neporovnateľné množstvo analýz na túto tému vo vyspelých krajinách. Zvýšenú pozornosť venuje tejto téme aj ECB. Vo finančných štruktúrach krajín kontinentálnej Európy klasicky prevláda bankové financovanie súkromného sektora. Vytvorenie eurozóny a zavedenie eura však malo výrazný stimulujúci vplyv na rozvoj nebankového financovania tak formou majetkových, ako aj dlhových nástrojov.

Financovanie podnikov v eurozóne pomocou emisií dlhových cenných papierov má vo finančných podnikových štruktúrach naďalej relatívne malý význam, emisie však majú v posledných rokoch vysokú dynamiku. Významný je aj rast emisií kótovaných akcií. Pokiaľ trend k rastúcemu záujmu podnikov v eurozóne o financovanie sa pomocou cenných papierov na kapitálových trhoch bude pokračovať – a niektoré priaznivé efekty zavedenia eura na rozširovanie záujmu o jednotlivé produkty tomu môže nasvedčovať aj do budúcnosti, môže to významne ovplyvniť spôsob, akým rozhodnutia menovej politiky ovplyvňujú ekonomiku. Implikácie tohto procesu pre menovú politiku v eurozóne je možné zhrnúť do troch okruhov:

- **Väčšia citlivosť firiem na pohyby na kapitálových trhoch.** Ceny finančných nástrojov (firemných obligácií a nástrojov odvodených od vlastného imania) sa vytvárajú v závislosti od očakávaní ekonomických subjektov ohľadne budúceho ekonomického vývoja a prémie za rôzne druhy rizika. Vyšší podiel dlhových cenných papierov a kótovaných akcií v štruktúre podnikového financovania bude znamenať, že firmy budú pravdepodobne rýchlejšie reagovať na vývoj na finančných trhoch než v minulosti.
- **Konkurenčnejšie oceňovanie bankových pôžičiek.** Pokiaľ nejestvujú významné konkurenčné tlaky, oceňovanie bankových pôžičiek nemusí zohľadňovať trhové podmienky, v dôsledku čoho úrokový kanál transmisného mechanizmu menovej politiky je menej intenzívny než v ekonomike s prevahou cenných papierov. Pri existencii likvidného trhu s podnikovými cennými papiermi môžu firmy ísť priamo na trh a obísť banky, čo by malo banky viesť ku konkurenčnejšiemu oceňovaniu svojich produktov. Z hľadiska menovej politiky ECB by to znamenalo, že na zmeny v jej kľúčových sadzbách budú banky reagovať rýchlejšie.

¹⁴ Tesne pred zadaním tejto štúdie do tlače, Česká národná banka oznámila, že dňom 12. 7. 2001 vstupujú do platnosti zmeny v metodike tvorby PMR spočívajúce v zúžení základne pre výpočet PMR na primárne záväzky bánk, ktorých splatnosť neprevyšuje 2 roky. Cieľom tejto úpravy je realizácia programu postupnej harmonizácie parametrov systémov PMR s pravidlami ECB. Výška úročenia PMR sa bude rovnáť aktuálnej sadzbe pre repo operácie ČNB, ktorá je v súčasnosti 5 %. (Na rozdiel od NBS, ČNB doteraz PMR neúročila.) Prijaté úpravy majú tiež viesť k posilneniu konkurenčnej schopnosti českých bánk na domácom i zahraničnom trhu.

- **Vyššia citlivosť ekonomiky na efekt bohatstva.** Zmeny úrokových sadziieb môžu ovplyvniť ceny aktív (cien finančných nástrojov reálnych aktív domácností a podnikov). Význam efektu bohatstva závisí od absolútnej hodnoty a zloženia bohatstva, od dosahov menovej politiky a od toho, ako zmeny v bohatstve ovplyvňujú rozhodnutia v oblasti spotreby a investícií. S rastúcim podielom cenných papierov vo finančnej štruktúre korporácií sa zvyšuje vplyv účinkov bohatstva. Tento mechanizmus však môže tlmieť skutočnosť, že MFI tiež držia rôzne cenné papiere emitované nefinančnými korporáciami, čo implikuje, že citlivosť ostatných súčastí súkromného sektora na cenové fluktuácie týchto nástrojov nedrží krok s vývojom na finančných trhoch. Keďže v súčasnosti sektor MFI je hlavným subjektom vonkajšieho financovania v eurozóne, bude potrebné vývoj v tomto sektore veľmi pozorne sledovať.

Rozdielnosť v podnikových finančných štruktúrach eurozóny a USA pravdepodobne do značnej miery vysvetľuje vysokú efektívnosť úrokovej politiky Federálneho rezervného systému - v zmysle temer okamžitej reakcie reálneho sektora na zmeny sadziieb FRS. Úrokový transmisný kanál v eurozóne v porovnaní s USA je "lenivejší". Rýchla transmisia signálov ústrednej menovej autority v USA sa v prvom priblížení dá interpretovať ako primárna "služba FRS trhu", zatiaľ čo pomalší proces úrokovej transmisie v eurozóne možno pripisovať dogmatickejším zásadám menovej politiky ECB primárne orientovanej na cenovú stabilitu. Na druhej strane treba brať do úvahy aj veľmi rýchlu reakciu finančných štruktúr USA s prevahou nástrojov obchodovaných na kapitálovom trhu (podnikových akcií a obligácií) oproti prevažne úverovým štruktúram v eurozóne.

Finančná štruktúra ekonomiky SR s prevahou bankového financovania je zjavne bližšia finančnej štruktúre eurozóny, čo z hľadiska nárokov integračného a konvergenčného procesu do EÚ predstavuje výhodnejšiu pozíciu pre proces „dobiehania“, než by to bolo v opačnom prípade. Súčasná štruktúra financovania podnikovej sféry v SR sú však aj v porovnaní so situáciou v eurozóne neporovnateľne homogénnejšie. Vzhľadom na nerozvinutosť finančného trhu (ale nielen z tohto dôvodu), temer celá váha financovania podnikov spočíva v bankových pôžičkách, v rámci ktorých navyše prevládajú pôžičky s fixnou úrokovou sadzbou. Táto bázičná štruktúra podnikových financií implikuje značnú rigiditu reálneho sektora voči signálom úrokového kanála transmisného mechanizmu s protirečivými vplyvmi na menovú politiku NBS vykonávanú prostredníctvom zmien v kľúčových úrokových sadzbách. Na jednej strane je táto situácia pre NBS "pohodlnejšia," pretože pri rozhodovaní o zmenách úrokových sadziieb nemusí v podstate venovať pozornosť vývoju cien na akciovom trhu a na trhu neštátnych dlhových cenných papierov. Na druhej strane absencia rozvinutého cenotvorného konkurenčného trhu s cennými papiermi ponecháva celú váhu rozhodovania

o úrokových parametroch menovej politiky na NBS, čo vôbec nemusí byť výhoda, ale naopak skôr nevýhoda, obsahujúca vyššie potenciálne riziko nesprávneho nastavenia sadzieb, než by to bolo v prípade jestvovania funkčného trhu s podnikovými cennými papiermi.

Podobné pritikladné implikácie má nerozvinutosť trhu s podnikovými cennými papiermi aj na obchodné banky. Na jednej strane daná situácia nenúti banky kritériálne sa zameriavať na konkurenčné (voči cenám na kapitálovom trhu) oceňovanie svojich úverových produktov, na druhej strane sa tým zvyšuje potenciálne riziko nedostatku bankových zdrojov na financovanie podnikových aktivít.¹⁵

Oba modely štruktúry vonkajšieho financovania podnikov - model založený prevažne na financovaní pomocou cenných papierov a model s prevahou bankového financovania - majú svoje prednosti aj nevýhody a nie je možné jednoznačne určiť, ktorá finančná štruktúra je lepšia. Vzhľadom na ich implikácie pre menovú politiku centrálnej banky je však dôležité poznať, ktorá finančná štruktúra je charakteristická pre danú ekonomiku a nakoľko presne je táto štruktúra identifikovaná v jej jednotlivých zložkách. To, pravda, platí pre ekonomiky so štandardne rozvinutými finančnými trhmi. Extrémna vychýlenosť v prospech bankového financovania, ako je to zatiaľ na Slovensku, nie je dlhodobá ani žiaduca, ani udržateľná, pretože obsahuje veľké riziká tak pre bankový, ako aj reálny sektor ekonomiky. V konečnom dôsledku, vzhľadom na neexistenciu konkurenčných cenových tlakov, má tendenciu byť nákladnejšia než v prípade existencie konkurujúcich si finančných trhov.

Rigidita reálneho sektora na úrokový kanál transmisného mechanizmu konštatovaná v súčasných podmienkach SR by sa ešte výraznejšie prejavila v citlivejšom menovom prostredí eurozóny. Inak povedané, za hypotetického predpokladu aktuálnej integrácie slovenskej ekonomiky do menovej únie by zmeny v úrokových sadzbách ECB vyvolávali slabšie reakcie finančného a v konečnom dôsledku aj reálneho ekonomického sektora SR než - povedzme v priemernom - prostredí eurozóny. Výsledkom by bolo nežiaduce zhoršovanie parametrov ich konkurencieschopnosti a namiesto konvergenčného procesu by sa presadil opačný, divergenčný proces. Predpokladom vstupu SR do finančných štruktúr EÚ (eurozóny) je preto tak rozvinutie kapitálového trhu, ako aj sfunkčnenie činnosti bankového i reálneho

¹⁵ Táto skutočnosť je, pravda, v súčasnosti potlačená do úzadia skôr opačným problémom, súvisiacim so situáciou v podnikovej sfére a mimoriadnou opatrosťou bánk pri poskytovaní nových úverov, ktorá vzhľadom na minimálny podiel úverovania obyvateľstva, vytvára v úverovej oblasti situáciu blízku úplnému zablokovaniu úverových aktivít (credit crunch) bez ohľadu na akokoľvek nízku cenu úverových zdrojov.

(t.j. najmä podnikového) sektora na úroveň, pri ktorej bude schopný pružne(jšie) reagovať na hodnotové (kvalitatívne) impulzy menovej politiky NBS.

Literatúra

Analýza hospodárskeho a menového vývoja SR z pohľadu integrácie SR do EÚ. IMFŠ NBS, interný materiál, jún 2001

Characteristics of Corporate Finance in the Euro Area. ECB, Monthly Bulletin, február 2001.

European Central Bank: Annual Report 1999, 2000.

KOMÍNKOVÁ, Z.: Peňažná zásoba SR v súvislostiach menového vývoja v rokoch 1997-2000. Biatec 9/2001, č.7-8.

KOMÍNKOVÁ, Z.: Miesto peňažných agregátov v menovej politike Európskeho systému centrálnych bánk. Biatec 8/2000, č.3.

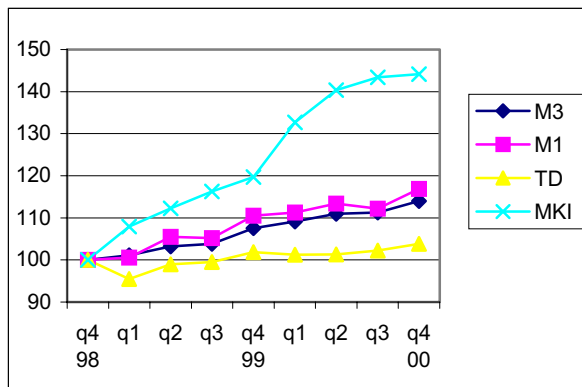
Vklady, úvery, úrokové sadzby bánk a pobočiek zahraničných bánk. Štatistická publikácia NBS, jednotlivé čísla mesačne 1996-2000.

World Economic Outlook. IMF, apríl 2000, apríl 2001.

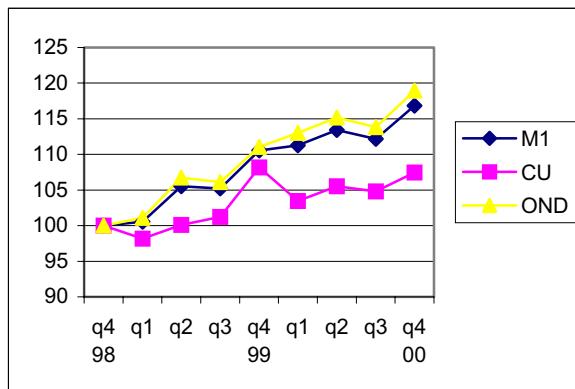
Príloha 1

Vývoj peňažných agregátov eurozóny a ich hlavných zložiek v rokoch 1999-2000 (1. 1. 1999 = 100)

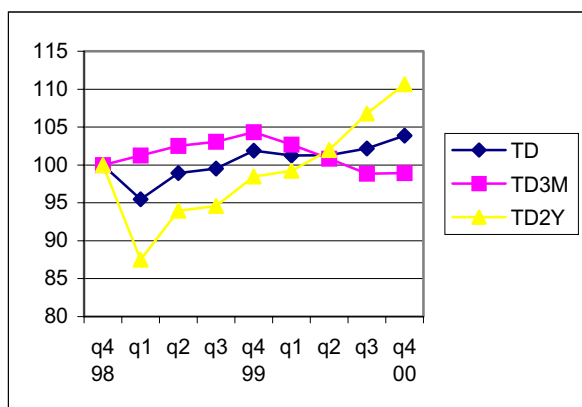
Obr.1/a



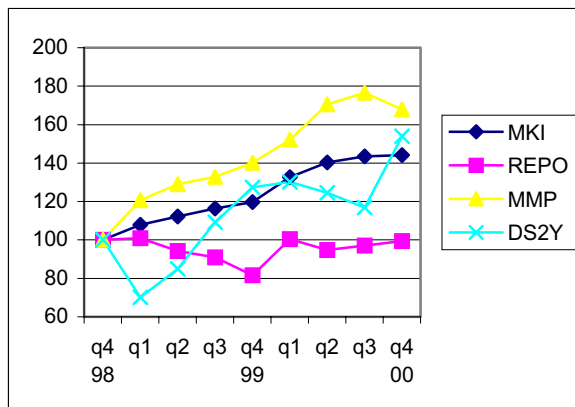
Obr.1/b



Obr.1/c



Obr.1/d



Použitá symbolika:

M3 = súhrnný agregát peňažnej zásoby eurozóny

M1 = obeživo + netermínované vklady

TD = termínované vklady (so splatnosťou do 3 mesiacov + s výpovednou lehotou do 2 rokov)

MKI = obchodovateľné nástroje (cenné papiere peňažného trhu + dlhové cenné papiere MFI so splatnosťou do 2 rokov + zostatky REPO)

CU = obeživo

OND = netermínované (jednodňové) vklady

TD3M = vklady so splatnosťou do 3 mesiacov

TD2Y = vklady s výpovednou lehotou do 2 rokov

MMP = cenné papiere peňažného trhu

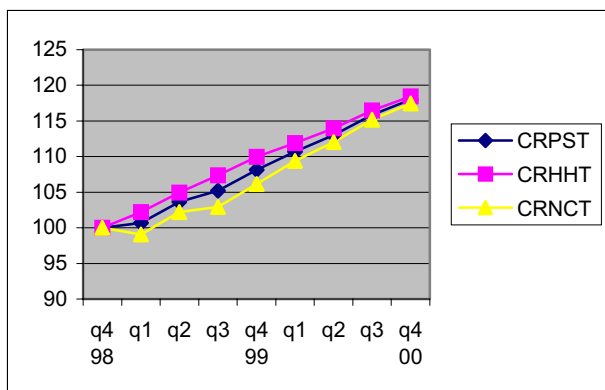
REPO = dohody o spätnom odkúpení

DS2Y = dlhové cenné papiere MFI so splatnosťou do 2 rokov

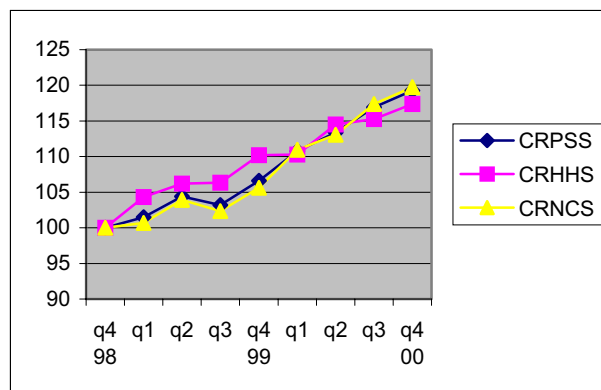
Príloha 2

Vývoj úverov súkromnému sektoru eurozóny (1. 1. 1999 = 100)

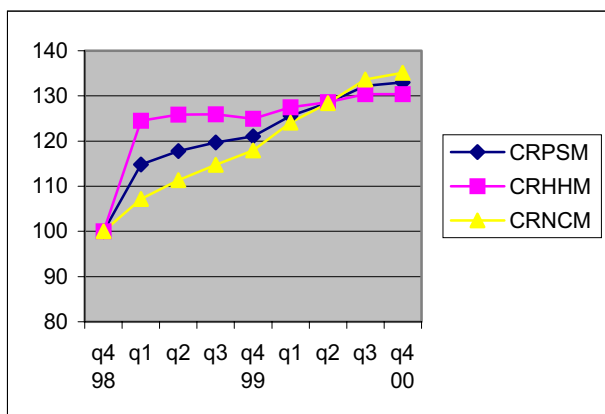
Obr.2/a



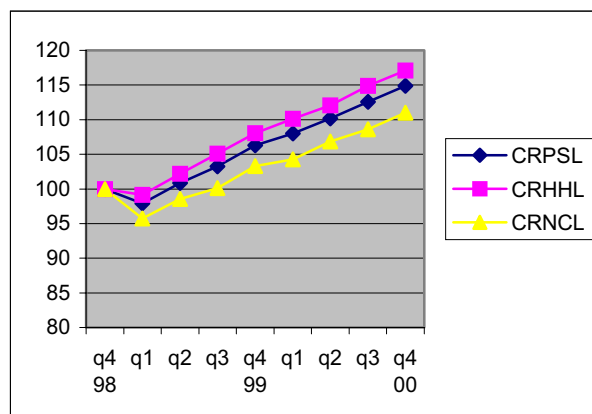
Obr.2/b



Obr.2/c



Obr.2/d



Použitá symbolika:

CRPST = celkové úvery súkromnému sektoru
 CRHHT = celkové úvery obyvateľstvu
 CRNCT = celkové úvery nefinančným korporáciám

CRPSS = krátkodobé úvery súkromnému sektoru
 CRHHS = krátkodobé úvery obyvateľstvu
 CRNCS = krátkodobé úvery nefinančným korporáciám

CRPSM = strednodobé úvery súkromnému sektoru
 CRHHM = strednodobé úvery obyvateľstvu
 CRNCM = strednodobé úvery nefinančným korporáciám

CRPSL = dlhodobé úvery súkromnému sektoru
 CRHHL = dlhodobé úvery obyvateľstvu
 CRNCL = dlhodobé úvery nefinančným korporáciám

MONETIZÁCIA SLOVENSKEJ EKONOMIKY A PROBLÉM FINANČNÝCH
ŠTRUKTÚR (Komparácia so situáciou v eurozóne)

Vydal: Inštitút menových a finančných štúdií NBS

Vypracovala: Ing. Zora Komínková, PhD.

Bratislava, júl 2001