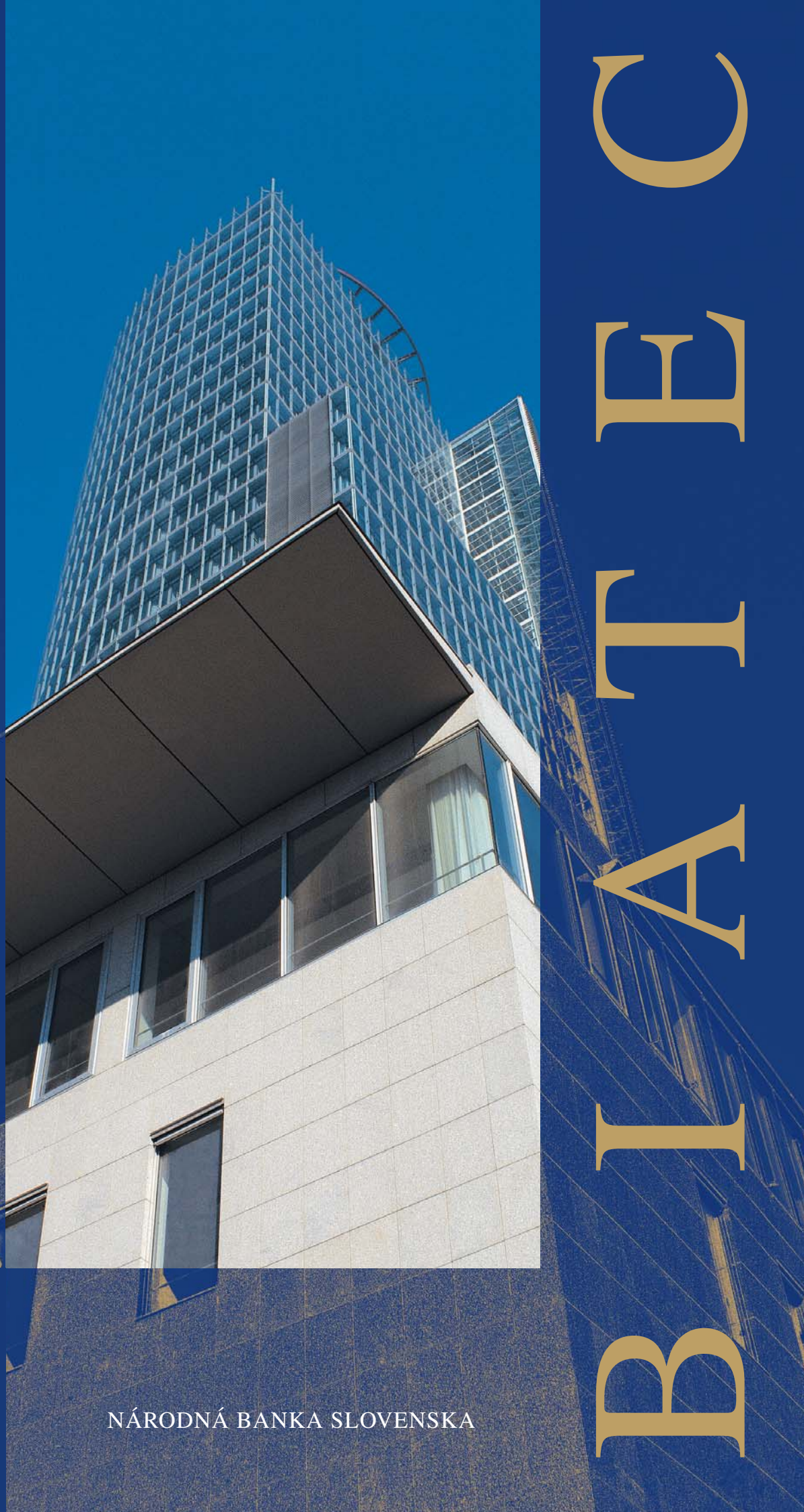


10

Október 2009
Ročník 17

ODBORNÝ
BANKOVÝ
ČASOPIS



C E T A T E C B



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA



Slovensko, krajina v srdci Európy

Koncom septembra 2009 bola v priestoroch ústredia Národnej banky Slovenska v Bratislave otvorená výstava prác 1. ročníka súťaže Slovensko, krajina v srdci Európy.



Foto: Miroslav Košír

Guvernér NBS Ivan Šramko (uprostred) si výstavu prezrel spolu so zástupcami Bratislavského samosprávneho kraja a Zastúpenia EK na Slovensku.

Výstavu slávnostne otvoril guvernér NBS Ivan Šramko, za účasti tajomníka Zastúpenia EK na Slovensku Branislava Slyška, podpredsedu Bratislavského samosprávneho kraja Bystríka Hollého, riaditeľa odboru školstva, mládeže a športu Bratislavského samosprávneho kraja Romana Csabaya a hlavného radcu sekcie regionálneho školstva Jána Palkoviča.

Na výstave sú prezentované víťazné práce s tematikou jednotnej európskej meny euro. Súťaž vyhlásilo v minulom školskom roku Ministerstvo školstva Slovenskej republiky a organizátorom súťaže bola Stredná umelecká škola, Sklenárova v Bratislave. Do súťaže sa zapojilo 1 032 žiakov a študentov, ktorých práce vyhodnotila 9 členná porota. Predsedom poroty bol Mgr. art. Ondrej Zimka.



Žiakov a študentov téma zaujala. Vystavené exponáty hýrili farbami a nápadmi. Mladí umelecky nadaní žiaci na stvárnenie témy využili rôznorodé techniky a materiály.

BIATEC

Odborný bankový časopis
Október 2009

Vydavateľ:

Národná banka Slovenska

Redakčná rada:

Ing. Ivan Šramko (predseda)
Mgr. Júlia Čillíková
RNDr. Pavel Ferienc
PhDr. Eva Karasová
Ing. Renáta Konečná
doc. Ing. Jozef Makúch, PhD.
Ing. Viliam Ostrožlík, MBA
Ing. Monika Siegelová
Mgr. Martin Šuster, PhD.

Redakcia:

Ing. Alica Polónyiová
tel.: 02/5787 2153, alica.polonyiova@nbs.sk
PhDr. Dagmar Krištofičová
tel.: 02/5787 2150, dagmar.kristoficova@nbs.sk

Adresa redakcie:

NBS, redakcia BIATEC
Imricha Karvaša 1, 813 25 Bratislava
fax: 02/5787 1128
Objednávky na inzerciu prijíma redakcia:
tel.: 02/5787 2150, e-mail: biatec@nbs.sk

Počet vydaní: 12-krát do roka

Cena výtlačku pre predplatiteľov: 0,70 €/21,09 Sk

Ročné predplatné: 8,36 €/251,85 Sk

Poštovné hradí predplatiteľ.

Voľný predaj: predajné miesta

Vydavateľstva ELITA v Bratislave: Klincová 35,
Blagoevova 14 – 16, Dolnozemska cesta 1/A

Cena výtlačku vo voľnom predaji: 1,16 €/34,95 Sk

Objednávky na predplatné v SR

a do zahraničia, reklamácie, distribúcia:

VERSUS, a. s., Expedičné stredisko,

Pribinova 21, 819 46 Bratislava

tel.: 02/5728 0368, fax: 02/5728 0148

e-mail: expedicia@versusprint.sk

Termín odovzdania rukopisov: 14. 10. 2009

Dátum vydania: 26. 10. 2009

Evidenčné číslo: EV 2817/08

ISSN 1335 – 0900

Grafický návrh: Bedrich Schreiber

Typo & lito: AEPRESS, s.r.o.

Tlač: Patria I., s.r.o.

Anglický preklad vybraných článkov je
na internetovej stránke Národnej banky
Slovenska: <http://www.nbs.sk>

Všetky práva sú vyhradené. Akékoľvek
reprodukcie tohto časopisu alebo jeho časti
a iné publikovanie vrátane jeho elektronickej
formy nie sú povolené bez predchádzajúceho
písomného súhlasu vydavateľa.

O B S A H



NA AKTUÁLNU TÉMU

Konvergencia slovenskej ekonomiky v období krízy..... 2 (Ing. Tibor Lalinský)	2
Procyklickosť účtovných pravidiel a pravidiel regulácie kapitálu bánk..... 11 (Ing. Tomáš Tószér, PhD.)	11

MENOVÁ POLITIKA

Komparácia vývoja kľúčových úrokových sadzieb centrálnych bánk v krajinách V4 a ECB 16 (Ing. Kristína Kočišová, PhD.)	16
---	----

FINANČNÁ KRÍZA

Fiškálne impulzy a svetové akciové trhy 21 (prof. Ing. Božena Chovancová, PhD.)	21
--	----

DOHLAD NAD FINANČNÝM TRHOM

Štvrtá kvantitatívna dopadová štúdia novej regulácie v poisťovníctve 25 (Peter Paluš, Andrea Gondová)	25
---	----

POSTREHY – PODNETY

Tímová práca a inovácie v úverovom vzťahu 30 (Ing. Nikoleta Puchá, PhD.)	30
---	----

RECENZIA

Horvátová, E.: Bankovníctvo..... 32 (Ing. Jaroslav Belás, PhD.)	32
--	----



Konvergencia slovenskej ekonomiky v období krízy

Ing. Tibor Lalinský
Národná banka Slovenska

Globálna finančná kríza sa začala koncom roka 2008 viditeľne prejavovať v reálnej ekonomike. Najrýchlejšie a najintenzívnejšie sa zhoršil hospodársky vývoj v krajinách, ktoré priamo zasiahla. Na druhej strane, viaceré ekonomiky, vrátane Slovenska, boli negatívne ovplyvnené až začiatkom roka 2009, keď sa naplno prejavil pokles dopytu priemyselne najvyspelejších krajín. Doterajší viacročný trend nominálnej i reálnej konvergenie v rámci EÚ sa zastavil. V ďalšom období budeme svedkami skôr procesu ekonomickej divergenie ako konvergenie.

- 1 V skutočnosti však iba dve z krajín eurozóny (Fínsko a Luxembursko) dokázali dlhodobou plniť fiškálne kritérium po zavedení eura.
- 2 V predchádzajúcom roku bola taktiež pôvodne zaznamenaná úroveň 2,2 % HDP. Po revízii bol deficit za rok 2007 vycíslaný na 1,9 % HDP.
- 3 Referenčná hodnota inflačného kritéria sa v tom období pohybovala v blízkosti svojho historického maxima. V októbri 2008 bola zaznamenaná jej najvyššia doterajšia úroveň od vzniku eurozóny (4,2 %).
- 4 Najväčší tlmiaci vplyv mali klesajúce ceny produktov priemyselnej produkcie a potravín.
- 5 Ak by sa bral do úvahy matematicky presnejší 12 mesačný priemer HICP inflácie zaokrúhlený na 2 desatinné miesta, Slovensko by neplnilo inflačné kritérium už ani vo februári 2009. Slovensku sa podarilo nepretržite plniť inflačné kritérium počas 19 (resp. 18) mesiacov od augusta 2007.

V prvej časti príspevku sa venujeme aktuálnemu vývoju a výhľadu nominálnej konvergenie. Napriek spomaleniu rastu spotrebiteľských cien, prestalo Slovensko v marci 2009 plniť inflačné kritérium. V dôsledku nepriaznivého vývoja svetového a domáceho hospodárstva zaznamenaná Slovenská republika v tomto, ako aj v nasledujúcich 2 rokoch nadmerný deficit. Z vývoja plnenia maastrichtských kritérií v krajinách EÚ mimo eurozóny vyplýva, že žiadna z týchto krajín neplní všetky kritériá. Ďalšia fáza rozširovania eurozóny pripadá do úvahy až o niekoľko rokov.

Neoddeliteľnou súčasťou analýzy nominálnej konvergenie je hodnotenie vplyvu reálnej konvergenie. Globálna hospodárska recesia ovplyvnila makroekonomické výsledky SR za rok 2008 iba mierne. Začiatkom roka 2009 sa však dramaticky zhoršila situácia v reálnej ekonomike Slovenska. Výhľad na nasledujúce roky naznačuje značne pomalšie tempo reálnej konvergenie SR k priemeru EÚ, než sme boli zvyknutí.

NOMINÁLNA KONVERGENCIA

Splnenie maastrichtských kritérií je kľúčovou podmienkou na zavedenie eura. Po prijatí spoločnej európskej meny nie sú krajiny eurozóny (a teda ani Slovensko) formálne povinné pokračovať v plnení všetkých štyroch kritérií. Výnimkou je fiškálne kritérium, ktorého obsahom je plnenie pravidiel vyplývajúcich z Paktu stability a rastu.¹

Plnenie maastrichtských kritérií na Slovensku

V období oficiálneho hodnotenia dosiahnutej nominálnej konvergenie pred vstupom do eurozóny – v marci 2008 – plnilo Slovensko maastrichtské kritériá so značnou rezervou. Aj o rok neskôr dosiahol deficit rozpočtu verejnej správy úroveň 2,2 % HDP², t. j. hodnotu dostatočne nižšiu ako povolená hranica 3 % HDP. Podiel verejného dlhu na HDP v roku 2008 klesol na 27,6 % HDP (v porovnaní s hodnotou 29,4 % HDP v roku 2007).

Inflačné kritérium splnila SR tiež s dostatočnou rezervou (1 p. b.). Neskôr sa však inflácia postupne zvyšovala. V septembri 2008 celková medziročná inflácia v SR kulminovala.³ Určujúcimi faktormi cenového rastu na Slovensku boli v roku 2008 faktory mimo vplyvu menovej politiky, a to vývoj svetových cien energetických, ale aj poľnohospodárskych komodít.

Koncom roka 2008 sa začala inflácia spomaľovať. Trend poklesu miery celkovej inflácie, ako aj jej 12-mesačného priemeru, v roku 2009 pokračoval.⁴ V dôsledku prehlbujúcej sa hospodárskej krízy však priemer 3 krajín s najnižšou infláciou v EÚ klesal rýchlejšie. V marci 2009 už bola referenčná hodnota inflačného kritéria nižšia ako hodnota inflačného kritéria v SR. Slovensko prestalo plniť inflačné kritérium.⁵ Napriek historicky najnižšej medziročnej inflácii (0,5 %) Slovensko neplnilo kritérium ani v auguste 2009. Priemerná inflácia v SR síce klesla na 2,3 %, referenčná hodnota sa však znížila na 1,7 %.

Pod vplyvom zhoršujúceho sa globálneho hospodárskeho vývoja a vyššej domácej inflácie sa v roku 2008 postupne zvyšovali náklady dlhodobého financovania. Dvanásťmesačný priemer dlhodobej úrokovej miery v SR dosiahol v decembri 2008 hodnotu 4,7 %. V priebehu roka 2009 sa zvýšil o ďalších 20 bazických bodov (na 4,9 %). Kritérium stability dlhodobej úrokovej miery bolo ale v auguste 2009 naďalej splnené s veľkou rezervou.

Keď sa vplyv globálnej finančnej krízy začal prejavovať na hospodárskom vývoji v regióne, začala SR ešte pred vstupom do eurozóny počítovať prínos spoločnej meny k celkovej stabilite hospodárstva. Nasvedčujú tomu rozdiely vo vývoji dlhodobej úrokovej miery v rámci nových členských krajín EÚ, ale hlavne vývoj výmenných kurzov. Na rozdiel od mien okolitých krajín sa trhový kurz slovenskej koruny neznehodnotil, keďže už bol známy oficiálne stanovený pevný konverzný kurz. Do konca roka 2008 sa kurz koruny pohyboval vo veľmi úzkom pásme nad hodnotou konver-



ného kurzu. Vysoká volatilita kurzov krajín V4 bola zaznamenaná aj v roku 2009. Spoločná európska mena tak priniesla Slovensku lepšie podmienky pre dlhodobé podnikateľské rozhodnutia a ďalší prílev zahraničných investícií.

Výhľad a riziká plnenia maastrichtských kritérií v SR

Podľa aktuálnej strednodobej predikcie NBS⁶ priemerná medziročná inflácia meraná HICP v roku 2009 klesne na 1,1 %. Hlavným faktorom vývoja bude najmä spomalenie hospodárskej aktivity sprevádzané značne zhoršenými hospodárskymi výsledkami podnikov a nižším tempom rastu cien potravín. V nasledujúcich rokoch by mala inflácia postupne rásť v dôsledku očakávaného oživenia hospodárskej aktivity. V budúcom roku stúpne na 1,8% a v roku 2011 na 2,4 %.

Vplyvom hospodárskej recesie aj väčšina ostatných krajín EÚ dosiahne v priemere za rok 2009 veľmi nízku, prípadne zápornú infláciu. Referenčná hodnota inflačného kritéria sa už blíži k svojmu minimu (1,5%). Domáca medziročná inflácia bude v nasledujúcich mesiacoch ešte klesať a v decembri mierne stúpne na 0,6 %. Dvanásťmesačný priemer HICP inflácie tak pravdepodobne klesne pod úroveň referenčnej hodnoty a Slovensku sa podarí opäť plniť inflačné kritérium ešte koncom roka 2009.

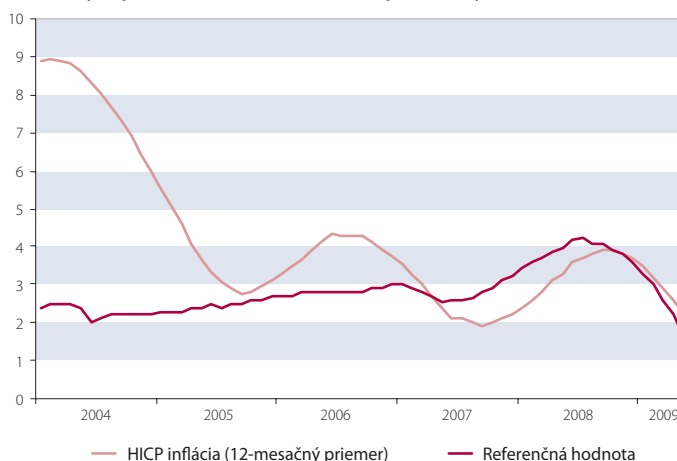
V súvislosti s pokračujúcou reálnou konvergenciou treba v dlhodobom horizonte, minimálne do obdobia dosiahnutia priemernej úrovne výkonnosti EÚ, očakávať rýchlejšiu rast spotrebiteľských cien na Slovensku ako priemer v krajinách EÚ.⁷ Vývoj spotrebiteľských cien bude zároveň do veľkej miery ovplyvnený cenovým vývojom v neobchodovateľnom sektore. V závislosti od heterogenosti budúceho inflačného vývoja v EÚ, to môže, ale nemusí znamenať neplnenie inflačného kritéria.

Doterajšie hodnotenia rizík neplnenia inflačného kritéria boli takmer úplne totožné s rizikami strednodobej predikcie vývoja inflácie. V minulosti prevládali riziká vyššieho ako očakávaného rastu spotrebiteľských cien, a tým aj prekročenia inflačného kritéria. Vzhľadom na globálnu hospodársku recesiu na rok 2009 dominujú riziká smerom nadol. Väčší ako predpokladaný pokles dopytu by mohol viesť k nižšiemu rastu spotrebiteľských cien. Paradoxne, prípadné naplnenie sa týchto rizík by tak mohlo zabezpečiť skoršie opätovné plnenie inflačného kritéria.

V strednodobom horizonte bude v prípade rýchlejšieho oživenia hospodárskeho rastu znova prevládať riziko vyššieho rastu cien na Slovensku. Neistotu predstavuje vývoj regulovaných cien energií v roku 2010. Rýchlejšie môžu rásť ceny komodít, ale aj importné ceny.

Výrazný pokles hospodárskej aktivity a teda aj nižšie príjmy verejného rozpočtu sa už v prvom štvrtroku 2009 premietli vo viditeľnom zhoršení vývoja verejných financií oproti rozpočtu. Podľa Návrhu rozpočtu verejnej správy na roky 2010 až 2012 sa deficit v rokoch 2009 a 2010 prehĺbi vý-

Graf 1 Vývoj inflácie v SR a referenčnej hodnoty (v %)



Zdroj: Eurostat, vlastné výpočty.

Graf 2 Vývoj výmenných kurzov mien krajín V4 voči euru (Index – 1.08 = 100)



Zdroj: NBS.

razne nad úroveň, ktorú požadujú pravidlá Paktu stability a rastu (6,3 % HDP a 5,5 % HDP). Nadmerný deficit sa nepodarí odstrániť ani v roku 2011. V nadväznosti na zvyšovanie deficitu verejného rozpočtu a pokračujúci negatívny vývoj ekonomiky bude rásť aj podiel verejného dlhu na HDP. Do roku 2011 sa zvýši na 42,5 % HDP.

Výzvy na rýchlejšiu konsolidáciu verejných financií neboli v rokoch výnimočne vysokého hospodárskeho rastu akceptované. Slovensko si nevytvorilo dodatočné rezervy na obdobie zhoršeného hospodárskeho vývoja. Snaha realizovať rozpočtovú politiku v súlade s Paktom stability a rastu a pokračovať v konsolidácii smerom k dosiahnutiu strednodobého cieľa bude v nasledujúcich rokoch o to náročnejšia. Zhorší sa tiež dlhodobá udržateľnosť verejných financií. Medzi faktory s najväčším vplyvom zaradujeme úrokové náklady dlhu a výdavky citlivé na vplyv starnutia obyvateľstva. Preto aj zdanlivo relatívne malé zvýšenie verejného dlhu a destabilizujúce zásahy do dôchodkového systému môžu mať silný negatívny dopad na dlhodobú udržateľnosť verejných financií.

⁶ Strednodobá predikcia (P3Q-2009), NBS, september 2009.

⁷ V dlhodobom horizonte bude inflácia v SR asi o 1,2 percentuálneho bodu vyššia ako inflácia v EÚ (NBS, 2008).



Minimálne v roku 2010 môže byť v dôsledku nepriaznivého hospodárskeho vývoja v predchádzajúcom roku a s tým súvisiacim poklesom výkonnosti podnikového sektora zaznamenaný výraznejší ako očakávaný prepád rozpočtových príjmov. Okrem nižších daňových príjmov bude výsledok hospodárenia verejnej správy v tomto i nasledujúcich rokoch negatívne ovplyvnený aj nižšími odvodovými príjmami z titulu sociálneho a zdravotného poistenia.

Na výdavkovej strane rozpočtu sa riziká týkajú najmä skutočnosti, že rok 2010 bude volebným rokom. Neistotu pokiaľ ide o výdavky verejnej správy predstavuje tiež využívanie finančných prostriedkov z fondov EÚ a s nimi súvisiace výdavky na spolufinancovanie. Neistota vyplýva z ich doterajšieho nedostatočného a nerovnomerného využívania, následných presunov nevyčerpaných výdavkových limitov, ale hlavne z očakávaného vysokého nárastu objemu využitých prostriedkov v nasledujúcich rokoch. V prípade ďalšieho zhoršenia vývoja na finančných trhoch môže dôjsť k citeľnejšiemu rastu úrokových sadzieb na vládne dlhopisy, čo sa odrazí vo zvýšení odhadovaných úrokových výdavkov. Vzhľadom na predpokladané oživenie domácej ekonomiky a plánovaný dynamický rast verejného dlhu by bolo vhodné rýchlejšie konsolidovať deficit verejných financií.

Plnenie maastrichtských kritérií v krajinách EÚ mimo eurozóny

Vo všetkých členských krajinách EÚ mimo eurozóny bolo zaznamenané medziročné zhoršenie hospodárskeho vývoja. Najsilnejší negatívny dopad zaznamenali pobaltské krajiny, ktoré pocítili nielen prepád zahraničného dopytu, ale aj priamy vplyv finančnej krízy. V súčasnosti žiadna z krajín EÚ mimo eurozóny neplní všetky maastrichtské kritériá.

Na základe údajov za jún 2009 plnilo inflačné kritérium iba Dánsko a Švédsko. V nasledujúcich dvoch mesiacoch bol zaznamenaný taký výrazný pokles referenčnej hodnoty, že v auguste už žiadna z krajín EÚ mimo eurozóny nespĺňala inflačné kritérium. A to aj napriek tomu, že vo väčšine krajín EÚ sa priemerná inflácia medziročne znížila. Rast spotrebiteľských cien sa zrýchlil iba v Maďarsku a Poľsku, čo súviselo s oslabením ich mien.

Globálna hospodárska recesia vytvára dodatočné tlaky na verejné financie. Vychádzajúc z posledných dostupných údajov (za rok 2008) fiškálne kritérium plní Česká republika, Bulharsko, Dánsko a Švédsko. Aj v týchto krajinách (s výnimkou Bulharska) sa zvýšil deficit, príp. znížil prebytok hospodárenia verejných financií. Referenčnú hodnotu verejného dlhu prekračuje momentálne iba Maďarsko, zadlženosť však stúpa v prevažnej časti sledovaných krajín. Najviac sa v porovnaní s hodnotou z predchádzajúceho roka zvýšila v Lotyšsku a Maďarsku. Relatívne vysoký rast vykázalo aj Dánsko. V Spojenom kráľovstve prekročil pomer dlhu k HDP hodnotu 50 %.

So stúpajúcou zadlženosťou rastú náklady dlhodobého financovania. Všetky členské krajiny EÚ mimo eurozóny (okrem Dánska, Švédska a Spojeného kráľovstva), platia vyššie úrokové sadzby ako pred rokom. Pod vplyvom finančnej krízy prekročila priemerná dlhodobá úroková miera v Maďarsku, pobaltských krajinách, v Bulharsku a Rumunsku referenčnú hodnotu a tieto krajiny tak neplnia ani úrokové kritérium.

Na plnenie kritéria stability výmenného kurzu je nevyhnutné, aby bola mena hodnotenej krajiny minimálne 2 roky zapojená v mechanizme výmenných kurzov ERM II. Túto podmienku v súčasnosti spĺňajú Dánsko, Litva, Lotyšsko a Estónsko. Všetky tri pobaltské štáty udržiavajú fixný kurz voči euru. Dánska koruna sa dlhodobo pohybuje v tesnej blízkosti centrálnej parity.

Tab. 1 Plnenie maastrichtských kritérií v krajinách EÚ mimo eurozóny (august 2009)

Krajina	HICP inflácia (%)	Saldo verejných financií (% HDP)*	Hrubý verejný dlh (% HDP)*	Dlhodobá úroková miera (%)
Česká republika	2,2	-1,5	29,8	4,9
Maďarsko	3,9	-3,4	73,0	9,5
Poľsko	4,0	-3,9	47,1	6,1
Litva	6,9	-3,2	15,6	12,0
Lotyšsko	7,7	-4,0	19,5	10,3
Estónsko	3,8	-3,0	4,8	8,4
Bulharsko	5,4	1,5	14,1	6,9
Rumunsko	6,4	-5,4	13,6	9,4
Dánsko	1,9	3,6	33,3	3,8
Švédsko	2,2	2,5	38,0	3,3
Spojené kráľovstvo	2,9	-5,5	52,0	3,6
Referenčná hodnota	1,7	-3,0	60,0	6,7

Zdroj: Eurostat.

Poznámka: červenou farbou sú zvýraznené hodnoty prekračujúce referenčnú hodnotu.

*posledná dostupná hodnota (rok 2008).



Výhľad plnenia maastrichtských kritérií v krajinách EÚ mimo eurozóny

Krajiny V4 (okrem Slovenska) mali vo svojich konvergenčných programoch naplánovanú konsolidáciu verejných financií a zároveň postupný pokles inflácie. Maďarsko by však ani v horizonte do roku 2011 nespĺnilo fiškálne a pravdepodobne ani inflačné kritérium. V prípade Poľska a Českej republiky existovala šanca splniť do roku 2011 všetky kritériá, ak by počas roka 2009 vstúpili do mechanizmu výmenných kurzov. Ako však vyplýva z aktuálnej prognózy EK, globálna recesia bude mať výrazne negatívny vplyv na vývoj verejných financií. Vo všetkých krajinách V4 (vrátane Slovenska) vzrastie v roku 2009 a 2010 deficit verejných financií vysoko nad referenčnú hodnotu. V Poľsku sa zároveň verejný dlh vyšplhá v roku 2010 na 59,7% HDP, t. j. tesne pod úroveň referenčnej hodnoty.

Pre pobaltské krajiny bola donedávna prekážkou vstupu do eurozóny hlavne vysoká inflácia. V konvergenčných programoch sa (s výnimkou Estónska) predpokladal v horizonte do roku 2011 dostatočný pokles inflácie, z čoho vyplývala vysoká šanca splniť všetky kritériá. Aktuálna prognóza EK očakáva ešte rýchlejšiu dezinfláciu, avšak aj veľké výpadky príjmov verejných financií a dodatočné výdavky vyvolané finančnou krízou. Pobaltské krajiny tak zaznamenajú v nasledujúcich dvoch rokoch vysoké deficity verejných financií. So zvyšujúcou sa zadlženosťou im naďalej porastú aj dlhodobé úrokové sadzby.

Bulharsko bude v roku 2010 pravdepodobne jediná z krajín EÚ mimo eurozóny, ktorá neprešiahne hranicu nadmerného deficitu a zároveň dosiahne najnižší deficit v celej EÚ. Recesia však nebude mať dostatočne silný tlmiaci efekt na infláciu a Bulharsku sa nepodarí v nasledujúcich rokoch splniť inflačné kritérium. Rumunsko nebude plniť fiškálne ani inflačné kritérium. V konvergen-

čných správach pre Dánsko a Švédsko sa očakával vývoj v súlade s plnením maastrichtských kritérií. Aktuálny vývoj a výhľad EK však naznačujú, že pôvodne očakávané prebytkové saldá verejných financií sa v roku 2010 zmenia na deficitné.

Predikcie hospodárskeho vývoja v sledovaných krajinách publikované v septembri 2009 spoločnosťou Consensus Economics potvrdzujú závery vyplývajúce z údajov Jarnej prognózy EK. V súčasnosti sa nejaví byť reálne, že by niektorá z krajín EÚ mimo eurozóny dokázala v horizonte najbližších dvoch rokov splniť maastrichtské kritériá a dodržať tak základnú podmienku na zavedenie eura. Určitá šanca existuje v prípade Dánska a Bulharska. Okrem neprekročenia 3%-nej hranice pre deficit by záujem Dánska zaviesť euro museli potvrdiť aj občania v referende, ktoré je naplánované na rok 2011. V Bulharsku by bolo potrebné pristúpiť k rýchlejšej dezinflácii, to však nie je v režime fixného výmenného kurzu jednoduchá úloha. Bulharsko má zároveň veľké rezervy v reálnej konvergencii, čo predstavuje významné riziko udržateľnosti plnenia nominálnych kritérií.

REÁLNA KONVERGENCIA

Pokrok v nominálnej konvergencii nie je vo všeobecnosti možný bez podpory reálnej konvergenencie. Priaznivý hospodársky vývoj v uplynulých rokoch umožnil Slovensku splniť všetky maastrichtské kritériá v relatívne krátkom čase. Aktuálne spomalenie reálnej konvergenencie vyvolané globálnou hospodárskou krízou naopak obmedzuje možnosti na rýchly návrat k doterajšiemu tempu nominálnej konvergenencie.

Aktuálny vývoj reálnej konvergenencie SR k priemeru EÚ

V roku 2008 pokračoval na Slovensku dynamický hospodársky vývoj. Ekonomický rast meraný HDP v stálych cenách dosiahol 6,4%. Medziročne sa tiež

Tab. 2 Výhľad nominálnej konvergenencie členských krajín EÚ mimo eurozóny

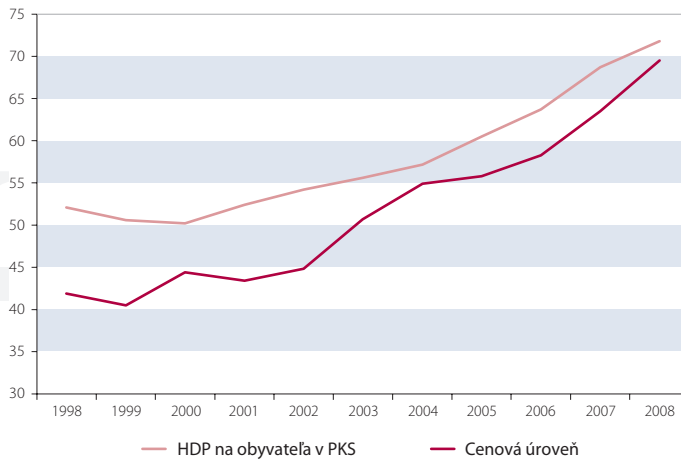
Krajina	HICP inflácia (%)		Saldo verejných financií (% HDP)		Hrubý verejný dlh (% HDP)	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010
Česká republika	1,1 (1,2)	1,6 (1,6)	-4,3 (-5,7)	-4,9 (-5,6)	33,7	37,9
Maďarsko	4,4 (4,6)	4,1 (4,0)	-3,4 (-4,0)	-3,9 (-3,9)	80,8	82,3
Poľsko	2,6 (3,6)	1,9 (2,5)	-6,6 (-5,5)	-7,3 (-5,8)	53,6	59,7
Litva	3,6 (4,2)	-0,4 (0,1)	-5,4 (-6,8)	-8,0 (-6,0)	22,6	31,9
Lotyšsko	4,6 (3,5)	-0,7(-1,7)	-11,1 (-10,4)	-13,6 (-7,6)	34,1	50,1
Estónsko	0,6 (-0,3)	0,5 (0,2)	-3,0 (-4,1)	-3,9 (-4,0)	6,8	7,8
Bulharsko	3,9 (2,8)	3,6 (2,7)	-0,5 (-0,6)	-0,3 (-0,1)	16,0	17,3
Rumunsko	5,8 (5,5)	3,5 (4,0)	-5,1 (-)	-5,6 (-)	18,2	22,7
Dánsko	1,0 (1,2)	1,3 (1,5)	-1,5 (-)	-3,9 (-)	32,5	33,7
Švédsko	0,9 (-0,8)	1,4 (1,2)	-2,6 (-)	-3,9 (-)	44,0	47,2
Spojené kráľovstvo	1,6 (1,9)	0,7 (1,8)	-11,5 (-)	-13,8 (-)	68,4	81,7
Referenčná hodnota	1,8 (1,6)	2,0 (1,8)	-3,0	-3,0	60,0	60,0

Zdroj: EK, Consensus Economics, vlastné výpočty.

Poznámky: červenou farbou sú zvýraznené hodnoty prekračujúce referenčnú hodnotu. Hodnota v zátvorke predstavuje odhad Consensus Economics Inc.

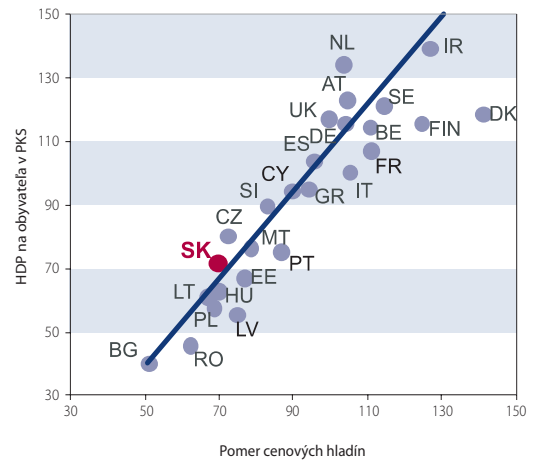


Graf 3 Vývoj reálnej konvergencie SR (priemer EÚ-27=100)



Zdroj: Eurostat, vlastné výpočty.

Graf 4 Pomer cenových hladín a výkonnosti krajín EÚ (EÚ-27=100, 2008)



Zdroj: Eurostat.

8 Odhad Eurostatu na rok 2008.

zvyšila zamestnanosť a klesla nezamestnanosť. Po relatívne dlhom období neustále sa zrýchľujúcej dynamiky však nastal počas roku 2008 obrat vo vývoji. Tempo hospodárskeho rastu sa spomalilo z 9,3 % v 1. štvrtroku na 2,5 % vo 4. štvrtroku. Globálna hospodárska kríza sa koncom roka prejavila v prepade zahraničného dopytu a utlmil sa aj rast investičnej zložky domáceho dopytu. Celkový domáci dopyt si v roku 2008 zachoval rastovú dynamiku vplyvom rýchlejšieho rastu spotreby.

Výkonnosť ekonomiky SR meraná ukazovateľom HDP na obyvateľa v parite kúpnej sily (PKS) sa zvýšila na 71,8 %⁸ priemernej výkonnosti EÚ. Inflačný diferencál medzi Slovenskom a priemerom EÚ bol veľmi nízky. Výmenný kurz slovenskej koruny sa však aj za relatívne krátky čas (od začiatku roka po stanovenie konverzného kurzu) výrazne posilnil. Relatívna cenová hladina na Slovensku

preto stúpila v roku 2008 viac ako výkonnosť ekonomiky.

Zahraničný obchod predstavuje hlavný kanál, ktorým sa globálna hospodárska kríza preniesla na Slovensko. Hodnota celkového vývozu tovarov a služieb v bežných cenách za rok 2008 sa síce medziročne zvýšila, koncom roka sa však výrazne prepadla. V decembri klesol objem vývozu na hodnotu spred 3 rokov. Vývoj dovozu kopíroval vývoj vývozu. Negatívne saldo obchodnej bilancie sa medziročne mierne znížilo (na -1,1 % HDP). Deficit bežného účtu platobnej bilancie stúpol na 6,5 % HDP. Hlavným faktorom rastu deficitu bežného účtu bol zhoršený vývoj bilancie služieb a bilancie bežných transferov. Rast dovozu ako aj vývozu zaostal za rastom HDP v bežných cenách. Celková otvorenosť slovenskej ekonomiky vyjadrená podielom zahraničného obchodu

Tab. 3 Ukazovatele reálnej konvergenzie a stavu ekonomiky SR (rok 2008)

Ukazovatele reálnej konvergenzie	SR	Porovnateľný ukazovateľ v EÚ-27
Podiel HDP SR a EÚ (v PKS na osobu)	71,8 % ¹⁾	100 %
Pomer cenových hladín v SR a EÚ	69,5 % ¹⁾	100 %
Reálny rast HDP	6,4 %	0,9 %
Otvorenosť ekonomiky		
Vývoz	82,2 % HDP	
Dovoz	84,6 % HDP	
Bežný účet PB	-6,5 % HDP	-2,0 % HDP
Prílev PZI	3,7 % HDP	1,4 % HDP
Trh práce a zamestnanosť		
Miera zamestnanosti	62,3 %	65,9 %
Miera nezamestnanosti (VZPS)	9,6 %	7,0 %
Rast produktivity práce (ESA 95)	3,5 %	0,0 %
Rast ULC (ESA 95)	5,3 %	3,4 %

Zdroj: ŠÚ SR, Eurostat, vlastné výpočty.

1) Odhad Eurostatu.

Vysvetlivky: PKS – parita kúpnej sily, VZPS – výberové zisťovanie pracovných síl, PZI – priame zahraničné investície, PB – Platobná bilancia, ULC – unit labour costs, jednotkové náklady práce



tovarov a služieb na HDP sa v roku 2008 znížila na 166,8 % HDP.

V porovnaní so situáciou v roku 2007 sa ešte v roku 2008 zlepšili podmienky v oblasti zamestnanosti. Celková zamestnanosť sa zvýšila na 62,3% a nezamestnanosť sa znížila na 9,6 %. Rast kompenzácií na zamestnanca sa zrýchlil iba mierne. Vzhľadom na výrazné spomalenie rastu produktivity práce bol však zaznamenaný relatívne dynamický rast jednotkových nákladov práce. Úroveň produktivity práce na Slovensku dosiahla 77,5 % úrovne produktivity práce v EÚ.

Štruktúra ekonomiky sa v roku 2008 výrazne nezmenila. Najviac pridanej hodnoty sa vyprodukovalo v priemysle (28,1 %). Jeho podiel na celkovej pridanej hodnote bol čiastočne zredukovaný vyšším podielom stavebníctva (8,7%), ktorý medziročne stúpol o 1,6 p. b. Táto zmena sa uskutočnila v podmienkach mierneho spomalenia medziročnej dynamiky tvorby pridanej hodnoty (na 9,9%). Po viacerých rokoch dynamického vývoja zisku nefinančných korporácií bol v roku 2008 vyprodukovaný o 7,6 % nižší zisk ako v roku 2007.

V súvislosti s prechodom na spoločnú menovú politiku stúpol význam miery zladenia našej ekonomiky s ekonomikou eurozóny. Korelácia rastu HDP na Slovensku a v eurozóne sa koncom roka 2008 znížila (na hodnotu 0,7). Dôvodom bol extrémne vysoký hospodársky rast Slovenska v roku 2007 a relatívne vysoký rast v roku 2008, ktorý výrazne predbiehal vývoj v eurozóne. V roku 2009 sa zladenosť hospodárskeho vývoja opäť zvyšuje, keďže Slovensko (aj keď s určitým oneskorením) eviduje prepád HDP, rovnako ako eurozóna. Zároveň sa zvýšila aj symetria šokov.⁹

Štrukturálne a inštitucionálne reformy

Nevyhnutným predpokladom pre viditeľné priblíženie sa k doterajšiemu tempu reálnej konvergenzie je pokračovať v štrukturálnych a inštitucionálnych reformách. Vo všeobecnosti však možno konštatovať, že napredovanie Slovenska v oblasti štrukturálnych a inštitucionálnych reforiem zostáva vo forme prijímania rôznych stratégií a plánov. Formulácia konkrétnych účinných opatrení a ich implementácia zaostávajú. Realizované kroky sa zameriavajú najmä na oblasť zamestnanosti, druhý hlavný cieľ lisabonskej agendy – podpora udržateľného rastu zostáva v úzadí.

Z hodnotenia pokroku v implementácii Národného programu reforiem SR¹⁰ vyplýva, že Slovensko uskutočnilo určité kroky smerom k zlepšeniu podnikateľského prostredia a reforme školského a vzdelávacieho systému. EK však vyzvala Slovensko k dodatočným opatreniam na zlepšenie podmienok podnikania, zamestnávania mládeže, ale tiež vypracovať aktívnu stratégiu starnutia obyvateľstva a zvýšiť konkurenciu v energetike. SR by mala realokovať viac verejných prostriedkov na vzdelávanie, výskum, vývoj a inovácie. Mala by rýchlejšie implementovať stratégiu lepšej regulácie, zjednodušiť existujúcu legislatívu a znížiť administratívnu záťaž podnikania. V súvislosti s prístupom flexiistoty (zladenie potrieb

Graf 5 Vývoj reálneho rastu HDP na Slovensku a v eurozóne (medziročná zmena v %)



Zdroj: Eurostat, vlastné výpočty.

zamestnávateľov a zamestnancov kombináciou flexibility s istotou zamestnania – pozn. red.) treba pokročiť v implementácii stratégie celoživotného vzdelávania a ďalšej reforme školského a vzdelávacieho systému.

Národný program reforiem je úzko prepojený s Modernizačným programom Slovensko 21. Väčšina krátkodobých opatrení bola realizovaná alebo legislatívne upravená v stanovenom termíne do konca roka 2008. V oblasti výskumu, vývoja a inovácií a v oblasti vzdelávania sa zvýšil dôraz a do istej miery aj zlepšili podmienky na medzinárodnú spoluprácu, ktorá by mohla priniesť vyššiu kvalitu. Najvýznamnejším opatrením v oblasti skvalitnenia podnikateľského prostredia bolo spustenie elektronického systému na sledovanie legislatívneho procesu. Do oblasti zamestnanosti spadá zavedenie zamestnaneckej prémie a zvýšenie podpory nájomného bývania. Zamestnanecká prémie znižuje efektívne daňovo-odvodové zaťaženie pracujúcich s nízkymi príjmami (najmä tým, ktorých priemerný zárobok je nižší ako minimálna mzda). Cieľom je motivovať znevýhodnených uchádzačov o prácu pracovať a uprednostniť príjem za prácu pred sociálnymi dávkami.

Uskutočnené zásahy do dôchodkového systému, najmä vyhlásenie ďalšieho prechodného obdobia, počas ktorého môžu sporitelia vystúpiť z kapitalizačného piliera, však prinášajú iba krátkodobé zvýšenie príjmov verejného rozpočtu a nemajú významný vplyv na zlepšenie udržateľnosti priebežného systému.

Významnejšími krokmi na zlepšenie podnikateľského prostredia na Slovensku boli v uplynulom období zavedenie jednotných kontaktných miest pre živnostníkov a elektronizácia niektorých procedúr pri colnom konaní. Celkové postavenie Slovenska v rebríčku kvality podnikateľského prostredia Doing Business¹¹, ktorý zostavuje Svetová banka, sa však zhoršilo. Viaceré krajiny zavádzajú viac a rozsiahlejších reforiem. Slovensko si zatiaľ udržalo najlepšie podmienky na podnikanie vo V4. V Maďarsku bol ale dosiahnutý viditeľný

9 Pozri: *Analýza konvergenzie slovenskej ekonomiky*, NBS, júl 2009.

10 *Implementation of the Lisbon Strategy Structural Reforms in the context of the European Economic Recovery Plan: Annual country assessments – a detailed overview of progress made with the implementation of the Lisbon Strategy reforms in Member States in 2008*, EK, január 2009.

11 *Doing Business 2010*, Svetová banka, 2009.



medziročný pokrok a rozdiel medzi kvalitou podnikateľského prostredia v SR a v Maďarsku sa výrazne znížil.

Výhľad reálnej konvergenie SR k priemeru EÚ

Globálna hospodárska kríza bude mať silný negatívny dopad na reálnu ekonomiku SR najmä v roku 2009, jej nepriaznivý vplyv však bude citelný aj v nasledujúcich rokoch. Tempo dobiehania vyspelých krajín sa spomalí. V niektorých oblastiach môže dôjsť aj k dočasnému vzdialeniu sa od priemeru EÚ.

Negatívny vplyv hospodárskej recesie na slovenskú ekonomiku sa najviac prejavil v 1. štvrtroku 2009, vtedy bol zaznamenaný medziročný prepád reálneho HDP o 5,6 %. V ďalšom štvrtroku sa rast mierne stabilizoval. Útlm hospodárskej aktivity sa prenáša do vývoja na trhu práce. Klesá zamestnanosť a rastie nezamestnanosť. Pokles produktivity práce sa odráža v stúpajúcich jednotkových nákladoch práce.

Podľa predikcie NBS dosiahne reálny rast HDP za celý rok 2009 hodnotu -5,6 %. Hlavným faktorom bude nízky zahraničný dopyt, ktorý obmedzí produkciu podnikov orientovaných na vývoz. Výsledkom bude negatívny príspevok čistého exportu. Vývoz pravdepodobne klesne medziročne až o 17,6 %. Utlmí sa tvorba hrubých fixných aktív, investičná aktivita bude podporená iba investíciami do infraštruktúry. Následný pokles zamestnanosti (o 1,9%) a výrazné spomalenie rastu kompenzácií na zamestnanca sa prejavia v nižšej konečnej spotrebe domácností. Najdynamickejšou zložkou HDP v stálych cenách bude spotreba verejnej správy.

Po viacerých rokoch silného rastu produktivity práce zaznamená Slovensko v roku 2009 pokles produktivity práce (-3,8%). Pri zachovaní pozitívneho rastu kompenzácií na zamestnanca to bude znamenať zreteľné zvýšenie mzdových nákladov a zhoršenie nákladovej konkurencieschopnosti Slovenska. Medziročne sa mierne zlepši vonkajšia nerovnováha. Klesne deficit obchodnej bilancie aj deficit bežného účtu platobnej bilancie.

V dôsledku postupného oživenia svetovej ekonomiky by mal v ďalších rokoch opäť začať rásť vývoz zo Slovenska a pokračovať zmiernovanie sa vonkajšej nerovnováhy. Zvýšená produkcia by sa mohla s istým odstupom premietnuť do pozitívneho vývoja na trhu práce. V roku 2011 by malo Slovensko zaznamenať síce veľmi mierne, ale kladný rast zamestnanosti. S rastúcou produktivitou práce sa spomalí aj rast jednotkových nákladov práce. Najrýchlejšie rastúcimi zložkami hospodárskeho rastu by sa mali v roku 2011 znova stať čistý export a konečná spotreba domácností. Produkčná medzera však zostane v horizonte najbližších 3 rokov vysoko záporná.

Tempo rastu výkonnosti slovenskej ekonomiky a relatívnej cenovej hladiny sa výrazne spomalí. V roku 2009 sa výkonnosť SR dokonca mierne zníži. V nasledujúcich rokoch by sa však mala SR znova približovať k priemeru EÚ. Podľa našich odhadov založených na aktuálnych makroekonomických prognózach NBS a ECB by mohol podiel HDP na obyvateľa v SR a EÚ (v PKS) vzrásť do roku 2011 na 74,7 %. Podiel cenových hladín v SR a EÚ sa zvýši na 71,1 %. V dôsledku poklesu objemu zahraničného obchodu sa v roku 2009 badateľne zníži otvorenosť ekonomiky SR. Po oživení zahra-

Tab. 4 Výhľad ukazovateľov reálnej ekonomiky SR

	2009	2010	2011
HDP (reálny rast)	-5,6 %	2,9 %	4,2 %
Konečná spotreba domácností (reálny rast)	-1,3 %	-0,6 %	3,3 %
Konečná spotreba verejnej správy (reálny rast)	4,8 %	3,3 %	2,9 %
Tvorba hrubého fixného kapitálu (reálny rast)	-10,4 %	2,9 %	1,4 %
Vývoz tovarov a služieb (reálny rast)	-17,6 %	6,0 %	6,7 %
Dovoz tovarov a služieb (reálny rast)	-17,4 %	6,0 %	4,3 %
Bilancia bežného účtu PB (podiel na HDP)	-5,8 %	-5,0 %	-2,9 %
Zamestnanosť (VZPS, rast)	-1,9 %	-0,2 %	0,4 %
Kompenzácie na zamestnanca (b. c., rast)	4,8 %	1,3 %	5,3 %
Produktivita práce (reálny rast)	-3,8 %	3,1 %	3,8 %

Zdroj: NBS.

Tab. 5 Výhľad výkonnosti, cenovej hladiny a otvorenosti ekonomiky SR

	2009	2010	2011
Podiel HDP na obyvateľa SR a EÚ (v PKS)	70,8 % ¹⁾	72,6 % ¹⁾	74,7 % ¹⁾
Pomer cenových hladín v SR a EÚ	69,9 % ¹⁾	70,4 % ¹⁾	71,1 % ¹⁾
Podiel vývozu a dovozu na HDP	136,7 %	139,5 %	140,3 %

Zdroj: Eurostat, NBS, vlastné výpočty.

¹⁾ Vlastný odhad.



ničného dopytu by sa mala otvorenosť v nasledujúcich rokoch opäť postupne zvyšovať.

Úzke miesta reálnej konvergencie

Zavedenie eura prinieslo so sebou viacero prínosov, ale aj množstvo výziev. OECD v Ekonomickom prehľade Slovenskej republiky¹² konštatuje, že Slovensko by malo upriamiť pozornosť na zvýšenie flexibility trhu práce a tovarov, zdokonalenie fiškálneho rámca a zreformovanie bytovej politiky. Na Slovensku je naďalej vysoká najmä dlhodobá nezamestnanosť. Niektoré prijaté opatrenia flexibility trhu práce naopak znížili. Rozšírenie právnej úpravy kolektívneho vyjednávania aj na firmy, ktoré sa vyjednávania nezúčastňujú by malo byť zrušené, alebo by mali byť zjednodušené podmienky na udelenie práva na vyňatie. Zvyšovanie pomeru minimálnej mzdy k mediánu vytvára dodatočný tlak na zamestnanosť. Rozhodnutia o minimálnej mzde by preto mali zohľadňovať názory komisie nezávislých odborníkov. V oblasti trhu produktov a služieb by bolo vhodné odstrániť prekážky v rozširovaní „e-businessu“ a zrýchliť implementáciu „e-governmentu“. OECD kritizuje časté „ad hoc“ zmeny v dôchodkovej legislatíve, ktoré znižujú transparentnosť a finančnú stabilitu dôchodkového systému. Vysoké regionálne rozdiely v nezamestnanosti úzko súvisia s nízkou mobilitou pracovných síl. Odstránenie existujúcich bariér rozvoja nájomného bývania by mohlo prispieť k vyššej mobilite.

Niektoré opatrenia, ktoré boli realizované v rámci Modernizačného programu Slovensko 21 pomohli riešiť definované priority. V publikácii *Economic Policy Reforms: Going for Growth*¹³ navrhuje OECD ďalšie opatrenia na zlepšenie prioritných oblastí. S cieľom zvýšiť zamestnanosť žien sa odporúča najmä skrátiť obdobie rodičovskej dovolenky a zvýšiť finančnú podporu na starostlivosť o dieťa. Finančná podpora tvorby pracovných miest by sa mala upriamiť najmä na dlhodobo nezamestnaných. Zaoštvávanie v oblasti vzdelávania by mohlo zlepšiť súbežné zavedenie školného a úverov na školné. Vysokoškolské vzdelávanie by mohlo pomôcť zatriktívniť poskytovanie nových profesijných programov viac previazaných s praxou. V súlade s prioritou znižovania administratívnej záťaže podnikania by bolo vhodné odstrániť bariéry vstupu na trh vo forme rôznych profesijných komôr.

V Správe o stave podnikateľského prostredia¹⁴ sa uvádza, že na Slovensku v súčasnosti neexistujú závažné bariéry podnikania. Medzi opatrenia zvyšujúce kvalitu podnikateľského prostredia možno okrem vytvorenia jednotných kontaktných miest, zaradiť zavedenie možnosti elektronického podávania návrhov do obchodného registra, podávanie daňových dokumentov, či zúženie registratúrnych povinností pre podnikateľov vyplývajúcich zo zákona o archívoch a registratúrach. Negatívny vplyv mali predovšetkým opatrenia v daňovej a odvodovej oblasti zvyšujúce priame finančné zaťaženie a nové povinnosti zamestnávateľov v súvislosti so zabezpečením

pracovnej zdravotnej služby. Za chronické problémy možno označiť problematiku vymožitelnosť práva, zložitosť a nestabilitu predpisov a absenciu posudzovania dopadov pred ich prijatím. Správa sa venuje aj stagnujúcemu stavu v oblasti vedy, výskumu a inovácií.

Situácia vo výskume a vývoji sa stále nezlepšuje. Pôvodným cieľom Lisabonskej stratégie pre oblasť vedy a výskumu bolo zvýšenie celkových výdavkov na výskum a vývoj do roku 2010 na 3% HDP. V rámci EÚ ho plní iba Švédsko a Fínsko. Slovensko sa dokonca vzdaluje aj od vlastného cieľa stanoveného na 1,8% HDP do roku 2010. Pomer výdavkov na výskum a vývoj k HDP nedosahuje ani 0,5% HDP a v posledných rokoch medziročne klesá.

Špecifickú skupinu tvoria vládne opatrenia na zmiernenie dopadov hospodárskej krízy.¹⁵ Prioritne sú zamerané na zlepšenie ukazovateľov reálnej ekonomiky – podporu ekonomického rastu a zamestnanosti, s tým súvisiace vyššie príjmy, spotrebu a životnú úroveň obyvateľstva. Na druhej strane však zvyšujú výdavky verejného rozpočtu, čím prehľbujú deficit verejných financií a zhoršujú tak výsledky nominálnej konvergencie. Niektoré z prijatých opatrení mali priaznivý vplyv a zmiernili dopady hospodárskej krízy. Mnohé z nich však majú iba dočasný charakter. Pozitívne možno hodnotiť, že sa medzi nimi objavujú aj opatrenia, ktoré boli Slovensku odporúčané v súvislosti s potrebou zlepšovania podmienok pre dlhodobu udržateľný rast a odstraňovaním úzkych miest v reálnej ekonomike.

Vývoj reálnej konvergencie v krajinách EÚ mimo eurozóny

Iba niektoré nové členské krajiny EÚ mimo eurozóny¹⁶ si v roku 2008 dokázali udržať silný hospodársky rast. Najdynamickejšou bola rumunská ekonomika. Medziročný priemer nad úrovňou 5% dosiahlo ešte Slovensko, Bulharsko a Poľsko. Na druhej strane, Lotyšsko a Estónsko vykázali už v roku 2008 veľký medziročný prepád HDP. Hospodárska aktivita sa znížila aj v Dánsku a Švédsku. V týchto štyroch krajinách a Spojenom kráľovstve sa v dôsledku poklesu HDP zhoršili aj ukazovatele produktivity práce. Slovensko si vďaka robustnému hospodárskemu rastu upevnilo pozíciu krajiny s najvyššou úrovňou produktivity práce spomedzi sledovaných nových členských krajín.

V súlade s dynamikou vývoja HDP sa výkonnosť slovenskej ekonomiky viditeľne priblížila k priemeru EÚ. Slovensko má v súčasnosti druhý najvyšší pomer HDP na obyvateľa (v PKS) v porovnaní s ostatnými novými členskými krajinami EÚ mimo eurozóny. Najvyššiu výkonnosť má Česká republika. Negatívny vývoj v Lotyšsku a Estónsku viedol k zníženiu ich výkonnosti v pomere k EÚ. Napriek značnému medziročnému zvýšeniu relatívnej cenovej hladiny si Slovensko zachovalo druhú najnižšiu cenovú úroveň vo V4. Najnižšiu cenovú hladinu a najslabšiu výkonnosť, nielen v rámci sledovaných krajín, ale aj v porovnaní so všetkými ostatnými krajinami EÚ má Bulharsko.

12 OECD Economic Survey: Slovak Republic, OECD, február 2009.

13 Economic Policy Reforms: Going for Growth 2009, OECD, marec 2009.

14 Správa o stave podnikateľského prostredia v Slovenskej republike s návrhmi na jeho zlepšovanie (2008), MH SR, január 2009.

15 Doteraz boli prijaté tri hlavné súbory opatrení, ktoré obsahovali spolu viac 60 opatrení. Išlo o Návrh opatrení vlády SR na prekonanie dopadov finančnej krízy, Návrh opatrení na zmiernenie dopadov globálnej finančnej krízy a hospodárskej krízy na zamestnanosť a Návrh tretieho súboru opatrení na zmiernenie dopadov hospodárskej krízy.

16 Nové členské krajiny EÚ bez Slovinska, Cypru a Malty.

E

A

I

B



17 Najväčší pokles miery zamestnanosti v EÚ bol v Írsku.

18 V nelichotivom rebríčku miery nezamestnanosti v krajinách EÚ vedie Španielsko so 17,6 %.

Tab. 6 Súčasný stav ukazovateľov reálnej konvergencie krajín EÚ mimo eurozóny

	Rast HDP (v %)	HDP na osobu v PKS (EÚ-27 = 100)	Cenová hladina (EÚ-27 = 100)	Produktivita práce (EÚ-27 = 100)
	2008 ¹⁾	2008	2008	2008
Slovensko	6,4	71,8	69,5	77,6
Česká republika	3,2	80,4	72,4	73,1
Maďarsko	0,5	62,9	69,7	74,0
Poľsko	5,0	57,5	68,6	61,5
Estónsko	-3,6	67,2	76,7	61,7
Litva	3,0	61,3	66,8	60,8
Lotyšsko	-4,6	55,6	74,7	50,6
Bulharsko	6,0	40,1	51,0	35,8
Rumunsko	7,1	45,8	62,1	46,6
Dánsko	-1,1	118,7	141,0	99,8
Švédsko	-0,2	121,4	114,4	110,3
Spojené kráľovstvo	0,7	117,2	99,4	111,6

Zdroj: Eurostat.

¹⁾ Priemerné ročné tempo rastu HDP v krajinách eurozóny v rovnakom období bolo 0,7 %.

Pokles dopytu nasledovaný poklesom produkcie sa prejavil v zhoršení situácie na trhu práce. Všetky krajiny EÚ zaznamenali rast nezamestnanosti. Najvyššiu nezamestnanosť evidovali ku koncu roka 2008 pobaltské krajiny. V Lotyšsku sa nezamestnanosť zvýšila na 11,5 % (z 5,6 % ku koncu roka 2007). Vyšší počet nezamestnaných sa preniesol do vývoja priemernej miery zamestnanosti v roku 2008 iba vo veľmi obmedzenej miere. Pokles miery zamestnanosti bolo možné v rámci nami sledovaných krajín sledovať iba v Litve.¹⁷ Priemerná miera zamestnanosti na Slovensku stúpila na 62,3 %.

Spomalenie svetového hospodárstva a pokles zahraničného obchodu sa vo všeobecnosti prejavili v zmenšení vonkajšej nerovnováhy. Výnimku tvorí Bulharsko, tu sa deficit bežného účtu podľa predbežných údajov vyšplhal na neudržateľných 25,3 % HDP. V pobaltských krajinách, kde ešte pred rokom evidovali podobne vysoké hodnoty, sa vonkajšia nerovnováha výrazne znížila.

Vývoj ukazovateľov reálnej ekonomiky zo začiatku roka 2009 nenaznačuje zlepšenie, práve naopak. Všetky sledované krajiny (s výnimkou Poľska) zaznamenali v 1. polroku 2009 medziročný pokles reálneho HDP. Lotyšsko sa prepadlo najvýraznejšie – o 18,4 %. Zároveň pokračoval aj trend rastu nezamestnanosti. V Lotyšsku sa miera nezamestnanosti v auguste 2009 zvýšila na 17,3 %.¹⁸

ZÁVER

V priemere za rok 2008 ekonomika SR stále zreteľne konvergovala k priemeru EÚ. Tempo hospodárskeho vývoja na Slovensku sa však už počas roka spomaľovalo. Útlm vyvolaný prepadom zahraničného dopytu, sa začal postupne odrážať v poklese zamestnanosti a domácej spotreby. Znížili sa inflačné tlaky a celková inflácia začala koncom roka 2008 klesať. Napriek tomu Slovensko v súčasnosti neplní inflačné kritérium, lebo viacero členských krajín EÚ zaznamenáva rekordne nízku infláciu, prípadne defláciu. Pomer verejného deficitu k HDP bol v roku 2008 nižší ako referenčná hodnota. Slovensko zatiaľ pokračuje v plnení fiškálneho kritéria. Dlhodobá úroková miera sa v tomto nestabilnom období vďaka zavedeniu eura a relatívne nízkej úrovni verejného dlhu zvýšila iba mierne. Naďalej je výrazne nižšia ako referenčná hodnota.

V najbližšom období sa budú niektoré krajiny EÚ mimo eurozóny viac vzdalovať ako približovať k priemeru EÚ. Výhľad na nasledujúce roky naznačuje, že reálna konvergenca SR k priemeru EÚ sa výrazne spomalí. Nepriaznivý vývoj reálnej ekonomiky povedie k citelným výpadkom v príjmoch a zvyšovaniu výdavkov verejných financií. Slovensko nebude pravdepodobne schopné plniť fiškálne kritérium do roku 2011. Podobný (v mnohých prípadoch aj horší) vývoj sa očakáva takmer vo všetkých krajinách EÚ mimo eurozóny. Proces rozširovania eurozóny sa preto na niekoľko rokov preruší.

Literatúra:

- Analýza konvergenencie slovenskej ekonomiky, NBS, júl 2009.
 Consensus Forecasts, Consensus Economics Inc., september 2009.
 Doing Business 2010, Svetová banka, 2009.
 Eastern Europe Consensus Forecasts, Consensus Economics Inc., september 2009.
 Economic Forecast Spring 2009, Európska komisia, máj 2009.
 Economic Policy Reforms: Going for Growth 2009, OECD, marec 2009.
 Implementation of the Lisbon Strategy Structural Reforms in the context of the European Economic Recovery Plan: Annual country assessments – a detailed overview of progress made with the implementation of the Lisbon Strategy reforms in Member States in 2008, EK, január 2009.
 Konvergenčná správa 2008, ECB, máj 2008.
 Modernizačný program Slovensko 21, MF SR, máj 2008.
 Národný program reforiem Slovenskej republiky na roky 2008–2010, MF SR, september 2008.
 Návrh rozpočtu verejnej správy na roky 2010 až 2012, MF SR, september 2009.
 OECD Economic Survey: Slovak Republic, OECD, február 2009.
 Program stability Slovenska na roky 2008 až 2012, MF SR, apríl 2009.
 Správa o stave podnikateľského prostredia v Slovenskej republike s návrhmi na jeho zlepšovanie (2008), MH SR, január 2009.
 Stability and Convergence Programmes Submitted by Member States, EK: http://ec.europa.eu/economy_finance/thematic_articles/article10982_en.htm
 Strednodobá predikcia (P3Q-2009), NBS, september 2009.



Procyklikosť účtovných pravidiel a pravidiel regulácie kapitálu bánk

Ing. Tomáš Tószér, PhD.
Národná banka Slovenska*

Medzinárodný menový fond vo svojej najnovšej prognóze¹ očakáva, že svetová produkcia poklesne v roku 2009 o 1,1 %. Bude to najhorší výsledok pre medziročné tempo rastu svetového hospodárstva od druhej svetovej vojny. Negatívne dopady globálnej hospodárskej krízy jasne pociťujeme aj na Slovensku.

Na pozadí tohto výnimočne silného a prudkého obratu v globálnom ekonomickom cykle je do veľkej miery finančná kríza. O možných príčinách finančnej krízy podrobne hovorí napr. Financial Services Authority (FSA, 2009). V tomto príspevku sa chceme zamerať na epicentrum súčasných problémov, t. j. bankový sektor v kontexte niektorých pravidiel jeho fungovania. Tie, podľa viacerých pozorovateľov prispeli k eskalácii nedôvery a potom aj systémového rizika v bankovom sektore niektorých vyspelých krajín. Výsledkom je súčasný vážny stav globálneho hospodárstva.

FINANČNÁ PÁKA, VLASTNÝ KAPITÁL A SYSTÉMOVÉ RIZIKO

Banka môže bez problémov fungovať aj pri vysokej finančnej páke (vysokom pomere dlhu k vlastnému kapitálu), ak dokáže priebežne riadiť nesúlad medzi splatnosťou svojich aktív a pasív. Tento nesúlad nemôže banka riadiť v prípade, ak sa nedokáže za primeraných podmienok financovať a súčasne predávať svoj majetok (napr. cenné papiere) na finančnom trhu. Dôležité však je, že likvidita a solventnosť banky, nie je podmienená len finančným zdravím danej inštitúcie, ale aj zdravím ostatných bánk v systéme. Len nedávno sme boli svedkami toho, že pohyb cien aktív spôsobil špirálu strát, pričom jej motorom bolo procyklické prispôbovanie finančnej páky finančnými inštitúciami (box 1). Tento sám sa udržiavajúci mechanizmus ochromil fungovanie celého systému aj napriek tomu, že množstvo inštitúcií nebolo v zlej finančnej kondícii. Správanie finančných inštitúcií je do veľkej miery dané pravidlami v oblasti účtovania, kapitálu a riadenia rizík. Tieto pravidlá môžu, najmä vo vzájomnej interakcii, generovať procyklické správanie a tým zosilniť dopady ekonomického cyklu.

PROCYKLIČKOSŤ ÚČTOVNÝCH PRAVIDIEL

Ostatná kríza na finančných trhoch, okrem problému oceňovania komplexných finančných nástrojov na nelikvidných trhoch, výrazne prispela aj k zviditeľneniu problému procyklického dopadu účtovania v reálnej hodnote (*fair value accounting* – FVA) na bilancie bánk.

Americké účtovné pravidlá (U.S. GAAP) a medzinárodné účtovné štandardy (IFRS) sú založené

na tzv. modeli zmiešaných vlastností (*mixed attributes model*).² Na základe tohto prístupu sú rôzne typy aktív a pasív – v závislosti od ich vlastností a zámeru manažmentu ohľadom ich držby – oceňované rôznym spôsobom. Obidva tieto účtovné rámce v zásade vyžadujú pri finančných aktívach a pasívach držaných na účely obchodovania, pri aktívach určených na predaj a derivátoch ich oceňovanie v reálnej hodnote (*fair value*). Aktíva držané do splatnosti, úvery a pasíva, ktoré nie sú preceňované na reálnu hodnotu, sa oceňujú na základe amortizovaných nákladov. Obidva účtovné rámce umožňujú za presne špecifických okolností oceňovanie v reálnej hodnote aj takých aktív a pasív, ktoré sa za normálnych okolností účtujú v amortizovaných nákladoch obstarania.³

Analýza Medzinárodného menového fondu (MMF, 2008) prišla na základe jednoduchého modelu k záveru, že používanie FVA prispieva k nežiaducej volatilite v čase a takisto k procyklickému vplyvu na bilancie bánk. Ich simulácie potvrdili existenciu troch potenciálnych kanálov, prostredníctvom ktorých účtovanie v reálnej hodnote vnáša volatilitu do finančných výkazov. Jedným je volatilita spojená so zmenou podkladových ekonomických parametrov, ďalším je volatilita vyvolaná chybami v meraní rizík, resp. meniacimi sa názormi na vývoj ekonomiky počas ekonomického cyklu. Ďalším kanálom pre volatilitu je samotný spomínaný model zmiešaných vlastností, ktorý z definície znižuje efekt krátenia (*netting*) v rámci bilancie oproti situácii, keby boli všetky aktíva a pasíva účtované čisto v reálnej hodnote. Výsledky simulácií poukazujú na tri kľúčové fakty vo vzťahu k FVA s implikáciami pre finančnú stabilitu:

1. silná kapitálová pozícia, ako tlmíci efektov ekonomického cyklu na zložky bilancie, je nevyhnutná najmä v prípade rozsiahlejšieho používania FVA na strane aktív než pasív,
2. celkovú procyklikosť bilancie zmierňuje rozšírenie súvahových položiek pasív oceňovaných v reálnej hodnote a
3. procyklický efekt FVA na kapitál je väčší v prípade nelikvidity finančných trhov.

Plantin, Sapra a Shin (2008) na porovnaní výhod a nevýhod účtovania v reálnej hodnote a podľa historických nákladov ukázali, že v prípade nelik-

* Autor prezentuje vlastné názory a tie sa nemusia zhodovať s postojom NBS.

¹ World Economic Outlook, október, 2009.

² IFRS platia vo viac ako 100 krajinách a sú záväzné pre asi 8000 firiem kotovaných na burzách Európskej únie. Snahou americkej Komisie pre cenné papiere a burzy (U.S. SEC) je úplná konvergencia U.S. GAAP s medzinárodnými účtovnými a štandardmi okolo roku 2014.

³ Viac informácií ohľadom U.S. GAAP a IFRS a porovnaní U.S. GAAP a IFRS je napr. v U.S. SEC (2008).



Box 1

Špirála strát a špirála obchodného rozpätia v moderných finančných systémoch

- 1 Likvidný trh s niektorými typmi štruktúrovaných nástrojov nikdy neexistoval, obchodovalo sa s nimi na báze OTC, a ich ceny boli odvodené pomocou rôznych súkromných modelov. To tiež prispelo k neistote ohľadom ich hodnoty.
- 2 Model dominovanej náklady, ktorý je často využívaný na simulácie a testovanie systémového rizika, predpokladá, že bankrot inštitúcie A vedie k stratám inštitúcie B. Ak sú tieto straty dostatočne veľké, zbankrotuje aj inštitúcia B atď. Tento model teda predpokladá pasívne banky. V praxi banky robia opatrenia na svoju záchranu, pričom nedbajú na efekty, ktoré ich konanie má na ostatné trhové subjekty v systéme.
- 3 Obchodným rozpätím rozumieme kladný rozdiel medzi trhovou hodnotou cenného papiera a jeho hodnotou ako kolaterálu pri krátkodobých repo pôžičkách. Tento rozdiel musí byť financovaný vlastným kapitálom dlžníka.

Spúšťačom hypotekárnej krízy, ako každej úverovej krízy, bola rastúca neschopnosť vysoko zadlžených subjektov (v tomto prípade domácností USA) pri daných úrokových mierach splácať svoje dlhy. Prudký rast kreditných rizík sa rýchlo prejavil v zhoršení úverových ratingov pre celú paletu komplexných štruktúrovaných cenných papierov, ktoré boli kryté hypotekárnymi úvermi. Nasledoval rýchly prepád hodnoty týchto nástrojov a neskôr neistota ohľadom ich hodnoty, keďže trh s týmito nástrojmi prakticky prestal existovať.¹ Vzhľadom na veľký objem týchto cenných papierov v držbe finančných inštitúcií najmä v USA a západnej Európe sa náhla v bankových systémoch dotknutých krajín šírila veľmi rýchlo.

Brunnermeier a kol. (2009) vo svojej analýze opisujú mechanizmus, ktorý spôsobil, že bankové systémy USA a niektorých západoeurópskych krajín sa relatívne rýchlo dostali na pokraj úplného kolapsu. Autori argumentujú, že na to, aby sa v bankovom systéme čoraz viac prepojenom na finančné trhy začala šíriť náhla, nemusí nastať bankrot ani jednej spoločnosti.² Stačí ak sa zmenia trhové ceny aktív. Keď banky pri aktuálnej epizóde precenili svoje portfóliá štruktúrovaných cenných papierov krytých hypotékami v súlade s platnými účtovnými pravidlami voči trhu, výsledné straty zasiahli ich kapitál. Banky nutne re-

agovali na aktuálny a očakávaný negatívny vývoj na hypotekárnom trhu a hroziace straty v kapitáli zmenšovaním finančnej páky, a to skôr cez zmenšovanie bilancií, než zvyšovaním vlastného kapitálu (druhá možnosť je pri napätých trhových podmienkach objektívne menej reálna). Obmedzili úverovanie, čo prispelo k zhoršeniu podmienok financovania aj na peňažnom trhu. Prefinancovanie krátkodobých záväzkov sa tým pre niektoré finančné inštitúcie výrazne skomplikovalo, čo ich prinútilo okamžite predávať inak kvalitné cenné papiere „pod cenu“. Znehodnotenie týchto aktív viedlo k ďalším stratám, ktoré opäť zasiahli kapitál finančných inštitúcií atď. Špirála strát v tomto prípade spôsobila prudký pokles cien širokej palety finančných aktív.

Klesajúce ceny finančných aktív obyčajne vedú k rastu obchodného rozpätia (*margin/haircut*) pri repo pôžičkách³: ak si firma X požičala od firmy Y oproti kolaterálu (cenný papier ako záloh) a firma Y zvýši obchodné rozpätie pre firmu X, firma X je nútená zvýšiť vlastný kapitál (čo je v krízových situáciách problematické) a/alebo znížiť dlh predajom iných aktív. Finančné inštitúcie tak boli pri padajúcich cenách aktív nútené v dôsledku rastu obchodných rozpätí ešte výraznejšie znižovať svoju finančnú páku. Špirála obchodného rozpätia viedla k ďalším predajom, a teda zosilneniu špirály strát naprieč finančným systémom.

vidných trhov FVA generuje externalitu v podobe endogénnej volatility cien (volatility nespôsobenej zmenami vo fundamentoch, ale samotným účtovným rámcom). Tá znehodnocuje informačnú hodnotu cien a vedie k suboptimálnym rozhodnutiam, najmä v inštitúciách, ktorých aktíva majú dlhodobú splatnosť, vysokú senioritu a sú nelikvidné. Táto „umelo“ vyvolaná volatility cien tak môže viesť k neželaným efektom v reálnej ekonomike.

Aj Allen a Carletti (2008 a) dokazujú, že ak likvidita hrá dôležitú úlohu (v prípade krízy), cena aktíva odráža skôr objem likvidity dostupnej pre kupujúcich (*cash in the market*) než budúcu hodnotu cash flow daného aktíva. Zároveň ukazujú, ako môže účtovanie v reálnej hodnote viesť k náhlej medze medzi poisťovacím a bankovým sektorom, pričom pri účtovaní v historickej hodnote k tejto náhlej medze nedochádza. Účtovanie v reálnej hodnote môže viesť ku krízam kvôli nedokonalostiam v ponuke likvidity.

Gorton, He a Huang (2006) zase skúmajú vplyv kompenzačných schém obchodníkov s cennými papiermi na ceny aktív. Ukazujú, že kompenzačné kontrakty na báze trhových cien môžu viesť k stádovitému správaniu obchodníkov a obcho-

dovaniu na základe irelevantných informácií. V dôsledku toho majú ceny aktív nižšiu informačnú hodnotu. Ceny cenných papierov teda nie sú exogénnymi indikátormi hodnoty, ako to predpokladá teória efektívnych trhov.

Adrian a Shin (2008) poukázali na rozdiel v reakcii finančných sprostredkovateľov a domácností na zmeny v cenách aktív a rizika. Z agregátnych údajov o peňažných tokoch sektora domácností v USA vyplýva, že finančná páka (pomer hodnoty dlhu a hodnoty majetku) domácností klesá, ak hodnota ich celkových aktív rastie a naopak. V prípade finančných sprostredkovateľov je vzťah medzi zmenami vo finančnej páke a zmenami v cenách aktív pozitívny. Finančné spoločnosti, na rozdiel od domácností, aktívne prispôbujú svoju bilanciu v reakcii na vývoj cien a zameraného rizika. Za podmienok, keď časti bilancie sú priebežne preceňované na reálnu hodnotu a meranie rizík je citlivé na ceny (*value-at-risk* prístup) finančné inštitúcie reagujú tak, že finančnú páku zvyšujú v časoch boomu a znižujú v časoch klesajúcich cien aktív. Takéto procyklické prispôbovanie bilancií finančnými inštitúciami vedie cez rast volatility finančných trhov k spätnému ovplyvneniu cien aktív. Autori tiež prichádzajú k empirickému



zisteniu, že likviditu finančných trhov možno chápať ako mieru rastu agregátnych bilancii.

Brunnermeier a kol. (2009) navrhujú nové účtovné pravidlo. Ich cieľom je cez zachytenie skutočnej ekonomickej situácie firmy obmedziť procyklickosť, ktorú spôsobuje účtovanie v reálnej hodnote (podľa trhových cien) v dôsledku špirály strát (box 1). Autori navrhujú úpravu platných účtovných pravidiel tak, že aktíva nebudú oceňované podľa zámerov manažmentu ohľadom ich držby, ale podľa kapacity vlastníka ich financovať (*mark-to-funding*). Tento princíp by mal lepšie odzrkadľovať záujmy obozretne podnikajúcej finančnej inštitúcie, pretože obmedzí nútené predaje, ktoré „vysávajú“ likviditu z trhov, v prípade, ak firma nemá problémy s financovaním aktív (má relatívne priaznivý nesúlad medzi splatnosťou aktív a pasív). Ak teda banka financuje svoje 30-ročné aktívum krátkymi zdrojmi, aktívum, bez ohľadu na zámer manažmentu s ním, by malo byť ocenené na základe trhových cien. Ak však toto aktívum bude financované emisiou 10-ročných dlhopisov, môže byť ocenené na základe súčasnej hodnoty predpokladanej priemernej ceny počas nasledujúcich desiatich rokov.⁴

Allen a Carletti (2008 b) navrhujú, aby aktíva boli popri oceňovaní podľa trhovej hodnoty (FVA) oceňované aj na základe modelov s vierohodnými predpokladmi ohľadom fundamentov. V prípade, ak sa modelom získané hodnoty líšia napr. o 5 % oproti trhovým cenám, každá finančná inštitúcia by mala povinnosť zverejniť bilancie ocenené podľa trhových cien, modelu a historických cien. Príliš veľké rozdiely by boli signálom na opatrnosť investorov (a iných záujmových skupín) vo vzťahu k daniu na trhoch.

Iný je prístup americkej Komisie pre cenné papiere a burzy k hodnoteniu užitočnosti účtovania v reálnej hodnote. Podľa jej správy (U.S. SEC, 2008) účtovanie v reálnej hodnote nehralo významnú rolu pri bankrote amerických bánk v roku 2008. Krachy boli skôr dôsledkom obáv z rastúcich kreditných strát, obáv ohľadom kvality aktív a zhoršenej dôvery investorov a veriteľov. Správa obhajuje účtovanie v reálnej hodnote pre jeho prínosy k transparentnosti, čo podporuje efektívnu alokáciu kapitálu. Odporúča najmä zdokonaľovanie existujúcich účtovných štandardov v oblasti účtovania v reálnej hodnote, ak sú trhy nelikvidné alebo neaktívne.

PROCYKLICKOSŤ REGULÁCIE KAPITÁLU BÁNK

Procyklický efekt regulácie kapitálu bánk je ďalšou široko diskutovanou témou. Volatilita v trhových cenách okamžite ovplyvňuje bilancie a kapitál finančných spoločností. Aj regulačná požiadavka na kapitál, ktorá sa tiež odvíja od trhovej hodnoty rizika, môže rásť v zlých časoch a klesať v dobrých. Výsledkom môže byť vyššia citlivosť ponuky úverov zo strany bánk na ekonomické podmienky (procyklickosť).

Niekoľko štúdií realizovaných ešte pred implementáciou Bazileja II sa pomocou simulácií pokúšalo odhadnúť rozsah zmien v požiadavke na kapitál podľa Bazileja II pri rôznych predpokladoch ohľadom správania sa ratingových systémov bánk pri zmene ekonomických podmienok.⁵ Benford a Nier (2007) uvádzajú výsledky niektorých simulácií založených na firemných úverových portfóliách (tab. 1). Výsledky poukazujú na významný a rozsiahly cyklický vývoj požiadaviek na kapitál. Logicky je táto cyklickosť väčšia pri použití ratingových systémov, ktoré plne odzrkadľujú vývoj na trhu (PIT – *point in time*).⁶ Avšak cyklickosť požiadavky je podstatná aj za predpokladu použitia ratingových systémov založených na odhade stabilných parametrov (TTC – *through-the-cycle*).⁷

Benford a Nier (2007) na údajoch za nesplácané retailové hypotekárne úvery v Spojenom kráľovstve, ktoré zachytávajú celý ekonomický cyklus, tiež potvrdili fluktuácie v kapitálovej požiadavke podľa Bazileja II v súlade s fázou ekonomického cyklu. Rovnako im vyšli podstatne väčšie rozdiely v kapitálovej požiadavke pri použití PIT ratingových systémov než pri použití TTC (tab. 2). Prítomnosť fluktuácií v kapitálovej požiadavke pri použití TTC prístupu bola daná vplyvom pomeru úrokových platieb z hypotéky k disponibilnému príjmu domácností, veľkosťou čistej hodnoty nehnuteľnosti (definovaná ako 1 mínus pomer hypotekárneho dlhu k hodnote nehnuteľnosti) a nezamestnanosti na TTC mieru. Ako TTC mieru pre pravdepodobnosť úpadku (PD) hypotekárnych úverov autori použili error correction modelom predikovanú dlhodobú rovnovážnu mieru úpadku hypoték.

Podobné výsledky dostali aj Saurina a Trucharte (2007) na paneli údajov za retailových dlžníkov zo španielskeho úverového registra. Autori mali k dispozícii odhady pravdepodobnosti úpadku

- 4 S cieľom minimalizovať riziko podvodného oceňovania autori navrhujú, aby takéto ocenenie robila nezávislá tretia firma. Taktiež navrhujú oceňovanie na základe balíkov aktív a pasív, a nie na základe samostatných položiek.
- 5 Na mapovanie kreditných ratingov (získaných z externých agentúr, alebo na základe vlastných modelov bánk) do požiadavky na kapitál je v rámci pravidiel Bazileja II stanovený vzorec. Tento vzorec je konštruovaný na báze *value-at-risk*. Kreditné straty, očakávané a neočakávané, nesmú presiahnuť kapitál banky počas jedného roka.
- 6 Ratingové systémy (PIT), ako napr. Mertonove modely defaultu alebo Moody's KNV model, sa využívajú napr. na modelovanie ekonomického kapitálu pri aktívnom riadení portfólií.
- 7 Ide o ratingové systémy (TTC), ktoré využívajú ratingové agentúry pri hodnotení schopnosti a ochoty subjektov splácať svoje záväzky (úverový rating) počas celého ekonomického cyklu (nie iba v jednom momente).

Tab.1 Štúdie, ktoré simulujú zmeny v požiadavke na kapitál pre firemné portfóliá podľa Bazileja II

Štúdia	Krajina	Posudzované obdobie	Ratingový systém	
			TTC (ratingová agentúra)	PIT (trh)
Segaviano a Lowe (2002)	Mexiko	3/1995 – 12/1999	16 – 70%	-
Catarineu-Rabell, Jackson a Tsomocos (2003)	USA, Európa	12/1990 – 12/1992 recesia	15 – 18%	8 – 53%
Kashyap a Stein (2004)	USA, Európa, zvyšok sveta	12/1998 – 12/2002	32 – 34%	3 – 83%

Zdroj: Benford a Nier (2007).

Poznámka: Podrobné referencie štúdií sú v použitej literatúre.



Tab. 2 Zmeny požiadavky na kapitál podľa Bazileja II pre portfólio hypotekárnych úverov za obdobie 1983 – 2006

	Ratingový systém		
	PIT	Vyhladený PIT	Error correction (TTC)
Minimum – maximum	300 %	170 %	202 %
Cyklický pokles (1989 – 1992)	120 %	42 %	23 %

Zdroj: Benford a Nier (2007).

Poznámka: Zmeny od minimálnej po maximálnu hodnotu vyjadrujú percentuálny rast v požiadavke na kapitál z minimálnej na maximálnu hodnotu požiadavky. Cyklický pokles vyjadruje percentuálny nárast v požiadavke na kapitál z roku 1989 do roku 1992.

8 Alfon a kol. (2004) uvádzajú ďalšie dôvody, prečo skutočný kapitál obyčajne prevyšuje regulačné minimum. Ayuso a kol. (2004) na údajoch za španielske banky v rokoch 1986 – 2000 zistili, zohľadňujúc iné dôvody pre držbu kapitálu nad minimálnou požiadavkou, že objem „nadbytočného“ kapitálu negatívne koreluje s ekonomickým cyklom, no nedokáže absorbovať celú cyklickosť.

9 Súčasná epizóda v tomto smere v mnohom potvrdzuje závery skorších teoretických skúmaní (napr. Blum a Hellwig, 1995, Eichberger a Summer, 2004, Danielsson a Zigrand, 2003 a Danielsson a kol., 2004).

asi 3 miliónov individuálnych dlžníkov. Kapitálová požiadavka v ich PIT ratingovom systéme sa mení v rozsahu 245 % (z minimálnej 0,85 % na maximálnu 2,93 %) a v TTC systéme v rozsahu 56 % (z 1,84 % na 2,87 %). Ich TTC mieru ovplyvňujú cyklické aj štrukturálne faktory, pričom niektoré štrukturálne faktory (úverová história dlžníka, nevyčerpané úvery) sa menia aj s cyklom. To ilustruje vo všeobecnosti problematickú konštrukciu ratingových systémov TTC.

Z uvedených výsledkov vyplýva, že aj keď banky použijú na výpočet rizikových váh pomerne problematicky konštruované kreditné ratingy na základe TTC (hodnotenie kreditného rizika, „v priemere“ počas celého ekonomického cyklu), kapitálová požiadavka bude rásť, ak ekonomika bude v recesii a naopak. Pri scenári poklesu ekonomiky, ak je dostatočne intenzívny, straty zasiahnu kapitál. Ak sa kapitál banky ocitne pod takýmto dvojitým tlakom (znehodnotenie a rast požiadaviek), banka môže reagovať rôznymi spôsobmi: môže obmedziť vyplácanie dividend, pokúsiť sa emitovať nové akcie, zvýšiť marže, alebo, čo je v prípadoch silného tlaku na solventnosť vysoko pravdepodobné, začne „šetriť vlastný kapitál“. Banka môže výrazne obmedziť poskytovanie nových úverov do ekonomiky, čo v konečnom dôsledku len prispeje k prehĺbeniu hospodárskej recesie.

Takéto opatrenia však môžu ohroziť dobré meno inštitúcie v očiach jej klientov a jej dôveryhodnosť v očiach investorov. Aj preto banky držia objem ekonomického kapitálu vždy nad úrovňou regulačnej požiadavky, na takej, ktorá by im mala zabezpečiť pohodlné poskytovanie finančných služieb pri rozmanitých ekonomických podmienkach.⁸

Ako sme však videli pri ostatnej systémovej epizóde, ani objem kapitálu v niektorých prípadoch vysoko nad regulačným minimom neplnil svoju funkciu ochrany vkladateľov a investorov. Jedným z dôvodov bolo, že finančné inštitúcie neúplne a nesprávne vyhodnocovali riziká. Veľké riziká boli sústredené v mimosúvahových aktivitách, čiže nepodliehali kapitálovej požiadavke a pre obchodných partnerov neboli dobre čitateľné (a merateľné). Riziká boli podhodnocované aj z dôvodov neracionálnych očakávaní a orientácie finančných inštitúcií na krátkodobé zisky (Trichet, 2009). Svoju úlohu tu mohol zohrať aj silný konkurenčný tlak a boj o trhový podiel (Blankfein, 2009). Ďalším dôvodom bolo, že regulácia kapitálu in-

dividuálnych finančných inštitúcií, tak ako bola (Bazilej I) a je (Bazilej II) konštruovaná, nezabezpečuje dostatočnú ochranu a podporu finančného systému ako celku. Naopak, za istých okolností, môže prispieť k systémovým poruchám a mať silné procyklické efekty na agregátnej úrovni.⁹

Brunnermeier a kol. (2009) argumentujú, že kým súčasná regulácia kapitálu zdôrazňuje úverovú kvalitu aktív, aktuálna kríza ukázala, že systémové riziko súvisí aj so spôsobom financovania aktív. Autori navrhujú doplniť požiadavku na kapitál o explicitnú požiadavku voči riziku likvidity, a to tak, že hodnotenie rizikovosti aktív bude zohľadňovať aj spôsob ich financovania, tzn. finančnú páku a nesúlad v splatnosti aktív a pasív. Koeficient, ktorým sa vynásobí kapitálová požiadavka získaná podľa Bazileja II, by bol funkciou efektívneho nesúladu medzi splatnosťou aktív a zdroja financovania. Okrem posilnenia systémovej stability, takto upravená regulácia kapitálovej primeranosti by mohla zmierniť aj procyklickosť jej súčasnej podoby: v čase konjunktúry, keď finančná páka a nesúlad v splatnosti aktív a pasív majú tendenciu rásť, kapitálová požiadavka by rástla a naopak.

Gordy a Howells (2006) vyhodnocujú rôzne návrhy na zmiernenie procyklickosti Bazileja II. Bazilej II, ako technický systém, možno zmeniť na vstupe (vyhladením pravdepodobností úpadku cez použitie ratingových systémov TTC), vo vnútri systému (vyhladením vzorca pre výpočet minimálnej kapitálovej požiadavky) a na výstupe (cez proticyklickú indexáciu výstupov zo vzorca na výpočet kapitálovej požiadavky alebo cez autoregresívne pravidlo). Na základe porovnania výhod a nevýhod jednotlivých prístupov autori najviac uprednostňujú proticyklickú indexáciu výstupov. Výpočet koeficientu navrhujú naviazať buď na obchodované indexy CDS – *credit default swaps*, alebo na kľzavý priemer agregátnej miery úpadkov bankových dlžníkov. Otázna je však konzistentnosť tohto prístupu so snahou zdokonaľovať vnútrobankové systémy riadenia rizík.

ZÁVER

Efekty globálnej finančnej a podľa charakteru dlhovej krízy, sa už naplno prejavili aj v reálnej ekonomike.

K zásadným chybám na strane finančných inštitúcií patrilo, popri snahe krátkodobo maximalizovať výnosy, podceňovanie systémových rizík. K najväčším chybám regulátorov patrilo prece-



ňovanie samoregulačných schopností trhu a finančných inštitúcií a podcenenie veľkosti systémového rizika. Problémom bola aj nedostatočná koordinácia a spolupráca medzi zodpovednými inštitúciami na národnej, ale aj medzinárodnej úrovni.

Takisto aj účtovné pravidlá a regulačné pravidlá pre kapitál bánk, keďže sú založené na trhových cenách, vo vzájomnej interakcii zosilnili efekty z obratu v hospodárskom cykle. Svoju rolu však zohrali aj účtovné pravidlá a regulačné pravidlá pre kapitál bánk. Keďže sú založené na trhových cenách, vo vzájomnej interakcii zosilnili efekty z obratu v hospodárskom cykle. Viaceré medzinárodné iniciatívy odporúčajú zmeniť tieto pravidlá tak, aby sa zmiernil ich procyklický efekt.

Rada pre medzinárodné účtovné štandardy (IASB), ktorá vypracúva IFRS, 14. júla 2009 zverejnila návrh rozdeliť finančné aktíva do dvoch skupín ohľadom ich oceňovania. Úvery a cenné papiere s vlastnosťami úveru (aktíva, ktorých hodnota je determinovaná platbami úroku a splatením istiny) sa majú oceňovať nákladovo pod podmienkou, že banky preukážu zámer ich dlhodobej držby. Ostatné aktíva, vrátane akcií, derivátov a štruktúrovaných cenných papierov sa majú preceňovať na reálnu hodnotu. Nové pravidlá by mali firmy môcť používať už od konca tohto roka, a povinné by mali byť od roku 2012. Tento návrh by podstatne zjednodušil štandard IAS 39 a zmiernil jeho procyklickosť.¹⁰ Problémy však môžu vzniknúť pri stanovení deliacej čiary pre navrhované dve sku-

piny aktív. IASB chce v priebehu roka 2010 úplne nahradiť štandard IAS 39 pre oceňovanie finančných aktív.

Vývoj v oblasti regulácie kapitálu bánk sa podľa reakcií Bazilejského výboru pre bankový dohľad (BCBS) na konkrétne nedostatky, bude uberať cestou zmien a doplnkov Bazileja II. Doterajšie návrhy, ktoré reflektujú odporúčania Fóra pre finančnú stabilitu (FSF) z apríla 2008, sa týkajú zlepšenia krytia rizík kapitálom cez zvýšenie kapitálovej požiadavky na riziká obsiahnuté v obchodných knihách (komplexné a nelikvidné úverové nástroje), bankových knihách (komplexné sekuritizované nástroje) a na expozície voči mimosúvahovým nástrojom. BCBS navrhuje v rámci piliera 2 zlepšenia v oceňovaní finančných nástrojov, riadení rizika likvidity a celofiremného stresového testovania. V rámci piliera 3 navrhuje zvýšenie požiadaviek na zverejňovanie informácií o sekuritizácii a mimosúvahových nástrojoch. Zmiernenie procyklického efektu Bazileja II chce BCBS docieľiť dôrazom na budovanie tlmičov šokov v podobe dodatočnej držby kapitálu nad minimálnu kapitálovú požiadavku. BCBS plánuje aj opatrenia na zvýšenie kvality vlastného kapitálu a v roku 2010 prehodnotí aj minimálnu regulačnú požiadavku na kapitál.¹¹

Následne, počas júla 2009 Veľká Británia aj Európska únia zverejnili legislatívne návrhy na sprísnenie regulácie vlastného kapitálu bánk. Účinnosť týchto opatrení bude odložená z dôvodu ich predpokladaného negatívneho dopadu na úverovú činnosť bánk v súčasnom zložitom období.

¹⁰ Podľa tohto štandardu sú finančné inštitúcie povinné pravidelne preceňovať svoje aktíva voči trhovým cenám. IAS 39 bol na nátlak EÚ zmenený v októbri 2008 tak, že umožnil bankám upustiť od povinného preceňovania niektorých aktív podľa trhových cien. Banky to využili na krátkodobé vylepšenie bilancii – táto zmena však len odďalila problémy.

¹¹ Bližšie informácie sú na <http://www.bis.org/publ/bcbsca.htm>.

Literatúra:

- Adrian, T. a Shin, H. S.: Liquidity and Leverage. FRB of New York, Staff Report No. 328, 2008.
- Alfon, I., Argimon, I. a Bascañana-Ambrós, P.: What Determines How Much Capital Is Held by UK Banks and Building Societies? FSA Occasional Paper 22, 2004.
- Allen, F. a Carletti, E.: Mark-to-market Accounting And Liquidity Pricing. *Journal of Accounting and Economics*, č. 45, 2008 (a).
- Allen, F. a Carletti, E.: Should Financial Institutions Mark-To-Market? Banque de France Financial Stability Review č. 12 – Valuation and Financial Stability, október 2008 (b).
- Ayuso, J., Pérez, D. a Saurina, J.: Are Capital Buffers Procyclical? *Journal of Banking and Finance*, ročník 13, č. 2, s. 249–264, 2004.
- Benford, J. a Nier, E.: Monitoring Cyclicity of Basel II Capital Requirements. Bank of England Financial Stability Paper, č. 3, december 2007.
- Blankfein, L.: Do not destroy the essential catalyst of risk. *Financial Times*, 8. február 2009.
- Blum, J. a Hellwig, M.: The Macroeconomic Implications of Capital Adequacy Requirements for Banks. *European Economic Review*, ročník 39, č. 3–4, s. 739–749, 1995.
- Brunnermeier, M., Crockett, A., Goodhart, Ch., Persaud, A. D., a Shin, H.: The Fundamental Principles of Financial Regulation. ICMB Geneva Reports on the World Economy 11, Preliminary draft, 2009.
- Catarineu-Rabell, E., Jackson, P. a Tsomocos, D.: Procyclicality and the New Basel Accord – Banks' Choice of Loan Rating System. Bank of England Working Paper č. 181, 2003.
- Daniélsson, J., Shin, H. S. a Zigrand, J. – P.: The Impact of Risk Regulation on Price Dynamics. *Journal of Banking and Finance*, ročník 28, č. 5, s. 1069–1087, 2004.
- Daniélsson, J. a Zigrand, J. – P.: What Happens When You Regulate Risk? Evidence From a Simple Equilibrium Model. <http://www-cfap.jbs.cam.ac.uk/publications/files/Daniélsson%20and%20Zigrand.pdf>, 2003.
- Eichberger, J. a Summer, M.: Bank Capital, Liquidity and Systemic Risk. Oesterreichische Nationalbank Working Paper, č. 87, 2004.
- FSA: The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis. Financial Services Authority, Londýn, marec 2009.
- Gordon, G., He, P., Huang, L.: Asset Prices When Agents Are Marked-To-Market. NBER Working Paper č. 12075, 2006.
- Gordy, M. a Howells, B.: Procyclicality in Basel II: Can We Treat the Disease Without Killing the Patient? *Journal of Financial Intermediation*, ročník 15, č. 3, s. 395–417, 2006.
- Jones, H.: Accounting Standard Setter Plans Fair Value Revamp. Reuters, 23. február 2009.
- Kashyap, A. a Stein, J.: Cyclical Implications of Basel 2 Capital Standards. FRB of Chicago Economic Perspectives, ročník 28, č. 1, s. 18–31, 2004.
- MMF: Fair Value Accounting and Procyclicality. Global Financial Stability Report, kapitola 3, október 2008.
- Plantin, G., Sapra, H. a Shin, H. S.: Marking-To-Market: Panacea or Pandora's Box? *Journal of Accounting Research*, ročník 46, č. 2, s. 435–460, 2008.
- Saurina, J. a Trucharte, C.: An Assessment of Basel II Procyclicality in Mortgage Portfolios. *Journal of Financial Services Research*, ročník 32, č. 1, s. 81–101, 2007.
- Segaviano, M. a Lowe, P.: Internal Ratings, the Business Cycle and Capital Requirements: Some Evidence from an Emerging Market Economy. BIS Working Paper, č. 117, 2002.
- Taylor, A. a Goodhart, C.: Procyclicality and Volatility in the Financial System: The Implementation of Basel II and IAS 39, Preliminary draft. http://ashleytaylor.org/procyvol_draft_sep2004.pdf, 2004.
- The Economist: Divine intervention. www.economist.com, 16. júl 2009.
- Trichet, J. C.: A paradigm change for the global financial system. Vystúpenie na okružlom stole International Colloquium „Nouveau Monde, Nouveau Capitalisme“, Paríž, 9. januára 2009, dostupné na www.ecb.int.
- U.S. SEC: Report and Recommendations Pursuant to Section 133 of the Emergency Economic Stabilization Act of 2008: Study on Mark-To-Market Accounting. <http://www.sec.gov/news/studies/2008/marktomarket123008.pdf>



Komparácia vývoja kľúčových úrokových sadzieb centrálnych bánk v krajinách V4 a ECB

Ing. Kristína Kočišová, PhD.

Ekonomická fakulta Technickej univerzity v Košiciach

Základné úrokové sadzby využívajú centrálné banky jednotlivých krajín ako nástroj svojej menovej politiky, ktorej hlavným cieľom je udržiavať cenovú stabilitu a stabilitu celého bankového systému. Cieľom príspevku je porovnať vývoj základných úrokových sadzieb v krajinách V4 so základnými úrokovými sadzbami ECB a poukázať na postupné zosúladovanie sadzieb pred vstupom krajín do eurozóny.

1 Kvantitatívna definícia cenovej stability: Rada guvernérov ECB definovala cenovú stabilitu ako „medziročný rast harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien (HICP) eurozóny nižší ako 2 %. Cenová stabilita je udržiavaná v strednodobom horizonte“.^[1]

2 Do 31. 12. 2002 plnila túto funkciu tzv. diskontná sadzba. Banková rada Národnej banky Slovenska dňa 12. 12. 2002 rozhodla o zavedení základnej úrokovej sadzby NBS od 1. 1. 2003.

3 Repo sadzbu vypočítavala a zverejňovala Národná banka Slovenska. Bola to priemerná úroková sadzba na sekundárnom trhu so štátnymi pokladničnými poukážkami a pokladničnými poukážkami NBS medzi centrálnou bankou a komerčnými bankami, ktorý bol organizovaný formou tendra. [7]

MENOVÁ POLITIKA EUROSISTÉMU

Podľa zakladajúcej zmluvy Európskeho spoločenstva primárnym cieľom Eurosistému a jeho jednotnej menovej politiky je udržiavanie cenovej stability¹. Eurosystém zároveň podporuje všeobecné hospodárske politiky v Európskom spoločenstve so zámerom prispieť k dosiahnutiu ostatných cieľov, ako je vysoká úroveň zamestnanosti a udržateľný a neinflačný rast. Zmluva uvádza jasnú hierarchiu cieľov Eurosistému a označuje kľúčový význam cenovej stability. Zabezpečenie cenovej stability predstavuje najdôležitejší príspevok menovej politiky k dosiahnutiu vhodného ekonomického prostredia a vysokej úrovne zamestnanosti. [2]

Na naplnenie hlavného cieľa menovej politiky využíva Eurosystém súbor nástrojov, ktoré môže rozdeliť do troch hlavných skupín [8]:

• **Operácie na voľnom trhu.** Operácie na voľnom trhu sú najdôležitejším nástrojom menovej politiky Európskej centrálnej banky. ECB využíva tieto nástroje pri ovplyvňovaní úrokovej miery, riadení likvidity na peňažnom trhu a signalizovaní zámerov menovej politiky. V závislosti od ich cieľa, pravidelnosti a postupov možno tieto operácie rozdeliť do štyroch kategórií:

– **Hlavné refinančné operácie** – pravidelné reverzné obchody na dodanie likvidity do bankového sektora s týždennou frekvenciou a obvykle s týždňovou splatnosťou. Tieto obchody vykonávajú jednotlivé národné centrálné banky prostredníctvom štandardných tendrov. Predstavujú kľúčový nástroj menovej politiky Eurosistému a zabezpečujú prevažnú časť refinancovania finančného sektora.

– **Dlhodobšie refinančné operácie** – reverzné obchody na dodanie likvidity s mesačnou frekvenciou a zvyčajne trojmesačnou splatnosťou.

– **Dolaďovacie operácie** – vykonávajú sa účelovo, a to hlavne v prípade potreby riadenia stavu likvidity na trhu a regulovania úrokových mier,

najmä s cieľom zmierniť dopad neočakávaných výkyvov v likvidite na úrokové miery.

– **Štrukturálne operácie** – vykonávajú sa prostredníctvom emisie dlhových certifikátov, reverzných obchodov a priamych obchodov. Ich cieľom je upraviť štrukturálnu pozíciu finančného sektora voči Eurosistému.

• **Automatické operácie.** Prostredníctvom automatických operácií Eurosystém dodáva a sťahuje jednodňovú likviditu, signalizuje zábery menovej politiky a ohraničuje jednodňové trhové úrokové sadzby. Zmluvné strany majú prostredníctvom národných centrálnych bánk dispozíciou dva druhy automatických operácií:

– **jednodňové refinančné operácie (marginal lending facility)**, ktoré umožňujú zmluvným stranám (t. j. finančným inštitúciám, napr. bankám) získať od národných centrálnych bánk jednodňovú likviditu proti záruke v podobe akceptovateľných cenných papierov. Úroková sadzba pre jednodňové refinančné obchody obvykle tvorí hornú hranicu jednodňových trhových úrokových sadzieb;

– **jednodňové sterilizačné operácie (deposit facility)**, ktoré zmluvným stranám umožňujú ukladať nadbytočnú likviditu vo forme jednodňových vkladov (cez noc) v národných centrálnych bankách. Úroková sadzba pre jednodňové sterilizačné obchody obvykle tvorí dolnú hranicu jednodňových trhových úrokových sadzieb.

• **Povinné minimálne rezervy.** Cieľom systému povinných minimálnych rezerv je stabilizovať úrokové sadzby na peňažnom trhu a vytvoriť (resp. rozšíriť) štrukturálny nedostatok likvidity.

MENOVÁ POLITIKA V KRAJINÁCH V4

Vyšehradská skupina alebo Vyšehradská štvorka (V4) predstavuje spoločenstvo štyroch stredo-európskych štátov: Českej republiky, Maďarska, Poľskej republiky a Slovenskej republiky. Všetky krajiny sú od roku 2004 členmi Európskej únie.



Slovenská republika

Národná banka Slovenska vznikla ako nezávislá centrálna banka Slovenskej republiky dňa 1. 1. 1993. Dňom zavedenia eura v Slovenskej republike (1. 1. 2009) sa stala súčasťou Eurosystému. Odvtedy sa podieľa na spoločnej menovej politike, ktorú určuje Európska centrálna banka pre eurozónu. Pri dosahovaní hlavného cieľa, cenovej stability, využíva súbor nástrojov menovej politiky ECB.

Pred prijatím eura využívala na riadenie menovej politiky najmä tri kľúčové úrokové sadzby:

- *základnú úrokovú sadzbu NBS²*, ktorá sa rovnala limitnej úrokovej sadzbe pre dvojtýždňové repo tendre³,
- *úrokovú sadzbu pre jednodňové refinančné operácie*,
- *úrokovú sadzbu pre jednodňové sterilizačné operácie*.

Úroková sadzba pre jednodňové refinančné operácie a úroková sadzba pre jednodňové sterilizačné operácie slúžili na doladenie finančnej pozície komerčných bánk na konci pracovného dňa.

Česká republika

Česká národná banka (ČNB) vykonáva svoju činnosť ako nezávislá centrálna banka Českej republiky. Svoj hlavný cieľ, udržiavanie cenovej stability, sa snaží dosiahnuť zmenami v nastavení základných úrokových sadzieb. Využíva na to nasledujúci súbor menovopolitických nástrojov:

- *operácie na voľnom trhu* – ich cieľom je usmerňovať vývoj úrokových sadzieb v ekonomike. Vykonávajú sa hlavne vo forme repo operácií. V závislosti od ich cieľa a pravidelnosti môžeme operácie na voľnom trhu rozdeliť na:
 - *hlavný menový nástroj* – má podobu repo operácií, ktoré sa uskutočňujú formou tendrov. Základná doba trvania týchto operácií je 14 dní. Repo tendre sú realizované s variabilnou sadzbou, teda vyhlásená dvojtýždňová repo sadzba slúži ako maximálna limitná sadzba, za ktorú môžu byť banky v repo tendroch uspokojované;
 - *doplnkový menový nástroj* – slúži na stahovanie likvidity na dobu 3 mesiacov, má podobu trojmesačných repo tendrov⁴;
 - *nástroje na jemné doladenie* – ČNB ich využíva v prípade nečakaných krátkodobých výkyvov v likvidite trhu, pri ktorých je ohrozená stabilita vývoja úrokových sadzieb⁵.
- *automatické operácie* – slúžia na doplnenie alebo stiahnutie prebytočnej likvidity cez noc. Existujú dva typy automatických operácií:
 - *marginálne zaoštieňovacie operácie* – umožňujú bankám požičať si od ČNB formou repo operácie chýbajúcu likviditu. Tieto finančné prostriedky sú úročené lombardnou sadzbou, ktorá predstavuje hornú hranicu pre pohyb krátkodobých úrokových sadzieb na peňažnom trhu;
 - *depozitné operácie* – poskytujú bankám možnosť uložiť si v ČNB cez noc svoju prebytočnú likviditu. Depozity sú úročené diskontnou

sadzbou, ktorá predstavuje dolnú hranicu pre pohyb krátkodobých úrokových sadzieb na peňažnom trhu;

- *mimoriadne operácie*;
- *povinné minimálne rezervy*.

Maďarsko

Národná banka Maďarska (Magyar Nemzeti Bank, MNB) je od roku 1991 autonómnou menovopolitickou inštitúciou v Maďarsku. Jej hlavným cieľom je dosiahnuť a udržiavať cenovú stabilitu. Tento cieľ sa snaží dosiahnuť prostredníctvom nástrojov menovej politiky, kde patria najmä:

- *základná úroková sadzba MNB* – najdôležitejším nástrojom menovej politiky MNB je vydávanie dvojtýždňových cenných papierov MNB. Úroková sadzba z týchto cenných papierov slúži ako základná úroková sadzba MNB. S týmito cennými papiermi sa obchoduje raz za týždeň prostredníctvom tendra s fixnou úrokovou sadzbou;
- *jednodňové automatické operácie* – slúžia na zníženie volatility jednodňových úrokových sadzieb na medzibankovom trhu. Aby MNB zabránila extrémnej fluktuácii medzibankových úrokových sadzieb, udržiava koridor úrokových sadzieb pre jednodňové operácie. Tento koridor sa v súčasnosti pohybuje v rozpätí ± 1 percentuálny bod okolo základnej úrokovej sadzby. Horná hranica koridoru je určená úrokovou sadzbou pre *jednodňové kolateralizované pôžičky*, ktoré slúžia na dočasné doplnenie chýbajúcej likvidity komerčných bánk. Úroková sadzba na *jednodňové vklady v centrálnej banke*, ktoré slúžia na stiahnutie prebytočnej likvidity z bankového sektora, predstavuje dno úrokového koridoru, pod ktoré by nemali klesnúť úrokové sadzby na medzibankovom trhu.

Poľská republika

Národná banka Poľska (Narodowy Bank Polski, NBP) je centrálnou bankou Poľskej republiky. Hlavným cieľom NBP je udržiavanie cenovej stability. Prostredníctvom nástrojov menovej politiky sa snaží ovplyvňovať úroveň úrokových sadzieb na trhu. Tieto nástroje zahŕňajú:

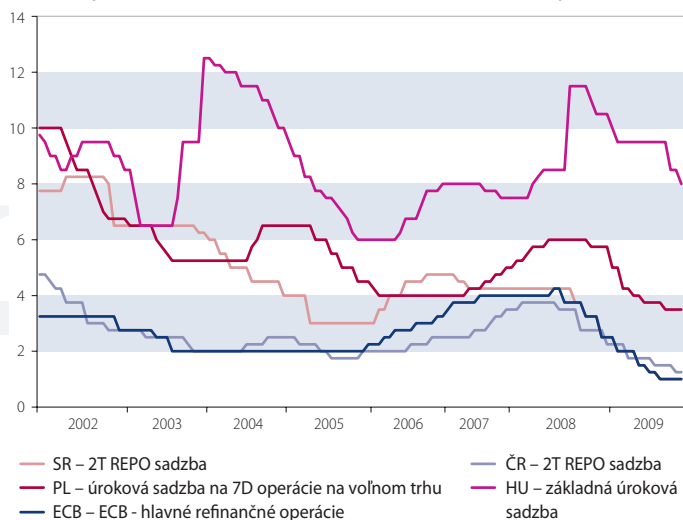
- *operácie na voľnom trhu* – NBP ich vykonáva podmieneným a okamžitým nákupom alebo predajom cenných papierov alebo cudzích mien, ale aj vydávaním vlastných dlhových cenných papierov centrálnou bankou. Ide o 7-dňové cenné papiere peňažného trhu NBP, ktorých minimálna výnosnosť predstavuje *referenčnú úrokovú sadzbu* prijatú Radou menovej politiky;
- *povinné minimálne rezervy*;
- *úverové a vkladové operácie* – pozostávajú z lombardných pôžičiek a termínovaných vkladov komerčných bánk v NBP (overnight deposits). Tieto úverové a vkladové operácie NBP ovplyvňujú úroveň úrokových sadzieb na peňažnom trhu, pričom *lombardná sadzba* predstavuje strop a *úroková sadzba z vkladov* predstavuje dno týchto úrokových sadzieb.

⁴ V súčasnosti sa tento nástroj nevyužíva. Posledný trojmesačný repo tender bol vyhlásený v roku 2001.

⁵ V praxi sa používajú len výnimočne.



Graf 1 Operácie na voľnom trhu – hlavné refinančné operácie



Zdroj: Graf autorky na základe [2], [3], [4], [5], [6].

6 Táto úroková sadzba je platná od 13. 5. 2009.

KOMPARÁCIA KLÚČOVÝCH ÚROKOVÝCH SADZIEB V KRAJINÁCH V4 A ECB

Porovnanie vývoja sadzieb pre hlavné refinančné operácie

Operácie na voľnom trhu predstavujú hlavné nástroje menových politik jednotlivých centrálnych bánk v analyzovaných krajinách. Tieto nástroje využívajú centrálné banky hlavne pri riadení úrovne úrokových sadzieb v ekonomike a pri regulácii likvidity v bankovom sektore. V prevažnej miere sa tieto operácie vykonávajú prostredníctvom tendrov, a to so 7-dňovou alebo 14-dňovou splatnosťou.

Z porovnania vývoja úrokových sadzieb pre hlavné refinančné operácie (graf 1) vidieť postupné zosúladovanie vybraných úrokových sadzieb v krajinách V4 s úrokovými sadzbami ECB. Výnimku tvorí iba vývoj úrokových sadzieb v Maďarsku, ktorý sa vyznačuje najväčšou kolísavosťou a najväčšou odchýlkou od úrokových sadzieb ECB.

Od začiatku svojej činnosti až do polovice roku 2000 používala ECB pri hlavných refinančných operáciách tendre s fixnou úrokovou sadzbou. Dňa 8. 6. 2000 ECB oznámila, že od 28. 6. 2000 sa budú hlavné refinančné operácie Eurosystemu uskutočňovať ako tendre s pohyblivou úrokovou sadzbou. Minimálna akceptovateľná úroková sadzba zodpovedala minimálnej úrokovej sadzbe, pri ktorej mohla protistrana predložiť svoje ponuky. Tendre s variabilnou úrokovou sadzbou využívala ECB až do roku 2008. Začiatkom októbra 2008 ECB oznámila, že s účinnosťou od obchodu splatného 15. 10. 2008 týždenné hlavné refinančné operácie Eurosystemu sa budú uskutočňovať prostredníctvom tendra s pevnou (fixnou) úrokovou sadzbou.

Na začiatku analyzovaného obdobia v roku 2002 mala variabilná sadzba hodnotu 3,25 %, následne v decembri toho istého roku poklesla na hodnotu 2,75 %. Nasledujúci vývoj úrokovej sadzby sa dá charakterizovať postupným pokle-

som až do júna 2003, keď úroková sadzba klesla na hodnotu 2 %. Na tejto úrovni zotrvala až do decembra 2005, keď vzrástla na hodnotu 2,25 %. Po tomto období začala úroková sadzba pre hlavné refinančné operácie postupne rásť, pričom rastúci trend sa udržal až do júla 2008, keď vzrástla na hodnotu 4,25 %, čím dosiahla svoje historické maximum za celé analyzované obdobie. Nasledujúce obdobie až po súčasnosť bolo charakteristické klesajúcim vývojom úrokových sadzieb a úroková sadzba poklesla až na svoje historické minimum, na dnešnú hodnotu 1 %⁶.

Vývoj úrokových sadzieb pre hlavné refinančné operácie v ostatných krajinách v podstate kopíroval vývoj úrokovej sadzby ECB. Platí to najmä pre úrokovú sadzbu pre dvojtýždňové repo tendre ČNB. Túto úrokovú sadzbu zaviedla ČNB v roku 1995 a stanovila ju na úrovni 11,3 %. V sledovanom období rokov 2002 až 2009 sa sadzba pohybovala v rozpätí od 1,50 % po 4,75 %. Svoje maximum dosiahla na začiatku analyzovaného obdobia. Naopak, minimálnu hodnotu dosiahla v súlade s vývojom úrokových sadzieb ECB na konci analyzovaného obdobia, teda v roku 2009. V grafe 1 môžeme vidieť, že na začiatku analyzovaného obdobia bola úroveň úrokových sadzieb ČNB vyššia ako úroveň úrokových sadzieb ECB. K zmene došlo v júli 2002, keď úrokové sadzby ČNB poklesli pod úroveň sadzieb ECB. Tento stav s krátkodobými výchyľkami pretrvával až do februára 2009, keď sa poradie vymenilo.

Postupné zosúladovanie vývoja úrokových sadzieb s ECB môžeme sledovať aj v menovej politike NBS. Do konca roku 2002 používala NBS tzv. diskontnú úrokovú sadzbu. Až po tomto období ju nahradila základná úroková sadzba, ktorou sa stala úroková sadzba NBS pre dvojtýždňové repo tendre. Pri jej zavedení 1. 1. 2003 mala základná úroková sadzba hodnotu 6,50 %. Od tohto obdobia mal vývoj úrokovej sadzby prevažne klesajúci charakter, až do mája 2006, keď sadzba začala mierne rásť. Rast pretrvával až do marca 2007, keď sadzba začala znovu klesať. Klesajúcu tendenciu si udržala až do 31. 12. 2009, keď dvojtýždňové repo tendre NBS ukončili svoju platnosť na hodnote úrokovej sadzby 2,50 %, teda na úrovni úrokovej sadzby pre hlavné refinančné operácie ECB. Dňom 1. 1. 2009 boli úrokové sadzby NBS nahradené úrokovými sadzbami ECB. Proces postupného zosúladovania úrokových sadzieb NBS a ECB bol dovŕšený v októbri 2008, odkedy boli sadzby oboch bánk na rovnakej úrovni.

Referenčnou úrokovou sadzbou NBP je v súčasnosti úroková sadzba pre 7-dňové operácie na voľnom trhu. Táto úroková sadzba je platnou referenčnou sadzbou od roku 2005, keď došlo k zmene podkladového nástroja so 14-dňovou splatnosťou na 7-dňovú. Tieto 14-dňové operácie na voľnom trhu sa využívali ako hlavný menovopolitický nástroj NBP v rokoch 2003 a 2004. Na začiatku analyzovaného obdobia, teda v roku 2002, využívala NBP vo svojej menovej politike 28-dňové operácie na voľnom trhu. V grafe 1 vidíme, že na začiatku analyzovaného obdobia



boli úrokové sadzby v Poľsku na najvyššej úrovni. Od tohto obdobia začali klesať. Klesajúci vývoj s miernym prerušením pretrvával až do marca 2006, keď sa úroková sadzba pre 7-dňové operácie zastavila na úrovni 4 %. Po krátkom období stagnácie dochádza k jej opätovnému rastu, ktorý trval až do novembra 2008, keď dosiahla maximum daného obdobia, teda 6 %. V súlade s vývojom na trhoch eurozóny však po tomto období začína klesať a tento trend pretrváva až dodnes, keď úroková sadzba NBP pre 7-dňové operácie dosiahla úroveň 3,50 %. Jej dnešná úroveň je o 2,50 percentuálneho bodu vyššia ako úroveň úrokovej sadzby pre hlavné refinančné operácie ECB.

Vývoj úrokových sadzieb v Maďarsku sa vyznačoval najväčšou volatilitou a najväčšou odchýlkou od úrokových sadzieb ECB. Najväčší rozdiel medzi úrokovými sadzbami ECB a MNB môžeme sledovať v novembri 2003, keď základná úroková sadzba MNB dosiahla úroveň 12,50 %⁷, čo predstavuje hodnotu vyššiu o 10,50 percentuálneho bodu v porovnaní s úrokovou sadzbou pre hlavné refinančné operácie ECB. Naopak, úrokové sadzby sa k sebe najviac priblížili v júni 2006, keď bol rozdiel medzi nimi iba 3,25 percentuálneho bodu. V súčasnosti základná úroková sadzba v Maďarsku dosahuje nadpriemerne vysoké hodnoty nad úrovňou sadzieb všetkých analyzovaných krajín.

Porovnanie vývoja sadzieb pre jednodňové sterilizačné operácie

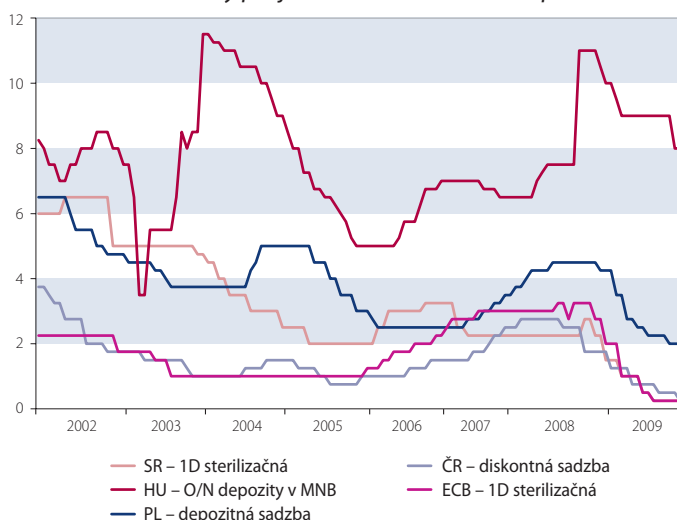
Aj v prípade úrokových sadzieb pre jednodňové sterilizačné operácie môžeme vidieť (graf 2) postupné zosúladovanie úrokových sadzieb v krajinách V4 s úrokovými sadzbami ECB. Výnimku tvorí iba vývoj úrokových sadzieb v Maďarsku, podobne ako v prípade úrokových sadzieb pre hlavné refinančné operácie.

Vývoj úrokovej sadzby ECB pre jednodňové sterilizačné operácie vykazoval počas celého analyzovaného obdobia najmenšiu volatilitu, keď sa hodnoty tejto úrokovej sadzby pohybovali v rozpätí od 0,25 % do 3,25 %. Svoju maximálnu hodnotu dosiahla opakovaně v júli a októbri 2008 a svoje minimálne hodnoty dosahuje v súčasnosti, keď sa od 8. 4. 2009 udržiava na úrovni 0,25 %.

Pohľad na vývoj sadzby pre jednodňové sterilizačné operácie NBS nám prezrádza, že na začiatku analyzovaného obdobia bola jej úroveň oveľa vyššia ako úroveň sadzby ECB (graf 2). Takýto stav trval až do marca 2007, keď úroková sadzba NBS klesla pod úroveň úrokovej sadzby ECB. Pod jej úrovňou zostala až do 31. 12. 2009, keď bola nahradená sadzbou pre jednodňové sterilizačné operácie ECB.

Vývoj úrokovej sadzby pre jednodňové sterilizačné operácie ECB najviac kopírovala úroková sadzba pre sterilizačné operácie ČNB. Diskontná sadzba pre depozitné operácie sa v sledovanom období rokov 2002 až 2009 pohybovala v rozpätí od 0,25 % po 3,75 %. Svoje maximum dosiahla na

Graf 2 Úrokové sadzby pre jednodňové sterilizačné operácie



Zdroj: Graf autorky na základe [2], [3], [4], [5], [6].

začiatku analyzovaného obdobia. Naopak, minimálnu hodnotu dosiahla v súlade s vývojom úrokovej sadzby ECB na konci analyzovaného obdobia, teda v roku 2009. V grafe 2 môžeme vidieť, že na začiatku analyzovaného obdobia bola úroveň úrokovej sadzby ČNB vyššia ako úroveň úrokovej sadzby ECB. K zmene došlo v júli 2002, keď úroková sadzba ČNB poklesla pod úroveň ECB na hodnotu 2 %. Tento stav s krátkodobými výchybkami pretrvával až do marca 2009 a od augusta 2009 sú tieto dve sadzby totožné.

Úrokovou sadzbou pre jednodňové sterilizačné operácie NBP je v súčasnosti depozitná sadzba. Na začiatku analyzovaného obdobia bola na úrovni 6,50 %. Od tohto obdobia začala postupne klesať. Klesajúci vývoj s miernym prerušením pretrvával až do marca 2006, keď sa zastavila na úrovni 2,50 %. Po krátkom období stagnácie dochádza k jej opätovnému rastu, ktorý trval až do novembra 2008, keď dosiahla maximum na úrovni 4,50 %. V súlade s vývojom na trhoch eurozóny však po tomto období začala klesať. Klesajúci vývoj pretrváva až dodnes, keď sadzba dosiahla úroveň 2,00 %. Dnešná úroveň tejto sadzby je podstatne vyššia ako úroveň úrokovej sadzby pre jednodňové sterilizačné operácie ECB, konkrétne o 1,75 percentuálneho bodu.

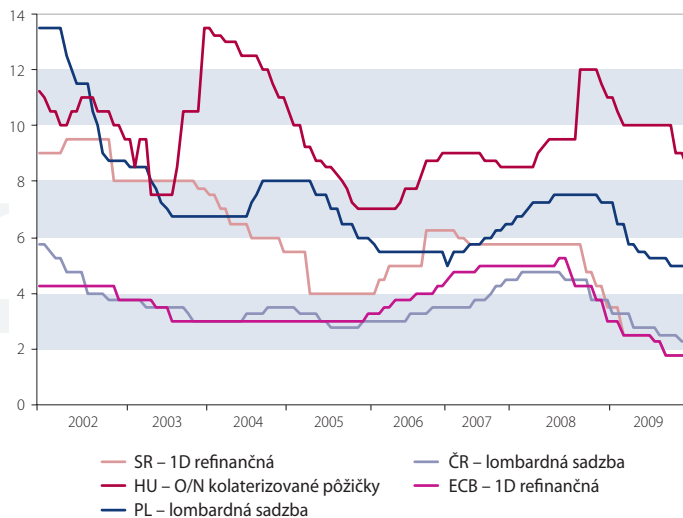
Vývoj úrokových sadzieb v Maďarsku sa vyznačoval najväčšou volatilitou a najväčšou odchýlkou od úrokových sadzieb ECB. Najväčší rozdiel medzi vývojom úrokových sadzieb ECB a MNB pre jednodňové sterilizačné operácie môžeme sledovať v novembri 2003, keď úroková sadzba MNB dosiahla úroveň 11,50 %, čo predstavuje hodnotu vyššiu o 10,50 percentuálneho bodu v porovnaní s úrokovou sadzbou ECB. Naopak, úrokové sadzby sa k sebe najviac priblížili v januári 2003, keď bol rozdiel medzi nimi iba 1,75 percentuálneho bodu. V súčasnosti úroková sadzba MNB pre jednodňové sterilizačné operácie dosahuje nadpriemerne vysoké hodnoty nad úrovňou všetkých analyzovaných krajín (7,50 %).

7 Môžeme povedať, že na konci roka 2003 Maďarsko zažilo v podstate regulárnu menovú krízu, ktorá znamenala jednak silné znehodnotenie forintu, ako aj prudký nárast úrokových sadzieb, resp. oslabenie cien pevne úročných aktív denominovaných v HUF. Kríza bola výsledkom veľmi uvoľnenej rozpočtovej politiky, ktorá prostredníctvom stimulácie miezd vo verejnom sektore viedla k vysokému rozpočtovému deficitu (5,6 % HDP) a predovšetkým k vysokému schodku bežného účtu (8,3 % HDP po započítaní reinvestovaných ziskov). Maďarské vládne authority reagovali na vzniknutú krízu dvoma spôsobmi:

1. maďarská centrálna banka razantne zdvihla svoje úrokové sadzby z 9,50 % na 12,50 %, aby predišla ďalšiemu oslabovaniu HUF,
2. maďarská vláda prijala dodatočné úsporné opatrenia, aby zaistila trend znižovania rozpočtového deficitu. Vyššie uvedené makroekonomické opatrenia viedli k upokojeniu situácie na trhoch, čím sa menový kurz aj ceny obligácií podstatne vzdialili od svojich minimálnych hodnôt. (Zdroj: <http://www.csob.sk/Analzy-document.axd?id=5794>).



Graf 3 Úrokové sadzby pre jednoduché refinančné operácie



Zdroj: Graf autorky na základe [2], [3], [4], [5], [6].

Porovnanie vývoja sadzieb pre jednoduché refinančné operácie

Vývoj úrokových sadzieb pre jednoduché refinančné operácie bol svojou kolísavosťou porovnateľný s vývojom úrokových sadzieb pre hlavné refinančné operácie.

Úroková sadzba NBS pre jednoduché refinančné operácie bola počas celého analyzovaného obdobia nad úrovňou sadzby ECB. V roku 2008 sa k nej začala približovať a pred vstupom do HMÚ dosahovala hodnoty, ktoré boli len o 0,5 percentuálneho bodu vyššie ako hodnoty sadzby ECB.

Lombardná sadzba pre marginálne zaoštieňavacie operácie ČNB najviac kopírovala vývoj úrokovvej sadzby ECB pre jednoduché refinančné operácie, rovnako ako to bolo aj v prípade úrokových sadzieb pre hlavné refinančné operácie a jednoduché sterilizačné operácie. Na začiatku analyzovaného obdobia bola úroková sadzba ČNB o 1,50 percentuálneho bodu nad úrovňou sadzby ECB, na konci analyzovaného obdobia bol rozdiel už iba 0,5 percentuálneho bodu.

Väčšou kolísavosťou a odchýlkou od úrokovvej sadzby ECB sa vyznačoval vývoj úrokových sadzieb pre jednoduché refinančné operácie v Poľsku a Maďarsku. Na začiatku analyzovaného obdobia bola úroveň úrokovvej sadzby najvyššia

v Poľsku, kde lombardná sadzba pre lombardné pôžičky PNB dosahovala hodnotu 13,50 %. Od tohto obdobia sadzba prudko klesala až do decembra 2006, keď dosiahla svoje minimum (5,00 %). Po tomto období zaznamenala nárast na úroveň 7,50 %. V súlade s vývojom úrokových sadzieb eurozóny však začala klesať, až na dnešnú hodnotu 5,00 %.

Najväčšou kolísavosťou a odchýlkou od sadzby ECB sa vyznačovala úroková sadzba pre jednoduché kolateralizované pôžičky bánk v MNB. Kým na začiatku analyzovaného obdobia bol rozdiel medzi sadzbami 5,50 percentuálneho bodu, na konci analyzovaného obdobia to bolo 6,75 percentuálneho bodu.

ZÁVER

Základné úrokové sadzby využívajú centrálné banky jednotlivých krajín ako nástroj svojej menovej politiky, ktorej hlavným cieľom je udržiavať cenovú stabilitu a stabilitu celého bankového systému. Dá sa povedať, že základné úrokové sadzby určujú cenu zdrojov, ktoré môžu komerčné banky získať od centrálnej banky a ovplyvňujú tak vývoj úrokových sadzieb na bankovom trhu.

Pri dosahovaní hlavného cieľa menovej politiky môžu centrálné banky využívať viacero nástrojov. Hlavnými nástrojmi regulácie sú najmä hlavné refinančné operácie, jednoduché sterilizačné a jednoduché refinančné operácie. Prostredníctvom týchto nástrojov sa centrálné banky snažia ovplyvňovať vývoj likvidity bankového sektora a úroveň úrokových sadzieb v ekonomike.

Na základe komparácie týchto úrokových sadzieb v krajinách V4 s úrokovými sadzbami ECB môžeme konštatovať, že vo väčšine analyzovaných krajín dochádza v sledovanom období k ich zosúladovaniu.

Vývoj úrokových sadzieb ECB najviac kopírovali úrokové sadzby ČNB a NBS, na druhej strane najvyššou kolísavosťou a odchýlkou od sadzieb ECB sa vyznačovali sadzby v Poľsku a hlavne v Maďarsku. Postupné zosúladovanie môžeme sledovať aj v prípade NBS, kde bol tento proces zakončený 1. januára 2009, keď Slovenská republika prijala menu euro ako svoju národnú menu, čím došlo k zániku menovopolitických nástrojov NBS a k ich nahradeniu nástrojmi ECB.

Literatúra

1. BĀRĀNOVĀ-ĀĀĀEROVĀ, D., LIBERĀĀN, A.: *Euro, vĀhody a rizikĀ*. Prešov: Vydavateľstvo MĀchala VĀška, 2007, ISBN: 978-80-7165-604-3.
2. *MenovĀ politika*. [online]. Bratislava: NBS [cit. 4.5.2009]. DostupnĀ na: <<http://www.nbs.sk/sk/menova-politika>>
3. *MenovopolitickĀ nĀstroje ĀNB* [online]. Praha: ĀNB [citovanĀ 20.4.2009]. DostupnĀ na internete: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/index.html#facility
4. *Monetary policy instruments* [online]. Budapest: MNB [citovanĀ 18.4.2009]. DostupnĀ na internete: http://english.mnb.hu/engine.aspx?page=mnben_jegybanki_eszkoztar
5. www.nbp.pl
6. www.ecb.int
7. CHOVANCOVĀ, B.: *FinanĀnĀ trh*. Bratislava: Iura Edition, 2006, ISBN: 80-8078-089-7.
8. ECB: *UskutoĀňovanie menovej politiky v EurozĀne*. Frankfurt nad Mohanom: EurĀpska centĀlnĀ banka, 2008, ISBN: 1830-284X.



Fiškálne impulzy a svetové akciové trhy

prof. Ing. Božena Chovancová, PhD.
Ekonomická univerzita v Bratislave

Dynamický vývoj akciových trhov v druhej polovici 20. storočia, najmä však v posledných dvadsiatich rokoch prispel k vývoju najnovších technológií v celom svete a podporil ich zavedenie do praxe. Vývoj svetového akciového trhu (vzhľadom na vyššie uvedené procesy) viedol k formovaniu novodobých bublín v roku 2000 a následne v roku 2007. Krátko potom sa začali prejavovať prepady akciových trhov, ktoré možno sledovať aj na rapidnom poklese jednotlivých indexov vo svete, čo dokumentuje tabuľka 1.

Akciové trhy v predchádzajúcom roku vykázali vysokú volatilitu a značné straty pre investorov. Klesajúci trend akciových trhov (v niektorých prípadoch viac ako 50%) sa zároveň spája so spomalením ekonomického vývoja nielen USA, ale i ostatných krajín sveta – globálnou recesiou. Aj keď v súčasnosti vykazujú svetové akciové trhy opäť rastúci trend, možno konštatovať, že sa pod to podpísali najmä rozsiahle vládne stimuly, ktoré pomohli zvrátiť tento negatívny vývoj.

V procese takejto rozsiahlej globálnej recesie plní dôležitú funkciu fiškálna politika. Jej úlohou je vo vzťahu k akciovému trhu najmä pomáhať utlmiť cyklické výkyvy ekonomiky (často sa označuje aj ako „obrusovanie“ vrcholov pri prudkom raste a dna pri páde ekonomiky). Plní dôležitú funkciu hlavne pri udržiavaní tempa rastu ekonomiky pri vysokej zamestnanosti a nízkej inflácii. Hlavnými nástrojmi, ktoré môže vláda využívať pri nastolení rovnováhy v ekonomike sú *dane a výdavky štátneho rozpočtu*. Nastavenie daňového zaťaženia, rozpočtové a subvenčné programy sú dnes v centre pozornosti aj hospodárskej praxe a všeobecne ich označujeme ako fiškálne stimuly.

Mnohé diskusie sa dnes orientujú na príjmovú časť štátneho rozpočtu, hlavne v podobe daní. Finančná teória dnes na základe dlhodobých štatistických údajov jednoznačne dokazuje, že vyššie daňové zaťaženie znižuje reálne príjmy spoločností, ktoré sú nútené vyplácať nižšie dividendy a tento jav sa negatívne odzrkadľuje aj na akciovom trhu v poklese cien akcií. Vysoké dane nestimulu-

jú investorov k investovaniu na akciových trhoch a v konečnom dôsledku v rámci domácností vedú k obmedzovaniu spotreby, čo sa spätne negatívne prejavuje v oblasti výroby, a teda aj v reálnej ekonomike. Z tohto dôvodu sa dnes ozývajú hlasy za znižovanie daňového zaťaženia, hoci, ako bude vyplývať z ďalšieho výkladu, bude tento stimul tlačiť na budúci rast verejného dlhu. V tejto oblasti sa stretávame s rôznymi formami daňových úľav, ako sú napr. zníženie daňovej sadzby, zvýšenie základu nezdaniteľného minima, rozšírenie počtu nezdaňovaných položiek, tzv. daňové prázdny, najmä v prípade spoločností a ďalšie. Zvyšujúci sa tlak na zníženie daní by mal v konečnom dôsledku vytvárať daňovú úsporu, ktorú spoločnosť môže opäť reinvestovať a tým zvýšiť hodnotu svojho majetku. Pozitívne sa tento fakt odrazí aj vo výške dividend vyplatených investorom. Daňová úspora sa aj v prípade domácností môže premietnuť do vyššej spotreby, čo opätovne pozitívne ovplyvní výrobu a v konečnom dôsledku i rast cien akcií na trhu. Treba však upozorniť, že výsledkom znižovania daňového zaťaženia je zníženie príjmov štátneho rozpočtu, a to nielen z krátkodobého, ale i strednodobého horizontu.

Problematika daňového zaťaženia v rámci EÚ sa dnes v mnohých prípadoch chápe ako komparatívna výhoda, resp. konkurenčná výhoda pre niektoré krajiny. Z tohto dôvodu je diskutabilné, do akej miery je možné ešte znižovať daňové sadzby v prípade krajín, ktoré majú už dnes najnižšie daňové zaťaženie.

Krajiny z najnižším daňovým zaťažením korporácií, ako sú Maďarsko, Írsko, Poľsko a Island, majú v súčasnej globálnej hospodárskej kríze vážne ekonomické problémy a v prípade Maďarska i Islandu hrozí kolaps verejných financií zastavili až finančné injekcie Medzinárodného menového fondu.

Druhá, výdavková zložka fiškálnej politiky môže mať podobu štátnych objednávok na nákup tovarov a služieb spoločností. Môže mať konkrétnu podobu subvencií a dotácií pre súkromný sektor a vybrané vrstvy obyvateľstva, ale aj rozvojové

Tab. 1 Pokles najvýznamnejších svetových indexov

Obdobie	DJIA	S&P	FTSE	DAX	NIKKEI
2007 max.	14 015 (11.10.2007)	1565 (9.10.2007)	6724 (11.10.2007)	8105 (16.7.2007)	18238 (18.7.2007)
2009 min.	6547 (9.3.2009)	683 (6.3.2009)	3 512 (3.3.2009)	3695 (5.3.2009)	7137 (2.3.2009)

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa www.yahoo.com.



Tab. 2 Vplyv fiškálnych stimulov

Formy fiškálnej politiky	Počet prípadov počas recesie	Rast HDP v %				
		Priemer za 3 roky pred recesiou	1 rok pred recesiou	Rok recesie	Rok po recesii	Priemer za 4 roky po recesii
Fiškálne stimuly						
Príjmový impulz	5	4,4	2,8	-0,7	3,6	4,1
Výdavkový impulz	31	3,1	2,0	-0,4	2,9	3,0
Kombinovaný impulz	15	3,0	1,6	0,6	4,1	3,5
Fiškálne kontrakcie						
Príjmový impulz	31	2,4	-0,2	-0,2	3,3	3,1
Výdavkový impulz	17	2,8	1,2	1,2	5,0	4,3
Kombinovaný impulz	35	2,7	1,1	1,1	4,3	4,2

Zdroj: International Monetary Fond (2008), *Fiscal Policy as an Countercyclical Tool, Chapter 5 in the October 2008 World Economic Outlook*.

¹ Vladimír Baláž: *Dokáže vláda reštartovať ekonomický rast? Investor č. 12/2008, s. 28.*

programy zamerané na výstavbu infraštruktúry, podporu prílevu zahraničných investícií a pod. Tieto opatrenia zamerané na podporu ekonomického rastu majú pozitívny vplyv aj na rast akciových trhov a rast reálnej ekonomiky.

Viacero ekonómov sa dnes pokúša vyhodnotiť a merať veľkosť fiškálnych stimulov a ich efektívnosť na reštartovanie ekonomického rastu. Ako ukazujú niektoré štúdie, výsledky sú veľmi rozporuplné. Pozornosť púta štúdia Medzinárodného menového fondu (Svetový ekonomický výhľad MMF, október 2008), ktorá analyzuje vplyv fiškálnych stimulov, pričom vychádza z tzv. primárnej fiškálnej bilancie. Ide o rozdiel medzi celkovými príjmami a výdavkami verejného sektora, odpočítavajú sa náklady na obsluhu verejného dlhu. Analýza vychádza z toho, že táto bilancia sa mení v dôsledku primárneho vývoja, to znamená, že pri poklese ekonomiky klesajú aj príjmy z daní a naopak rastú výdavky na nezamestnaných. V tejto štúdii sa fiškálny stimul definuje ako každá negatívna zmena v primárnej bilancii, ktorá je väčšia ako 0,25 %, naopak každá zmena menšia ako 0,25 % sa definuje ako kontrakcia (zvýšenie príjmov alebo zníženie výdavkov). Inými slovami, fiškálny stimul prispel k zvýšeniu deficitu verejných financií, finančná kontrakcia naopak k jeho zníženiu. V prípade, že zmena je v intervale -0,25 % až + 0,25 %, fiškálny zásah je neutrálny.

Tabuľka 2 uvádza vzťah medzi HDP a fiškálnymi impulzmi podľa druhu.

Štúdia MMF uvádza, že pri riešení problémov recesie sa oveľa častejšie využívajú monetárne stimuly, čo sa zdôvodňuje aj tým, že reakcie ekonomiky na fiškálne stimuly sú pomalšie v porovnaní s monetárnymi stimulmi. Ako uvádza ďalej V. Baláž¹, z viacerých záverov vyplýva, že:

- účelnejšie je využívať kombináciu príjmových i výdavkových stimulov, čím sa dosahuje účinnejší efekt v boji s recesiou,
- príjmové impulzy prispeli k rýchlejšiemu zotaveniu a vyššej miere rastu až po recesii,
- štáty, ktoré využívali tzv. fiškálnu kontrakciu (vyšší výber daní alebo znižovanie verejných výdavkov) prechádzali miernejšou formou recesie

a dosiahli rýchlejšie zotavenie, vyššie tempo ekonomického rastu v rokoch nasledujúcich po roku recesie,

- obmedzovanie výdavkov malo na rast HDP pred, počas aj po recesii lepší vplyv ako príjmové impulzy typu zvyšovania výberu daní,
- príjmové stimuly rozbehli ekonomiku v čase recesie o 0,01 %, tri roky po recesii o 0,40 %, výdavkové impulzy zaznamenali v čase recesie 0,15 %, o tri roky neskôr 0,52 %,
 - naopak v prípade fiškálnej kontrakcie 1 % fiškálny impulz priniesol rast HDP 0,11 % v čase recesie a 0,51 % tri roky po recesii.

Štúdia MMF venuje osobitnú pozornosť ekonomikám s vyššou mierou zadlženia vo vzťahu k fiškálnym stimulom a miere ekonomického rastu. Štúdia dokazuje, že krajiny s vyššou mierou zadlženosti, ktoré využívali fiškálne stimuly, majú nižšiu mieru rastu tak pred recesiou, ako aj po recesii. Lepšie dopadli tie krajiny, ktoré naopak využili fiškálnu kontrakciu.

Ako odstrašujúci príklad využitia fiškálnych stimulov sa uvádza príklad japonskej ekonomiky. Japonská ekonomika sa po prasknutí bubliny v roku 1989 dostala do hlbokkej recesie. V 90. rokoch japonská vláda predložila 10 balíčkov fiškálnych stimulov v celkovej hodnote vyše 100 biliónov jenov. Všetky tieto programy ale zlyhali, japonský akciový index sa prepadol takmer o polovicu a v súčasnosti dosahuje úroveň začiatku 80. rokov. Sprievodným javom týchto zásahov bolo aj to, že verejný dlh vysoko prerástol 100 % HDP.

FIŠKÁLNE IMPULZY A ZADLŽENOSŤ V USA

V súčasnosti sa vzhľadom na enormný rast vládnych výdavkov na podporu ekonomiky vynára problém rastu deficitu štátneho rozpočtu a štátneho dlhu. Pri sledovaní dlhodobjšieho vývoja amerických verejných financií sa otvára problém možnosti budúcich stimulov na podporu ekonomiky a akciových trhov.

Aj štúdia MMF upozorňuje, že v budúcnosti budú mať vládne výdavky v USA rastúcu tendenciu, čo prispieje k rastu deficitu v rozpočte a pri riešení krízových problémov bude musieť vláda zvy-



šovať aj vládny dlh. Vytvárajú sa tak aj predpoklady na „vytláčanie“ súkromných investícií z kapitálových trhov so zreteľom na rastúce potreby štátu.

Z uvedenej predikcie vyplýva, že objem vládnych dlhopisov bude aj v budúcnosti stúpať, pričom na prefinancovaní dlhu USA sa budú podieľať vo veľkej miere aj zahraniční investori.

Na začiatku roku 2009 sa na prefinancovaní vládneho dlhu podieľali a najväčšími držiteľmi vládnych dlhopisov USA boli: Čína 24,7%, Japonsko 20,66%, krajiny vyvážajúce ropu 6,06%, Karibské bankové centrum 5,75%, Brazília 4,35%, Veľká Británia 4,04%, Rusko 3,89%, Luxembursko 2,84%, Taiwan 2,39%, Honkong 2,33%, Švajčiarsko 2,02%, Nemecko 1,84% a ďalšie krajiny.² Treba pripomenúť, že niektoré z týchto krajín budú mať v blízkej budúcnosti problém s prefinancovaním vlastného rozpočtového deficitu a zrejme sa nebudú môcť v takej miere podieľať na prefinancovaní deficitu USA.

JAPONSKO A VEREJNÝ DLH

V 70. rokoch minulého storočia japonská ekonomika niesla pomenovanie najdynamickejšie sa rozvíjajúcej časti sveta. V 80. rokoch dostala prívlastok ekonomiky s najvyššou technologickou úrovňou, kde sa v obrovskej miere začal akumulovať aj svetový kapitál. Japonská ekonomika sa začala považovať za vážneho konkurenta nielen Európy, ale i USA. Domáci i zahraničný kapitál s vysokou produktivitou japonských technológií viedol k budovaniu tzv. bublinovej japonskej ekonomiky. Po páde akciových trhov prišlo ministerstvo financií s plánom ozdravenia, ktorý predstavoval viac ako 60 biliónov jenov, čo sa vyšplhalo až do výšky 12% HDP.

Po prasknutí bubliny v roku 1989 sa reálna japonská ekonomika i kapitálový trh vyznačujú vysokou stagnáciou, ktorá sa preniesla až do súčasnosti. Hlavnou príčinou boli predovšetkým rozsiahle štátne zásahy, kontrola zo strany štátu, nízka konkurencia na trhu, veľká bariéra pre vstup zahraničných finančných inštitúcií, nereálne ceny aktív³ a problémy s likviditou. K rozvoju kapitálového trhu neprispela v 90. rokoch ani politika nízkych úrokových sadzieb, keď snahou Bank of Japan bolo naštartovať ekonomiku i kapitálový trh pri úrovni úrokových sadzieb blížiacich sa

k nule. V Japonsku v predchádzajúcom vývoji došlo k enormnému rastu zadlženosti štátneho rozpočtu.

Ako vyplýva z predikcie MMF, rastúci deficit verejných financií a rast verejného dlhu môže aj v budúcnosti spôsobiť dlhodobú stagnáciu hospodárstva a spôsobiť vážne ekonomické problémy pre celý región.

OČAKÁVANIA V EURÓPE

V rámci Európy nie je ešte ukončený proces formovania jednotného kapitálového trhu. Možno povedať, že základňu tvorí v súčasnosti eurozóna, v rámci ktorej sa v niektorých krajinách stal kapitálový trh nefunkčným. Možno povedať, že motorom kapitálového trhu a hlavne akciového trhu Európy sú hlavne ekonomiky Nemecka, Veľkej Británie, Francúzska, krajiny Beneluxu, resp. Talianska. Podobne ako iné regióny sveta zápasí dnes Európa s riešením dopadov globálnej hospodárskej krízy na jednotlivé národné ekonomiky a integračné zoskupenie ako celok.

Aj v rámci Európy sa prejavuje tendencia rastu deficitného financovania a štátneho dlhu. Vývoj ukazovateľov vybraných krajín dokumentuje tabuľka 5. Aj z tejto tabuľky vyplýva, že krajiny zvyšujú deficitné financovanie a pôvodné machstrichské kritériá – udržať deficit vo výške 3% HDP a výška dlhu maximálne do 60% HDP – sa ani jednej z vyspelých krajín nepodarí splniť. Ukazuje sa, že aj v budúcnosti budú mať na trhu dlhopisov výsadné postavenie vládne dlhopisy a za predpokladu, že vlády budú postupovať cestou fiškálnych stimulov, budú tieto zdroje slúžiť aj na pokrytie potrieb súkromného sektora.

KRAJINY BRIC NA SVETOVÝCH AKCIOVÝCH TRHOCH A ICH ZADLŽENOSŤ

V centre pozornosti finančných trhov po roku 2000 sa stali vybrané krajiny s rozvíjajúcimi sa ekonomikami, ktoré začali vykazovať vysoké tempo rastu a makroekonomickú stabilitu. Spomedzi nich osobitnú pozornosť pútajú krajiny BRIC (Brazília, Rusko, India, Čína).⁴ Tieto štyri krajiny sa v súčasnosti začínajú zaraďovať medzi najrozvinutejšie štáty s obrovským potenciálom zdrojov, ktoré sú potrebné na rozvoj svetovej ekonomiky. Uvedené krajiny zaznamenali aj na kapitálových

2 Zdroj: <http://www.trears.gov/tic/mfh.txt>.

3 Osobitne sa tento problém prejavil v nafúknutí cien na reálnom trhu v roku 1989 a následnom prasknutí bubliny. Japonské finančné inštitúcie zaznamenali rozsiahle straty, pričom niektoré banky museli zachraňovať štát formou zoštátnenia.

4 Skratku BRIC zaviedol 1. 10. 2003 Jim O'Neil, ekonóm investičnej banky Goldman Sachs.

Tab. 3 Očakávaný vývoj fiškálneho deficitu a vládneho dlhu v USA

	2006	2007	2008	2009	2010	2014
Fiškálny deficit (% HDP)	-2,2	-2,9	-6,1	-13,6	-9,7	-4,7
Celkový vládny dlh (podiel na HDP)	61,9	63,1	70,5	87,0	97,5	106,7

Zdroj: *Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis*. IMF June 9, 2009.

Tab. 4 Očakávaný vývoj fiškálneho deficitu a vládneho dlhu v Japonsku

	2006	2007	2008	2009	2010	2014
Fiškálny deficit (% HDP)	-4,0	-2,5	-5,6	-9,9	-9,8	-7,1
Celkový vládny dlh (podiel na HDP)	191,3	187,7	196,3	217,2	227,4	234,2

Zdroj: *Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis*. IMF June 9, 2009.



Tab. 5 Očakávaný vývoj fiškálneho deficitu a vládneho dlhu vybraných krajín EÚ

	Krajiny	2006	2007	2008	2009	2010	2014
Fiškálny deficit (% HDP)	Veľká Británia	-2,6	-2,6	-5,4	-9,8	-10,9	-6,4
	Nemecko	-1,5	-0,5	-0,1	-4,7	-6,1	-1,4
	Francúzsko	-2,4	-2,7	-3,4	-6,2	-6,5	-4,6
	Taliansko	-3,3	-1,5	-2,7	-5,4	-5,9	-4,5
Celkový vládny dlh (podiel na HDP)	Veľká Británia	43,3	44,1	51,9	62,7	72,7	87,8
	Nemecko	66,0	63,6	67,2	79,4	86,6	76,8
	Francúzsko	63,6	63,9	67,3	74,9	80,3	89,7
	Taliansko	106,5	103,5	105,8	115,3	121,1	120,4

Zdroj: Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis. IMF June 9, 2009.

5 Najmä krajiny vyvážajúce ropu začali vytvárať tzv. suverénne fondy, ktoré budú slúžiť aj ako nárazník v prípade nepriaznivého vývoja v ekonomike.

trhoch veľký boom a ich straty v roku 2008 nie sú až také výrazné vzhľadom na značné rezervy a fondy⁵, ktoré vytvárali v predchádzajúcom období. Štúdie MMF a mnohí analytici hovoria najmä o Číne ako perspektívnom lídrovi svetovej ekonomiky. Z tohto aspektu mnohí investori smerujú značné investície práve do týchto krajín. Aj v ich prípade je však na mieste zamyslieť sa nad tým, či budú môcť tieto krajiny práve prostredníctvom verejných financií stimulovať svoj ekonomický rast a akciové trhy. Ako dokumentuje nasledujúca tabuľka, ukazovatele sú značne rozmanité a vyhladky do budúcnosti nie sú priaznivé pre všetky krajiny tohto zoskupenia.

Spoločným znakom týchto krajín je prudká akcelerácia akciových trhov najmä po roku 2003. Slabou stránkou ich kapitálových trhov sú ešte aj v súčasnosti pomerne vysoké úrokové sadzby a vyššia inflácia v porovnaní s vyspelejšími krajinami sveta. Problematickou je aj nestabilita menového kurzu vo vzťahu k svetovým menám. Na druhej strane sa prejavujú značné diferencie v oblasti fiškálnej politiky. Kým v prípade Brazílie a Indie sa prejavuje dopad globálnej krízy vo vyššom deficite a raste štátneho dlhu, ktorý prekračuje primeranú úroveň, Rusko a Čína zjavne v tejto oblasti problémy mať nebudú. Ak vychádzame z toho, že najmä v Číne sa prejavuje do veľkej miery regulácia akciového trhu zo strany štátu, tak na

druhej strane práve Čína a Rusko budú mať zrejme aj v blízkej budúcnosti dostatočné zdroje, aby prostredníctvom fiškálnych stimulov mohli pozitívne ovplyvňovať svoju ekonomiku a akciový trh. Svedčí o tom aj fakt, že majú veľmi nízku zadlženosť v porovnaní s inými krajinami sveta.

ZÁVER

Ako dokazuje aj súčasná finančná prax na akciových trhoch, vzťah medzi fiškálnymi stimulmi a akciovými trhmi je pozitívny. Ak vlády využívajú niektoré z fiškálnych impulzov, či už na strane daní alebo výdavkov, dochádza k rastu akciových trhov i reálnej ekonomiky. Je potrebné pripomenúť, že efekt v podobe prínosov z týchto stimulov sa prejavuje vždy s určitým časovým oneskorením, ako to dokazuje aj súčasný vývoj. Akciový trh však vždy reaguje rýchlejšie a predbieha reálny vývoj ekonomiky tiež zhruba o niekoľko mesiacov. Zároveň treba upozorniť, že súčasný vývoj akciového trhu (sledovaný napr. prostredníctvom DJIA) je založený na „prehnaných očakávaniach“, resp. vysokých špekuláciách. Index vykazuje vysoké tempa rastu, čo nezodpovedá predpokladanému tempu vývoja reálnej ekonomiky a môže v blízkej budúcnosti viesť k formovaniu ďalšej akciovej bubliny. Z tohto pohľadu je veľmi dôležitý správny odhad fiškálnych impulzov, najmä ich rozsah a smerovanie do jednotlivých sfér ekonomiky.

Literatúra:

1. Jílek, J.: Finanční rizika. Praha: Grada Publishing 2000, s. 633, ISBN 80-7169-579-3.
2. Musílek, Petr.: Trhy cenných papírů, Praha: Ecopress 2002, s. 460, ISBN 80-86119-55-4.
3. BALÁŽ, V.: Dokáže vláda reštartovať ekonomický rast?, In: Investor, december 2008.
4. GRZNÁR, S.: Vysvetlenie japonskej recesie, In: www.iness.sk.
5. International Monetary Fund (2008), Fiscal Policy as an Countercyclical Tool, Chapter 5 in the October 2008 World Economic Outlook.
6. Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis. IMF June 9, 2009.
7. www.ecb.int.
8. www.federalreserve.co.us.
9. www.econstats.com.

Tab. 6 Vývoj fiškálneho deficitu a vládneho dlhu krajín BRIC

	Štát	2006	2007	2008	2009	2010	2014
Fiškálny deficit (% HDP)	Brazília	-2,9	-2,2	-1,5	-1,9	-0,8	-0,6
Celkový vládny dlh (podiel na HDP)		63,7	67,7	64,5	65,4	64,0	54,1
Fiškálny deficit (% HDP)	Rusko	8,3	6,8	4,3	-6,2	-5,0	-4,4
Celkový vládny dlh (podiel na HDP)		9,1	7,3	5,8	6,9	7,0	7,4
Fiškálny deficit (% HDP)	India	-5,7	-5,2	-8,4	-10,2	-8,7	-4,7
Celkový vládny dlh (podiel na HDP)		82,2	80,4	81,9	86,8	88,9	76,8
Fiškálny deficit (% HDP)	Čína	-0,7	0,9	-0,3	-3,6	-3,6	-0,2
Celkový vládny dlh (podiel na HDP)		16,5	20,2	17,7	19,8	21,6	17,9

Zdroj: Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis. IMF June 9, 2009.



Štvrtá kvantitatívna dopadová štúdia novej regulácie v poistnom sektore¹

Peter Paluš, Andrea Gondová
Národná banka Slovenska

Výbor európskych orgánov dohľadu nad poisťovníctvom a dôchodkovým poistením zamestnancov (CEIOPS) sa zaviazal predložiť na prelome rokov 2009 a 2010 Európskej komisii návrhy technických predpisov pre Solventnosť II. Pri ich tvorbe sa v súčasnosti využívajú výsledky štvrtej kvantitatívnej dopadovej štúdie, a to najmä na vyšpecifikovanie kvantitatívnych požiadaviek a určenie parametrov výpočtu regulátorného kapitálu. V súčasnosti prebiehajú na úrovni CEIOPS-u verejné pripomienkové konania k týmto návrhom. Článok je rozdelený do dvoch častí, pričom prvá časť je zameraná na oceňovanie aktív a záväzkov a druhá časť sa venuje vlastným zdrojom a regulátorným požiadavkám na kapitál.

Súčasný systém regulácie, ďalej označovaný aj ako „Solventnosť I“, v poistnom sektore Slovenskej republiky vychádza z európskych smerníc, ktoré boli prijaté v Európskej únii začiatkom 70-tych rokov 20. storočia a nereaguje na nové prístupy a metódy, ktoré sa v praxi využívajú pri vedení poisťovní. Smernice sú koncipované formou minimálnej harmonizácie, t. j. ponechávajú členským štátom rozhodnutie o prísnejšej národnej regulácii, čo má za následok pomerne nehomogénne regulačné prostredie v Európskej únii a vytvára potenciálny priestor na regulačnú arbitráž medzi členskými štátmi.

Regulačná kapitálová požiadavka pre poisťovne, tzv. požadovaná miera solventnosti, je stanovená prostredníctvom jednoduchého faktorového výpočtu. V tomto výpočte sa len nepriamo zohľadňuje poistné riziko, a to prostredníctvom výšky poistných záväzkov vyjadrených primárne technickými rezervami a nákladmi na poistné plnenia. Ostatné riziká, ktorým sa poisťovne vystavujú, nie sú súčasťou legislatívou komplexne podchytené a nastavené pravidlá nie sú dostatočne citlivé na riziká.

Projekt Solventnosť II má za cieľ zaviesť harmonizovaný rizikovo-orientovaný režim regulácie a dohľadu vo všetkých členských krajinách Európskej únie a zjednotiť 14 v súčasnosti existujúcich smerníc upravujúcich činnosť poisťovní a zaistovní. Hlavným cieľom² dohľadu podľa Solventnosti II je ochrana poistníkov a oprávnených osôb a ďalším cieľom je finančná stabilita a objektívne a stabilné trhy. Samotným pojmom Solventnosť II sa niekedy zvyknú označovať len nové prvky v rámci projektu Solventnosť II, ktoré možno členiť na kvantitatívne požiadavky (označované aj ako „pilier I“), kvalitatívne požiadavky (označované aj ako „pilier II“) a požiadavky na transparentnosť (označované aj ako „pilier III“).

Dňa 22. apríla 2009 Európsky parlament schválil v prvom čítaní smernicu Európskeho parlamentu a Rady o začatí a vykonávaní priameho poistenia a zaistenia (ďalej uvádzané ako „smernica o Solventnosti II“), čím sa projekt Solventnosť II dostal do poslednej fázy príprav jeho implementácie, a to prípravy technických predpisov, označovaných aj ako vykonávacie opatrenia Európskej komisie, a transpozície európskych právnych noriem do národných legislatív.

Na účely testovania Solventnosti II Európska komisia požiadala CEIOPS o vykonanie štvrtej kvantitatívnej dopadovej štúdie (QIS 4), a to predovšetkým vo vzťahu k jej použiteľnosti a finančnému vplyvu na poisťovne a zaistovne. Kvantitatívna dopadová štúdia QIS 4 sa uskutočnila od apríla do júla 2008 a sumárne výsledky CEIOPS publikoval v novembri 2008.

KVANTITATÍVNA DOPADOVÁ ŠTÚDIA QIS 4

Cieľmi a oblasťami osobitného významu³ bolo v rámci QIS 4 najmä:

- získať údajovú základňu na prípravu technických predpisov,
- zistiť pripravenosť poisťovní na možnosť využitia vnútorných modelov a porovnať výsledky pri využití štandardného vzorca a vnútorného modelu na výpočet kapitálovej požiadavky na solventnosť,
- overiť použiteľnosť a primeranosť výpočtu kapitálových požiadaviek,
- overiť navrhnuté zjednodušené výpočty technických rezerv, rizikovej marže a kapitálových požiadaviek,
- zistiť vplyv kvantitatívnych požiadaviek Solventnosti II na poisťovne a zaistovne, najmä na prípadnú kapitálovú nedostatočnosť a jej kvantifikáciu.

1 Autori sa v článku venujú len poisťovníam z dôvodu, že pod dohľadom Národnej banky Slovenska nebola v čase konania štvrtej kvantitatívnej dopadovej štúdie žiadna zaistovňa. Pre zachovanie anonymity sa v článku uvádzajú hodnoty v agregovanej a/alebo mediánovej výške. Názory vyjadrené v tomto článku sú názormi autorov a nemusia vyjadrovať pozíciu Národnej banky Slovenska.
2 Odôvodnenie 13 a článok 27 smernice Európskeho parlamentu a Rady o začatí a vykonávaní priameho poistenia a zaistenia. Verzia prijatá v prvom čítaní Európskym parlamentom.
3 Výzva Európskej komisie pre štvrtú kvantitatívnu dopadovú štúdiu, Call for Advice from CEIOPS (Fourth Quantitative Impact Study) MARKT/2504/08.



4 Kvantitatívna dopadová štúdia QIS 4 používa pojem „aktíva“ na rozdiel od medzinárodných účtovných štandardov IAS/IFRS, ktoré používajú pojem „majetok“.

5 Niekedy sa takýto prístup označuje ako „komplexný prístup k súvahe“.

6 Pomerne veľké rozdiely by mohli nastať, ak Rada pre medzinárodné účtovné štandardy (IASB) ustanoví v rámci fázy II projektu „Poistná zmluva“ pre oceňovanie technických rezerv iné pravidlá ako Solventnosť II.

7 Konzultačný dokument CEIOPS-u číslo 35, Consultation Paper No. 35, Draft CEIOPS' Advice for Level 2 Implementing Measures on Solvency II: Valuation of Assets and "Other Liabilities", CEIOPS-CP-35/09.

8 Odsek TS.I.A.2 Technickej špecifikácie pre QIS 4, QIS4 Technical Specifications (MARKT/2505/08).

V Slovenskej republike sa na QIS 4 zúčastnilo 7 poisťovní, z toho 6 univerzálnych a 1 životná poisťovňa. Oproti tretej kvantitatívnej dopadovej štúdii (QIS 3) vzrástla účasť o 2 univerzálne poisťovne. Zo zúčastnených poisťovní 5 poisťovní zaslalo kompletne vyplnené dotazníky a 2 poisťovne zaslali len kvantitatívnu časť. Dve poisťovne zaslali aj informácie týkajúce sa pripravovaného vnútorného modelu, ktorý majú zámer začať aplikovať na regulačné účely po uvedení novej regulácie do praxe. Na prvej a druhej kvantitatívnej dopadovej štúdii sa za Slovenskú republiku nezúčastnila žiadna poisťovňa.

Podiel zúčastnených poisťovní na celkovom počte poisťovní dohliadaných Národnou bankou Slovenska v čase uskutočnenia QIS 4 dosiahol 30 %. Podiel zúčastnených poisťovní podľa celkových technických rezerv bol v životnom poistení 81 % a v neživotnom poistení 79 %.

Participácia v rámci celej Európskej únie na QIS 4 bola 33,6 % podľa počtu poisťovní a podľa celkových technických rezerv bola priemerná participácia 75 % v životnom poistení a 69 % v neživotnom poistení. Z pohľadu Slovenskej republiky možno účasť hodnotiť pozitívne vzhľadom na podiel zúčastnených poisťovní na celkových technických rezervách a taktiež na doterajšiu účasť slovenských poisťovní na kvantitatívnych dopadových štúdiách. Podľa počtu zúčastnených poisťovní sa Slovenská republika v porovnaní s inými členskými štátmi umiestnila medzi štátmi s nižšou účasťou.

OCEŇOVANIE AKTÍV A ZÁVÄZKOV

Na účely stanovenia vlastných zdrojov, ktoré sú primárne určené ako rozdiel medzi aktívami⁴ a záväzkami, sa musia zohľadniť všetky položky súvahy⁵. Solventnosť II je založená na princípe trhovej hodnoty, čiže je v súlade s realistickým oceňovaním podľa aktuálneho trhového oceňovania aktív a záväzkov. Kvantitatívna dopadová štúdia QIS 4 na tento účel používa pojem „ekonomická hodnota“, čím sa Solventnosť II snaží, podľa nášho názoru, terminologicky zámerne odlíšiť od termínu „reálna hodnota“ (*fair value*), ktorú využívajú medzinárodné účtovné štandardy IAS/IFRS. Dôvodom je skutočnosť, že napriek de facto rovnakej definícii a zámeru čo možno najviac zosúladiť oceňovanie podľa Solventnosti II s oceňovaním podľa medzinárodných účtovných štandardov IAS/IFRS, tieto hodnoty nemusia byť vždy rovnaké⁶.

Pri oceňovaní aktív a záväzkov vychádza Solventnosť II zo súčasnej definície reálnej hodnoty podľa medzinárodných účtovných štandardov IAS/IFRS, t. j. majetok a záväzky sa ocenia na hodnotu, za ktorú by sa mohli vymieňať v nezávislej transakcii medzi informovanými a dobrovoľne súhlasiacimi zúčastnenými stranami (článok 74 smernice o Solventnosti II). Na rozdiel od medzinárodných účtovných štandardov IAS/IFRS by sa však pri oceňovaní záväzkov nemal zohľadňovať vlastný kreditný rating poisťovne. Podľa dokumentu CEIOPS-CP-35/09⁷ však niektoré členské štáty nesúhlasia s plnou aplikáciou tohto princípu.

Európska komisia vydá vykonávacie opatrenia, pravdepodobne formou nariadení, na základe ktorých sa stanoví, ako sa má počítať ekonomická hodnota konkrétnych súvahových položiek, s cieľom zabezpečiť, aby sa tieto položky oceňovali jednotne vo všetkých členských štátoch Európskej únie (článok 74 odsek 2 smernice o Solventnosti II).

Kvantitatívna dopadová štúdia QIS 4 ustanovuje pre oceňovanie aktív a záväzkov (okrem technických rezerv) túto hierarchiu metód⁸:

- 1) hodnota stanovená na základe trhových cien (*mark to market*),
- 2) hodnota stanovená na základe modelu (*mark to model*), pričom parametre by mali pochádzať z trhu,
- 3) aproximácia, ktorou sú hodnoty stanovené na základe medzinárodných účtovných štandardov IAS/IFRS. Takúto aproximáciu je však možné aplikovať iba v prípade účtovného ocenenia v reálnej hodnote,
- 4) lokálne účtovné štandardy (v Slovenskej republike nerelevantné).

Technická špecifikácia, až na identifikáciu postupov podľa IAS/IFRS, ktoré možno použiť ako aproximáciu na účely QIS 4, len minimálne usmerňuje poisťovne, ako majú pri aplikácii jednotlivých metód postupovať. Kvantitatívna dopadová štúdia QIS 4 je prvá z dosiaľ uskutočnených kvantitatívnych dopadových štúdií, ktorá komplexne testuje oceňovanie aktív a iných záväzkov (záväzkov okrem technických rezerv) na účely Solventnosti II.

V Slovenskej republike nemali poisťovne veľké problémy s preceňovaním účtovných hodnôt na ekonomickú hodnotu. Dôvodom je najmä aplikovanie medzinárodných účtovných štandardov IAS/IFRS v Slovenskej republike. To bol zrejme aj hlavný argument, prečo poisťovne vyjadrili všeobecnú podporu navrhovanej metodike. Možnosť využívať reálnu hodnotu podľa medzinárodných účtovných štandardov IAS/IFRS na účely Solventnosti II by podľa nášho názoru mohla v Slovenskej republike priaznivo ovplyvniť kvalitu vykazovania na účely dohľadu bez vytvárania ďalších administratívnych nákladov.

Pri preceňovaní aktív a iných záväzkov (záväzkov okrem technických rezerv) na ekonomickú hodnotu nedochádzalo k veľkým rozdielom medzi hodnotami podľa účtovných štandardov a hodnotami pre QIS 4. Ak to bolo možné, poisťovne využívali ocenenie podľa medzinárodných účtovných štandardov IAS/IFRS. Hodnoty na účely QIS 4 sa odlišovali od hodnôt v účtovníctve iba v prípadoch, ak sa hodnota podľa medzinárodných účtovných štandardov IAS/IFRS nemohla považovať ako aproximácia za ekonomickú hodnotu. Jedna poisťovňa uviedla, že na účely interného rizikového manažmentu využíva ocenenie založené na reálnej hodnote, pričom metodika je až na niektoré aspekty oceňovania technických rezerv konzistentná s oceňovaním podľa QIS 4. V tejto súvislosti treba poukázať na skutočnosť, že interný rizikový manažment je riadený v rámci



Tabuľka 1 Celkový dopad na súvahu podľa podielu jednotlivých zložiek na bilančnú hodnotu

	Podľa Solventnosti I / podľa medzinárodných účtovných štandardov IAS/IFRS	Podľa QIS 4
Aktíva		
Zaistenie	5,6%	4,6%
Investície	67,2%	69,4%
Finančné umiestnenie v mene poistených	8,4%	8,8%
Ostatné	18,7%	17,2%
Pasíva		
Vlastné imanie	19,6%	29,7%
Technické rezervy	61,6%	41,1%
z toho: najlepší odhad		37,4%
z toho: riziková marža		3,7%
Rezerva na krytie rizika z investovania finančných prostriedkov v mene poistených	8,4%	6,7%
Ostatné záväzky	10,4%	22,4%

Zdroj: NBS.

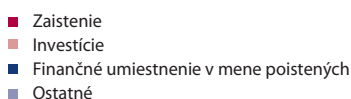
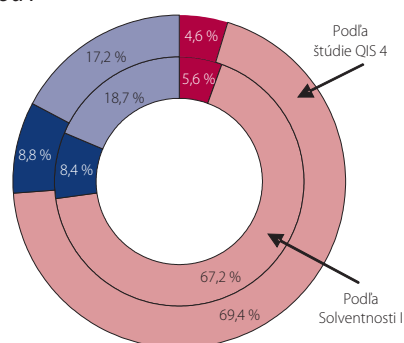
skupín centralizovane a nemusí zohľadňovať potenciálne lokálne špecifiká, ako napríklad sociálno-ekonomické prostredie, v ktorom pôsobí dcérska spoločnosť, čo môže mať vplyv pri stanovovaní niektorých predpokladov a východísk. Preto bude podľa nášho názoru veľmi dôležité v tejto oblasti ustanoviť veľmi obozretné požiadavky na vedenie spoločnosti (pilier II v rámci Solventnosti II).

Vo väčšine prípadov poisťovne používali hodnotu stanovenú na základe trhových cien. Keď hodnota stanovená na základe trhových cien nebola k dispozícii, poisťovne využívali metódu projekcie diskontovaných peňažných tokov (predovšetkým pri oceňovaní technických rezerv). Diskont sa odvíjal od úrokových swapov. V niektorých prípadoch využívali poisťovne priamo účtovnú hodnotu,

napríklad pri oceňovaní krátkodobých pohľadávok a záväzkov. Precenenie by v týchto prípadoch zrejme nemalo veľký význam, nakoľko rozdiely by boli nemateriálne. Princíp primeranosti je kľúčový pre aplikáciu režimu Solventnosti II, a preto je možné, že v budúcnosti by sa mohol v niektorých prípadoch takýto postup akceptovať. Ako problémové bolo identifikované najmä preceňovanie pohľadávok zo zaistenia a vnútrogrupinových úverov na ekonomickú hodnotu a preceňovanie odložených daňových pohľadávok a záväzkov.

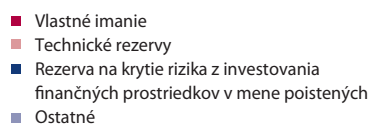
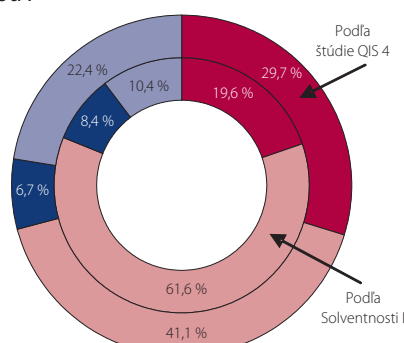
V európskom kontexte niektoré poisťovne (najmä životné) vyjadrili obavu, že oceňovanie podľa medzinárodných účtovných štandardov IAS/IFRS môže zvýšiť volatilitu v aktívach a záväzkoch, čo môže následne zvýšiť volatilitu vlastných zdrojov.

Graf 1 Porovnanie podielu jednotlivých zložiek aktív na bilančnej hodnote medzi QIS 4 a Solventnosťou I



Zdroj: NBS.

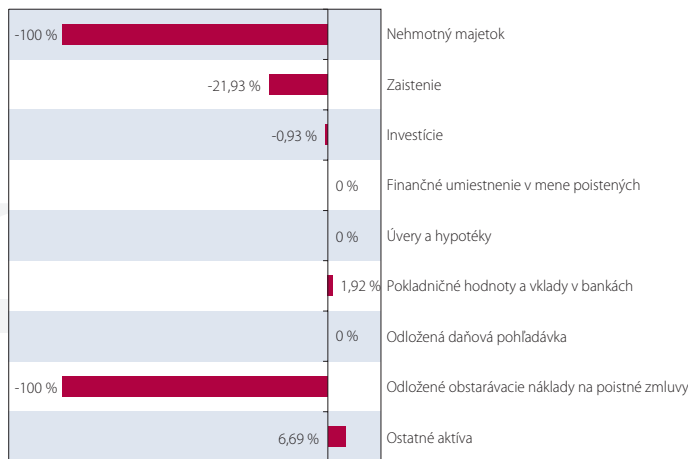
Graf 2 Porovnanie podielu jednotlivých zložiek pasív na bilančnej hodnote medzi QIS 4 a Solventnosťou I



Zdroj: NBS.

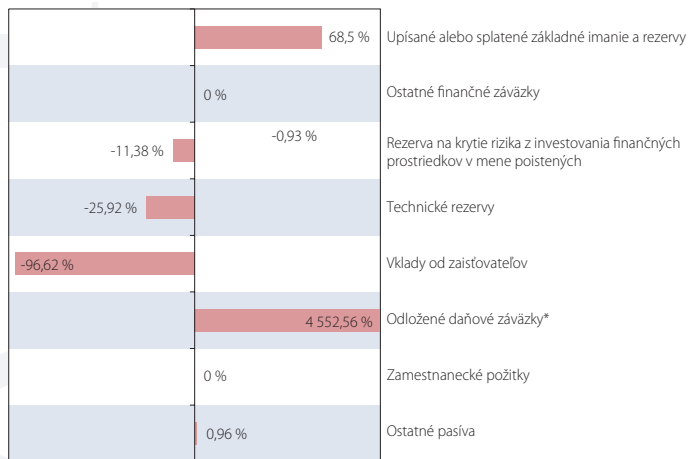


Graf 3 Zmeny v ocenení jednotlivých položiek aktív



Zdroj: NBS.

Graf 4 Zmeny v ocenení jednotlivých položiek pasív



Zdroj: NBS.

* Z praktických dôvodov sme stupnicu zmien skrátili, a preto nie je viditeľná celková zmena odložených daňových záväzkov.

9 QIS 4 používa pojem „súvaha“ na rozdiel od medzinárodných účtovných štandardov IAS/IFRS, ktoré používajú pojem „výkaz o finančnej situácii“.

10 Bezriziková úroková miera je úroková miera, ktorá nezohľadňuje kreditné riziko.

Cieľom kvantitatívnej dopadovej štúdie QIS 4 však nebolo otvorenie diskusie o správnosti oceňovania založenom na reálnej hodnote.

CELKOVÝ DOPAD NA SÚVAHU⁹

Vo všeobecnosti možno konštatovať, že na strane aktív nedošlo k zmene pomerného zastúpenia jednotlivých položiek. Naopak, na strane záväzkov došlo k významnému poklesu technických rezerv, čo implicitne spôsobilo nárast vo vlastnom imaní poisťovní. Medián pomeru medzi hodnotami v súvahu podľa QIS 4 a účtovnými súvahami sa pohyboval v rozpätí 90 až 120 %. V absolútnom vyjadrení bilančná hodnota poklesla o 165 miliónov eur, respektíve o 4,05 %.

AKTÍVA

Najväčšie rozdiely vznikli pri preceňovaní investícií v pozemkoch a stavbách a majetkových účasťach na ekonomickú hodnotu, nakoľko poisťovne väčšinou oceňujú tieto položky na účtovné účely v historických cenách. Z dôvodu precenenia bol

najväčší pokles zaznamenaný v pohľadávkach zo zaistenia, čo bolo spôsobené najmä z dôvodu precenenia technických rezerv, a naopak najväčší nárast hodnoty bol identifikovaný v prípade pozemkov a stavieb. Nehmotný majetok bol oceňovaný na nulu, čo je v súlade s našim názorom, že nehmotný majetok nemusí mať schopnosť speňaženia v situácii, keď má poisťovňa problémy. Pre väčšinu finančných nástrojov mali poisťovne k dispozícii ekonomickú hodnotu a aj na účtovné účely poisťovne tieto nástroje oceňujú v reálnej hodnote.

INÉ ZÁVÄZKY (ZÁVÄZKY OKREM TECHNICKÝCH REZERV)

Najväčšia zmena bola identifikovaná v prípade odložených daňových záväzkov a vkladov zaisťovateľov, čo však nemalo veľký dopad na celkové výsledky. Dôvodom bola najmä skutočnosť, že v rámci iných záväzkov (záväzkov okrem technických rezerv) využívali poisťovne na oceňovanie QIS 4 účtovné hodnoty.

TECHNICKÉ REZERVY

Metodika oceňovania technických rezerv je oblasť, ktorá zaznamenala fundamentálne zmeny oproti súčasnej regulácii. Hodnota technických rezerv by mala zodpovedať sume, za ktorú by poisťovňa previedla portfólio poistných zmlúv, t. j. práva a záväzky z poistných zmlúv na inú poisťovňu. Technické rezervy sa určujú súčtom najlepšieho odhadu a rizikovej marže okrem zabezpečiteľných rizík, t. j. rizík, ktorých peňažné toky možno replikovať peňažnými tokmi finančných nástrojov. Hodnota technických rezerv zabezpečiteľných rizík sa určuje vo výške trhovej hodnoty týchto finančných nástrojov. Najlepší odhad zodpovedá hodnote očakávaných budúcich peňažných tokov z poistných zmlúv počas obdobia ich trvania, zohľadňujúc časovú hodnotu peňazí prostredníctvom relevantnej „bezrizikovej úrokovej miery“¹⁰. V projekcii peňažných tokov je potrebné identifikovať a zohľadniť všetky zdroje neistoty budúcich peňažných tokov, napríklad fluktuáciu v načasovaní, frekvencii a výške škody poistných udalostí, zmenu v správaní poistených a vzájomnú závislosť dvoch alebo viacerých zdrojov neistoty.

Poisťovňou aplikovaná oceňovacia metóda a použité predpoklady by mali byť realistické a odrážať povahu portfólia a zodpovedajúcich peňažných tokov. Poisťovňa by mala využiť všetky relevantné a dostupné údaje z interných a externých zdrojov pre určenie predpokladov, ktoré najlepšie zodpovedajú charakteristikám portfólia poistných zmlúv.

Oceňovanie technických rezerv v životnom poistení by malo byť založené na projekcii budúcich peňažných tokov pre jednotlivé poistné zmluvy. Určitá aproximácia cez vhodne zvolené skupiny zmlúv je možná v rámci aplikácie zásady primeranosti. Technika oceňovania môže v špecifických situáciách (napríklad „mladé“ portfólio) generovať negatívne hodnoty. Takáto situácia je akceptova-



teľná a nie je potrebné nahradiť hodnotu technických rezerv nulou.

Výber techniky ocenenia závisí od povahy záväzkov a rizík, ktoré ovplyvňujú peňažný tok, a nezávisí od formálneho začlenenia poisťnej zmluvy v rámci životného alebo neživotného poistenia. Napríklad dôchodok vyplývajúci z poistenia zodpovednosti by mal byť ocenený technikou životného poistenia.

Okrem uvedeného môže Európska komisia prijať vykonávacie opatrenie, ktoré stanoví zjednodušené metódy a techniky na výpočet technických rezerv.

V neživotnom poistení je potrebné osobitne oceňovať rezervu poisťného a rezervu poisťných plnení. Rezerva poisťného predstavuje do značnej miery v súčasnosti tvorenú technickú rezervu na poisťné budúcich období (RPBO). Pomer tejto rezervy ocenenej podľa QIS 4 voči RPBO bol v mediánovej hodnote vo výške 94,7 %.

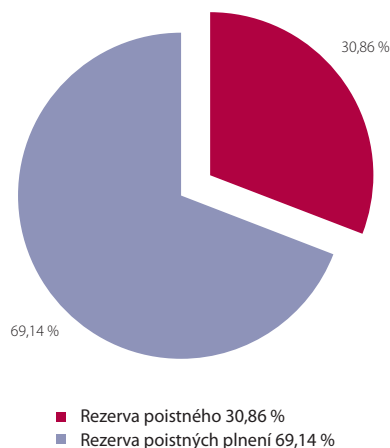
Rezerva poisťného sa vzťahuje na poisťné udalosti, ktoré nastanú po dni ocenenia počas obdobia do konca poisťnej doby. Projekcia peňažných tokov by mala zahŕňať všetky plnenia budúcich poisťných udalostí, náklady na likvidáciu poisťných udalostí, náklady na správu portfólia a budúce poisťné existujúcich poisťných zmlúv. Rezerva poisťných plnení sa vzťahuje na poisťné udalosti, ktoré nastali pred dátumom ocenenia bez ohľadu na skutočnosť, či poisťná udalosť bola nahlásená poisťovní. Projekcia peňažných tokov by mala zahŕňať všetky poisťné plnenia a náklady na likvidáciu poisťných udalostí.

Riziková maržu je podľa smernice o Solventnosti II potrebné vyčísliť prostredníctvom nákladov na vlastné zdroje vo výške kapitálovej požiadavky na solventnosť (SCR) počas životnosti portfólia poisťných zmlúv. Tento koncept je akceptovaný trhom, avšak niektoré poisťovne považovali výšku sadzby¹¹ určujúcu náklady na držbu vlastných zdrojov za vysokú. Základom na určenie rizikovej marže je koncept „prázdnej“ preberajúcej poisťovne a predpoklad prevodu portfólia poisťných zmlúv jednotlivých skupín poistenia oddelene, pričom pri jej stanovení sa nezohľadňuje diverzifikačný vplyv medzi skupinami poisťných zmlúv.

Fundamentálne zmeny v oceňovaní technických rezerv podľa QIS 4 oproti súčasnosti zapríčinili významnú zmenu hodnoty technických rezerv.

Pomer technických rezerv voči súčasnej hodnote technických rezerv bol 74,8% v životnom poistení a 85,9% v neživotnom poistení. Riziková marža sa podieľala na technických rezervách vo výške 12,9% v životnom poistení a 2,9% v neživotnom poistení. Rozdiel vo výške rizikovej marže

Graf 5 Pomer medzi najlepším odhadom technickej rezervy poisťného a technickej rezervy poisťných plnení



Zdroj: NBS.

vyplýval z dlhodobejšieho charakteru záväzkov v životnom poistení. V životnom poistení došlo k poklesu hodnoty technických rezerv najmä z týchto dôvodov:

- zrušenie implicitne zahrnutých marží pri modelovaní očakávaných budúcich tokov,
- neexistencia minimálnej výšky technických rezerv stanovenej sumou odkupných hodnôt,
- možnosť zmien v predpokladoch.

V neživotnom poistení bol pokles hodnoty zapríčinený zohľadnením časovej hodnoty peňažných tokov. Až na jednu poisťovňu, ktorá využila stochastický prístup, poisťovne aplikovali na účely výpočtu technických rezerv deterministický prístup. V neživotnom poistení poisťovne využili pri rezerve na poisťné plnenia aproximáciu súčtu jednotlivých hlásených poisťných udalostí doplnenú o trojuholníkové metódy pre vzniknuté, ale nahlásené škody. Pri výpočte technických rezerv nastali komplikácie najmä v súvislosti s ocenením opcií a garancií a projekcie požadovaného kapitálu na výpočet rizikovej marže. Z technickej špecifikácie nebol zrejmý spôsob oceňovania technickej rezervy na krytie rizika z investovania finančných prostriedkov v mene poistených. Boli zvolené dva prístupy, a to technické rezervy určené hodnotou fondu a technické rezervy určené projekciou najlepšieho odhadu a rizikovej marže. V súvislosti s publikáciou konzultačného dokumentu CEIOPS-CP-41/09¹² je už v súčasnosti možné konštatovať, že ich hodnota mala byť určená hodnotou fondu zníženou o súčasnú hodnotu budúcich ziskov.

Pokračovanie v budúcom čísle

11 V QIS 4 bola miera nákladov na kapitál (cost of capital rate) určená vo výške 6 %.

12 Consultation Paper No. 41, Draft CEIOPS' Advice for Level 2 Implementing Measures on Solvency II: Technical Provisions – Article 85 c Circumstances in which technical provisions shall be calculated as a whole, CEIOPS-CP-41/09.



Tímová práca a inovácie v úverovom vzťahu

Ing. Nikoleta Puchá, PhD.
Technická univerzita v Košiciach

1 Inovácia je praktické prenesenie ideí do nových produktov (výrobkov a služieb), procesov, systémov a spoločenských vzťahov [1].

2 Pre rozvoj konkurencieschopnosti obchodných spoločností existujú dva základné prístupy. Redukcia nákladov reprezentuje krátkodobý okamžitý efekt bez podstatnej reštrukturalizácie. Trvalé inovácie reprezentujú zásadné zmeny s dlhodobým úžitkom [2].

Úvod

Úverové inštitúcie (banky) z hľadiska svojho postavenia a napĺňania cieľov kladú veľký dôraz na tímový prístup pri sprostredkovaní a predávaní produktov svojim zákazníkom. Tímová práca je spôsob organizácie práce založený na spoločnom zapojení, vzájomnej spolupráci a zodpovednosti členov tímu. Tímová spoločnosť je organizačne usporiadané, v ktorom sú všetky činnosti založené na práci v tímoch a ich vzájomnej spolupráci pri dosahovaní cieľov banky. V tíme je všeobecne vysoký potenciál pre vznik inovácií¹. Tímová práca sa tvorí najčastejšie vnútri banky medzi jednotlivými útvarmi, resp. jednotlivcami.

Ďalšia možnosť tímovej práce je spolupráca medzi bankou a jej zákazníkmi (klientmi). V článku sa skúma tímová práca v úverovom vzťahu banky a klienta s dôrazom na pozitívny synergický efekt plynúci z uvedeného spojenia. Takýto „tím“ nenaplní všetky charakteristické znaky tímovej práce, avšak aj pri takej forme sa dajú využiť prínosy, ktoré z uvedeného spojenia plynú. Predmetný efekt pomáha pri vzniku inovácií, ktoré v súčasnosti predstavujú hlavnú konkurenčnú výhodu pre bankové spoločnosti². Na základe ich vzniku môže byť banková spoločnosť konkurencieschopná na trhu aj z dlhodobého hľadiska. V zmysle načrtnutého modelu z pohľadu klientov vidím prínosy vo finančnom ohodnotení ich nápadu.

TÍMOVÁ PRÁCA A POZITÍVNY SYNERGICKÝ EFEKT

Podstata termínu tímová práca je obsiahnutá vo viacerých odborných publikáciách domácich aj zahraničných autorov. Bieliková [3] poukazuje na to, že od tímu sa vyžaduje, aby sa úsilie jednotlivcov navzájom dopĺňalo a tým sa dosiahol synergický efekt. Výsledky dosiahnuté prácou v tíme sú také, že by ich samostatne nemohol dosiahnuť ani jeden jej najschopnejší člen a nedajú sa dosiahnuť ani súčtom práce jednotlivých členov tímu. Evangelu – Fridrich [4] upozorňujú, že tímový môže byť každý človek s tým, že je potrebné vidieť spoločný cieľ, rozložený podľa možnosti na ciele jednotlivcov. Vokorokosová [5] zdôrazňuje elektronickú konkurencieschopnosť, ktorá sa spája s tímovou prácou vo virtuálnych, často aj mnohokultúrnych tímoch. Plamínek [6] píše, že v prípade vzniku synergie (jav trvalý a významný) sa zo skupiny stal tím. Synergia je nielen sprievodným znakom funkčného tímu, ale často aj dôvodom a zmyslom vzniku tímu. Bělohlávek [7] zdôrazňuje, že ľudia v tíme sú spojení určitými väzbami,

čím dochádza k dopĺňaniu ich nedostatkov prednosťami iných, že nápady jedných stimulujú myšlienky druhých, čím vytvárajú pridanú hodnotu – synergiu. Synergia je to, čo dáva tímová práca navyše k práci všetkých jednotlivcov. Krauszová [8] zdôrazňuje, že tímová práca dnes získava na význame a z najrôznejších dôvodov sa chápe ako jeden z dôležitých faktorov konkurencieschopnosti podniku. Jej dôsledkom by mala byť nielen úspora času či finančných prostriedkov, ale aj poznateľné zlepšenie kvality.

ÚVEROVÝ VZŤAH V NÁRODNOM MERADLE

V súčasnosti sa vo vysokokonkurenčnom prostredí v bankovom sektore jednotlivé úverové spoločnosti snažia prispôbovať požiadavkám svojich klientov. V prípade poskytnutia úveru zmluvné strany uzatvárajú úverovú zmluvu v súlade s právnym poriadkom Slovenskej republiky.

PODSTATA ÚVEROVEJ ZMLUVY

Zmluva o úvere zakladá medzi zmluvnými stranami záväzkový vzťah, ktorý sa bez ohľadu na povahu účastníkov bude vždy spravovať ustanoveniami Obchodného zákonníka (t. j. absolútny obchod – § 261 ods.1 písm. d). Zmluva o úvere je konsenzuálnym kontraktom, takže na vznik záväzkového právneho vzťahu z tejto zmluvy postačuje dohoda zmluvných strán o podstatných častiach zmluvy.

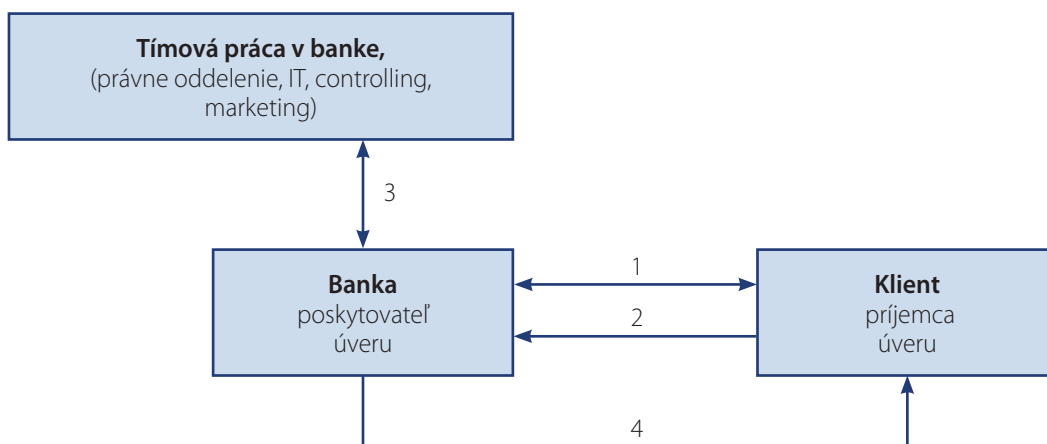
Záväzok zo zmluvy o úvere vzniká dohodou o jej podstatných náležitostiach, ktorými sú:

- záväzok veriteľa poskytnúť na požiadanie dlžníka v jeho prospech peňažné prostriedky,
- určenie sumy (limitu) týchto peňažných prostriedkov (úverový limit),
- záväzok dlžníka vrátiť poskytnuté peňažné prostriedky a zaplatiť úroky.

Na platné uzavretie zmluvy o úvere sa nevyžaduje písomná forma, aj keď v praxi sa stretávame všeobecne s písomnou formou úverovej zmluvy [9].

MOŽNOSTI VZNIKU INOVÁCIÍ V ÚVEROVOM VZŤAHU S VYUŽITÍM POZITÍVNEHO SYNERGICKÉHO EFEKTU V SÚVISLOSTI S TÍMOVOU PRÁCOU

Úverový vzťah je všeobecne postavený na úverovej zmluve, na ktorú v článku kladiem dôraz. Možnosť vzniku tímovej práce a jej pozitívnych prínosov v skúmanom vzťahu znázorňuje nasledujúca schéma.



1. Klient má záujem o bankový produkt (úver). Na základe dohodnutých podmienok zmluvní partneri podpisujú (vlastnoručne, resp. s použitím elektronického podpisu) úverovú zmluvu. Ak chceme aby nastala možnosť tímovej práce v súvislosti so vznikom inovácie už v úverovej zmluve³, zmluva by mala obsahovať klauzulu o možnosti inovácie. Táto klauzula zdôrazňuje, že v prípade navrhnutia inovácie klientom a jej schválením zo strany banky inovátor obdrží určené finančné ohodnotenie.

2. Klient doručí inovačný návrh banke⁴.

3. Následne inovácia prechádza klasickou tímovou prácou v banke. Inovácia sa všeobecne hodnotí z viacerých hľadísk, napr. právne oddelenie vyhodnotí inováciu z pohľadu legislatívy. Oddelenie informačných technológií pristupuje k inovácií z hľadiska programovania a technického prevedenia. Controllingové oddelenie následne vykalkuluje cenu produktu a v konečnej fáze marketingové oddelenie zabezpečuje predajnosť navrhovanej inovácie.

4. V prípade kladného vyhodnotenia inovácie bude vyplatený finančný obnos určený v úverovej zmluve.

Z hľadiska štruktúry navrhnutého modelu sa javí veľmi dôležitý bod číslo 1, pretože v prípade klauzuly o inováciách v úverovej zmluve klient môže o nej začať rozmýšľať s ohľadom na ďalšie praktické využitie. V prípade, že sa mu inováciu

podarí navrhnuť, predá ju výrobcovi, ako je to prezentované v schéme, prípadne s ňou naloží inak.

S uvedeným modelom by si bankové inštitúcie dokázali aj udržať svojich doterajších zákazníkov, zároveň by svoje produkty neustále inovovali, čím by dokázali byť aj z dlhodobého hľadiska konkurencieschopné na trhu.

ZÁVER

Tímovým spôsobom práce by sa mohli riešiť niektoré úlohy komplexného charakteru, na ktorých sa podieľajú odborníci z viacerých oblastí, úlohy tvorivej povahy, kde môže klient prísť s kreatívnym nápadom, ktorý podnikní ďalšie hľadanie riešení. Vytvára sa priestor na spoločné hľadanie optimálnej cesty k cieľu. Vyžaduje sa vysoké uvedomenie a pracovné nasadenie ľudí. tak aby sa všetci podieľali na vypracovaní harmonogramov a prijali postupy v intenciách návrhu inovátora. K prínosom skúmanej tímovej práce sa radí napr. optimalizácia procesov a znižovanie nákladov, efektívnejšie plnenie úloh, zvýšenie motivácie a osobného rastu. Tímová práca v úverovom vzťahu by mohla priniesť inovácie, ktoré by z časti vychádzali z prijatej Lisabonskej stratégie, ktorá si kladie za cieľ urobiť z Európskej únie do roku 2010 „najdynamickejšiu a najkonkurencieschopnejšiu poznatkovo orientovanú ekonomiku“.

Príspevok je súčasťou riešenia grantovej úlohy KEGA č. 3/5208/07.

³ *Zdôraznenie inovácie môže byť v úverovej zmluve, ako to prezentuje príspevok. Možnosti na zdôraznenie inovácie vidím aj v iných zmluvách, ktoré sa podpisujú v bankovom sektore.*

⁴ *Pozri aj Autorský zákon č. 618/2003 Z. z. v znení neskorších predpisov.*

Literatúra:

1. Košábková, L. – Kolenčík, J.: Manažment inovácií. http://www.law.muni.cz/edicni/sborniky/co-fola2008/files/pdf/ekonom/ko-sabkova_Lucia_kolencik_juraj.pdf
2. Kováč, M.: Inovácie výroby komponentov pre automobilový priemysel. <http://www.sjf.tuke.sk/kvtar/1/files/saatar/Kovac.pdf>
3. Bieliková, M.: Ako úspešne vyriešiť projekt. Vydavateľstvo STU, Bratislava.
4. Evangelu, J. – Fridrich, O.: 111 her pro motivaci a rozvoj týmu. Grada 2009.
5. Vokorokosová, R.: Minimálna mzda a konkurencieschopnosť. Vydavateľstvo elfa, Košice.
6. Plamínek, J.: Tímová spolupráce a hodnotení lidí. Grada 2009.
7. Bělohávek, F.: Jak vést svůj tým. Grada 2008.
8. Krauszová, A.: Faktory ovplyvňujúce efektívnosť tímovej práce. In: Trendy v systémoch riadenia podnikov. 10. medzinárodná vedecká konferencia, Košice, TU SJF 2007.
9. Kolektív autorov: Vzory právnych podaní a zmlúv s komentárom II. Žilina SEPI, 9/2006.

**HORVÁTOVÁ, E.:
BANKOVNÍCTVO**

Žilina: Georg, 2009.

318 s.

ISBN 978-80-89401-03-1

Čo je vlastne banka a aké sú základné pravidlá a súvislosti pri jej podnikaní? Ako funguje kvalitný bankový systém? Môžu banky vyrábať peniaze? Zodpovedajú banky za súčasnú krízu a aké chyby v minulosti urobili? Je sekuritizácia aktív geniálny výmysel, alebo podfuk?

Na tieto a podobné otázky môže odpovedať pozornému a chápvavému čitateľovi monografia *Bankovníctvo*, ktorej autorkou je doc. Ing. Eva Horvátová, CSc., vedúca Katedry bankovníctva a medzinárodných financií na Ekonomickej univerzite v Bratislave.

Publikácia vychádza z definovania bankového systému, prezentuje postavenie, ciele, funkcie a nástroje centrálnej banky a komerčných bánk v bankovom systéme.

Autorka definuje banku ako podnikateľský subjekt, ktorý má v porovnaní s inými podnikateľskými subjektmi mnohé špecifické črty. Vzhľadom na vymedzenie banky ako špecifického podnikateľského subjektu autorka chápe reguláciu odvetvia ako prostriedok zachovania stability a efektívnosti bankového sektora.

Význam a funkcie vlastného kapitálu spolu s kapitálovou primeranosťou komerčných bánk tvoria kapitolu č. 5. Podľa autorky význam vlastného kapitálu banky spočíva v ochrane banky pred insolventnosťou. Napriek tomu, že vlastný kapitál má spravidla malý podiel v bilancii banky, pre banku je veľmi dôležitý.

Autorka v tejto kapitole analyzuje dopad zavedenia Basel II do praktickej činnosti bánk. *„Závažným momentom, ktorý je hodný zretela, je možná procyklická orientácia regulácie na základe princípov Basel II. Pri hospodárskom poklese môže dochádzať k tlmeniu úverových aktivít v dôsledku zhoršenia bonity klientov, a naopak, v období rastu dochádza k podpore prehrievania konjunktúry a úverovej multiplikácie.“* (s. 94)

Ďalšia kapitola sa venuje likvidite a solventnosti komerčnej banky, analyzuje tieto pojmy a ich vzájomné vzťahy a predkladá čitateľovi metodické riešenia, ktoré má banka k dispozícii v prípade vzniku finančných problémov. Definícia likvidity ako schopnosti vyplatiť vklady klientov a solventnosti ako schopnosti uhrádzať bežné záväzky vo vzťahu k tretím osobám má svoje opodstatnenie v skutočnosti, že komerčná banka podniká s cudzími zdrojmi a jej vlastné zdroje jej slúžia ako ochrana voči finančným rizikám.

V 8. kapitole práce rozoberá autorka pasívne obchody komerčnej banky. Pasívne operácie predstavujú z hľadiska banky získavanie cudzích zdrojov na podnikanie a z hľadiska klienta jednoduchú formu investovania peňazí.

V nasledujúcich kapitolách práce venuje autorka pozornosť problematike platobného styku a doplnkovým obchodom komerčnej banky.

Obsahom 12. kapitoly je investičné bankovníctvo, ktoré autorka chápe ako aktivity komerčnej banky zamerané na realizáciu operácií na finančnom trhu. V časti 12.5 je podrobne analyzovaná problematika sekuritizácie aktív vrátane rizík, ktoré tento proces prináša pre bankový sektor a eko-

nomiku. Ako významné riziko autorka definuje predovšetkým možnosť obchádzať kapitálové požiadavky bánk, čo vo svojej podstate znamená pokles bezpečnosti bankového sektora. *„Sekuritizácia aktív má svoje výhody, ale je spojená s veľkými rizikami. Uvedené procesy vyvolali krízu na hypotekárnom trhu v USA a jej následné rozšírenie do iných oblastí.“* (s. 254)

Všeobecná charakteristika a základné formy elektronického bankovníctva sú v kapitole č. 13.

Tradične kvalitne je prepracovaná problematika hypotekárneho bankovníctva v kapitole č. 14. V tejto časti je postupne predstavená všeobecná charakteristika hypotekárneho bankovníctva, jeho riziká, pravidlá bezpečného obchodovania hypotekárnych bánk, systémy hypotekárnych záložných listov, charakteristika hypotekárnych obchodov, členenie hypotekárnych úverov a metódy splácania hypotekárnych úverov. Po preštudovaní tejto kapitoly môže čitateľ s istou dávkou zveličenia skonštatovať, že ak by americkí politici a bankári ovládali túto problematiku a správali sa na trhu hypoték podľa pravidiel bezpečného obchodovania, mohli sme sa i naďalej sľastne vznášať na vlně ekonomického blahobytu.

V 15. kapitole sú stručne naznačené perspektívne trendy rozvoja komerčného bankovníctva v rámci svetovej ekonomiky.

Ambíciou autorky je spracovať problematiku bankovníctva prístupom, ktorý umožní pochopiť významné súvislosti, logické väzby a pojmy v danej oblasti bez výrazných nárokov na začiatočné znalosti v tejto oblasti, pričom môže inšpirovať a obohatiť aj odborníkov z bankovej a finančnej praxe. Po prečítaní publikácie *Bankovníctvo* môžeme konštatovať, že autorka sa podarilo splniť svoje predsavzatie.

Publikácia sleduje logický výklad od jednoduchého k zložitému a umožňuje čitateľovi postupne sa zorientovať v danej problematike, pochopiť základné stavebné prvky bankového systému a vzťahy medzi nimi, podstatné aspekty bankového manažmentu a obchodov komerčnej banky.

Monografia je kvalitne metodicky vypracovaná s vysokou mierou odbornosti, prehľadným obsahom a mnohými podnetnými a zaujímavými poznatkami, ako sú napríklad úvahy o postavení bankového sektora v čase finančnej krízy, analýza procesu multiplikácie bankových depozít a regulácie bankového sektora v kontexte BASEL I a BASEL II a pod.

Niektoré príklady v oblasti systémov a metód úročenia môžu byť podnetné aj pre laickú verejnosť, pretože umožňujú lepšie pochopiť, aké ceny platia komerčným bankám, prípadne akým spôsobom si vybrať cenovo najvýhodnejší produkt.

Možno predpokladať, že táto publikácia, ktorá je určená predovšetkým študentom Ekonomickej univerzity v Bratislave, si nájde aj ďalších čitateľov z radov odbornej a laickej verejnosti a bude predstavovať významný inšpiračný zdroj pre poznávanie podstatných pravidiel a súvislostí vo svete peňazí, bánk a bankových produktov.

Ing. Jaroslav Belás, PhD.



10. ročník Medzinárodného sympózia medailí v Kremnici

V októbri 2009 prebieha jubilejný 10. ročník Medzinárodného sympózia medailí v Kremnici. Múzeum mincí a medailí v Kremnici organizuje tieto sympóziá spravidla každé dva roky už od roku 1988 a zúčastňuje sa na nich po päť medailérov z rôznych krajín, jeden z nich je zo Slovenska.

Základnou myšlienkou Medzinárodného sympózia medailí v Kremnici je vytvorenie priaznivých podmienok na tvorbu zúčastnených autorov a priestoru na výmenu informácií a tvorivých podnetov na medzinárodnej úrovni. Pre medailérov z rôznych krajín je podujatie príležitosťou spoznať súčasný život a kultúrne dianie na Slovensku, oboznámiť sa s bohatou históriou mesta Kremnica, predovšetkým s jeho medailérskou tradíciou. Ponúka možnosť spoznať perspektívy ďalšieho vývoja medailérskej tvorby s ohľadom na činnosť kremnickej mincovne, pôsobiacej v Kremnici nepretržite už viac ako 680 rokov.

Príjemné prostredie Kremnice a pokojná atmosféra v dome, kde žila rodina výtvarníkov Angyalovcov, boli na začiatku nespočetných stretnutí a zrodu nových kontaktov. Sympóziá sa stali neodmysliteľnou súčasťou výtvarného života Kremnice – centra slovenského mincovníctva a medailérstva.

Na tohtoročnom sympóziu sa zúčastňujú piati medailéri – Ligita Franckeviča z Lotyšska, Marie Šeborová z Českej republiky, Teodora Draganova z Bulharska, Wiesław Jelonek z Poľska a Ivan Řehák zo Slovenska, z ktorých každý vytvorí počas



Angyalovský dom, v ktorom umelci – medailéri počas sympózia žijú a tvoria.

štyroch týždňov strávených v Kremnici výtvarné návrhy na jednu razenú a päť liatych medailí. Vyvrcholením sympózia bude slávnostné otvorenie výstavy medailí vytvorených na sympóziu vo Výstavnom kabinete numizmatickej expozície múzea, ktoré sa uskutoční v piatok 30. októbra 2009 o 15.00 hodine. Výstava potrvá do konca roka 2009.



Sándor Tóth (Maďarsko): Angyalovský dom – liata medaila z prvého ročníka Medzinárodného sympózia medailí v roku 1988.



Josef Šafařík (Česká republika): Otvorenie novej numizmaticko-historickej expozície NBS-MMM Kremnica – razená medaila vytvorená na VII. MSM v roku 2002 pre nadchádzajúce otvorenie novej expozície Líce a rub peňazí – Peniaze a medailérstvo v dejinách Slovenska v roku 2003.



Z výstavy vo Výstavnom kabinete numizmatickej expozície NBS-MMM v Kremnici v roku 2007.

Foto: Archív Múzea mincí a medailí v Kremnici

