

FINANČNÝ MANAŽÉR

Ročník XII. • číslo 4 • Periodikum Slovenskej asociácie podnikových finančníkov • Zima 2012

OBSAH

☐ ÚVODNÍK	1
<i>Miroslav KRAJČOVÍČ</i>	
☐ ODBORNÉ A TEORETICKÉ TÉMY	
VODCOVSKÁ ÚLOHA TOP MANAŽMENTU FIRMY V SÚČASNOM PODNIKATELSKOM PROSTREDÍ.....	2
<i>Radomír MAKO</i>	
EUROZÓNA: LIMITY DLHOV A PREDPOKLADY RIEŠENIA	7
<i>František HAJNOVIČ</i>	
PREHLAD VÝVOJA RATINGOVÝCH MODELOV VO VYBRANÝCH KRAJINÁCH (2. ČASŤ).....	14
<i>Peter VLKOLINSKÝ</i>	
NAOZAJ EXISTUJE NA TRHU DRAHÝCH KOVOV BUBLINA?	20
<i>Peter ÁRENDÁŠ</i>	
FINANČNÁ KRÍZA A JEJ NIEKTORÉ ASPEKTY	25
<i>Boris ŠTURC – Natália ŽOLDÁKOVÁ</i>	
FINANČNÁ STABILITA A REFORMA MEDZINÁRODNÉHO FINANČNÉHO SYSTÉMU	29
<i>Erich SZANTÓ</i>	
SÚČASNÉ PROBLÉMY V GRÉCKU A ICH VPLYV NA EUROZÓNU	32
<i>Rastislav KRUL – Elena KAŠŤÁKOVÁ</i>	
☐ STRÁNKY SAF	
10. ROČNÍK KONFERENCIE SAF FINANČNÉ RIADENIE PODNIKOV 2012 ...	37
<i>(redakcia)</i>	
USKUTOČNENÉ ODBORNÉ PODUJATIA	39
<i>(Eduard HOZLÁR)</i>	
RECENZIE KNÍH:	
Karol Zalai a kol.: <i>Finančno-ekonomická analýza podniku</i>	42
<i>(Jana MARKOVÁ)</i>	
Anna Remišová – Elena Trenčianska: <i>Etika a morálka. Teória a realita</i>	43
<i>(Anna LAŠÁKOVÁ)</i>	
☐ ENGLISH SUMMARY	44



Šéfredaktorka

Ing. Miloslava Zelmanová

Zástupca šéfredaktora

doc. Ing. Peter Krištofik, PhD.

Redakčná rada

doc. Ing. Mária Klimíková, PhD. – predseda

Ing. František Chvostaľ

Ing. Branislav Mikovíny

Ing. Elena Trenčianska, CSc.

Výkonný editor

doc. RNDr. Eduard Hozlár, CSc.

Vydavateľ

Slovenská asociácia
podnikových finančníkov

Adresa redakcie

Radničné námestie 4, 821 05 Bratislava

Tel.: +421- 2 - 4363 5667

Fax: +421- 2 - 4363 5668

E-mail: kancelaria@asocfin.sk

Internet: www.asocfin.sk

ISSN 1335-5813

Grafická úprava

LAYOUT s.r.o., Bratislava

www.layout.sk

Tlač

Stredná odborná škola polygrafická

Račianska 190, 835 26 Bratislava

www.polygrafickaskola.sk

Toto číslo bolo zadane do tlače
21.12.2012



*Milí čitatelia časopisu
Finančný manažér, vážení
členovia a priaznivci Slo-
venskej asociácie podniko-
vých finančníkov!*

Dostalo sa mi tej cti, aby som sa k vám prihovril z úvodných stránok nášho časopisu, hneď začiatkom roku 2013, rovno na dvadsiate výročie vzniku Slovenskej republiky. Všetky médiá a periodiká usilovne hodnotia, bilancujú, pripomínajú, porovnávajú. Nič také sa nechystám písať. Ani spomínať pochybnú budúcnosť, spomaľovanie ekonomiky či politickú situáciu. V tomto úvodníku sa chcem skôr venovať základnému poslaniu našej asociácie.

Ak by som sa posunul v čase ešte trochu viac dozadu ako 20 rokov, do času keď som nevedel nič o trhovej ekonomike (až neskôr som sa dozvedel, že to, čo sme mali, bola ekonomika založená na centrálnom plánovaní), mal som iba minimum vedomostí ako funguje podnik, družstvo či iné organizácie toho času. Vtedy som sa zaujímal viac o fyziku, elektrotechniku a elektroniku. Spomínam si, že v podniku bol ekonóm, ekonomický námestník, ekonomické oddelenie a možno aj ekonomický riaditeľ; nie som si úplne istý. Isté však je, že náplň práce, rozsah zodpovednosti tohto človeka, oddelenia či ľudí v ňom bol iný než je tomu dnes. A vôbec, skôr než ekonomické oddelenia sa v dnešných podnikoch nachádzajú oddelenia finančného účtovníctva, daní a vykazovania, oddelenia kontroingu, oddelenia plánovania a investícií a tiež oddelenia treasury. Najmä to posledné by si v starej podnikovej štruktúre len veľmi ťažko hľadalo miesto a náplň práce.

Legitímny dátum vzniku Slovenskej asociácie podnikových finančníkov (SAF) je 28.1.1997. V dokumente „Vznik Slovenskej asociácie podnikových finančníkov“ na webovej stránke našej asociácie sa môžeme okrem iného dočítať, že: „SAF si od svojho vzniku predsavzala, že prispeje k upevneniu stavovskej cti a všeobecne pomôže zlepšiť postavenie a autoritu finančníkov v slovenských podnikoch, ...“ A tiež, že: „Asociácia považuje za potrebné bližšie sa pozrieť aj na samotnú funkciu finančníka, predmet

a účel jeho práce, ako aj jeho postavenie v rámci štruktúry podniku a hospodárstva, ...“ Veľa krát som počul otázku a spoločne sme sa zamýšľali nad tým, koho vlastne SAF zastupuje a kto je to ten finančník. Neskôr sme riešili otázku, kto je náš partner v zahraničí. Dnes je odpoveď jednoduchá: ACT, EACT a IGTA. Teda náš finančník zastáva rôzne pozície, ale určite sem patrí treasurer. A v ostatných rokoch naša asociácia je podporovaná a spolupracuje s J.P. Morgan AM a Salmon Software, teda opäť, podporujú nás organizácie, ktorých cieľovou skupinou je oddelenie treasury.

V menších zahraničných podnikoch je jediným finančníkom Treasurer. Vo väčších podnikoch sa funkcia finančníka delí medzi pozície Treasurer a Controller. V prípade ešte väčších podnikov tieto dve pozície podliehajú najvyššiemu finančnému manažérovi, ktorým je CFO (Chief Financial Officer). Zatiaľ čo Treasurer má na starosti manažment peňazí, obstaranie nového kapitálu a udržiavanie vzťahu s bankami, akcionármi a inými investormi, Controller je zodpovedný za finančné výkazy, interné účtovníctvo a má na starosti aj daňové povinnosti podniku. CFO má v náplni práce okrem finančných smerníc podnikové plánovanie, kde partia aj kapitálové rozpočty. CFO má často na starosti aj všeobecný manažment a spravidla je aj členom predstavenstva podniku.

Zostáva mi vysvetliť, prečo to pripomínam. Poslaním našej asociácie je komunikácia s podnikovými finančníkmi, vzdelávanie, ako aj organizovanie seminárov a odborných konferencií. Užitočné je, že asociácia tiež vydáva tento časopis. Mojim prianím do roku 2013 je posilnenie komunikácie a vzdelávania v kľúčových oblastiach treasury, teda manažmentu hotovosti a likvidity, riadenie kurzových a úrokových rizík, treasury obchody, zaistovacie obchody a iné činnosti treasury manažmentu a tak znížiť viditeľný, historicky daný deficit vzdelávania finančného manažéra našich podnikov v tejto oblasti.

Úspešný rok 2013 čitateľom časopisu Finančný Manažér praje

*Miroslav Krajčovič
Account Development Manager
GTECH Slovakia Corporation*

Vodcovská úloha top manažmentu firmy v súčasnom podnikateľskom prostredí

Radomír MAKO



Manažéri firiem hľadajú v súčasnej dobe východiská a poučenia z globálnej finančnej a hospodárskej krízy. Práve v tejto súvislosti sa do popredia dostáva otázka líderstva a vodcovstva. Práve od lídrov sa očakáva, že v čase krízy, keď sú zamestnanci viac ovládaní obavami a emóciami, sa popasujú s aktuálnou situáciou, s odvahou sa postavia nepriaznivej situácii, že sú schopní jasne a zrozumiteľne komunikovať firemné výzvy, prejavíť dôveru, a tým mobilizovať vnútropodnikové zdroje.

Čo vlastne líder skutočne robí? Odpoveď na túto otázku priniesla najnovšia štúdia **Fakulty podnikového manažmentu Ekonomickej univerzity v Bratislave a poradenskej spoločnosti KINGFISHER Executive Search, odborného garanta štúdie**. Zistenia štúdie pomáhajú odhaliť dôležité činnosti, na ktoré sa sústreďujú lídri a zároveň mapujú elementy, ktoré sú pre vodcovstvo skutočne dôležité. Získané poznatky pomôžu pri vychovávaní a usmerňovaní vodcovstva u nasledovníkov, pri budovaní ďalšej generácie lídrov.

„Leadership je ako krása – ťažko sa definuje, ale keď ju vidíte, spoznáte ju.“

Warren Bennis

Zrealizovaný vedecký výskum sa zamerlal na charakteristiku vodcovstva skúmaním šiestich kľúčových činností, ktoré vodcovia v praxi vykonávajú: moc a vplyv, inšpirácia a charizma, povzbudenie a mobilizácia, motivácia a efektivita, dôvera a záväzok, združovanie stúpcov a nástupníctvo.

Moc a vplyv

Jednou zo slepých uličiek vodcovstva býva viera, že vodcovstvo ako schopnosť viesť ľudí, má vzťah k zastávaniu určitej funkcie. Vodcovstvo nie je o postavení, ale o tom, čo líder robí a ako sa správa. Dni príkazov a kontroly sú už minulosťou. Ploché organizácie vedú k posilňovaniu právomocí ľudí a tiež k rozptýleniu moci.

„Zodpovedné uplatňovanie moci znamená, že vodcovia vynakladajú svoje najlepšie sily na to, aby získali súhlas na základe využívania svojej schopnosti viesť a svojej odbornosti. Postavenie a funkcia nestačia. Uplácanie ľudí pomocou odmiern bude fungovať len krátkodobo, ak vôbec. Donucovanie tiež bude účinkovať len krátkodobo, ale je vysoko nevhodnou základňou pre dlhodobé produktívne vzťahy.“¹

Vnímanie moci a vplyvu ako dvoch zložiek vodcovstva, ktoré sa vzájomne dopĺňajú, hoci sú svojím obsahom výrazne odlišné, a definovanie, kedy a prečo ich vodcovia v praxi vykonávajú, predstavuje novinku v skúmaní vodcovskej práce.

Prostredníctvom rozhovorov s lídrami, ktorí sa zúčastnili výskumného projektu o vodcovstve, sa zistilo, že vodcovia používajú moc a nástroje moci najčastejšie v týchto situáciách:

- málo času na prijatie rozhodnutia, respektíve líder používa moc na urýchlenie rozhodnutí,
- nedostatok adekvátnych zdrojov potrebných na prijatie rozhodnutia,

- **v tíme neexistuje spoločný a jednoznačný názor na spôsob riešenia daného problému,**
- **tím sa vzdáľuje od dosiahnutia vytýčeného cieľa, respektíve priebeh realizácie daného projektu má výrazne iný smer, ako bolo naplánované,**
- **presadenie nepopulárnych opatrení v podniku, prípadne definovanie a nastavenie pravidiel v spoločnosti,**
- **formálne akty lídra ako napríklad rozhodovanie a hlasovanie,**
- **direktívne rozhodnutia z centrality materskej spoločnosti (koncernu).**

Výskum ukázal, že lídri ovplyvňujú svojich zamestnancov aj prostredníctvom stanovenia cieľov a postupov, pričom vychádzajú z predpokladu, že pre svoj zámer musia získať ľudí, inak nebude možné ho zrealizovať. Ďalej lídri odporúčajú svojim podriadeným, aby si prečítali materiály potrebné pre danú oblasť, vyriešenie konkrétného problému alebo prijatie potrebného rozhodnutia.

Rozdiel pri ovplyvňovaní je v tom, či líder ovplyvňuje svojich priamych podriadených alebo ostatných zamestnancov na nižších úrovniach riadenia, ktorí sú hierarchicky od neho vzdialenejší. K ovplyvňovaniu priamych podriadených dochádza častejšie, od dennodenného pôsobenia po vplyv približne raz do týždňa. Ostatných zamestnancov lídri ovplyvňujú v priemere niekoľko krát ročne. Rozdielna potreba ovplyvňovať ľudí súvisí tiež s dĺžkou pôsobenia zamestnanca v spoločnosti. Nových ľudí lídri ovplyvňujú často. S rastúcou dobou ich pôsobenia v podniku sa frekvencia ovplyvňovania znižuje.

Hoci väčšina odborníkov zaoberajúcich sa vodcovstvom uznáva, že ovplyvňovanie je jedným zo základných komponentov vodcovstva, neexistuje jednoznačná definícia ovplyvňovania, ani charakteristika toho, čo vlastne ovplyvňovanie zo strany lídra v praxi znamená. Na základe výskumu sme zistili, že vodcovia vykonávajú v praxi svoj vplyv predovšetkým prostredníctvom vysvetľovania, diskusie, poskytovaním príkladu, vystúpením na poradách a prezentáciách, ako aj stanovením zmysluplných cieľov.

Inšpirácia a charizma lídra

Inšpirácia je slovo pochádzajúce z latinčiny a môžeme ho preložiť ako vnuknutie, popud k tvoreniu, tvorivé nadšenie alebo tvorivú náladu. Inšpirácia je duševný

stav zvlášť vhodný na rozličné druhy tvorivej činnosti.²

Výskumy o participatívnom stanovovaní cieľov zistili, že skutočnosť, či cieľ stanovil zamestnanec alebo líder nemá žiaden vplyv na výkonnosť. Zo štúdií vyplýva, že vyššiu výkonnosť ovplyvňujú rôzne iné faktory, ale nezávisí od toho, kto cieľ stanovuje. Dôležité je, aby líder vysvetlil dôležitosť alebo dôvody každého cieľa. Zamestnanci by mali chápať, z čoho ciele vzišli a ako budú vyhodnocované.³ Úspech a dosiahnutie cieľa inšpirujú k ďalšej práci.

Pri inšpirácii zamestnancov je dôležité, aby podniková kultúra spoločnosti bola nastavená tak, že podporuje nové nápady, zmeny a iniciatívu zamestnancov s tým súvisiacu. Líder musí navodiť takú atmosféru na pracovisku, v ktorej ľudia budú schopní prijímať nové rozhodnutia a výzvy. Významnú úlohu tiež zohráva samotný výber zamestnancov, pri ktorom by mala významnú úlohu zohrávať tvorivosť uchádzačov o zamestnanie v danom podniku.

Z rozhovorov s lídrami zapojenými do výskumu vyplynulo, že pri inšpirovaní, rovnako ako pri vodcovskej aktivite ovplyvňovania, zohrávajú dôležitú úlohu tieto aktivity vodcu:

- **vysvetľovanie,**
- **podpora pozitívneho myslenia u zamestnancov,**
- **osobný príklad lídra,**
- **skúsenosti lídra z minulosti s daným problémom,**
- **stanovenie jasných a reálnych cieľov,**
- **rozhovor lídra so zamestnancom,**
- **vystúpenie lídra na poradách a prezentáciách,**
- **delegovanie právomocí na zamestnancov.**

Pojem charizma sa používa na vyjadrenie toho, že dotyčná osoba disponuje mimoriadnymi schopnosťami, ktoré nezískala vlastným úsilím, ale boli jej dané „zhora“.⁴ Z výskumu možno zovšeobecniť, že charizmatický líder dokáže zaujať, presvedčiť a získať si ľudí na svoju stranu prirodzeným spôsobom. Pôsobí na ľudí pozitívne, vzbudzuje dôveru, preto ho ľudia nasledujú.

Povzbudenie a mobilizácia

Výsledky výskumného projektu ukázali, že vodcovia na Slovensku najčastejšie povzbudzujú svojich spolupracovníkov použitím nasledovných nástrojov:

- **neformálne rozhovory so zamestnancami kdekoľvek a kedykoľvek,**
- **pochvala za dobrý výkon,**
- **záujem lídra o svojich zamestnancov, a to nielen z pracovnej, ale aj súkromnej stránky.**

V odbornej literatúre o vodcovstve sa pojem mobilizácia spomína len veľmi zriedka. Zámerom výskumu bolo zistiť, či vodcovia využívajú mobilizáciu vo svojej každodennej praxi, ako vnímajú tento pojem a za akých okolností mobilizujú svojich zamestnancov.

Pojem mobilizácia pochádza z vojenskej terminológie a znamená „podnecovanie, rozhýbanie, získanie alebo zburcovanie do nejakej činnosti“.⁵ Vodcovia, ktorí sa zúčastnili výskumného projektu vnímajú povzbudenie ako kontinuálnu činnosť lídra, zatiaľ čo mobilizácia je nevyhnutná len za mimoriadnych okolností. Vodcovia mobilizujú zamestnancov predovšetkým pri:

- **stanovení neštandardných cieľov, prípadne pri neštandardných situáciách,**
- **stanovení nových úloh zamestnancom,**
- **krízových situáciách,**
- **horších alebo podpriemerných výsledkoch,**
- **prezentáciách a poradách,**
- **konfliktoch medzi zamestnancami.**

Výsledky, ktoré sme získali pre oblasť mobilizácie zamestnancov, predstavujú nové poznatky v teórii vodcovstva a posun v oblasti poznania vodcovských aktivít, teda toho, čo lídri skutočne robia. Vodcovia rozlišujú pojmy povzbudenie a mobilizácia a reálne uplatňujú mobilizáciu vo svojej vodcovskej práci.

Motivácia

Motivovaní ľudia sú tí, ktorí majú jasne definované ciele, a ktorí podnikajú kroky, ktoré smerujú k splneniu týchto cieľov. Najlepšou motiváciou je, ak sú títo ľudia vnútorne motivovaní a chcú ísť v správnom smere k dosiahnutiu toho, čo majú a chcú dosiahnuť. Väčšina z nás však potrebuje byť, v menšej alebo väčšej miere, motivovaná zvonku.

Organizácia ako celok môže poskytovať podmienky, v ktorých možno dosiahnuť vysokú úroveň motivácie tým, že ponúka stimuly a odmeny, ako aj príležitosti pre vzdelávanie a rast. Vodcovia však majú významnú úlohu pri využívaní svojich motivačných

schopností v úsilí priviesť ľudí k tomu, aby zo seba vydávali to najlepšie.⁶

Na základe poznatkov získaných z rozhovorov s vodcami možno zosumarizovať, že lídri na Slovensku používajú pri motivovaní svojich zamestnancov najčastejšie tieto motivačné nástroje:

- **finančná motivácia: samotný plat, bonusy v závislosti od výsledkov, variabilná zložka mzdy na základe efektivity, odmeny za zníženie nákladov, dochádzkový príplatok,**
- **systémy dlhodobej motivácie previazané na výkon, lojalitu a dĺžku pôsobenia zamestnanca v spoločnosti,**
- **rôzne súťaže (najlepší tím, prípadne najlepší zamestnanec),**
- **stanovenie dobrých vízií, perspektív a jasných cieľov,**
- **možnosť sebarealizácie,**
- **osobný príklad lídra (priblíženie jeho kariéry a osobného postupu),**
- **podpora tvorivosti, kreativity a tímovej práce,**
- **pracovné prostredie (medziľudské vzťahy na pracovisku),**
- **možnosť stať sa partnerom vo firme.**

Predpokladom úspešnej motivácie je, aby sa líder zaujímal o svojich zamestnancov a zistil, na čom im skutočne záleží. Či sú to peniaze, ambície alebo dobrá klíma na pracovisku. Burger hovorí, že najčastejšou cestou, ako môže líder rozpoznať, čím možno daného človeka motivovať, je mať priamu skúsenosť. Teda, že konkrétny človek dobre reaguje na konkrétne motívy. Ľudia majú určité psychologické preferencie a v súlade s nimi sú motivovateľní.“⁷

Väčšina lídrov si myslí, že peniaze sú nutnou, ale nie postačujúcou podmienkou zaručujúcou motiváciu, spokojnosť a výkonnosť zamestnancov. Spôsob, akým líder motivuje svojich podriadených vo veľkej miere závisí od typu spoločnosti, teda podniky s rozličným zameraním zastávajú úplne odlišné prístupy k motivácii svojich zamestnancov.

Efektívita

Ako vyplynulo z vedeckého výskumu, v prípade potreby zvýšenia efektivity svojich podriadených používajú vodcovia na Slovensku tieto nástroje:

- **objasnenie vízie a stratégie spoločnosti,**
- **otvorený dialóg so zamestnancom, analýza problému a hľadanie možností riešenia,**
- **tréninky, koučing, pravidelné hodnotenia zamestnancov, v krajnom prípade zmena pozície, dať zamestnancom priestor pre seberealizáciu,**
- **osobný príklad lídra,**
- **spätná väzba zo strany lídra,**
- **pripomínanie ambícií v súkromnom alebo pracovnom živote.**

Napriek tomu, že väčšina odborných publikácií o vodcovstve nevenuje príliš veľkú pozornosť výkonu, vodcovstvo bez efektivity by nemalo zmysel. Niektorí autori tvrdia, že výkon nemôžeme považovať za plnohodnotný prvok leadershipu z rôznych dôvodov.

Informácie, ktoré sme získali od vrcholových lídrov svedčia o tom, že očakávania výkonu sú stále vyššie a tolerancia k neúspechu stále menšia. Väčšina lídrov považuje efektivitu za „životnú funkciu podniku“ a vyjadrili sa, že „idú tvrdo po efektivite“. Výskumný projekt priniesol posun v poznaní toho, čo vodcovia robia, ak potrebujú zvýšiť efektivitu svojich podriadených a dokazuje, že výkon a efektivita sú dôležitými parametrami vodcovstva.

Dôvera

Dôvera je základom rozvíjania všetkých ľudských vzťahov. V akomkoľvek partnerstve platí princíp, že každý z partnerov má záujem na podpore druhého s cieľom dosiahnuť spoločne dohodnuté ciele. Dôvera je veľmi komplexný pojem, čo sťažuje jeho jednoznačnú definíciu. Dôvera v pracovnom prostredí je najčastejšie charakterizovaná ako „očakávanie od osoby (vodcu) alebo organizácie, že ich budúce konanie sa bude pohybovať v rámci spoločných hodnôt alebo morálnych predstáv“⁸.

Vodcovia súčasných najúspešnejších spoločností sa vyznačujú tým, že cieľavedome a neúnavne budujú atmosféru dôvery. Potvrďuje to aj Zoltán Demján, kouč vrcholových manažérov, ktorý hovorí:

„Vodcovia si uvedomujú, že predpokladom pre získanie dôvery je to, aby oni sami boli dôveryhodní. To sa podarí len integrovaným osobnostiam (jednota slov a činov), ktoré „vodu hlásajú aj pijú“, idú príkladom, a sú prirodzenými autoritami. Inými slovami, sú to charakterní ľudia, ktorí žijú v každej situácii v súlade s morálnymi hodnotami. Nie preto, lebo by ich mohol

niekto nachytať, ale kvôli sebe, kvôli vlastnému svedomiu a kvôli zodpovednosti, ktorú si uvedomujú.“⁹

Dôvera zamestnancov v lídra mu dáva mandát na vykonávanie vodcovstva. Dôvera v lídra je nasledovaná lojalitou a oddanosťou zamestnancov, pričom oddanosť je základom produktivity a úspechu. Pre lídra je poctivosť a čestnosť záležitosťou prežitia a nie záležitosťou etiky. Nasledovníci vyžadujú vodcov, ktorým môžu dôverovať, a ktorí im hovoria celú pravdu. Ak líder nie je poctivý, nebude mať žiadnych nasledovníkov.¹⁰

Záväzok

S pojmom záväzok sa bežne stretávame v oblasti finančného manažmentu, účtovníctva alebo práva. V odbornej literatúre o vodcovstve tejto pojem nájdeme len veľmi zriedka. Výnimkou sú publikácie niektorých amerických autorov, ktorí záväzok (v angličtine „commitment“) považujú za dôležitý parameter vodcovstva. Najjednoduchšia definícia hovorí, že „záväzok je dobrovoľné prijatie záväznosti voči spoločnosti alebo jednotlivcom (vodcom), pričom prax vzájomných záväzkov (sľubov) má veľkú úlohu v živote spoločnosti“¹¹. Záväzok je zvyčajne veľmi úspešný nástroj z pohľadu lídra pri ovplyvňovaní zamestnancov.

Hoci existujú vodcovia, ktorých vodcovstvo je založené len na dôvere alebo len na záväzkoch, v praxi väčšina lídrov využíva ich kombináciu. Podľa lídrov sú dôvera a záväzok úzko prepojené a väčšina vzťahov lídra so zamestnancami obsahuje oba tieto komponenty.

Nástupníctvo

Vodcovstvo je tímová práca a nefunguje izolovane od nasledovníkov. Keď má líder kolegov, ktorým na ňom záleží a na ktorých záleží jemu, vytvára sa sociálna sieť, ktorá je oporou vodcu. Keď si vodca nájde čas na nadväzovanie vzťahov so svojimi spolupracovníkmi, nájde u nich podporu v ťažkých chvíľach.

Lídiri si budujú vzťah dôvery s kľúčovými jednotlivcami, ktorí ich podporujú svojou starostlivosťou a výzvami z titulu spriaznenosti. Líder sa nemôže utiahnuť vo svojej kancelárii. Musí byť proaktívny v nadväzovaní vzťahov s ľuďmi, ktorých potrebuje, dobre počúvať, čo mu ponúkajú a vymieňať si s nimi názory. Vodca by si mal ceniť to, čo mu iní ľudia dokážu poskytnúť.

Mnohí autori publikácií venujúcich sa vodcovstvu nerozlišujú medzi pojmami nasledovníctvo a nástupníctvo. To, že zamestnanci lídra nasledujú, znamená, že sú ochotní ísť smerom, ktorý vodca vytýčil a podieľať sa na dosiahnutí spoločných cieľov. Aj keď je vodca odborne vybavený, charizmatický a schopný v mnohých oblastiach vodcovstva, nedokáže sám naplniť víziu spoločnosti, preto musí združovať svojich stúpencov (nasledovníkov).

Nástupníctvo znamená výber a prípravu človeka, ktorý po odchode lídra prevezme jeho pozíciu, úlohy a povinnosti. Plánovanie nástupníctva je proces, ktorého cieľom je zaistiť, aby organizácia mala zabezpečenú kontinuitu talentov na definovaných kľúčových pozíciách. Z toho vyplýva, že pojmy nástupca a nasledovník nie sú synonymá.

Nadpolovičná väčšina zúčastnených vodcov sa nevenuje príprave a hľadaniu svojho nástupcu. Zistilo sa, že najčastejšie dôvody pre toto konanie sú nasledovné:

- **riešenie nástupníctva nie je v lídrovej kompetencii, o nástupcovi rozhodujú akcionári spoločnosti alebo dozorná rada,**
- **nástupníctvo nie je vnímané ako aktuálna téma, slovami lídrov „ešte je na to dosť času“ alebo „máme ešte dosť energie a skúseností“,**
- **nástupníctvo riešia vodcovia na akcionárskej úrovni (zastupovanie medzi majiteľmi spoločnosti),**
- **nástupníctvo rieši vodca len prostredníctvom delegovania a zastupovania,**
- **vodcovia majú ešte malé deti na to, aby prebrali vedenie spoločnosti, preto problematike nástupníctva zatiaľ nevenujú pozornosť (kmeňové nástupníctvo).**

Plánovanie nástupníctva je jedna z dôležitých tém, ktorej sa dnešní vodcovia musia venovať. Inak spoločnosť stratí pozíciu na trhu, ktorú roky budovala alebo bude nútená do predaja. Príprava nástupcu je predovšetkým o zodpovednosti voči spoločnosti a známej téze, že každý z nás je do určitej miery nahraditeľný.

Na záver

Spoločný výskumný projekt **Ekonomickej univerzity v Bratislave a poradenskej spoločnosti KINGFISHER Executive Search** pomohol získať cenné poznatky o tom, za akých okolností a akým spôsobom vodcovia ovplyvňujú, inšpirujú, povzbudzujú a motivujú svojich spolupracovníkov.

Výskum ukázal, že vodcovstvo je v reálnom živote veľmi pestré a rôznorodé. Vodcovia sa v praxi málokedy uchýľujú k extrémom, skôr vyžívajú kombináciu činností, akými sú napríklad kombinácia moci a vplyvu alebo dôvery a záväzku. Výstupy výskumu ponúkajú štandardizovaný vzor vodcovského správania pre rozvíjanie a zdokonaľovanie vodcovských aktivít.

Ozajstný vodca nie je charakterizovaný tým, čím je, ale tým, čo vie a dokáže, teda tým, čo robí. Pri hľadaní nových lídrov už nebudú rozhodujúce len ich charakterové črty alebo štýl vedenia. Vodcovstvo je potrebné vnímať širšie a popri charakteristikách lídra je potrebné skúmať aj to, ako sa vodcovia prejavujú navonok, prostredníctvom svojej práce. Dôležité bude to, čo lídri skutočne robia v každodennej praxi, pretože vodcovstvo je o dosahovaní náležitých výsledkov správnym spôsobom.

Autorom článku je Radomír Mako,
podpredseda Správnej rady CECGA

¹ ARMSTRONG, M. - STEPHENS, T. 2008. *Management a leadership*. Praha: Grada Publishing, 2008. 268 s. ISBN 978-80-247-2177-4.

² <http://sk.wikipedia.org/wiki/Inšpirácia>

³ EFFRON, M. - ORT, M. 2011. *Rýchly talent manažment*. Eastone Books, 2011. 192 s. ISBN 978-80-8109-168-1.

⁴ PORVAZNÍK, J. - LADOVÁ, J. 2010. *Celostní management*. Bratislava: IRIS, 2010. 490 s. ISBN 978-80-89256-48-8.

⁵ <http://sk.wikipedia.org/wiki/Mobilizácia>

⁶ ARMSTRONG, M. - STEPHENS, T. 2008. *Management a leadership*. Praha: Grada Publishing, 2008. 268 s. ISBN 978-80-247-2177-4.

⁷ BURGER, I. 2011. Podnikový knowledge management – konkurenčná výhoda: O inteligencii. In *Manažér*, 2011, roč. 16, č. 3, s. 22-34. ISSN 1335-1729.

⁸ <http://wikipedia.org/wiki/Dôvera>

⁹ DEMJÁN, Z. 2011. Líder vychováva lídrov. In *Trend*, 2011, roč. 21, č. 51. ISSN 1335-0684.

¹⁰ OWEN, J. 2006. *Jak se stát úspěšným lídrem: Leadership v praxi*. Grada Publishing, 2006, 226 s. ISBN 80-247-1726-3.

¹¹ <http://wikipedia.org/wiki/Závazok>

Eurozóna: limity dlhov a predpoklady riešenia

František HAJNOVIČ

Úvod

Vysoké zadlženie¹ niektorých krajín eurozóny ohrozuje nielen budúcu finančnú stabilitu a perspektívu rastu týchto krajín, ale finančnú stabilitu a ekonomický rast eurozóny ako celku. Doposiaľ prijaté kroky EÚ a ECB zabránili tomu, aby sa problémy s financovaním dlhov a nestabilita bankového sektora v problémových krajinách preniesli v plnej miere do vládnych financií a do bankového sektora ostatných krajín. Je však zrejmé, že prijaté opatrenia len kúpili čas na skutočné riešenia a tiež, že priestor, časový a finančný, na tieto riešenia vládami dotknutých krajín a spoločnými silami EÚ a eurozóny nie je nekonečný.

Otázok, ktoré súčasná kríza vyvoláva, je celý rad a nie je možné, ani účelné sa vyjadrovať ku všetkým. V príspevku sa stručne vyjadríme len k trom z nich, ktorých zodpovedanie čiastočne podporíme vlastnými analýzami²:

Ako sa vyvíjal dlh eurozóny a ktoré skutočnosti boli dôležité na pozadí dynamiky zadlženia?

Aké boli reakcie rozpočtov jednotlivých krajín eurozóny (a eurozóny ako celku) na deficit a dlh? Boli tieto reakcie dostatočné, aby garantovali smerovanie rozpočtov k vyrovnanému rozpočtu? Boli tieto reakcie dostatočné, aby dlhy nerástli a, najmä, aby dlhy vysoko zadlžených krajín smerovali pod hranicu 60% HDP?

Ako reagovali vlády eurozóny na samotné zadlženie? Boli tieto reakcie dostatočné, aby bežné hospodárenie – primárna bilancia – kompenzovala nabaľovanie nákladov dlhu, aby nevznikal tzv. efekt snehovej gule? Pri akej úrovni dlhu je ďalšia snaha o brzdenie dlhu vyššími daňami alebo nižšími výdavkami rozpočtu už neúčinná kvôli brzdeniu agregátneho dopytu a následne, kvôli brzdeniu rastu? Má eurozóna ako celok ešte priestor na financovanie vládnych dlhov? Aké riziko predstavuje možné spomalenie rastu eurozóny a možná recesia pre verejné rozpočty a riešenie dlhovej krízy?

1. Vývoj dlhu v eurozóne – dynamika dlhu a jej zložky

Dynamika dlhu sa riadi vzťahom, ktorý umožňuje rozložiť zmeny zadlženia na zložku, ktorá sa vzťahuje na úrokové náklady dlhu a na zložku, ktorá vyjadruje výsledok bežného hospodárnia:

$$\Delta d_t = (i_t - g_t) * d_{t-1} - PB_t - A_t \quad (1)$$

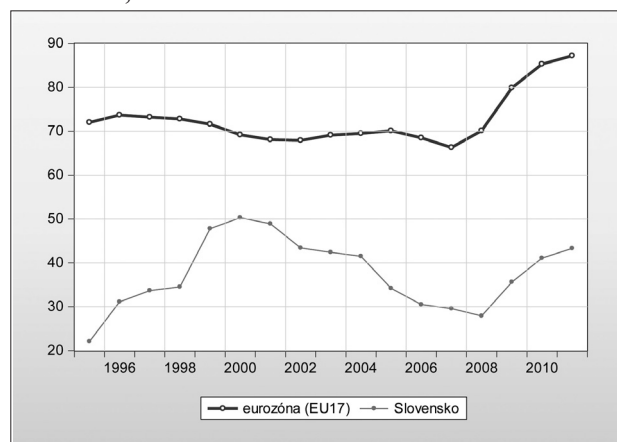
- pb** primárna bilancia, % nominálneho HDP
- i** implicitný priemerný úrok na dlh
- g** tempo rastu nominálneho HDP
- d** dlh, % nominálneho HDP, Δ je symbol pre zmenu medzi obdobiami (diferencia)
- a** priame, jednorazové zmeny dlhu (revaluácie, odpustenie dlhu, jednorazové splátky)

Výraz $(i_t - g_t) * d_{t-1}$ predstavuje upravený úrokový náklad dlhu, alebo tiež tzv. efekt snehovej gule (snow-ball effect). Keď úrok na dlh je vyšší ako tempo rastu (nominálneho) HDP, dlh má tendenciu nabaľovať úrokové náklady dlhu a na jeho stabilizáciu je potrebné dosahovať prebytky v bežnom hospodárení rozpočtu (v primárnej bilancii, PB). Keď je úrok nižší ako tempo rastu nominálneho HDP dochádza k tzv. vyrastaniu z dlhu a dlh je možné stabilizovať aj vtedy, keď je bežné hospodárenie (PB) deficitné. Približne platí, že vyspelé ekonomiky rastú pomaly a preto aj pri nízkych úrokových sadzbách málokedy z úrokových nákladov dlhu vyrastajú, skôr ich nabaľujú. V bežnom hospodárení preto musia často vytvárať prebytky. Rozvíjajúce sa alebo tzv. dobiehajúce ekonomiky rastú obvykle rýchlejšie. Z dlhu vyrastajú a v bežnom hospodárení vytvárajú deficit. Napríklad Slovensko rástlo pred krízou nominálne tempami až 10-12% ročne. To nám, najmä po poklese úrokov, ktorými SR financovala vládne dlhy, umožnilo nielen rýchlo vyrastať z dlhu, ale umožnilo to aj znižovať

vládnú zadlženosť napriek deficitu v bežnom hospodárení rozpočtu.

Nasledujúce grafy dokumentujú vývoj zadlženia v eurozóne, a zložky dynamiky dlhu. Predovšetkým, z Grafu 1 vyplýva, že eurozóna zadlženie dlhodobo znižovala. Dialo sa tak najmä pred vznikom eurozóny a následne v období konjunktúry pred súčasnou krízou. V období cyklického spomalenia po vzniku eurozóny úroveň dlhu vzrástla a počas krízy zadlženie explodovalo v dôsledku recesie. Zadlženie Slovenska sa výrazne zvýšilo v prvých rokoch transformácie a v dôsledku expanzívnej fiškálnej politiky pred krízou v r. 1998. Ďalší rast zadlženia spôsobila súčasná kríza v eurozóne a recesia na Slovensku v r. 2009³.

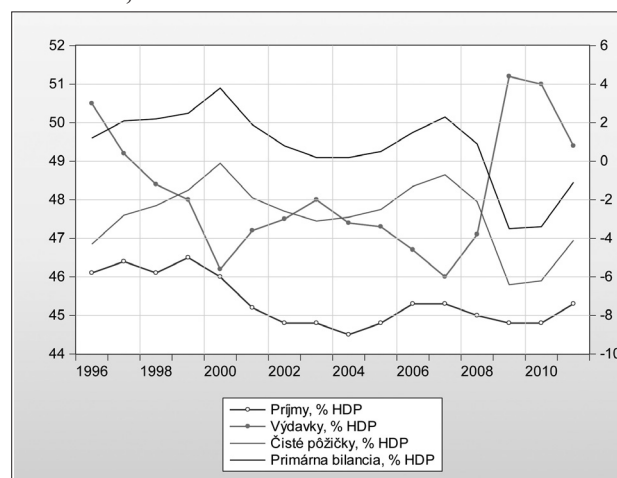
Graf 1 Vývoj zadlženia eurozóny a Slovenska, 1996-2011, % HDP



Zdroj: Eurostat

Nasledujúci Graf 2 ukazuje, akú úlohu hral v procese zadlženia eurozóny ekonomický cyklus a súčasná kríza. Podiel príjmov na HDP sa zvyšoval v období konjunktúry a znižoval sa v období spomalenia alebo recesie. Skutočný problém pre výsledok hospodárenia rozpočtu však predstavujú výdavky – tie nie je možné okamžite prispôsobiť cyklickým alebo krízovým výkyvom ekonomiky a preto sa v období spomalenia a v recesii ich podiel na HDP významne zvyšuje, čo roztvára nožnice medzi príjmami a výdavkami a zvyšuje deficit rozpočtu. Práve to sa stalo v súčasnej kríze. Uvedený vývoj má ekonomickú a sociálnu logiku – výdavky pôsobia ako stabilizátor sociálnej situácie a tiež ako automatický stabilizátor dopytu a ekonomickej aktivity⁴. Súčasne sa tým ale destabilizuje rozpočtová situácia a najmä narastá zadlženie. Vláda je teda v kríze vystavená dileme – stabilita ekonomiky, alebo stabilita rozpočtu?

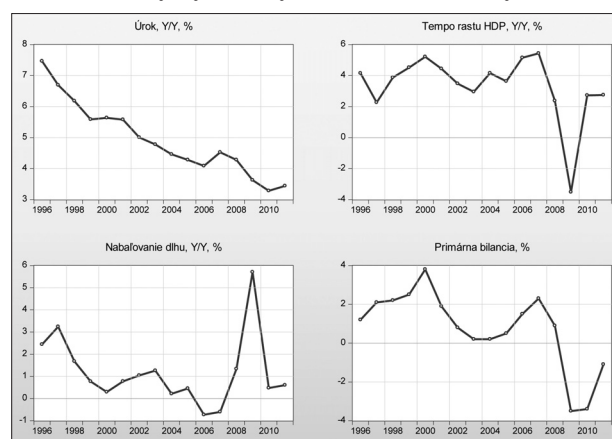
Graf 2 Vývoj hospodárenia rozpočtov eurozóny, 1996-2011, % HDP



Zdroj: Eurostat

Z priebehu jednotlivých faktorov, ktoré určujú dynamiku dlhu vyplýva (Graf 3), že implicitné úrokové sadzby na vládne dlhy⁵ v eurozóne prudko klesali a v priebehu sledovaného obdobia sa znížili viac ako dvojnásobne z viac ako 7% na približne 3,5%. Až na obdobie súčasnej krízy bolo tempo rastu nominálneho HDP v eurozóne pomerne stabilizované – pohybovalo sa v pásme 4-5%. To umožnilo, aby sa, ako vyplýva z príslušného grafu, nabaľovanie úrokových nákladov dlhu znižovalo z 3% HDP ročne na nulu, ba dokonca aby eurozóna z dlhu začala vyrastať. Bohužiaľ, táto príležitosť na znižovanie zadlženia nebola krajinami eurozóny celkom využitá, keďže prebytok primárnej bilancie sa, nielen počas krízy, nedarilo udržať.

Graf 3 Zložky dynamiky zadlženia eurozóny



Zdroj: Eurostat

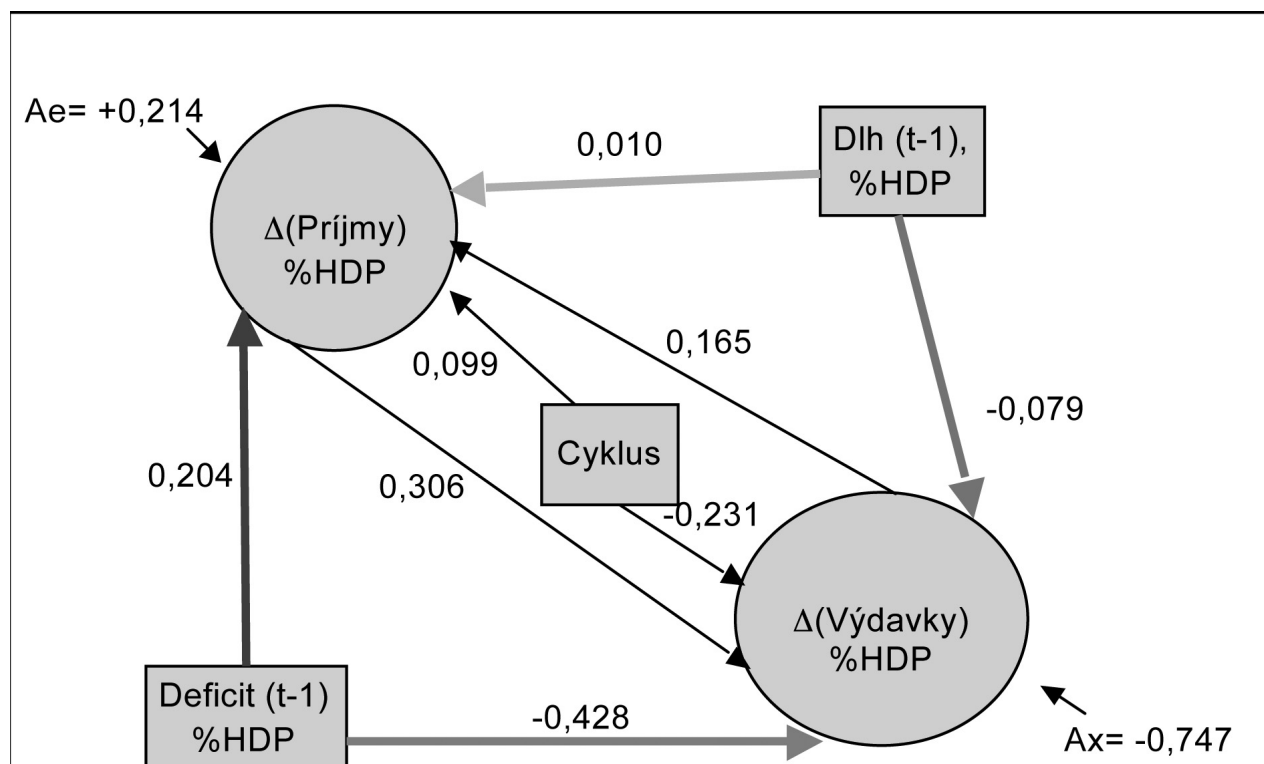
2. Reagovali rozpočty v eurozóne na Maastrichtské kritériá pre deficit a dlh dostatočne?

Od prepuknutia globálnej krízy na jeseň v roku 2008 a jej prenesenia do rozpočtov a zadĺženia v niektorých krajinách eurozóny uplynul relatívne krátky čas. Reakcia na krízu si vyžiadala celý rad opatrení a kríza samotná mala na rozpočty devastujúce dopady. Dnes je, vzhľadom na krátke obdobie od prepuknutia krízy, predčasné hodnotiť opatrenia, prijaté vládami eurozóny v čase krízy. Je ale možné posúdiť ako reagovali rozpočty – príjmy a výdavky - na deficit a dlhy pred krízou⁶.

Nasledujúci Obrázok 1 schematicky dokumentuje výsledok odhadu modelu, ktorý zjednodušene vyjadruje vzťahy v rozpočtoch krajín eurozóny ako celku v období od r. 1995 do r. 2008, teda pred prepuknutím krízy. Stručne budeme interpretovať jeho základné prvky:

- Príjmy rozpočtu reagovali na zistený deficit v súlade s bežným očakávaním. Vyšší deficit zvyšoval úsilie vlád o zlepšenie výsledku hospodárenia zvýšením príjmov – príjmy sa zvýšili o 0,20% HDP s každým percentom o ktorý bol deficit vyšší ako Maastrichtská hranica -3% HDP⁷.
- Podobne v súlade s očakávaním, avšak opačne a silnejšie, reagovali výdavky. Vyšší deficit spôsobil, že výdavky sa v nasledujúcom roku znížili a to tak, že s každým percentom o ktorý bol deficit vyšší ako Maastrichtská hranica -3% HDP sa výdavky v nasledujúcom roku znížili o 0,43 percenta HDP
- Veľmi slabá bola reakcia príjmov na dlh. Úroveň dlhu vyššia od Maastrichtskej hranice o 10 percent HDP, sa v nasledujúcom roku prejavila na príjmoch len nepatrne – tie sa zvýšili len o 0,10 percenta HDP
- Výrazne silnejšia bola reakcia výdavkov na dlh. Tie sa v nasledujúcom roku zvýšili o 0,90 percenta HDP za každých 10 percent HDP o ktoré dlh prekročil hranicu 60% HDP.

Obrázok 1 Krátkodobé reakcie príjmov a výdavkov rozpočtu na deficit a dlh



Zdroj: Na základe modelu, Hajnovič 2010

Vyššie príjmy ešte v danom roku spôsobili, že sa zvýšili aj výdavky rozpočtu. Dôvody môžu byť rôzne – od jednoduchého využitia príležitosti na zvýšenie výdavkov, napríklad pred voľbami, až po zložitejšie – napríklad v prípade, keď príjmy boli vyššie v dôsledku vyššej inflácie a výdavky alebo ich časť (mzdy, dôchodky...) sa valorizovali podľa inflácie. Podobne, vyššie výdavky spôsobili, že sa ešte v danom roku zvýšili aj príjmy. Je to spôsobené najmä tým, že vyššie výdavky rozpočtu sa ešte v danom roku premietnu do spotreby v domácej ekonomike⁸ a následne do vyšších daní a odvodov.

Zmeny príjmov a výdavkov sú ovplyvnené cyklickým vývojom ekonomiky. Kým príjmy, najmä z daní a odvodov, počas konjunktúry zvyšujú svoj podiel na HDP, podiel výdavkov klesá, lebo rast ich objemu zostáva za rastom dôchodkov (HDP) v ekonomike. Funguje tzv. automatická stabilizácia. V konjunktúre sa teda vytvára v rozpočte prebytok alebo sa znižuje deficit a naopak, vo fáze spomalenia cyklu sa deficit zvyšuje.

Reakcie príjmov a výdavkov v jednotlivých krajinách eurozóny sa líšili. V modeli tieto rozdiely vyjadruje „autonómna“ zložka rozpočtu, ktorá zodpovedá parametrom A_x a A_e na uvedenej schéme pre eurozónu. Táto vyjadruje štrukturálne nastavenie rozpočtu a je pre každú krajinu iná. Ak by sme chceli slovne interpretovať tieto parametre pre eurozónu, mohli by sme povedať, že bez ohľadu na deficit a dlh, bez ohľadu na fázu ekonomického cyklu a skutočné zmeny príjmov a výdavkov, sa výdavky vládnych rozpočtov eurozóny⁹ znižovali o 0,75 percenta HDP ročne a príjmy sa zvyšovali o 0,21 percenta HDP ročne. Celkovo tak mal v sebe rozpočtový proces krajín eurozóny tendenciu k „štrukturálnemu“ znižovaniu deficitu o takmer 1 percento HDP.

Na základe uvedených výsledkov sa dá tiež povedať, že vlády eurozóny (ako celku) sa usilovali brzdiť deficit aj dlh, pričom tzv. krátkodobé (ročné) konsolidačné reakcie boli nasledovné¹⁰:

Reakcia na deficit: *zníženie deficitu o 0,63 percenta HDP v bežnom roku za každé percento HDP, o ktoré deficit v predošlom roku prevyšoval 3% HDP*

Reakcia na dlh: *zníženie deficitu o 0,8 percenta HDP za každých 10% HDP, o ktoré dlh v predošlom roku prevyšoval 60% HDP*

Reakcia na cyklus: *zníženie deficitu o 0,33 percenta HDP za každé percento o ktoré sa zvýšila konjunktúra (produkčná medzera)¹¹*

Tieto poznatky však hovoria, že samotná reakcia vlád na vysoký deficit v predošlom roku nebola dostatočná. Hovoria tiež, že brzdenie dlhu vyššieho ako 60% HDP (teda tzv. dlhová brzda) bolo pomerne silné – silnejšie ako ju v súčasnosti predpisuje sprísnený Pakt stability a rastu. A reakcia na ekonomický cyklus, ktorá charakterizuje kolísanie deficitu počas cyklu, hovorí, že automatická stabilizácia bola pomerne slabá.

Na smerovanie k vyrovnanému rozpočtovému hospodáreniu by bolo potrebné zlepšiť štrukturálne nastavenie rozpočtu, alebo by bolo potrebné požadovať, aby sa rozpočtové hospodárenie zlepšovalo aj vtedy, keď je deficit nižší ako 3% HDP, alebo keď dlh je menší ako 60% HDP. Reakcie, ktoré sme identifikovali sú však „symetrické“ – deficit väčší ako 3% vlády brzdia, zatiaľ čo deficit menší ako 3% ich snahu o lepšie hospodárenie oslabuje. Podobne, dlh väčší ako 60% HDP má za následok „zatiehnutie dlhovej brzdy“, kým dlh menší ako 60% HDP ich motivuje „využiť priestor“. Ochabnutie konsolidačného úsilia pri hospodárení lepšom, ako určujú Maastrichtské kritériá spôsobuje, že môže byť ohrozené smerovanie k vyrovnanému rozpočtu.

Pochopiteľne, ide o modelovú situáciu. Avšak „asymetriu“, teda snahu o konsolidáciu aj vtedy, keď deficit alebo dlh sú nízke, sa nám spoľahlivo nepodarilo potvrdiť¹². Táto požiadavka je zakomponovaná do sprísneného Paktu stability a rastu tak, že sa požaduje sústavné zlepšovanie rozpočtu najmenej o 0,5% HDP ročne aj vtedy, keď deficit je pod 3-percentnou hranicou. Podobná explicitná podmienka, vzťahujúca sa k dlhu, však neplatí.

3. Má eurozóna ešte priestor na financovanie vládných dlhov?

Súčasná napätá situácia pri financovaní vládných dlhov niektorých krajín eurozóny prinútila vlády eurozóny spojiť sily pri financovaní vládných dlhov tak, aby sa vysoko zadlžené krajiny vyhli pri (re)financovaní dlhov vysokým, často špekulatívnym trhovým úrokovým sadzbám, ktoré by spôsobili neudržateľne rýchle nabaľovanie ich dlhu. Viaceré krajiny - Írsko, Portugalsko, Taliansko a najmä Grécko, v ostatnom čase sa k nim pripojili svojimi žiadosťami tiež Španielsko, Cyprus a Slovinsko - preto využili na (re)financovanie dlhu, alebo na stabilizáciu bánk, zvýhodnené netrhové podmienky. To im umožnilo spomaliť nabaľovanie dlhu a získať čas na prijatie potrebných opatrení na zlepšenie bežného hospodárenia ich vládných rozpočtov. Takáto politika spolu s uvoľnením menovej politiky a ďalšími krokmi ECB predstavuje v súčasnosti nástroj na upokojenie situácie. Využíva silu a dôveru, ktorú má eurozóna ako celok a jej priestor na financovanie zadlženia, tzv. fiškálny priestor. Je však na mieste sa pýtať aký veľký je tento priestor.

Zodpovedanie tejto otázky je možné po určení hornej hranice zadlženia, akéhosi limitného dlhu, ktorý môže čerpať eurozóna. Umožňuje to prístup, ktorý pôvodne navrhli Ostry a i. (MMF). Jeho podstatou je nasledujúca úvaha:

- *Vlády reagujú na zadlženie tým, že výsledkom bežného hospodárenia – primárnou bilanciou – sa snažia odstrániť, alebo zmenšiť nabaľovanie dlhu, tak ako to charakterizuje vzťah (1) hore. Na to, aby dlh nerástol je potrebné, aby sa pri väčšom zadlžení primárna bilancia zlepšovala s rastúcim dlhom.*
- *Primárna bilancia, reakcia na dlh je nelineárnou funkciou úrovne dlhu, pričom táto reakcia v nejakom bode, pri určitej úrovni dlhu, dosiahne svoj vrchol a následne slabne. To vyjadruje pozorovanú skutočnosť, že hospodárenie v rozpočte nie je možné zlepšovať donekonečna, lebo za určitou hranicou takáto snaha spôsobuje také oslabenie dopytu v ekonomike, ktoré ju spomalí, alebo uvrhne dokonca do recesie¹³ a vtedy je ekonomicky nemožné hospodárenie rozpočtu zlepšovať. Vyjadruje to však tiež fakt,*

že zlepšenie alebo prebytok hospodárenia rozpočtu má politické náklady a tak za určitou hranicou slabne politická vôľa, schopnosť a zmysluplnosť takéhoto úsilia.

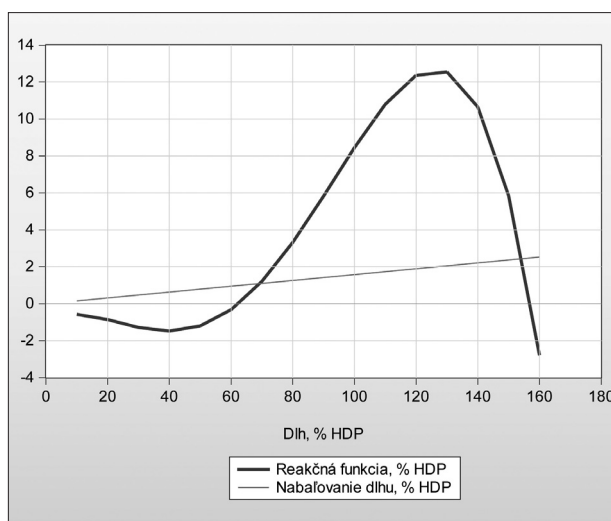
V práci (Hajnovič a i., 2012) bol uvedený prístup modifikovaný a aplikovaný na podmienky EÚ27. Tu uvedieme aplikáciu pre eurozónu.

Ako sme uviedli, reakcia na dlh je nedostatočná, keď nabaľovanie úrokových nákladov dlhu je väčšie ako saldo primárnej bilancie:

$$(it - gt) * dt - 1 > Pb,$$

teda, keď primárna bilancia nekompenzuje nabaľovanie dlhu. Nasledujúci Graf 4 ukazuje reakciu na dlh a čiaru nabaľovania nákladov dlhu pre eurozónu.

Graf 4 Reakcia na dlh a nabaľovanie dlhu v eurozóne, 1995-2008



Zdroj: Vlastný výpočet

Z výsledkov odhadu vyplýva, že „udržateľná úroveň dlhu“ pre eurozónu, ako vyplýva z dlhodobej reakcie na dlh, z úrokových nákladov a z tempa rastu eurozóny (odhad bol urobený na údajoch za obdobie 1995-2008) bola približne 70% HDP. Až pri tejto úrovni dlhu bola reakcia na dlh dostatočná na to, aby kompenzovala nabaľovanie nákladov dlhu. Je to viac ako Maastrichtský limit a svedčí to o tom, že reakcia a efekt snehovej gule v eurozóne pred krízou nebezpečovali dostatočné brzdenie zadlžovania. Z Grafu tiež vyplýva, že približne pri úrovni dlhu

155% HDP sa dosahuje kritická úroveň zadlženia – aj v tomto prípade sú reakcia na dlh a efekt snehovej gule rovnaké, avšak, na rozdiel od udržateľnej úrovne, pri dosiahnutí kritickej úrovne vláda boj s dlhom „vzdáva“ – jej reakcia na dlh za kritickou úrovňou slabne.

Graf 4 tiež ukazuje, že v intervale od 120 do 130% HDP dochádzalo v eurozóne v reakcii na dlh k obratu a až zadlženie približne 155% HDP predstavuje (teoretickú) kritickú hranicu dlhu pre eurozónu. „Teoretickú“ preto, lebo v skutočnosti už pri prvých náznakoch ochabnutia reakcie na dlh by veritelia pravdepodobne zvýšili rizikové marže. Tým by otočili čiaru nabaľovania dlhu prudko smerom nahor, čo by spôsobilo, že kritická úroveň dlhu by sa posunula smerom k nižším úrovňam dlhu. Táto reakcia veriteľov, niekedy špekulatívne prestrelená, môže dokonca spôsobiť, že súčasná reakcia na dlh - modrá krivka – by nemusela pokryť nabaľovanie nákladov dlhu (!) a vlády eurozóny ako celku by museli prikrčiť k urýchlenej konsolidácii rozpočtovej situácie, k prijatiu štrukturálnych opatrení. Tie by posunuli reakčnú funkciu smerom nahor a vytvorili by (obnovili) priestor na ďalšie financovanie dlhu – tzv. fiškálny priestor.

Súčasná úroveň dlhu v eurozóne, približne 87% HDP (2011), by preto nemala vôbec zvädzať k uspokojeniu. Fiškálny priestor približne 30-40% HDP eurozóny (cca 3-4 trilióny EUR), ktorý existuje medzi súčasnou úrovňou zadlženia a vrcholom reakčnej funkcie totiž vychádza z ekonomických **podmienok pred krízou**. V skutočnosti je tento priestor zmenšený okolnosťami, ktoré nastali po prepuknutí krízy:

- *Výhľad pre rast potenciálu ekonomiky eurozóny je znížený. Z inej analýzy, ktorej predbežné výsledky tu neprezentujeme, vyplýva, že spomalenie rastu potenciálu ekonomiky eurozóny k súčasným úrovňam (pod 1% ročne) spôsobí nielen rýchlejšie nabaľovania nákladov dlhu, ale súčasne výrazne zúži možnosti vlád reagovať na dlh prijatím ďalších konsolidačných opatrení. V dôsledku toho sa priestor na ďalšie financovanie dlhu eurozóny ako celku zmenší.*

- *Existuje stále neistota, či sa podarí **prijat' spoločné rozhodnutia**, ktoré umožnia stabilizovať situáciu pri financovaní dlhov (euroval, opatrenia ECB, banková únia, fiškálna únia...) a či budú dostatočne účinné. To spôsobuje, že sa očakávaná reakčná funkcia posúva smerom nadol a zužuje očakávaný fiškálny priestor.*

Záver

V príspevku sme ukázali, že dlhový problém eurozóny má svoj pôvod aj v tom, ako reagovali rozpočty jednotlivých krajín eurozóny na deficit a dlh. Sprísnený Pakt rastu a stability preto predstavuje správnu, hoci nie dostatočnú reakciu na deficit a dlhové problémy. Upozorňujeme najmä, že je potrebné, aby pri obmedzovaní deficitu a dlhu Pakt ešte viac zdôraznil potrebu asymetrie v konsolidácii. Krajiny, ktoré majú dlh vyšší ako je limit (60% HDP) ho musia znižovať dostatočným tempom, podľa veľkosti nadmerného dlhu. Súčasne by však aj krajiny, ktoré majú dlh pod hranicou 60% mali dlh znižovať a mali by prijať opatrenia, ktorými zabezpečia, že dlh neprekročí stanovenú hranicu, ktorá by mala byť nižšia ako 60% HDP.

V ďalšej časti príspevku sme ukázali, že reakcia eurozóny ako celku na dlh vytvára ešte priestor na ďalšie spoločné riešenie dlhových problémov. Súčasne však upozorňujeme, že tento priestor je zúžený súčasnými krízovými problémami, najmä očakávaným spomalením rastu potenciálu ekonomík eurozóny. Návrat k udržateľnej situácii si v takom prípade bude vyžadovať prijatie ďalších rozpočtových opatrení, ktoré zlepšia štrukturálne nastavenie vládnych rozpočtov. Časť tohto priestoru bola už využitá prijatými opatreniami vlád eurozóny a ECB. Okrem toho existuje stále ešte neistota, či eurozóna je schopná plne využiť svoj potenciál na spoločné riešenie problému zadlžených rozpočtov.

Autorom článku je František Hajnovič.

Pracoval v INFOSTATe v oblasti makroekonomických a mikroekonomických analýz a prognóz. Od r. 1994 pracuje vo výskume NBS. V r. 2002 pôsobil vo funkcii ministra financií.

- HAJNOVIČ F. (2010): Deficit and debt in the EU27 fiscal policies. Financial Stability report for the 1st half 2010, NBS, 2010
- HAJNOVIČ, F., Zeman, J., Žilinský, J.: (2012): Fiscal space in the Eurozone. In: Fiscal policy and coordination in Europe. Bratislava, NBS, June 2012
- OSTRY, J. D. et al. (2010): Fiscal space. IMF, Staff position note, Sep. 2010

-
- ¹ V celom príspevku hodnotíme vládny dlh a všetky ostatné veličiny, vzťahujúce sa rozpočtu tak, ako je v súčasnosti obvyklé – pomerom (hrubého dlhu verejného sektora) k nominálnemu HDP, vyjadreným v %. Ako ekvivalent k dlhu používame pojem zadlženie (HDP). Všetky údaje sú zo štatistiky EÚ (EUROSTAT).
- ² Literatúra, ktorá sa vyjadruje k súčasnej dlhovej kríze je veľmi rozsiahla. Vzhľadom na limitovaný rozsah tohto príspevku však odkážeme čitateľa na práce autora (Hajnovič, 2010) a (Hajnovič a i., 2012), kde je možné nájsť aj širší zoznam prác, vzťahujúci sa k predmetu tohto príspevku.
- ³ Reakcia vlád na súčasnú krízu bola pomalá a oneskorená najmä preto, lebo ju nepredvídali a kríza udrela s veľkou silou. Prijatie a najmä implementácia vládnych opatrení stabilizačných je však nevyhnutne len postupné.
- ⁴ Pôsobia proticyklicky
- ⁵ Tieto sadzby sú odvodené ako pomer medzi úrokovým nákladom dlhu v danom období (roku) a úrovňou dlhu v danom období (v %)
- ⁶ Zahrnuli sme krajiny eurozóny, vrátane Slovenska a Estónska v období od r. 1995 do r. 2008.
- ⁷ Naopak, keď je deficit menší ako -3% HDP, príjmy sa v nasledujúcom roku znižujú.
- ⁸ Vyššie výdavky sa v otvorenej ekonomike premietnu aj do zahraničia
- ⁹ % HDP
- ¹⁰ Vzhľadom na vzájomnú závislosť zmien v rozpočte na strane príjmov a výdavkov je posúdenie dlhodobej reakcie zložitejšie. Dá sa ukázať, že celková dlhodobá konsolidačná reakcia je silnejšia. Nebudeme sa mu na tomto mieste venovať.
- ¹¹ Produkčná medzera je bežne používaný ukazovateľ ekonomického cyklu. Vyjadruje (v % potenciálu ekonomiky) rozdiel medzi HDP a potenciálom ekonomiky (trendovou zložkou vývoja)
- ¹² Model zjednodušene charakterizuje správanie vlád eurozóny ako celku. Zodpovedné rozpočtové správanie niektorých krajín je odlišné len uvedeným „štrukturálnym nastavením“. Príkladom môže byť Estónsko, ktoré má „štrukturálne“ nastavenú konsolidáciu tempom viac ako 3,5% ročne.
- ¹³ Formálne nie je napríklad možné dosiahnuť prebytok vyšší ako 100% HDP.

Prehľad vývoja ratingových modelov vo vybraných krajinách (2. časť)

Peter VLKOLINSKÝ

Stav spracovania problematiky vývoja ratingových modelov v zahraničí¹

V prvej časti článku sme stručne popísali úverový proces a jeho fázy, ako aj rozdelenie metód používaných pri vývoji ratingových modelov zo strany niektorých odborníkov, ktorí sa venujú tejto problematike na Slovensku aj v zahraničí. Pre rozsiahlosť spracovania tejto témy v tejto časti článku uverejňujeme stav spracovania problematiky vývoja ratingových modelov v USA, stav jej spracovania v ostatných vybraných krajinách v zahraničí (Kanada, Anglicko, Írsko, Japonsko, SRN, Francúzsko, Švajčiarsko, Holandsko, Brazília, Česká Republika a Maďarsko), ako aj v Slovenskej republike uverejníme v nasledujúcich častiach článku.

Pred stručným popisom modelov je vhodné uviesť chronológiu ich vývoja vo svete za účelom lepšieho pochopenia súvislostí.

Začiatky predikčnej finančnej analýzy „ex ante“ spadajú do tridsiatych rokov minulého storočia a pojednávajú o nich už spomínané práce Prof. Ing. Karola Zalaia, PhD.² a Prof. Edwarda Altmana³:

„Pred vyvinutím kvantitatívnych ukazovateľov podnikovej výkonnosti, boli založené agentúry na dodávanie kvalitatívneho typu informácií hodnotiacich úverovú dôveryhodnosť obchodníkov. Napríklad predchodkyňa známej Dun & Bradstreet, Inc. bola založená v roku 1849 v Cincinnati, Ohio, aby poskytovala nezávislé výskumy úverovej dôveryhodnosti.

V tridsiatych rokoch minulého storočia boli vypracované formálne súhrnné štúdiá, ktoré sa zaobera-

li nepriaznivými prejavmi stavu neprosperity⁴ podnikov.“

Ako prvý sa touto problematikou zaoberal Fitz Patrick. V roku 1931 uverejnil štúdiu, v ktorej porovnával vývoj ukazovateľov v solventných a insolventných podnikoch. Upozornil na to, že vývoj vybraných podnikových ukazovateľov–indikátorov–sa už dlho pred prepuknutím vážnych ekonomických ťažkostí, ktoré spravidla vyústia do insolventnosti–začína v ohrozených podnikoch odlišovať. Štúdiá vypracovaná Smithom a Winakorom v roku 1935, ako aj niekoľko neskorších štúdií dospelo k záveru, že hodnoty pomerových ukazovateľov neprosperujúcich a prosperujúcich firiem sa významne odlišovali.

Ďalší krok vo výskume problematiky uskutočnil Merwin. V roku 1942 uverejnil výskum, podstatou ktorého bolo komparovanie aritmetických priemerov vybraných podnikových ukazovateľov, ktoré vyčíslil v úspešných a neúspešných podnikoch. Nedostatkom tohto výskumu bolo, že do súboru neúspešných podnikov zaradil aj také, ktoré prestali existovať aj z iných než ekonomických dôvodov.

Významný impulz pre zdokonaľovanie systémov včasného varovania znamenala koncepcia „slabých signálov“, ktorú vypracoval H. I. Ansoff. Tento autor sa zaoberal problematikou strategického plánovania podnikov a formuloval predpoklad, že strategické poruchy (prerušenia) sa ohlasujú tzv. slabými signálmi. Typické pre slabý signál je, že medzi signálom a ním ohlasovanou udalosťou nie je spočiatku jednoznačná príčinná súvislosť, a preto nie je spočiatku ani diagnostikovateľná. S pribúdaním informácií sa znižuje „nevedomosť“, nebezpečenie možno identifikovať a jeho účinky (dôsledky) lokalizovať.

Hickman sa v roku 1965 zaujímal o pomerové ukazovatele korporácií s vysokým stavom aktív, ktoré zaznamenali ťažkosti pri splácaní svojich dlhodobých záväzkov.

V roku 1966 publikovali svoje výskumné výsledky o systémoch včasného varovania dvaja autori – William H. Beaver (vytvoril základy pre použitie viacrozmerných metód) a Meir Tamari. V roku 1967 to bol Neter a neskôr, v roku 1968, Altman.

Títo autori sa považujú za zakladateľov vedeckého prognózovania finančného vývoja podnikov.“

Spomedzi horeuvedených autorov spôsobil pravdepodobne najväčší prielom v oblasti predikčnej finančnej analýzy „ex ante“ Prof. Edward Ira Altman z New Yorkskej Univerzity v USA, ktorý ako prvý použil štatistickú metódu viacrozmernej diskriminačnej analýzy MDA (multiple discriminant analysis), pomocou ktorej vyvinul svoj model.

Na Altmanovu metodológiu nadviazali teoretici aj praktici v USA aj v zahraničí. Zopakovali postup konštrukcie modelov za účelom vývoja národných – lokálnych modelov s cieľom ich rozšíreného používania za účelom účinného riadenia rizika a predchádzania stratám.

Nakoľko z nám dostupnej literatúry sa ako najkomplexnejšie spracované v oblasti predikčnej finančnej analýzy „ex ante“ javí práve dielo Prof. Edwarda Altmana, pri tvorbe prehľadu modelov používaných v zahraničí vychádzame z jeho knihy *Corporate financial distress and bankruptcy*⁵, z jeho práce o úspechu modelov predpovedania neprosperity podnikov⁶ *The success of business failure prediction models*, respektívne priamo z článkov, na ktoré sa vo svojich prácach odvoláva.

USA

V USA bolo vyvinuté nespočetné množstvo ratingových modelov, najväčším prínosom bol však model Edwarda Iru Altmana z New Yorkskej Univerzity z roku 1968. Altman vyvinul tri modely – jeden pre výrobné akciové spoločnosti s akciami verejne obchodovateľnými na burze (Z-skóre), druhý pre akciové spoločnosti, ktorých akcie neboli verejne obchodova-

teľné na burze (Z'-skóre) a tretí pre nevýrobné priemyselné spoločnosti (Z"-skóre). V jeho knihe *Corporate financial distress and bankruptcy*⁷ sú uvedené podrobnosti o vývoji týchto modelov, ako aj o ďalších modeloch vyvinutých v USA, tu uvádzame len ich veľmi stručný popis.

$$Z\text{-skóre} = 1,2 \cdot X_1 + 1,4 \cdot X_2 + 3,3 \cdot X_3 + 0,6 \cdot X_4 + 1,0 \cdot X_5, \text{ kde}$$

X_1 = (obežné aktíva – bežné pasíva)/aktíva celkom,

X_2 = nerozdelený zisk/aktíva celkom,

X_3 = (zisk pred zdanením + nákladové úroky)/aktíva celkom,

X_4 = tržová hodnota prioritných a kmeňových akcií (počet akcií * cena akcie)/cudzie zdroje,

X_5 = tržby celkom/aktíva celkom.

Firma so Z-skóre nižším ako 1,81 je považovaná za primárneho kandidáta na bankrot, a čím nižšie je skóre, tým vyššia je pravdepodobnosť, že celková finančno-ekonomická situácia spoločnosti bude nepriaznivá. Naopak, firma so Z-skóre vyšším ako 2,90 je považovaná za prosperujúci podnik a čím vyššie je skóre, tým vyššia je pravdepodobnosť, že celková finančno-ekonomická situácia spoločnosti bude priaznivá. Tento model správne (na viac ako 90 %) klasifikoval neprosperujúce firmy jedno účtovné obdobie pred zhoršením ich celkovej finančno-ekonomickej situácie a dosiahol viac ako 80 % presnosť v následných predikčných testoch.

$$Z'\text{-skóre} = 0,717 \cdot X_1 + 0,847 \cdot X_2 + 3,107 \cdot X_3 + 0,420 \cdot X_4 + 0,998 \cdot X_5, \text{ kde}$$

X_1 = (obežné aktíva – bežné pasíva)/aktíva celkom,

X_2 = nerozdelený zisk/aktíva celkom,

X_3 = (zisk pred zdanením + nákladové úroky)/aktíva celkom,

X_4 = účtovná hodnota prioritných a kmeňových akcií (počet akcií * cena akcie)/cudzie zdroje,

X_5 = tržby celkom/aktíva celkom.

Firma so Z'-skóre nižším ako 1,23 je považovaná za primárneho kandidáta na bankrot, a čím nižšie je skóre, tým vyššia je pravdepodobnosť, že celková finančno-ekonomická situácia spoločnosti bude nepriaznivá. Naopak, firma so Z'-skóre vyšším ako 2,90

je považovaná za prosperujúci podnik a čím vyššie je skóre, tým vyššia je pravdepodobnosť, že celková finančno-ekonomická situácia spoločnosti bude priaznivá.

$$Z^- \text{ skóre} = 6,56 \cdot X_1 + 3,26 \cdot X_2 + 6,72 \cdot X_3 + 1,05 \cdot X_4, \text{ kde}$$

X_1 = (obežné aktíva – bežné pasíva)/aktíva celkom,

X_2 = nerozdelený zisk/aktíva celkom,

X_3 = (zisk pred zdanením + nákladové úroky)/aktíva celkom,

X_4 = účtovná hodnota prioritných a kmeňových akcií (počet akcií * cena akcie)/cudzie zdroje.

Firma so Z^- -skóre nižším ako 1,10 je považovaná za primárneho kandidáta na bankrot, a čím nižšie je skóre, tým vyššia je pravdepodobnosť, že celková finančno-ekonomická situácia spoločnosti bude nepriaznivá. Naopak, akákoľvek firma so Z^- -skóre vyšším ako 2,60 je považovaná za prosperujúci podnik a čím vyššie je skóre, tým vyššia je pravdepodobnosť, že celková finančno-ekonomická situácia spoločnosti bude priaznivá.

⁸Mnohé dôležité zmeny v štandardoch výkazníctva zavádzané do praxe od šesťdesiatych rokov (minulého storočia)⁹ spôsobili neaktuálnosť Z-score v osemdesiatych rokoch. Model druhej generácie známy ako Zeta analýza [Altman a iní (1977)] bol už prispôsobený týmto zmenám, najmä kapitalizácii záväzkov z finančného leasingu. Výsledný lineárny diskriminačný model Zeta bol extrémne presný v období do 5 rokov pred zhoršením celkovej finančno-ekonomickej situácie klientov. Keďže model je výsledkom duševného vlastníctva, presné váhy siedmich premenných modelu neboli zverejnené.

V rámci spoplatnených služieb prognózovania neprosperity existujú v USA najmenej 4 štatistické „služby“, ktoré hodnotia riziko vzniku insolventnosti priemyselných spoločností:

(1) Model Z-score. Tento model je verejne dostupný a nie je potrebné si ho predplatiť vo forme štatistickej služby, aj keď ho niektoré firmy, ako Merrill Lynch, v takejto forme poskytovali,

(2) Model Zeta. Dostupný je v Zeta Services, Inc., Mountainside, New Jersey,

(3) Model „zničenia“ hazardného hráča. Vyvinul ho Wilcox v rokoch 1971 a 1976. Dostupný je v Advantage Financial Systems, Boston,

(4) QES score. Dostupný je v Divízii trustov, First Union Bank, Charlotte, Severná Karolína.

V rámci nefinančných metód alebo metód podnikateľského rizika môžeme spomenúť model vyvinutý profesorom Johnom Argentim¹⁰, nazvaný „Indexom podnikového zdravia–The Company Health Index“.

Tento prístup spočíva v identifikácii „nebezpečných signálov“ v hospodárskej činnosti a všeobecnom stave organizácie. Tieto „nebezpečné signály“ boli identifikované ako charakteristiky neprosperujúcich firiem–niektoré oprávnené a niektoré neoprávnené (vyskytovali sa aj v úspešných spoločnostiach). Môžeme zostaviť „nekonečný“ zoznam týchto „nebezpečných signálov“, z ktorých väčšina má však malé opodstatnenie.

Profesor John Argenti (1976) zjednodušil proces zhoršovania celkovej finančno-ekonomickej situácie klientov na tri odlišné typy. Každý jeden potenciálny proces zhoršovania celkovej finančno-ekonomickej situácie klientov môže byť klasifikovaný ako jeden z nasledovných troch typov klientov:

Typ č. 1–spoločnosť jedného muža,

Typ č. 2–dynamická spoločnosť,

Typ č. 3–zrelá spoločnosť.

Každý typ klienta je ľahko identifikovateľný svojimi charakteristikami, pričom zaznamenáva nepriaznivý vývoj a pokiaľ nie sú prijaté ozdravné opatrenia, nastáva nasledujúca postupnosť vyúsťujúca do zhoršovania jeho celkovej finančno-ekonomickej situácie:

Symptómy–poruchy–chyby– zhoršenie celkovej finančno-ekonomickej situácie klienta.

Poruchy nastávajú v troch hlavných oblastiach:

(a) Manažment–štýl riadenia jedného muža, nevyvážený počet členov štatutárneho orgánu,

(b) Účtovný systém–chybný alebo neexistujúci,

- (c) Odozva na zmenu – črta zrelej spoločnosti, ktorá sa neprispôsobuje zmenám.

Manažment

- (a) Vyváženosť štatutárneho orgánu: je predseda predstavenstva a generálny riaditeľ jedna osoba? Je to spoločnosť jedného muža? Má manažment široký rozsah skúseností?
- (b) Fungovanie štatutárneho orgánu: je v podniku kolektívne rozhodovanie? Je potrebné byť podozrivým pri jednom vedúcom, možnosti jednotlivca sú obmedzené. Dobře vedená spoločnosť bude prosperovať z titulu kolektívnych rozhodnutí a kolektívnej zodpovednosti.
- (c) Podpora stredného manažmentu: ak existuje absencia stredného manažmentu, je ťažké vidieť, ako môžu byť implementované rozhodnutia.

Účtovný systém

- (a) Ak účtovný systém neposkytuje včas potrebné informácie pre rozhodovanie, nemôžu byť prijímané vhodné a nápravné rozhodnutia. Pokrok nemôže byť monitorovaný, ak manažment nemá informácie, s ktorými by mal pracovať.
- (b) Tzv. „kreatívne účtovníctvo – skresľovanie výsledkov hospodárenia“ je takmer vždy spojené so zhoršením celkovej finančno-ekonomickej situácie klienta. Je to viditeľné, napríklad, pri precenení majetku, zmenách pri oceňovaní zásob a pri prevode nákladov do budúcich období. „Kreatívne účtovníctvo“ zlepšuje zisky a hodnoty ukazovateľov likvidity, ale je potrebné pamätať na to, že zisk je len predmetom očakávania, zatiaľ čo hotovosť je skutočnosťou.
- (c) Platby veriteľom a inkaso od dlžníkov. Úspešná spoločnosť bude pri svojej prevádzke používať pomerne stabilný obchodný model. Vplyvom nepriaznivého vývoja spoločnosti, ktorý sa prejaví zhoršením celkovej finančno-ekonomickej situácie klienta sa tento model začne odlišovať a zhoršovať, pretože spoločnosť nebude uvoľňovať hotovosť rovnako pravidelným spôsobom ako predtým. Spoločnosť sa bude snažiť o inkaso najľahšie vymožiteľných pohľadávok, ale ťažko vymožiteľné bude zanedbávať. Tento jav bude viditeľný neskôr počas zhoršovania jej celkovej finančno-ekonomickej situácie.

S jednou alebo viacerými z týchto porúch pevne zakorenenými v činnosti spoločnosti je len otázkou času, kedy bude urobená „monumentálna – významná chyba“, ktorá povedie k zhoršeniu jej celkovej finančno-ekonomickej situácie. Profesor Argenti tvrdí, že „chybou“ bude takmer isto jedna z nasledujúcich skutočností:

Neprimeraný objem podnikových výkonov (Overtrading)

Toto je pravdepodobne najvšeobecnejšia chyba, ktorá nastáva vtedy, keď neprimeraný objem podnikových výkonov dosiahne takú úroveň, že objem tržieb celkom rastie rýchlejšie ako objem zisku. Ak tento stav pretrváva, spoločnosť sa stane nelikvidnou.

Nadmerné zadlženie (Overgearing)

Táto situácia nastáva vtedy, keď je umožnené, aby zadlženie spoločnosti narástlo na takú úroveň, že aj normálne každodenné výkyvy v podnikateľskej činnosti predstavujú hrozbu prežitia spoločnosti. Ak sa spoločnosť dvakrát dostane na „dno“ naraz, nebude už schopná splácať svoje dlhy.

Neobvyklý projekt (The too-big project)

Vedenie spoločnosti si je vedomé skutočnosti, že jej existujúci predmet činnosti zažíva dlhodobé ťažkosti, preto sa pustí do realizácie nového a ambiciózneho projektu v nádeji, že tento umožní spoločnosti neobvyklý skok naspäť na cestu rastu. Všetko úsilie je venované tomuto projektu a keď nastanú sklzy (podľa autora určite nastanú), náklady sa enormne zvýšia a hotovosť sa neprimerane rýchlo minie. Klasickým príkladom bol podľa knihy Rolls Royce a jeho motor s označením RB211. V prípade urobenia jednej z takýchto významných chýb, sa hodnoty finančných pomerových ukazovateľov začnú ostro zhoršovať. Manažment sa pravdepodobne pokúsi zatajiť skutočnosť „kreatívnym účtovníctvom“, napríklad nárastom hodnoty zásob. Preto si je manažment vedomý toho, že pravdepodobnosť zhoršenia celkovej finančno-ekonomickej situácie klienta je vysoká, je nevyhnutné začať klásť otázky a navštíviť výrobné priestory spoločnosti.

Profesor Argenti navrhol skóringový systém s názvom „A“ skóre („A“ score), aby upozornil na tieto potenciálne slabé spoločnosti. Technika výpočtu „A“ skóre je znázornená nasledovne:

PORUCHY	Tabuľka č. 12
Autokratický generálny riaditeľ	8
Spojená funkcia predsedu predstavenstva a generálneho riaditeľa	4
Pasívne predstavenstvo	2
Nevyvážené skúsenosti, zvlášť nadmerne–technické	2
Nekompetentný finančný riaditeľ	2
Malý počet úrovní manažmentu pod predstavenstvom	1
Neexistencia rozpočtovej kontroly	3
Neexistencia plánov cash–flow, alebo neexistencia aktualizácie cash–flow	3
Neexistencia spoľahlivého kalkulačného systému	3
Slabá reakcia na zmeny, nedostatok vedomostí o podnikateľskom prostredí	15
PORUCHY SPOLU	43
<i>Nebezpečná známka pre poruchy</i>	<i>10</i>

CHYBY	Tabuľka č. 13
Vysoká zadlženosť	15
Neprimeraný objem podnikových výkonov (nedostatočný stav vlastného imania)	15
Neobvyklý projekt vo vzťahu k veľkosti podniku	15
CHYBY SPOLU	45
<i>Nebezpečná známka pre chyby</i>	<i>15</i>

SYMPTÓMY	Tabuľka č. 14
Signály zhoršovania celkovej finančno–ekonomickej situácie, napríklad znamenia včasného varovania typu Z–skóre	4
Kreatívne účtovníctvo, zvlášť zmeny predchádzajúcich politík, prejavujúce sa zvýšeným stavom zásob, nižším objemom odpisov a kapitalizáciou nákladov na výskum a vývoj alebo opravy a údržbu	4
Priestory a morálka	3
Znamenia ukončenia činnosti podniku	1
SYMPTÓMY SPOLU	12

	Tabuľka č. 15
CELKOVÉ MOŽNÉ MAXIMUM SPOLU	100
<i>Všeobecný znak ohrozenia</i>	<i>25</i>

Z vyššie uvedeného vyplýva, že celkový počet bodov za poruchy, chyby a symptómy spolu môže dosiahnuť 100, ale všeobecný znak ohrozenia predstavuje už celkový počet bodov 25.

*Autorom článku je Ing. Peter Vlkolinský, PhD.
úverový analytik AKCENTA, spořitelní a úvěrní družstvo, Bratislava*

Zoznam použitej literatúry

1. Knihy / Monografie

- ALTMAN, EDWARD I.: Corporate financial distress and bankruptcy, A complete guide to predicting & avoiding distress and profiting from bankruptcy. Second edition. John Wiley & Sons, Inc., 1993. ISBN 0-471-55253-4.
- CHECKLEY, K.-DICKINSON, K.: Problem Loans, A banker's guide. London, United Kingdom: Euromoney Books, Copyright © 2000 Euromoney Institutional Investor PLC, except where indicated, Hobbs the Printers Ltd, 2000. ISBN 1 85564 748 6.
- ZALAI, K. A KOLEKTÍV: Finančno-ekonomická analýza podniku. 7. rozšírené a doplnené vydanie. Bratislava: Sprint vfra., 2010. ISBN 80-88848-61-X.

2. Článok v časopise

- ALTMAN, EDWARD I.: The success of business failure prediction models, An international survey. Elsevier Science Publishers B. V. (North-Holland), 1984. ISBN 0378-4266/84.

3. Článok zo zborníka a monografie

- VLKOLINSKÝ, P.: Prehľad metód hodnotenia bonity klienta, uchádzajúceho sa o úver, bankovú záruku či iný aktívny bankový obchod, založených na metódach prognózovania finančnej tiesne, doktorandské minimum. Bratislava: Ekonomická univerzita v Bratislave, Fakulta podnikového manažmentu, Katedra podnikových financií, 2004.

¹ v tejto časti je použité doktorandské minimum autora článku s názvom „Prehľad metód hodnotenia bonity klienta, uchádzajúceho sa o úver, bankovú záruku či iný aktívny bankový obchod, založených na metódach prognózovania finančnej tiesne“ z roku 2004

² Prof. Ing. Karol Zalai, CSc. a kolektív, Finančno-ekonomická analýza podniku, strana 79, 7. vydanie, Sprint vfra, Bratislava, 2010

³ Corporate financial distress and bankruptcy, A complete guide to predicting & avoiding distress and profiting from bankruptcy, second edition, John Wiley & Sons, Inc., 1993, ISBN 0-471-55253-4

⁴ rovnako môže byť použitý aj pojem „insolventnosť“, „finančná tieseň“, „bankrot“ respektívne „prosperita“, „solventnosť“, prípadne iné pojmy, vo všeobecnosti však označujú priaznivú, respektívne nepriaznivú finančno-ekonomickú situáciu klientov

⁵ Altman, Edward I., Corporate financial distress and bankruptcy, A complete guide to predicting & avoiding distress and profiting from bankruptcy, second edition, John Wiley & Sons, Inc., 1993, ISBN 0-471-55253-4

⁶ Altman, Edward I., The success of business failure prediction models, An international survey, Elsevier Science Publishers B. V. (North-Holland), 1984

⁷ Altman, Edward I., Corporate financial distress and bankruptcy, A complete guide to predicting & avoiding distress and profiting from bankruptcy, second edition, John Wiley & Sons, Inc., 1993, ISBN 0-471-55253-4

⁸ Altman, Edward I., The Success of business failure prediction models, An international survey, p. 173, Elsevier Science Publishers B. V. (North-Holland), 1984

⁹ poznámka autora článku

¹⁰ Keith Checkley-Keith Dickonson, Problem Loans, A banker's guide, Euromoney Books, London, United Kingdom, Copyright © 2000 Euromoney Institutional Investor PLC, except where indicated, strany č. 131 až 134, Hobbs the Printers Ltd, ISBN 1 85564 748 6

Naozaj existuje na trhu drahých kovov bublina?

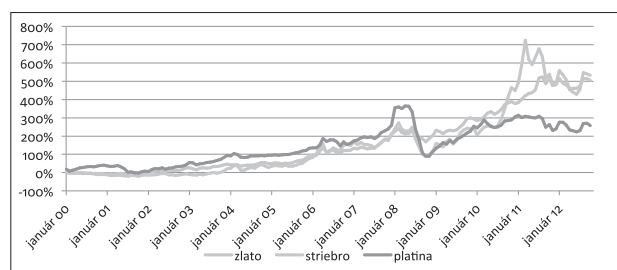
Peter ÁRENDÁŠ

Ceny drahých kovov v uplynulých rokoch zaznamenali prudký vzostup. Viedlo k tomu viacero dôvodov, od poklesu hodnoty papierových peňazí až po rastúci dopyt zo strany krajín emerging markets. Výrazný cenový rast upútal pozornosť mnohých analytikov, ktorí už niekoľko rokov hovoria o bubline na trhu drahých kovov a vystríhajú pred jej splasnutím. Detailnejší pohľad na základné fundamenty trhu drahých kovov však hovorí, že sa mýlia.

Trh drahých kovov v uplynulej dekáde

Turbulencie na finančných trhoch, sociálne a politické nepokoje, obavy z inflácie, rast svetovej populácie a neustále znehodnocovanie papierových peňazí sú faktormi, ktoré v uplynulej dekáde viedli k rastu cien drahých kovov. Cena zlata sa posunula z úrovne okolo 300 \$ v roku 2000, až na 1 700 \$ v roku 2012. V prípade striebra došlo v rovnakom období k nárastu z 5 na 35\$ a tretí spomedzi najznámejších a najviac používaných drahých kovov, platina, zaznamenal rast cien z 500 na 1 500 \$. Zlato navyše aktuálne ťahá sériu dvanástich po sebe nasledujúcich rokov s kladným rastom hodnoty. Vytrvalý rast cien drahých kovov vedie viacerých analytikov k tvrdeniu, že drahé kovy, predovšetkým zlato a striebro, sa nachádzajú v bubline, ktorá čochvíľa splasne.

Graf 1: Index vývoja priemerných mesačných cien zlata, striebra a platiny (2000 – 2012)



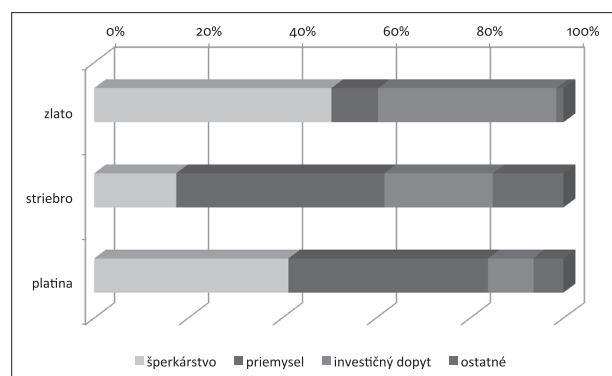
Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov Svetovej banky

Ako ukazuje graf 1, v období od januára 2000 do novembra 2012 vzrástli ceny zlata a striebra o viac ako 500%. Zatiaľ čo rast ceny zlata bol pomerne plynulý a výraznejšie ho neovplyvnila ani globálna finančná kríza roku 2008, pri striebre je vidno niekoľko výrazných rastových období nasledovaných obdobiami korekcie. Prvá vážnejšia korekcia nastala v krízovej druhej polovici roku 2008, ďalšia prišla na jar a v lete 2011, tesne po prudkom raste, kedy sa cena striebra v priebehu niekoľkých mesiacov zdvojnásobila. Platina si za uvedených 12 rokov polepšila o približne 250%. V predkrízovom období síce vykazovala najlepšie výsledky, no kvôli svojmu intenzívnemu využitiu v rámci automobilového priemyslu sa až dodnes nedokázala plne spamätať z prepadu v roku 2008.

Dopyt po drahých kovoch

Kľúčovými fundamentálnymi faktormi pri hodnotení aktuálneho stavu trhu sú dopyt a ponuka. V prípade troch najrozšírenejších drahých kovov existujú významné rozdiely v štruktúre dopytu, ktoré vedú k výrazným rozdielom v správaní sa ich cien.

Graf 2: Štruktúra dopytu po zlato, striebre a platine



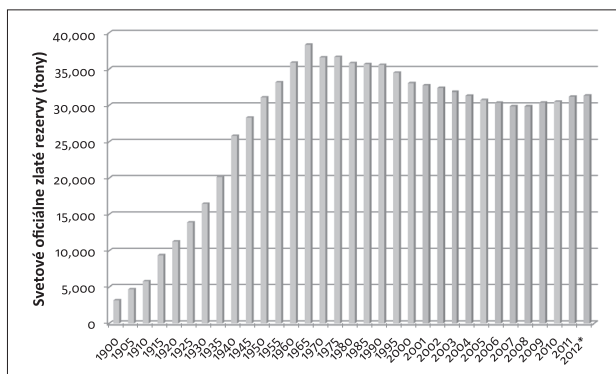
Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov The World Gold Council, The Silver Institute a Platinum Today

Štruktúru dopytu po zlate, striebre a platine zachytáva graf 2. Na prvý pohľad je zrejmé, že striebro a platina majú v porovnaní so zlatom oveľa intenzívnejšie priemyselné využitie. Priemysel je zodpovedný za viac ako 40% dopytu po platine, pričom automobilový priemysel je zodpovedný za približne 30% celkového dopytu, chemický za 4% a elektrotechnický za 3%. Zvyšné 3% pripadajú na sklársky a petrochemický priemysel. Ďalších vyše 40% dopytu je založeného na šperkárstve, investičný dopyt je po platine je iba necelých 10%.

V prípade striebra je priemysel zodpovedný až za 44% dopytu. V porovnaní s platinou tu však má významnejšie postavenie investičný dopyt (23%). Príčinou je historická skúsenosť, kedy striebro po celé tisícročia existovalo ako platobný prostriedok súbežne so zlatom. Hoci z menového systému vypadlo už pred viac ako 100 rokmi, stále je do určitej miery považované za uchovávateľa hodnôt a alternatívny platobný prostriedok, podobne ako zlato. Vďaka tomu sa striebro správa zároveň ako priemyselný, aj ako drahý kov. To ho odlišuje od zlata, ktoré sa správa ako drahý kov a platiny, ktorá sa správa viac ako priemyselný kov.

Zlato sa správa ako drahý kov najmä vďaka tomu, že priemysel zodpovedá len za necelých 10% dopytu. Dominuje šperkárstvo s viac ako 50% podielom a investičný dopyt s takmer 40% podielom na celkovom dopyte. Investičný dopyt má navyše v posledných rokoch silnú rastovú tendenciu. Príčinou je nielen rast dopytu zo strany retailových investorov, ale tiež inštitucionálny dopyt.

Graf 3: Vývoj objemu oficiálnych zlatých rezerv



*Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov
The World Gold Council*

Zatiaľ čo v predkrízových rokoch bol podiel nákupov centrálnych bánk na dopyte po zlate záporný, čiže centrálné banky predali viac zlata ako nakúpili, od začiatku krízy sa stali čistými nákupcami a v roku 2011 sa ich dopyt vyšplhal až na 10% celkového dopytu po zlate. Tento trend ukazuje aj graf 3, ktorý zachytáva vývoj oficiálnych zlatých rezerv medzi rokmi 2000 a 2012. Zatiaľ čo až do roku 2008 je možné sledovať postupné znižovanie objemu zlatých rezerv, od roku 2008, počas finančnej krízy, ktorá sa následne premenila na dlhovú krízu, objem zlatých rezerv rástol.

Dopyt po zlate je teda ťahaný predovšetkým obavami z neistého ekonomického vývoja a budúcej zvýšenej miery inflácie, naopak, platina je závislá predovšetkým od vývoja priemyselnej výroby, najmä v oblasti automobilového priemyslu, kde sa vo veľkom využíva na výrobu katalyzátorov. Práve nepriaznivá situácia v automobilovom priemysle v posledných rokoch negatívne vplývala tiež na ceny platiny. Naopak, striebro dokáže ťažiť nielen zo svojho statusu drahého kovu a akejsi lacnejšej alternatívy zlata, ale tiež zo svojho priemyselného využitia. Priemyselné aplikácie striebra sú v porovnaní s platinou oveľa viac diverzifikované, navyše elektrotechnický priemysel nie je krízou tak výrazne zasiahnutý. Ďalšou výhodou striebra je to, že sa v jednotlivých výrobkoch využíva len vo veľmi malých množstvách, často ide len o niekoľko gramov. Z toho dôvodu nie sú ceny finálnych produktov výraznejšie ovplyvňované rastúcou cenou striebra a priemyselný dopyt po striebre je pomerne cenovo neelastický.

Ponuka drahých kovov

Ťažobný sektor sa v posledných rokoch musí vyrovnávať s viacerými problémami. Či už ide o klesajúcu koncentráciu ťažených nerastov v ložiskách, rast cien energií, rast mzdových požiadaviek baníkov, rast kapitálových nákladov na výstavbu nových baní, alebo zhoršený prístup k financovaniu investičných projektov v pokrízovom období. Všetky tieto faktory tvrdo doliehajú tiež na producentov drahých kovov.

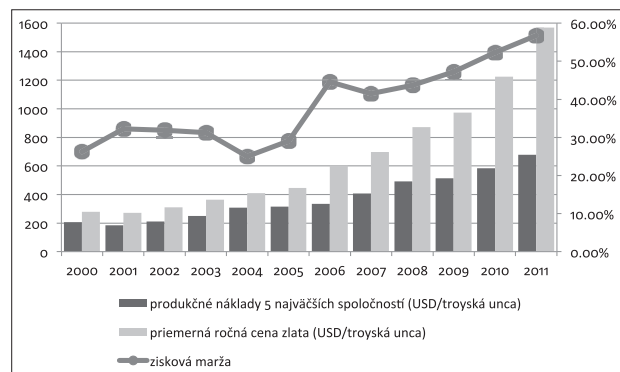
Veľkým problémom je predovšetkým nákladová inflácia. Najbohatšie a najdostupnejšie ložiská drahých kovov už boli vyťažené, ťažobné spoločnosti sa preto musia zameriavať na ložiská s nižšou koncentráciou dobývaného kovu, respektíve na ložiská

v ťažko dostupných oblastiach za polárnym kruhom alebo uprostred dažďových pralesov. To všetko tlačí na rast kapitálových nákladov nových projektov.

Zatiaľ čo ešte pred 100 rokmi sa ťažilo len viditeľné zlato, v súčasnosti už moderné technológie a aktuálne ceny zlata dovoľujú rentabilnú ťažbu ložísk s obsahom zlata menším ako 1 gram na tonu horniny. Ale aby sa takáto ťažba vyplatila, je potrebné vyťažiť a spracovať obrovské objemy horniny, čo vďaka úsporám z rozsahu zníži prevádzkové náklady. Na druhú stranu je však treba postaviť väčšiu baňu a viac techniky, čo výrazne zvyšuje kapitálové náklady. Na ich rast v súčasnosti často tlačí tiež potreba výstavby vlastnej infraštruktúry v odľahlých oblastiach. Kapitálové náklady rastú tiež kvôli rastúcim cenám stavebných materiálov. V posledných rokoch preto nie je ničím ojedinelým, keď sa výstavba bane predraží o desiatky, alebo dokonca stovky percent. Ako príklad môže poslúžiť kanadská spoločnosť Barrick Gold, ktorá je najväčším svetovým producentom zlata. Barrick Gold začal v roku 2009 výstavbu zlatej bane v ťažko dostupnom teréne na hraniciach Argentíny a Čile. Jej produkcia by mala byť na úrovni 850 000 trojských uncí zlata a 35 000 000 trojských uncí striebra ročne, pričom kapitálové náklady boli pôvodne odhadované na 3 miliardy USD. V roku 2011 bol tento odhad zvýšený na 4,7 miliardy USD. Najnovšie však Barrick Gold hovorí o sume 8 miliárd USD.¹ To predstavuje viac ako 150% nárast za necelé štyri roky. Z dôvodu rastu kapitálových nákladov bolo v posledných mesiacoch odložených viacero významných projektov. Napríklad Barrick Gold odložil projekt výstavby bane Cerro Casale (6 miliárd USD) a Donlin Creek (6,7 miliardy USD), banský kolos BHP Billiton zasa odložil rozšírenie bane Olympic Dam (zlato, striebro, meď, urán) za 30 miliárd USD.²

Rast produkčných nákladov pri ťažbe drahých kovov najlepšie ilustruje príklad zlata. Zatiaľ čo v roku 2000 sa priemerné produkčné náklady na 1 trojskú uncu zlata v podaní piatich popredných producentov (Barrick Gold, Newmont Mining, Goldcorp, AngloGold Ashanti, Gold Fields) pohybovali na úrovni 200 USD, v roku 2011 to bolo už takmer 700 USD a odhady za rok 2012 hovoria o prekonaní hodnoty 800 USD. To znamená štvornásobný nárast. Napriek tomu

Graf 4: Produkčné náklady piatich popredných producentov zlata



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov Barrick Gold, Newmont Mining, Goldcorp, AngloGold Ashanti a Gold Fields

cena zlata rástla podstatne rýchlejšie a zisková marža ťažobných spoločností sa takmer zdvojnásobila. Treba však zdôrazniť, že k zdvojnásobeniu došlo len na papieri. Dôvodom je spôsob vykazovania nákladov, kedy ťažobné spoločnosti vykazujú len náklady na banskú produkciu. V hodnotách zachytených v grafe 4 nie sú zohľadnené náklady na prieskum nových ložísk, kapitálové náklady na výstavbu nových baní, ani dodatočné kapitálové náklady na údržbu už existujúcich baní. Po zohľadnení všetkých týchto nákladov sa celkové náklady na jednu trojskú uncu pohybuju podľa odhadov analytikov z Agorafinancial okolo úrovne 1 400 USD.

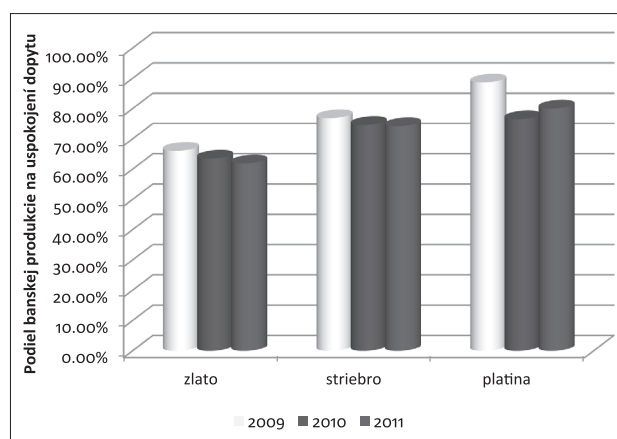
V prípade platiny je situácia ešte alarmujúcejšia. Väčšina svetovej produkcie pochádza z JAR, kde sa ťaží už viac ako 100 rokov. Ložiská blízko pri povrchu sú vyčerpané a väčšina baní ťaží v hĺbke 1-2 kilometre pod povrchom. To samozrejme zvyšuje nielen kapitálové náklady na rozvoj nových ložísk, ale aj ťažobné náklady. Tie sa pri platine pohybuju nad úrovňou 1 200 USD. Ak k tomu pripočítame ďalšie náklady, podobne ako v prípade zlata, dostaneme sa k úrovni okolo 1 800 USD. Súčasná cena platiny je však približne 1 600 USD, v lete 2012 sa pohybovala dokonca na úrovni 1 400 USD. Väčšina producentov má preto už v súčasnej situácii problémy s prežitím. Situáciu ešte viac vyhrocujú štrajky baníkov, ktorí požadujú vyššie mzdy. Rast miezd si však väčšina producentov pri súčasných cenách platiny nemôže dovoliť.

V prípade striebra je situácia ešte komplikovanejšia. V súčasnosti existuje len veľmi málo baní, ktoré sú primárne producentmi striebra. Vo väčšine prípa-

dov sa striebro ťaží ako vedľajší produkt v baniach na zlato alebo na meď. Odhady priemerných odvetvových nákladov na produkciu striebra sa preto výrazne líšia, väčšinou však hovoria o hodnote medzi 10 až 20 USD.

Výsledkom komplikovanej situácie ponukovej strany trhu drahých kovov v posledných rokoch je aj postupný pokles podielu banskej produkcie na uspokojení dopytu (graf 5). V prípade zlata je to približne 62% a podiel klesá, pri striebre ide o 74% a klesá a pri platine ide o 88% a napriek miernemu nárastu v roku 2011, oproti roku 2009 došlo k poklesu.

Graf 5: Podiel banskej produkcie na uspokojení dopytu po drahých kovoch



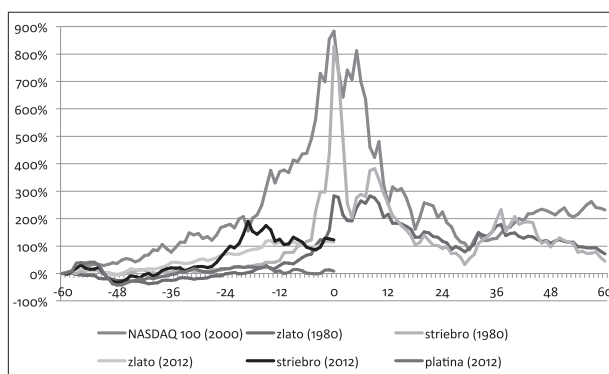
Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov The World Gold Council, The Silver Institute a Platinum Today

Ponuková strana trhu teda ani zďaleka nenaznačuje, že by bol trh drahých kovov v bubline, nieto ešte pred jej splasnutím. Rastúce kapitálové náklady vážne ohrozujú ponuku drahých kovov zo strednodobého hľadiska, zároveň rastúce produkčné náklady vytvárajú cenové dno, pod ktoré môže cena klesnúť len krátkodobo, nakoľko pri dlhodobejšom poklese pod túto úroveň veľká časť producentov bude nútená ukončiť ťažbu, čo vyvolá výrazný previs dopytu nad ponukou a ceny sa veľmi rýchlo vrátia nad hranicu priemerných produkčných nákladov odvetvia. Nakoľko toto cenové dno je v prípade zlata, striebra aj platiny pomerne blízko súčasným trhovým cenám, nedá sa v dohľadnej budúcnosti očakávať výraznejší dlhodobější prepád ich cien.

Porovnanie s bublinami minulosti

Ďalším argumentom proti tvrdeniam o bubline na trhu drahých kovov je jednoduché empirické porovnanie súčasnej situácie s niektorými známymi bublinami minulosti. Graf 6 zachytáva technologickú bublinu z roku 2000, striebornú bublinu z roku 1980 a prudký nárast ceny zlata v roku 1980, ktorý je tiež označovaný ako bublina. Zachytené sú priemerné mesačné ceny 60 období (5 rokov) pred aj po dosiahnutí cenového vrcholu. Pre porovnanie je zobrazený tiež vývoj cien zlata, striebra a platiny za uplynulých 60 mesiacov.

Graf 6: Porovnanie aktuálnej situácie s bublinami v minulosti



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov Svetovej banky a Yahoofinance

Z grafu je zjavné, že súčasná situácia sa k bubline ani zďaleka nedá prirovnávať. Bubliny sú charakteristické prudkým rastom ceny aktíva, ktorý trvá niekoľko mesiacov. Vrcholom je manická fáza, kedy ceny rastú prakticky exponenciálne. Po dosiahnutí vrcholu nasleduje prudký, takmer rovnako strmý prepád. Takýto klasický priebeh mala internetová bublina aj strieborná bublina. Takzvaná zlatá bublina roku 1980 mala miernejší priebeh, rast cien nebol tak prudký, navyše následný pokles bol relatívne plynulý. Je preto otázne, či sa táto udalosť dá označiť za bublinu.

Súčasná situácia na trhu zlata, striebra a platiny sa bubline ani zďaleka nepodobá. Keď sa aj nejaká bublina vytvára, tak sme ešte len v jej veľmi ranných štádiách a kým budeme môcť reálne hovoriť o hrozbe jej splasnutia, musí cena drahých kovov vzrásť o niekoľko stoviek percent.

Záver

Bubliny na finančných trhoch vrcholia manickou fázou, kedy investori a špekulanti bezhlavo nakupujú aktívum, ktorého cena exponenciálne rastie. V blízkosti vrcholu bubliny sú médiá plné vyhlásení o ďalšom raste a budúcich neuveriteľných ziskoch a dané aktívum je často súčasťou bežných rozhovorov širokej verejnosti. Podobnou situáciou sa vyznačovala internetová bublina (2000) a podľa pamätníkov aj akciová bublina na Wall Street tesne pred prepuknutím Veľkej hospodárskej krízy (1929). Súčasná situácia je taká, že drahé kovy nie sú predmetom výraznejšieho záujmu main-streamových médií a väčšina bežných ľudí ani netuší kde a akým spôsobom sa dá do drahých kovov investovať, respektíve aká je ich aktuálna cena. Taktiež empirická analýza ukazuje, že súčasný cenový vývoj ani zďaleka nepripomína bublinu.

Proti teórii o existencii bubliny na súčasnom trhu drahých kovov hovoria aj fundamentálne faktory. Dopyt po drahých kovoch, predovšetkým po zlate

a striebre rastie. Najvýznamnejšie mincovne hlásia rekordné predaje zlatých a strieborných mincí a zliatkov. Centrálné banky po celom svete sa predhávajú v pumpovaní stoviek miliárd nekrytých USD, EUR a iných mien do ekonomiky, čo znižuje reálnu hodnotu peňazí a zvyšuje obavy z budúcej hyperinflácie. Zároveň rastú ťažobné náklady, ktoré tlačia nahor úroveň dlhodobu udržateľného cenového dna. Rast kapitálových nákladov a problémy s financovaním v pokrízovom období zasa vyvolávajú otázky ohľadne budúcej úrovne banskej produkcie.

Všetky uvedené skutočnosti napovedajú, že drahé kovy nielenže nie sú v bubline, ale ich rastový potenciál ďaleko prevyšuje hrozbu a rozsah prípadného cenového prepadu.

Autorom článku je Ing. Peter Árendáš, PhD.

*z Katedry bankovníctva a medzinárodných financií NHF
EU v Bratislave*

Použitá literatúra

CHOVANCOVÁ, B. a kol.: *Komoditné trhy a reálne investície*. IURA Edition, Bratislava 2012. 349 s.

ISBN 978-80-8078-453-9.

<http://www.barrick.com/investors/news/default.aspx>

<http://designbuildsource.com.au/olympic-dam-expansion-postponed>

<http://www.gold.org/>

<http://www.silverinstitute.org/site/>

<http://www.platinum.matthey.com/>

<http://www.yahoofinance.com>

<http://data.worldbank.org/data-catalog/commodity-price-data>

¹ <http://www.barrick.com/investors/news/default.aspx>

² <http://designbuildsource.com.au/olympic-dam-expansion-postponed>

Finančná kríza a jej niektoré aspekty

Boris ŠTURC – Natália ŽOLDÁKOVÁ

Analýzu príčin súčasnej ekonomickej krízy je zrejme potrebné začať analýzou krízy vo finančnom sektore - práve táto kríza podľa väčšiny expertov priviedla k prepadu svetovej ekonomiky. Začiatok finančnej krízy ako takej je známy: krach na hypotekárnom trhu USA. Avšak dozrievať začal podstatne skôr - dlho pred vrcholom hypotekárneho trhu subprime obligácií.

Od začiatku osemdesiatych rokov sa v USA začal proces liberalizácie finančných trhov. Hlavným výsledkom tohto procesu bolo oslabenie regulovania úverovej činnosti bánk. Banky fakticky dostali právo samostatne definovať riziko investícií do trhových nástrojov a vytvárať na základe svojich výpočtov rezervy na tieto investície. Vzhľadom na to, že rezervy bánk sú tvorené zo základného kapitálu, výška ktorého je obmedzená, a zisk je tvorený hlavne úverovou činnosťou, takáto zmena pravidiel hry pochopiteľne umožnila bankám narastanie úverových portfólií. Nárastu objemu úverov v USA prispelo aj uľahčenie získavania krátkodobých zdrojov, keďže v Spojených štátoch postupne znižovali základné úrokové sadzby.

Samozrejme že toto nebol nepretržitý proces. Federálny rezervný systém USA strieda etapy zvyšovania a znižovania úrokových sadzieb, ale celková tendencia bola zrejماً. Ak sa na začiatku osemdesiatych rokov refinančné úrokové sadzby pohybovali na úrovni 19 % p.a., na začiatku deväťdesiatych rokov na úrovni 10 % p.a. tak v roku 2000 tento ukazovateľ bol len 6,5 % p.a.

Je treba podotknúť, že politika cyklického znižovania - zvyšovania úrokových sadzieb bola do určitého času opodstatnená. V období nízkych sadzieb sa rozvíjali všetky možné odvetvia, obdobie vysokých sadzieb umožňovalo preosiať najmenej efektívne oblasti ekonomiky, tie, kde bol minimálny dopyt akonáhle sa peniaze prestali rozdávať „zadarmo“. No politika liberalizácie spolu s nízkymi úrokovými sadzbami priniesla do tohto cyklického procesu ne-

kontrolovateľné prvky. Nízke sadzby prispeli k tomu, že bolo veľmi nevýhodné sporiť peniaze na bankových vkladoch (takisto nízko úročených), ale oveľa výhodnejšie bolo ich investovať na rastúcom kapitálovom trhu. Tiež bolo výhodné zadlžovať sa a liberalizácia finančného systému umožnila bankám zvýšiť objemy úverov, čo vlastne kompenzovalo periodické zvyšovanie úrokových sadzieb americkým Federálnym rezervným systémom. Je jasné, že stimulácia dopytu otvárala obrovské perspektívy pre rozvoj ekonomiky. Odtiaľto pochádza aj pôsobivý rast akciových indexov a investori dúfali, že táto idylka sa nikdy neskončí a bude pokračovať do nekonečna.

Problém bol ale v tom, že peniaze, ktoré sa objavili v procese úverovej emisie neboli kryté vyrobeným tovarom. Inými slovami, namiesto toho, aby sa vyrábal tovar, a potom sa vymieňal za peniaze, americká ekonomika generovala peniaze „z ničoho“ v nádeji, že tovar sa „pritiahne“. A on sa skutočne „pritiahol“, pričom vo veľkom objeme zo zahraničia - dôkazom toho je aj saldo obchodnej bilancie USA od začiatku osemdesiatych rokov.

Je však treba podotknúť, že robiť z tohto všeobecne rozšírený záver, že „Amerika žila len na účet tlačiarenskeho stroja a narastania dlhu“ a teraz bude dolár strmhlav padať, by nebolo celkom korektné. Po prvé - nehovoríme o pustení tlačiarenskeho stroja, ale o úverovej emisii komerčných bánk, ktorá bola možná vďaka oslabeniu regulácie ich činnosti. Ak banka, ktorá poskytne viacej úverov, ako si môže dovoliť, zbankrotuje, tak sa to týka jej veriteľov, akcionárov a partnerov, no netýka sa to spoľahlivosti národnej meny. Po druhé - rast štátneho dlhu je prirodzený spôsob neemisného financovania deficitu štátneho rozpočtu. A v prípade, ak japonskí investori kupovali americké štátne obligácie namiesto toho, aby investovali do rozvoja vlastnej ekonomiky je to skôr svedectvo o stave japonskej ekonomiky a nie americkej. Okrem toho, negatívny vplyv nárastu štátneho

dlhu na kurz USD bol zaznamenaný v rokoch 2001 – 2007, keď dolár v súvislosti s rastom vojenských výdavkov a zadlžovaním sa štátu značne oslabil voči Euru. Takže toto je prirodzený proces, a zatiaľ nie sú zjavné príčiny, aby sa v tomto smere prudko zmenila situácia. Po tretie – americké banky úverovali nielen domácu ekonomiku – stačí pripomenúť búrlivý rast zahraničných investícií do ruského akciového trhu v rokoch 2000 – 2007. Takže je to vlastne obdobie lacných peňazí vo svetovom meradle. Samozrejme, veľký význam má aj to, kto tieto peniaze získaval ako prvý – v tomto mali Američania výhodu.

Je možné povedať, že občania súčasných USA získali ako dedičstvo od svojich predkov hlavnú rezervnú svetovú menu – doláre a začali meniť dôveru k doláru na zahraničné tovary.

Je potrebné zdôrazniť, že veľkú úlohu pri rozširovaní úverovej emisie a nasledujúcom krachu trhov zohrali kvázipeniaze, napríklad hypotekárne obligácie, alebo, presnejšie povedané, takzvané štruktúrované finančné nástroje, t.j. nástroje, vytvorené z rôznych finančných produktov, a sústredených v jednej štruktúre.

Samotná myšlienka emisie podobných nástrojov vyzerá veľmi pekne, obzvlášť v retail segmente. Predpokladajme, že nejaká banka hromadne emituje úvery - napríklad hypotekárne. Túto prácu robí profesionálne: vie pracovať s dlžníkmi, ohodnotiť ich finančnú situáciu atď. Akonáhle poskytne úvery v určitej sume tak sa stretáva s určitou dilemou – rozpustiť úverové oddelenie a čakať na splatenie úverov, alebo získať dodatočné zdroje a pokračovať. Najjednoduchší spôsob získania zdrojov je vytvorenie portfólia z poskytnutých úverov a jeho predaj alebo založenie alebo emisia obligácií krytých týmto portfóliom.

Jednoduchý predaj kvôli získaniu úveru alebo emisia obligácií nie je zvlášť výhodná, nakoľko investori majú rôzne požiadavky na riziko a výnos z cenných papierov. Preto sa zvyčajne s portfóliom emituje niekoľko tranší obligácií, líšiach sa úrovňou rizika. Princíp je nasledovný. Z peňazí, ktoré splácajú dlžníci sa v prvom rade vyplácajú majitelia prvej tranše, potom (ak zostanú peniaze) majitelia druhej tranše atď. Nakoľko pomocou matematických metód je možné určiť pravdepodobnosť deflauty jedného dlžníka, každej tranši obligácií môže byť pridelený úverový rating zodpovedajúcej kvality.

O nedostatkoch tejto metodiky bude napísané neskôr. Zatiaľ spomenieme, že podobné schémy umožnili veľký nárast objemu úverov. Najviac likvidné (a takých bola väčšina) emisie štruktúrovaných finančných produktov sa obchodovali na trhu prakticky na úrovni štátnych dlhopisov. Považovali sa za veľmi spoľahlivé, na základe ich záruky nebolo problémom získať úver, prakticky v určitom význame zamieňali peniaze, nakupovali ich rôzne investičné banky a fondy do ktorých kvôli nízkym úrokovým sadzbám v bankách plynuli prostriedky amerických občanov. Takže američania úverovali sami seba a nič pritom nevyrábali.

Množstvo peňazí v ekonomike USA stále rástlo – spolu s možnosťou ich získania. Popritom proces vytvárania kvázi peňazí mal lavínovitý efekt. Nízke sadzby a možnosť získania úverov nielenže vytvárali lacné peniaze – tento efekt bolo potrebné vynásobiť rastom záujmu investorov o prudko rastúce aktíva pričom rast cien týchto aktív bol podmienený týmito lacnými peniazmi. Čím viac bolo týchto kvázi peňazí, tým drahšie boli cenné peniaze a tým viac sa približovala hodnota kvázi peňazí k hodnote skutočných peňazí.

Vráťme sa k lacným peniazom. Dlhodobé užívanie takéhoto narkotika v ekonomike je nebezpečné nielen kvôli vzniknutej eufórii ale aj pre stratu citu pre realitu. Oveľa nebezpečnejší proces spočíva v tom, že vzniknuté „odnikadiaľ“ peniaze vytvárajú konkurenciu naozajstným peniazom, t.j. získaným v procese výroby tovarov. Ľudia začínajú konať v súlade s nereálnym vnímaním situácie, a nie je dôležité, či je toto nereálne vnímanie situácie vyvolané bublinou na úverovom trhu alebo na komoditnom trhu. Je jasné, že dlho také niečo pokračovať nemôže – bubliny skôr alebo neskôr prasknú (kapitálový trh nemôže donekonečna vťahovať peniaze z ekonomiky – už len kvôli tomu, že cenné papiere sa nedajú jesť a dom z nich nepostavíte), v dôsledku čoho ilúzie miznú a ekonomické subjekty začínajú zosúlaďovať svoje plány s objektívnou realitou. Ak toto prebehne včas, nič strašného sa nestane – ako bolo už povedané, cyklus „boom – pád“ – je obyčajný jav, s ktorým FED USA do dnešných dní celkom úspešne nachádzal spoločný jazyk. Stačí pripomenúť relatívne bezbolestnú likvidáciu bubliny na trhu akcií technologických spoločností na začiatku tohto storočia.

No tento raz tresk bol oveľa silnejší. V lete 2004 FED začal ďalší cyklus plánovaného zvyšovania úrokov a v priebehu dvoch rokov úroky vyrástli z 1% na 5,25 % p.a. Pre amerických dlžníkov to bol šok, pretože úrokové sadzby úverových zmlúv v USA sú spravidla variabilné a sú naviazané na sadzby peňažného trhu. V dôsledku tohto kroku u mnohých dlžníkov suma mesačných splátok vyrástla viac ako dvakrát. V marci 2007 oznamovacie prostriedky oznamovali, že viac ako milión amerických rodín môžu zostať bez strechy nad hlavou, pretože nie sú v stave splácať úroky z hypoték

Prirodzene, že trh to pochopil len ako signál stagnácie na trhu nehnuteľností, čo samozrejme znamenalo spomalenie ekonomického rastu. Akciové indexy a ceny na nehnuteľnosti v USA začali klesať. Situácia sa opäť rozvíjala na základe lavínového efektu, pretože v súvislosti dlhými termínmi úverovania hypotekárny trh má jednu nepríjemnú vlastnosť – dokonca aj pri relatívne malom (napr. v porovnaní s akciovým trhom) znížení cien na domy pre mnohých dlžníkov je výhodnejšie prestať splácať dlhy, pretože kúpiť nové obydlie je lacnejšie než splácať predchádzajúce dlhy. Podľa údajov obsiahnutých v materiáloch FED spomedzi osôb ktoré si zobrali 30 ročný úver v r. 2005 v priebehu prvých desiatich mesiacov prestalo splácať dlh 3,33%, spomedzi tých, čo si zobrali úver v r. 2006 - 7,19% a v r. 2007 – 16,9%.

V týchto podmienkach FED urýchlene začal znižovať úrokové sadzby, čo priviedlo k ďalšiemu zníženiu kurzu dolára – investori znova začali cítiť pumpovanie peňazí do ekonomiky. Súčasne prudko vzrástli ceny na suroviny – očakávajú nadbytočné množstvo peňazí, začali špekulanti, predovšetkým hedge fondy hrať na rast cien na komoditných trhoch, nehľadiac na príznaky spomalenia ekonomického rastu. Výsledkom bolo prelievanie kvázi peňazí z trhu nehnuteľností a akciového trhu na komoditný trh, a okamžité vytvorenie ďalšej bubliny.

Krízou na trhu nehnuteľností sa problém nanešťastie neohraničil. Hromadné odmietnutie splátok hypoték priviedli k pádu cien na „spodné“ tranše hypotekárnych obligácií a v konečnom dôsledku – na všetko ostatné. Banky sa stretli s problémom ako oceniť reálnu hodnotu kvázi peňazí, ktoré mali v bilancii a zistili, že to nie je také jednoduché. Na príklad oceňovanie cenných papierov ratingovými agen-

túrami je tradične založené na historických údajoch štatistiky deflaťtov. Problémom zostáva ako použiť túto metódu, ak ide o relatívne nové produkty, ktoré predtým neboli testované žiadnou krízou.

Keď to banky pochopili, trh hypotekárnych obligácií okamžite prestal plniť svoju funkciu kvázi peňazí – nedalo sa s nimi jednoducho pracovať. Toto malo za dôsledok nový efekt – banky museli preceniť hodnotu svojich aktív v súlade s novou trhovou realitou. Nasledovalo prudké zníženie kapitalizácie bankového systému, takže banky nielenže neboli v stave poskytovať nové úvery, no začali urýchlene odvolávať predtým poskytnuté. Vtedy sa zistilo, že na trhu je katastroficky málo peňazí. Kvôli platobnej neschopnosti vznikla na trhu kríza dôvery – ak aj má banka normálnu bilanciu, kto vie, či sa nestane obeťou finančných problémov svojich obchodných partnerov. Nepomáhali ani opatrenia oznámené vládami a centrálnymi bankami, ktoré mali dodať potrebné peniaze. Symbolom sa stal bankrot investičnej banky Lehman Brothers, na jeseň 2008, ktorej obchodnými partnermi boli prakticky všetky veľké finančné inštitúcie.

Je jasné, že v podmienkach katastrofického nedostatku úverových zdrojov a poklesu spotrebiteľského dopytu ekonomika nemôže normálne fungovať. Najväčšie podniky sa ocitli na hranici bankrotu. Súčasne padli ceny na suroviny, čo bola prirodzená reakcia v podmienkach očakávanej recesie a deficitu peňažných zdrojov a tiež predchádzajúceho anomálneho rastu tohto trhu. Jedným slovom – aj táto bublina praskla.

V súčasnosti vlády rozvinutých krajín pokračujú v znižovaní úrokových sadzieb, podporujú banky pomocou poskytovania štátnych zdrojov, a tiež priamo nalievajú peniaze do ekonomiky cestou realizácie rôznych programov, zameraných na oživenie ekonomiky. Otázka, kedy tieto opatrenia budú mať očakávaný efekt ale zostáva otvorená.

Aj keď kríza ešte neskončila, k niektorým záverom regulátori finančných trhov už dospeli. Napríklad vláda USA začala vyšetrovanie špekulatívnych operácií hedžových fondov na komoditných trhoch a súčasne značne ohrančili ich možnosti. Európske vlády odporúčali bankám pozornejšie postupovať pri investíciách do štruktúrovaných finančných inštrumentov. Potenciálnym rizikom je nielen prudký nárast objemu transakcií s derivátmi a meškanie s ich vyrovnaním.

(„Podľa analýzy Counterparty Risk Management Group II (CRMG) z roku 2005 rozmach tohto trhu môže skomplikovať situáciu slabších firiem. Keďže s využitím kreditných derivátov sa riziko rozptýli medzi finančných investorov, dochádza k zníženiu transparentnosti, pokiaľ ide o to, kde a v akej forme sú distribuované potenciálne riziká.“¹) Kriticky sa preskúmajú požiadavky na činnosť ratingových agentúr. Cez to všetko sa podobné kroky zdajú do určitej miery povrchné.

Je pravda, že je možné obviniť ratingové agentúry v používaní nekorektných metodík, banky v nesprávnej úverovej politike, alebo regulátorov v tom, že umožnili zväčšovanie trhových bublín do kritických rozmerov. Toto sú však jednotlivé konkrétne problémy, ľudia robia chyby vždy. Je zaujímavejšie pokúsiť sa vyjasniť, v čom sú principiálne nedostatky existujúceho finančného systému. Pokúsime sa ponúknuť svoju verziu. Hlavný nedostatok dnešného svetového finančného systému spočíva v nedostatku trhových subjektov, ktoré majú záujem na stabilite. V epoche otvorených akciových spoločností a inštitucionálnych investorov to pochopiteľne znie paradoxne, pretože každý jednotlivý investor by mal byť v stabilite zainteresovaný, ale nie je tomu tak.

V skutočnosti súkromní investori vkladajú peniaze pomocou fondov. Ak management fondu bude vykazovať horšie výsledky než konkurencia, vkladatelia ho jednoducho opustia a preto je v jeho záujme rozmyšľanie o vykazovaní čo najvyšších výnosov v krátkom časovom období a nie rozmyšľanie o stabilite podnikania. Ďalej tento manager kupuje balík akcií – napr. banky, takže musí riešiť otázku, akú politiku on, ako akcionár bude od banky vyžadovať v daných podmienkach a takisto aj to, akcie akej banky nakúpi. Takže vznikne problém, či banka môže potom vynechať možnosť dodatočného zisku vďaka zväčšovaniu - aj keď rizikového - úverového portfólia. A to už nehovoríme o takých drobnostiach, ako to, že na základe krátkodobých výsledkov sa určuje objem odmien managementu. Podobných otázok môže byť veľa, no jadro problému zostáva – v systéme chýbajú samoregulačné mechanizmy.

Takže sa dá vysvetliť snaha jednotlivých subjektov trhu ísť s davom a v týchto podmienkach je nevyhnutný vznik davovej psychózy v súvislosti so vznikom rôznych bublín, schopných svojím prasknutím zničiť značnú časť finančného systému. Je jasné, že

súkromní investori, u ktorých sa to všetko začalo, budú postihnutí ako prví.

Je pochopiteľné, že teoreticky sledovať a nepripúšťať podobné procesy musí štátny regulátor. Bohužiaľ toto nie je tak jednoduché, aj keby sme pripustili, že regulátor bude fungovať bezchybne. Po prvé – prijímanie legislatívnych aktov je vždy oneskorené. Po druhé – v súvislosti s objemom prostriedkov nachádzajúcich sa v rukách špekulantov, zameraných na čo najrýchlejší zisk sú možnosti aj tých najväčších štátov obmedzené. Po tretie – v súvislosti s medziodvetvovou konkurenciou príliš tvrdé administratívne opatrenia privedú k tomu, že investori odídu z národného trhu a premiestnia sa inam. Súčasne sa dav investorov raz za čas mení na voličov, ktorí práve za toto budú štátneho regulátora kritizovať. Inými slovami – národný charakter regulovania protirečí globálnemu charakteru finančných trhov.

Riešenia sú v podstate len tri. Prvé – vytvorenie globálnych národných orgánov regulovania – (vzhľadom k rôznym národným záujmom a schopnosti ľudstva dohodnúť sa na niečom sa tomuto veriť nedá). Druhé – likvidácia globálneho finančného trhu a voľného pohybu kapitálu – t.j. fragmentácia finančného trhu, čo zrejme takisto nie je reálne. Tretie – prehodnotenie princípov fungovania akciového trhu (napr. zdanením krátkodobých investícií je možné preorientovať management na dlhodobé výsledky.)

Autormi článku sú Ing. Boris Šturm, CSc.

a Ing. Natália Žoldáková

z Katedry bankovníctva a medzinárodných financií NHF

EU v Bratislave

¹ Ing. Malacká Viera, PhD.,: Kreditné deriváty ako produkt globálneho finančného trhu, Biatec 4/2007, NBS, Bratislava 2007

Finančná stabilita a reforma medzinárodného finančného systému

Erich SZANTÓ

Úvod

Hypotekárna kríza v USA viedla k svetovej finančnej kríze. Svetová finančná kríza najviac postihla väčšinu priemyselných vyspelých štátov sveta. V súčasnosti je známy celý rad faktorov, ktoré viedli ku vzniku svetovej finančnej krízy. S jednotlivými faktormi je možné oboznámiť sa v správe¹, ktorú vypracovala odborná komisia v USA. Závety tejto komisie sú jednoznačné, že krízu bolo možné odvrátiť za predpokladu, že by sa dodržiavali v praxi všetky legislatívne normy, ktoré boli prijaté v USA vo finančnom sektore. Na základe podrobných analýz možno konštatovať, že ku vzniku hypotekárnej krízy v USA a následne ku vzniku svetovej finančnej

krízy prispelo veľa v súčasnosti už známych faktorov².

Opatrenia na posilnenie finančnej stability

V snahe odvrátiť možnosť vzniku podobných kríz v budúcnosti medzinárodné menovo-finančné inštitúcie (Banka pre medzinárodné platby - BIS, Medzinárodný menový fond – MMF) a Skupina 20 sa rozhodli o vytvorení inštitucionálneho a legislatívneho rámca, ktorý by mal eliminovať vznik možných finančných kríz v budúcnosti. Za týmto účelom bol vytvorený tzv. komplexný rámec pre mikro- a makroobozretnú politiku pre zabezpečenie finančnej stability (viď tab. 1).

Tabuľka 1. Alternatívne nástroje posilnenie finančnej stability

Politiky	Cieľ	Nástroje
Mikroobozretná politika	Obmedziť riziká k jednotlivým inštitúciám	Napr. objem a kvalita kapitálu, leverage ratio
Makroobozretná politika	Obmedziť riziká vo finančnom sektore	Napr. proticyklické opatrenia
Menová politika	Cenová stabilita	Napr. politika úrokovej miery
	Riadenie likvidity	Napr. politika kolaterálu, rezervy a ich úroková miera
	Znížiť finančné nerovnováhy	Napr. politika minimálnych rezerv, riadenie likvidity, devízové rezervy
Fiškálna politika	Riadenie agregovaného dopytu	Napr. dane, automatické stabilizátory,
	Vytvorenie fiškálnych zdrojov v dobrých časoch	Napr. opatrenia na zníženie verejného dlhu, dane za finančné transakcie
Kontrola kapitálu	Limitovať nevhodné spojenie jednotlivých mien	Napr. limity pre otvorené pozície s devízami, obmedzenia na niektoré druhy finančných aktív
Infraštruktúra finančného systému	Posilnenie pružnosti infraštruktúry finančného systému	Napr. väčší objem obchodovania finančných derivátov na burzách

Zdroj: vlastné spracované (Hannoun, 2010)

Svetová finančná kríza viedla k reforme medzinárodného finančného systému. V praxi to znamená, že je potrebné sledovať jednotlivé ukazovatele tak makro-, ako aj mikroekonomickej úrovne. Medzi Skupinou 20, Bankou pre medzinárodné platby a Medzinárodným menovým fondom existuje zhoda v tom, že je dôležité implementovať tzv. makroobozretnú politiku. Na dosiahnutie základných cieľov v makroobozretnej politike je potrebné zaviesť aj zodpovedajúce nástroje pre túto politiku.

Základným cieľom makroobozretnej politiky je zvýšenie odolnosti finančného systému voči systemovému riziku. V súčasnom procese prehlbujúcej sa finančnej globalizácie, t.j. pri silne prepojených inštitúciách, a nástrojoch na finančných trhoch a v snahe eliminovať možné akumulované riziká je potrebný dohľad tak na mikro-, a macroekonomickej úrovni. Problematika eliminácie systémového riziká v podmienkach EÚ bola vypracovaná v tzv. de Larosièrovej správe.

De Larosièrová správa

Vo februári 2009 bola zverejnená správa pripravená skupinou pod vedením de Larosière o dohľade nad finančným trhom v štátoch EÚ. Výsledkom podrobnej analýzy tejto správy je vytvorenie nového Pan európskeho dohľadu nad finančným trhom. V septembri 2009 Európska komisia prijala legislatívne zmeny, ktorých cieľom je posilnenie dohľadu nad finančným trhom.

Výsledkom de Larosièrovej správy bolo vytvorenie Európskeho systému dohľadu nad finančným trhom

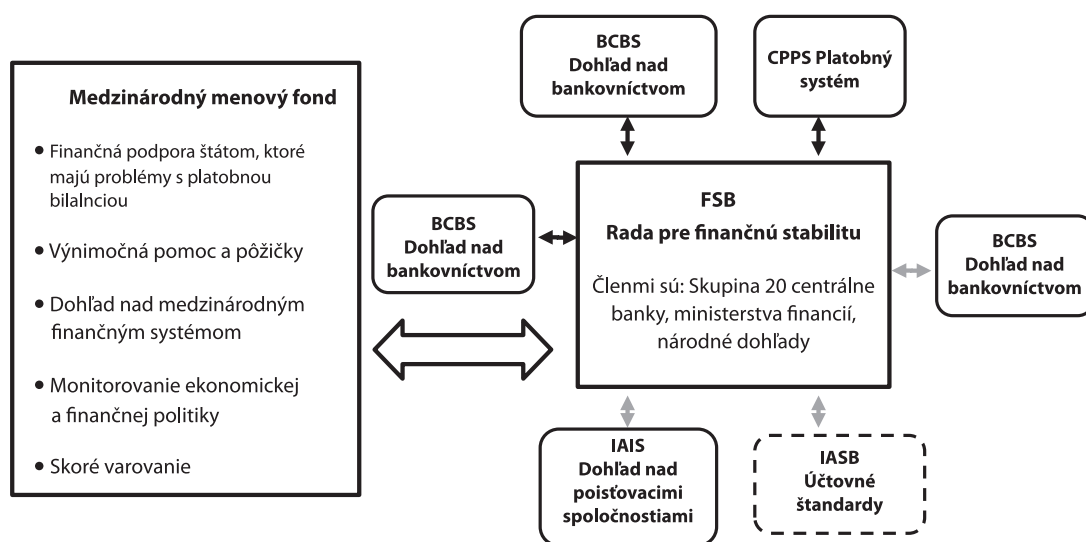
(European System of Financial Supervisors - ESFS). ESFS je decentralizovaným systémom troch nových dohľadov a to v oblasti bankového sektora, poisťovníctva a kapitálového trhu³. ESFS pripraví aj technické štandardy, ktoré budú záväzné v Európe pre celý finančný sektor. Vytvorenie Európskeho systému dohľadu nad finančným trhom je súčasťou reformy rozsiahlej reformy nad medzinárodným finančným trhom.

Reforma medzinárodného finančného systému – medzinárodná spolupráca

Proces prehlbujúcej finančnej globalizácie v posledných rokoch viedol k zvýšeniu systémového rizika. Preto na zvýšenie konzistentnosti a dôveryhodnosti pri riadení systémového rizika na medzinárodnej úrovni je potrebné vytvoriť medzinárodný legislatívno-inštitucionálny rámec. V podmienkach Európskej únie bola vytvorená Rada pre riadenie systémového rizika v Európe (the European Systemic Risk Board (ESRB)).

Vzhľadom na rastúcu prepojenosť jednotlivých národných finančných trhoch je potrebné, aby dohľad nad finančným sektorom mal medzinárodný charakter (viď schéma 1). V novoinštitucionálnom postavení pri dohľade nad medzinárodným finančným trhom dôležitú úlohu má Medzinárodným menový fond. Ten okrem svojej pôvodnej činnosti poskytovanie finančnej pomoci pri financovaní nerovnováh platobných bilancií jednotlivým štátom sa zaobera aj dohľadom na medzinárodným finančným trhom, monitorovaním ekonomickej a finančnej politiky, ale

Schéma 1: Medzinárodný dohľad nad finančným trhom



Zdroj: EK, ECB (2009)

tiež sa predpokladá, že bude monitorovať vývoj vo finančnom sektore a poskytne včasné varovanie v prípade očakávaných rizík v tomto sektore. Medzinárodný menový fond bude úzko spolupracovať s Radou pre finančnú stabilitu, ktorá zahŕňa Skupinu 20 a národné centrálné banky, ministerstva financií a národné dohľady na finančnom trhu. Súčasťou tohto inštitucionálneho usporiadania sú okrem dohľadov nad bankovníctvom a poisťovníctvom aj platobné systémy a účtovné štandardy.

Záver

Vzhľadom na prebiehajúci sa process finančnej globalizácie Skupina 20, Medzinárodná banka pre me-

dzinárské platby a Medzinárodný menový fond sa dohodli, že je potrebné na zabezpečenie stability medzinárodného finančného sektora vytvoriť inštitucionálny a legislatívny rámec na mikro- a makroekonomickej úrovni. Vytvorenie medzinárodného dohľadu vytvorí systémové a vecné predpoklady pre včasné varovanie pri možných rizikách vo finančnom sektore v budúcnosti.

Autorom článku je Ing Erich Szantó, ktorý dlhé roky prevažne pôsobil v oblasti zahraničného obchodu. Bol tiež obchodným radcom v štáte Izrael v rokoch 1990-1996

Literatúra:

- 1/ Basel Committee on Banking Supervision. „An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements“, August (2010).
- 2/ BIS, Basel Committee on Banking Supervision: Basel III, A global regulatory framework for resilient banks and banking systems, December (2010).
- 3/ Borio, C.: Implementing a macroprudential framework: Blending boldness and realism. In: *Research Conference „Financial Stability: Towards a Macroprudential Approach“*, Honk Kong SAR, 5-6 July (2010) available at: <http://www.bis.org/reportofficepubl/hkimr201007.12c.pdf>
- 4/ Caballero, R., Krishnamurthy, A.: Global imbalances and financial fragility. In: *American Economic Review* 99, (2009) pp. 584-588.
- 5/ Financial Stability Board. „Progress since the Pittsburgh Summit in Implementing the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability“, Report of the Financial Stability Board to G20 Finance Ministers and Governors, November (2009).
- 6/ Hanson, S., Kashyap, A., Stein, J.: A macroprudential approach to financial regulation. In: *Journal of Economics Perspectives*. (2010).
- 7/ Stein, J. C.: *Monetary policy as financial stability regulation*. Working Paper, Harvard University (2010) available at: <http://www.economics.harvard.edu/faculty/stein/files/MonetaryPolicyAsRegulation-8-2010.pdf>

-
- ¹ Správa „The Financial Inquiry? Commission Report“ bola vypracovaná nezávislou odbornou komisiou a dospela k záveru, že krízu bolo možné odvrátiť.
 - ² Vo všeobecnosti je zhoda v tom, že medzi základné faktory, ktoré viedli ku vzniku hypotekárnej krízy v USA patria predovšetkým: expanzívna menová politika Federálneho rezervného systému, zlyhanie dohľadu a regulácií nad finančným trhom, zlyhanie ratingových a audítorských spoločností, zlyhanie riadenia rizika vo finančnom sektore, kombinácia nadmerného poskytovania finančných zdrojov a nedostatok transparentnosti pri ich poskytovaní, nedostatočná aktivita vlády pri zabránení nežiaduceho vývoja, deregulácia vo finančnom sektore a nedostatočná zodpovednosť a etika pri realizácii operácií vo finančnom sektore.
 - ³ Výbor pre dohľad nad bankovníctvom (Committee of European Banking Supervisors – CEBS), Výbor pre dohľad nad poisťovníctvom a penzijnými fondami (Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors – CEIOPS), and Výbor pre reguláciu na trhu s cennými papiermi (Committee of European Securities Regulators – CESR).
 - ⁴ Sídlo ESRB je v Európskej centrálnej banke. Cieľom ESRB je uskutočňovať makroobozretnú politiku z pohľadu rôznych možných rizík pre finančnú stabilitu v štátoch EÚ.

Súčasný problémy v Grécku a ich vplyv na Eurozónu

Rastislav KRUL' - Elena KAŠŤÁKOVÁ

Svetová ekonomika je v najhoršej recesii od konca II. svetovej vojny. Prognózy hospodárskeho rastu sú každou aktualizáciou pesimistickejšie a nálady na finančných trhoch pripomínajú jazdu na horskej dráhe. Eurozónu dnes sužujú problémy, ktoré ohrozujú jej samotnú existenciu a za ich hlavného spúšťača je považovaný „líder“ v deficitnom financovaní – Grécko. No môže za všetko iba nezodpovedná grécka vláda a vraj leniví Gréci? Veď aj keltský tiger Írsko, ktorý bol donedávna považovaný za ukázkový príklad rozvoja ekonomiky, sa ocitol na rovnakej eurovalovej lodi.

Grécko na ceste od ekonomického tigra k outsiderovi eurozóny

Aj v neďalekej histórii Grécka nájdeme zmienky o výraznej ekonomickej prosperite. Obdobie medzi začiatkom 50. a polovicou 70. rokov je označované ako „grécky hospodársky zázrak“. Priemerný ročný prírastok hrubého domáceho produktu (HDP) predstavoval takmer 6,5 % a ekonomika sa po Japonsku stala druhou najrýchlejšie rastúcou vo svete. Rast pokračoval aj napriek nastoleniu pravicovej vojenskej diktatúry v roku 1967 a jeho ťahúňom bol predovšetkým prílev zahraničných investícií do chemického priemyslu, rozvoj cestovného ruchu a služieb, poľnohospodárstva a obrovské infraštruktúrne projekty. Spomalenie prinieslo až opätovné nastolenie demokracie v roku 1974 a vývoj vo svetovom hospodárstve.

Ropné šoky odkryli v krajine mnoho štrukturálnych nedostatkov a postihli najmä menej efektívne štátne podniky. Vláda A. Papandrea, v snahe udržať volebné preferencie, začala zvyšovať rozpočtové výdavky na sociálne transfery, či mzdy v štátnom sektore. Výsledkom bol nárast pomeru verejného dlhu k HDP, ktorý po nástupe ľavice v roku 1981 dosahoval úroveň iba 25 %. O dvanásť rokov neskôr už ale prekročil hranicu 100 % HDP.

Vstup Grécka do Európskeho spoločenstva (ES) v januári 1981 priniesol krajine ďalšie problémy. Otvorenie trhu spôsobilo, že dovtedy protekcionisticky chránené štátne podniky, museli zrazu čeliť silnej zahraničnej konkurencii. Členstvo podporilo prílev tovarov z ostatných krajín a obchodný deficit sa tak začal prehlbovať. Pomer medzi objemami dovozov a vývozov sa nakoniec na dlhé roky ustálil na 3:1. Dokonca aj obchodná bilancia s poľnohospodárskymi plodinami ostala deficitná. Celá situácia prerástla až do krízy konkurencieschopnosti.

Napriek štedrým európskym dotáciami, prebiehala reštrukturalizácia hospodárstva len veľmi pomaly. Chýbajúca reforma gréckeho pracovného trhu, pomalá privatizácia, či regulovaný bankový sektor odrádzali investorov. Zlú ekonomickú situáciu potvrdzovali aj viaceré ekonomické ukazovatele. Pri podpise Zmluvy z Maastrichtu v roku 1991, dosaho-

Tabuľka 1 Vybrané makroekonomické ukazovatele (priemerná ročná hodnota)

	1951-1974	1975-1980	1981-1993	1994-2000
Rast HDP (%)	6,4	4,68	1,42	2,81
Inflácia (%)	6,0	14,98	17,96	6,64
Nezamestnanosť (%)	4,0	2,07	8,03	10,09
Verejný dlh (k HDP)	16,7	28,6	111,6	103,5
Bilancia rozpočtu (%)	0,4	-2,5	-10,9	-5,9

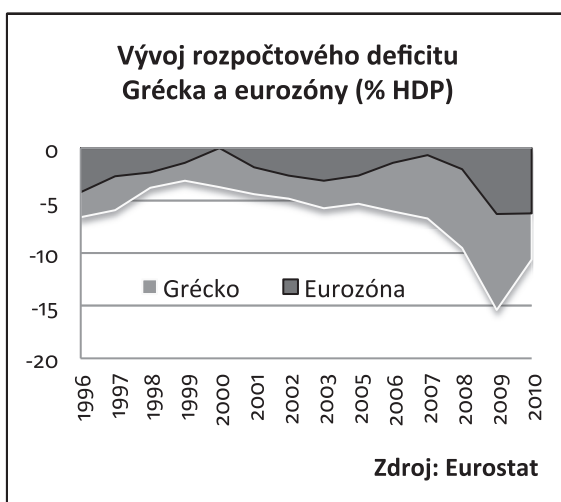
Zdroj: OLTHETEN, E., PINTERAS, G., SOUGIANNIS, T.: Greece in the European Union: policy lessons from two decades of membership. 2003.

vala napr. grécka miera inflácie 19,8 % (priemer EÚ-11 4,07 %) a rozpočtový deficit 11,5 % HDP (3,64 %). Verejný dlh prekračoval úroveň výkonu ekonomiky a jeho rýchla akumulácia spôsobila, že len na samotné splácanie úrokov šlo v danom roku asi 12 % HDP. Význam následného konvergenčného programu nemožno poprieť, no vzhľadom na nespoľahlivé makroekonomické údaje, ho len ťažko posúdiť.

Členstvo v prestížnom euroklube posilnilo grécky hospodársky rast na dvojnásobok priemeru ostatných členov. Hnacím motorom bola ale domáca spotreba, ktorá sa na celkovom raste podieľala až 80 %. Jej rast podporil najmä pokles gréckych úrokových sadzieb, ktorý nezodpovedal skutočnému stavu ekonomiky, ale skôr vnímaniu eurozóny ako silného celku. Táto ilúzia sa však po roku 2008 veľmi rýchlo rozplynula. Dnes tak môžeme konštatovať, že Grécko nebolo na vstup do ES a eurozóny dostatočne hospodársky pripravené. Kombinácia rastu zahraničnej konkurencie a populistickej vlády dovedla krajinu technicky až k bankrotu.

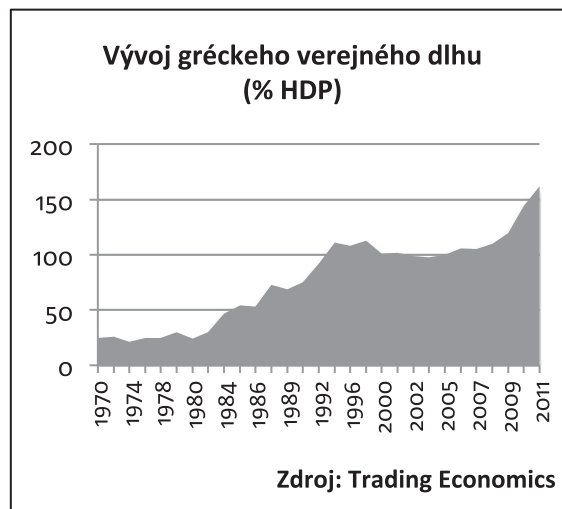
Okolnosti vstupu Grécka do eurozóny

Prijatie eura v Grécka v roku 2001 malo dvojročné meškanie, ktorého dôvodom bolo nesplnenie ani jedného z maastrichtských kritérií pred rokom 1999. Podobne tomu bolo aj neskôr a dnes sú už dobré známe grécke kreatívne štatistické metódy. Ako to teda naopak so vstupom Grécka do eurozóny bolo?

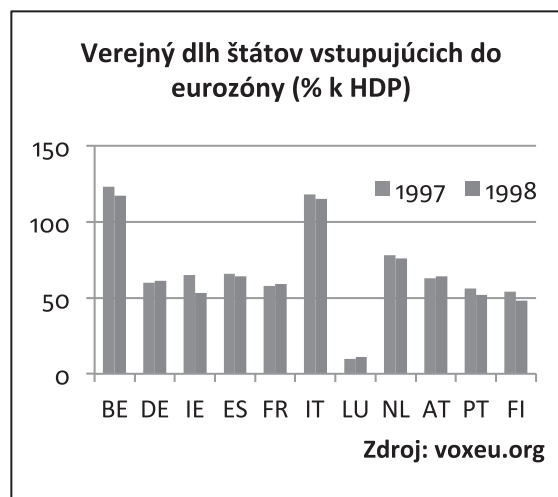


Grécky rozpočtový deficit od vstupu krajiny do ES nikdy nedosiahol hranicu 3 % HDP. Do roku 1999 možno sledovať jeho klesajúcu tendenciu, no vláda nedokázala dlhodobjšie udržať konsolidačné opat-

renia. V rokoch 1999-2000, teda v porovnávaných rokoch pred vstupom, dosiahla revidovaná výška deficitov 3,7 a 4,4 % HDP (pôvodne 1,9 a 2,0 % HDP).



Výška verejného dlhu, ktorý by podľa Zmluvy z Maastrichtu mal dosiahnuť max. 60 % HDP, resp. klesať uspokojivým tempom, nebol v prípade Grécka taktiež dosiahnutý. Pojem „uspokojivé tempo“ nebol navyše nikdy jasne definovaný. Požadovanú hranicu nespĺňa krajina od druhej polovice 80. rokov a jej predvstupová úroveň sa pohybovala okolo 105 % HDP.



Ostatní členovia zaujali k tejto alarmujúcej hodnote benevolentný prístup. Dôvodom bol zjavne fakt, že viacero krajín malo so splnením 60 %-nej hranice problém. Predvstupové úrovne verejných dlhov boli v prípade Talianska a Belgicka dokonca vyššie ako

u Grékov a ak by sme boli striktní, kritérium by tak nespĺňalo aj Španielsko, Holandsko, Rakúsko a Nemecko. V prípade posledných dvoch menovaných bola úroveň verejného dlhu k HDP dokonca rastúca.

K porušeniu ostatných kritérií Grékom pred odialeným vstupom do eurozóny nedošlo, no za ešte spomienku stojí talianske nesplnenie dvojročného členstva v ERM II. Pochybnosti, tak vzhľadom na vyššie spomenuté údaje, vytvárajú nad celým projektom jednotnej meny veľký otáznik. Silná menová únia, ktorá sa mala opierať o piliere v podobe kritérií z Maastrichtu, už od začiatku pochybila a spomínané piliere tak tvorili skôr politický nástroj, než nevyhnutné ekonomické opatrenia.

Stručný chronologický priebeh krízy v eurozóne a prijaté opatrenia

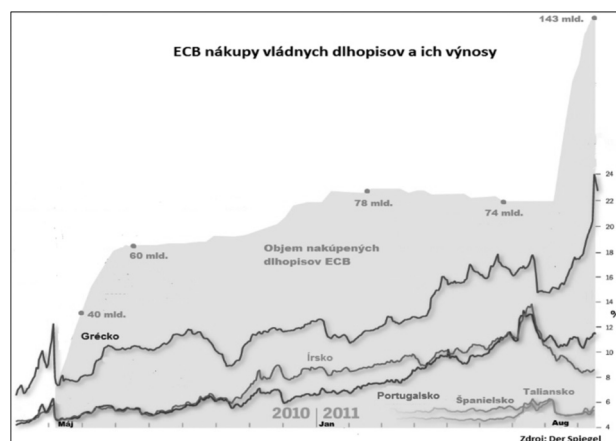
Za „oficiálny“ začiatok gréckych problémov možno považovať november 2009, keď došlo k revidovaniu gréckeho rozpočtového deficitu z pôvodných 3,7 na 12,7 % HDP (neskôr 15,4). Tento fakt sa okamžite preniesol do poklesu ratingu krajiny a rastu výnosov z jej vládnych dlhopisov, čo predražovalo splácanie už tak vysokého verejného dlhu. Vláda tak po prelome roka začala s prijímaním úsporných opatrení (zvýšenie DPH, spotrebných daní, zmrazenie dôchodkov a plátov...), ktoré vyvolávalo mohutné vlny štrajkov v krajine. V tomto období sa predstavitelia eurozóny (resp. Nemecka a Francúzska) rozhodovali na forme pomoci pre Grékov. Konzervatívnejšie Nemecko bolo za zapojenie Medzinárodného menového fondu (MMF), zatiaľ čo Francúzsko proti. Určitý konsenzus priniesol marcový summit, na ktorom sa bližšie špecifikovala prípadná úverová pomoc. Jej cieľom bolo stabilizovať situáciu na finančných trhoch vylúčením bankrotu krajiny. Predpokladaná výška úveru bola 20 mld. EUR a obchádzala klauzulu „No bailout“ z Lisabonskej zmluvy.

Nasledujúci vývoj:

- Apríl 2010 – výška predpokladaného úveru sa navýšila na 45 mld. EUR a stanovilo sa trojročné obdobie jeho čerpania. Rating Grécka sa prepadol do špekulatívneho pásma.
- Máj 2010 – finálny objem úveru bol nakoniec stanovený na 110 mld. EUR a jeho čerpanie podmienené plnením ozdravného plánu. Na pomoci sa mali podieľať štáty eurozóny a MMF v pomere

80:30. Predstavitelia sa zhodli aj na vytvorení 750 miliardového eurovalu pre prípadnú finančnú pomoc ďalším problémovým krajinám a Európska centrálna banka (ECB) spustila nákupy ich dlhopisov. Tieto kroky mali dočasný pozitívny vplyv na finančné trhy a výnosy z gréckych vládnych dlhopisov sa výrazne znížili.

- November 2010 – Írska vláda po započítaní pomoci bankovému sektoru do rozpočtu (deficit 32 % HDP) požiadalo o pomoc z eurovalu. Výška objemu bola stanovená na 85 mld. EUR. Paradoxom bolo, že Írsko sa zároveň podieľalo na pomoci Grécku, ručilo v eurovale siedmymi miliardami a pritom si z neho samo potrebovalo požičať.
- December 2010 – lídri EÚ sa na summite dohodli na zmene Lisabonskej zmluvy, kvôli možnosti vzniku trvalého záchranného mechanizmu (resp. euroval II) v roku 2013.
- Marec 2011 – summit schválil trvalý záchranný mechanizmus v objeme 700 mld. EUR. Pád portugalskej vlády pri prijímaní úsporných opatrení, donútil predstavitelov krajiny požiadať taktiež o pomoc z eurovalu. Výška úveru predstavovala 78 mld. EUR.



- Júl 2011 – na summite EÚ a MMF bola Grécku pridelená už v poradí druhá finančná pomoc, tentokrát z eurovalu v objeme 109 mld. EUR. Medzníkom bola prijatá participácia súkromného sektora na riešení gréckeho dlhového problému prostredníctvom odloženia splatnosti dlhopisov splatných do roku 2019 o 30 rokov. Predpokladalo sa, že sa zapojí celkovo až 90 % majiteľov gréckych dlhopisov (mimo ECB) s ich celkovým objemom 135 mld. EUR. Toto opatrenie malo znížiť grécky verejný dlh o 21 %. Vlády okrem toho, predĺžili

splatnosť na úvery z eurovalu a znížili ich úročenie na 3,5 %.

- Október 2011 – objem eurovalového úveru pre Grécko bol navýšený na 130 mld. EUR. Na sumite sa spolu so zástupcami bankového sektora dohodlo na 50 % haircutu gréckych dlhov, ktorý by mal znížiť úroveň verejného dlhu na 120 % HDP do roku 2020. Tá by však bola iba podobná úrovni z roku 2009, preto ozaj potrebná výška haircutu ostala nezodpovedaná. Prijatý bol aj návrh navýšenia eurovalu na 1 tril. EUR pomocou pákového efektu a rekapitalizácia bánk na úroveň 9 %, čo si vyžiada okolo 110 mld. EUR.
- December 2011 – summit označovaný ako „najdôležitejší v histórii eurozóny“ mal konečne predložiť na stôl reálne riešenia. Aj keď sa jeho hlavné body začali uberať správnejším smerom, nič konkrétne nepriniesol a výsledok predstavoval skôr akýsi pokus o reinkarnáciu Maastrichtských pravidiel. V snahe zastaviť zvyšovanie dlhov súhlasili členské štáty EÚ (mimo Británie) s medzivládnu dohodou, ktorá by mala znamenať posilnenie fiškálnej integrácie. Ukotvenie týchto pravidiel v Lisabonskej zmluve ale nebolo možné kvôli nejednotnosti. Podľa dohody by maximálny štrukturálny schodok rozpočtu nemal presiahnuť 0,5 % HDP, a ak deficit prekročí súčasne povolené 3 %, mali by na daný štát automaticky padnúť sankcie. Presný termín zavedenia do praxe však bol stanovený. Ďalšími dôležitými bodmi boli rozšírenie prostriedkov MMF o 200 mld. EUR formou bilaterálnych pôžičiek od krajín EÚ a aktivácia trvalého eurovalu od júna 2012.

Bankový sektor

Na starom kontinente zohráva dôležitú úlohu princíp solidarity. Z viacerých strán sa však ozýva, že poskytovanie úverovej pomoci nezachraňuje záujmy občanom, ale záujmy európskych bánk. Keď sa krajiny stali členmi eurozóny, ich banky získali prístup k obrovským objemom lacnejšieho financovania. To im umožnilo expanziu cez vrhnutie sa na domáci realitný trh, nákup vládnych dlhopisov, či sekuritizovaných produktov. Príkladom sú najmä „too big to fail“ banky v Španielsku a Írsku, ktoré doma úverovali realitné bubliny.

V súčasnosti sú tak iniciatívy krajín o záchranu problémových susedov do veľkej miery priamo

úmerne veľkosti expozícii ich domácich bánk. Podľa údajov z konca roka 2010 od Banky pre medzinárodné platby je expozícia európskych bánk voči Grécku 190 mld. USD. Najväčším veriteľom sú francúzske banky s objemom pohľadávok 75 mld. USD., nasleduje Nemecko 45 mld., Írsko 8,5 mld. a Taliansko so 7 mld. USD. Ak zoberieme do úvahy krajiny PIIGS (Portugalsko, Írsko, Taliansko, Grécko, Španielsko), tak celková expozícia európskych bánk voči nim predstavuje okolo 3 bil. USD. Kolaps v jednej krajine, by vzhľadom na silnú prepojenosť dlhov, mal ďalekosiahle následky pripomínajúce domino efekt.

Veľmi dôležitú rolu v súčasnej európskej dlhovej kríze zohrála a naďalej zohráva ECB. Tým, že centrálna banka akceptovala vládne dlhopisy problémových krajín ako kolaterály od bánk pre jej pôžičkové operácie, nepriamo podporovala fiškálnu nezodpovednosť jednotlivých vlád. Tie sa tak mohli financovať vydávaním štátnych dlhopisov a ich následným predajom komerčným bankám. Záujem bánk o tieto dlhopisy rástol tak rýchlo, ako rýchlo narastali ich výnosy. Takáto štruktúra, kde bola ECB považovaná za veriteľa poslednej inštancie, podporovala morálny hazard a vytvárala ihrisko pre špekulácie. Bez nej by bola grécka vláda pravdepodobne odrezaná od deficitného financovania cez predaj dlhopisov oveľa skôr. ECB navyše v snahe dodať potrebnú likviditu na trh znížila úrokové sadzby na minimá a začala s nákupmi vládnych dlhopisov problémových krajín na sekundárnych trhoch. Ich objem dosiahol dodnes viac ako 200 mld. EUR. I keď toto opatrenie má na dlhopisový trh priaznivý vplyv, z dlhodobého hľadiska ho možno považovať za nesprávne, nakoľko ECB vlastne nakupuje to, o čo nie je na trhu záujem.

Je možné riešiť dlhy ďalšími dlhmi?

Doposiaľ sedemnást summitov toho okrem poskytovania úverov pre podporu likvidity, či vytvárania záchranných mechanizmov, veľa neprinieslo. Posledná snaha o pákovanie eurovalu len potvrdila, že už nie je nik ochotný poskytnúť fondu kredibilné záruky. Nie je sa čo diviť, veď napr. samotné Taliansko ručí za 18 % všetkých dlhových instrumentov vydaných eurovalom, no pritom samo nemá od insolventnosti ďaleko. Objem prostriedkov je navyše pre prípadné problémy krajiny nedostatočný a možné zníženie ratingu najstabilnejších krajín eurozóny, ktoré naznačili

ratingové agentúry, by znížilo aj samotný rating eurovalu. Výstupy zo summitov len ťažko riešia kumulované problémy posledných tridsiatich či štyridsiatich rokov a hasia skôr iba ich akútne dôsledky. Na zapojenie súkromného sektora a tlaku na rozpočtovú zodpovednosť sme čakali takmer dva roky, pričom si za príkladom stačilo odskočiť iba do susedného Estónska, Luxemburska, či Švédska. Vlády týchto krajín pristupujú k riadeniu zodpovednejšie a nepotrebujú k tomu žiadne pravidlá a odporúčania.

Vzhľadom na stav gréckej ekonomiky možno konštatovať, že ten sa veľmi nezotavuje. Pokles HDP za rok 2011 by sa mal pohybovať nad 5,5 %, miera nezamestnanosti okolo 17 % a fiškálny deficit a verejný dlh v pomerovom vyjadrení k HDP pravdepodobne dosiahnu 9 resp. 160 %. Zníženie výnosov na vládnych dlhopisoch je vždy iba dočasné a z dlhodobého hľadiska výrazne narastá. Súčasný výnos 10-ročných gréckych dlhopisov na sekundárnom trhu tak presahuje 35 % a návrat krajiny na kapitálové trhy je teda v nedohľade. A ak aj pripustíme predstavu, že všetky grécke dlhy by okamžite zmizli, krajina by naďalej musela bojovať s problémom konkurencieschopnosti, ktorú vplyvom makroekonomických nerovnováh po európskej integrácii stratila. Tento problém je však v systéme pevných výmenných kurzov veľmi ťažko riešiteľný.

Kde možno hľadať príčinu týchto problémov? Tých je mnoho a na viacerých úrovniach. Na najnižšej sme my, bežní občania, ktorí sa nadmerne zadlžujeme a naša spotreba nemá obdoby. Sme najbohatšou civilizáciou v histórii, no stále nás trápí nedostatok. Hneď nad nami sú „politické špičky“, ktoré sa súčasnými summitmi snažia zakamuflovať, že hlavne oni pochybili a nedokázali efektívne hospodáriť so štátnymi peniazmi. Deficity vytvárali aj pri tých najprudších tempách rastu. Za príčinu možno označiť aj samotný projekt eura, ktorý bol viac politickým projektom a obsahoval mnoho nedostatkov. Absencia fi-

škálnej politiky mala byť nahradená Maastrichtskými kritériami, od ktorých sa neskôr aj tak poľavilo. Na druhej strane, projektu chýbali orgány dozoru pre správanie sa súkromného sektora. Povstupová garancia silných krajín zoskupenia pomáhať jej slabším členom, bola príčinou poklesu výnosov na vládnych dlhopisoch. Nie len v prípade Grécka, tak mohla vláda míňať viac, pričom za pôžičky platila úroky ako konzervatívnejšia krajina. Ak by sme šli ešte vyššie, za podstatu problému možno považovať celý frakčný systém centrálného a komerčného bankovníctva s FIAT menou a schopnosťou centrálnych bánk ovplyvňovať cenu peňazí. Pri nízkych úrokových sadzbách sa realizujú investičné projekty napriek tomu, že k nim neexistuje adekvátny nárast úspor a ani reálny dopyt. Nafukujú sa bubliny, ktorých prasknutia sú príčinami kríz. Ďalšie znižovanie sadzieb, čiže súčasné riešenie, tak len spomaľujú nevyhnutný proces vyčistenia sa trhov od neefektívnosti.

Preto ostáva nevyslovene dúfať, že ozajstná kríza ešte len príde a bude znamenať odhodlanie pre skutočnú zmenu. Svetová produktivita dosiahla vrchol na prelome tisícročí a posledné roky sa viedli iba v znamení extrémneho zadlžovania a finančného inžinierstva. Súčasná situácia potrebuje lídrov, ktorí sa nebudú báť povedať voličom pravdu a naordinovať sebe i národu odtučňovaciu kúru. Dlhé roky sme totiž žili nad pomery a lipnutie na paradigme, že ekonomika nerastie, kým nerastie spotreba bola mylné. Naopak, až keď ekonomika začne rásť, až potom si jednotlivé subjekty môžu dovoliť míňať viac. Ak v sebe nájdeme dostatok odhodlania a začneme žiť opäť primerane, našu ekonomiku to vráti späť do rovnováhy a naštartuje sa jej nefalšovaný hospodársky rast.

Autormi článku sú Ing. Rastislav Krul' a Mgr. Elena Kašťáková, PhD. z Obchodnej fakulty EU v Bratislave

10. ročník konferencie Finančné riadenie podnikov 2012

Už tradične je každoročným vyvrcholením činnosti SAF konferencia Finančné riadenie podnikov. Hlavný odborný program jubilejného 10. ročníka sa uskutočnil 24. októbra a zúčastnilo sa ho množstvo účastníkov a tradíciou sa stáva i to, že spoluorganizátorom je vydavateľstvo Ecopress.

Už v predchádzajúcich ročníkoch sa osvedčilo rozdelenie programu konferencie do troch tematických blokov – makroekonomický, podnikový a aktuálne problémy podnikateľského prostredia. Tento rok však pribudla i novinka. Prítomní hostia mali možnosť formou hlasovania vyjadriť svoj názor na najdôležitejšie ekonomické otázky súčasnosti.

Všetky prezentácie a v plnom rozsahu nájdete na stránke SAF www.asocfin.sk spolu s kompletnými výsledkami hlasovania na konferencii. Vybrali sme hlavné myšlienky, závery, ktoré sú všeobecne platné pre podnikateľskú sféru.

Jozef Makúch, guvernér NBS

Predikcia vývoja ekonomiky Slovenska, dlhová kríza

Dlhová kríza vytvára a znásobuje neistotu, čo sa prejavuje:

1. v nerovnomernom rozložení likvidity
2. v nerovnomernom ekonomickom raste
3. v prepadoch indikátorov dôvery v EA ako celku, ale už aj v Nemecku a SR

Sentiment sa prepadol na úroveň z konca roka 2008 a nepriaznivo sa podpisuje pod spomaľovanie ekonomického rastu, čo následne negatívne vplyva na fiškálnu konsolidáciu a tak sa vytvára začarovaný kruh.

- Vplyv dlhovej krízy na slovenskú ekonomiku sa zatiaľ prejavil spomedzi okolitých krajín najmiernejšie, pričom ale existujú signály spomalenia rastu aj našej ekonomiky.
- Ekonomika SR patrí medzi najrýchlejšie rastúce, avšak len vďaka exportu pri slabom domácom dopyte, ktorý sa od roku 2009 stále neoživil.
- Automobilový priemysel je blízko plnej kapacity a zároveň sa objavujú signály postupného spomaľovania.
- Spolu s odhadovaným dopadom fiškálnej konsolidácie to znamenalo spomalenie rastu HDP SR.

Ludovít Ódor, člen Rady pre rozpočtovú zodpovednosť *Úloha a možnosti Fiškálnej rady pri dlhodobej udržateľnosti hospodárenia SR*

- Zrkadlo pre vládu, studňa informácií pre verejnosť a pomocník parlamentu
- Rada odborne garantuje výstupy; operatívnu má na starosti výkonný riaditeľ kancelárie
- Striktne v pozitívnej rovine a nie v normatívnej (rada nehodnotí opatrenia)

Štyri hlavné úlohy rady

- Správa o dlhodobej udržateľnosti
- Hodnotenie dodržiavania pravidiel rozpočtovej zodpovednosti a transparentnosti
- Stanoviska k legislatívnym návrhom
- Monitoring a hodnotenie vývoja rozpočtu

Ján Tóth, predseda Klubu ekonomických analytikov *Dlhová kríza v eurozóne – možnosti riešenia cez fiškálnu a menovú politiku*

Menová politika, stav:

Úrokové sadzby sú blízke nule; inflácia je nad 2 % (2,6 %); EUR je blízko rovnovážnej úrovni; ECB nakupuje štátne dlhopisy

Menová politika, záver:

- Vzhľadom na negatívnu produkčnú medzeru, systémové riziká v bankovom sektore a z toho prameniace rizikové prirážky a zmrazenie úverov by mala byť menová politika expanzívna
- Menová politika však už nemá veľký priestor na dodanie veľkej podpory ekonomike vzhľadom na nízku úroveň reálnych úrokov, a preto sa pozornosť obracia aj na fiškálnu politiku

Fiškálna politika, stav:

V eurozóne dochádza k najväčšiemu šetreniu; Štrukturálne deficity sa výraznejšie znižujú, nie však dlh; Kvôli slabému rastu, resp. recesii sa šetrenie musí nabaľovať, aby sa splnili ciele

Ak existuje nejaký náznak konsenzu, mohol by byť nasledovný:

Konsolidácia znižuje dynamiku rastu krátkodobu; Dlhodobu viac škodí zvyšovanie daní než zvyšovanie výdavkov; Najhoršie dane pre dlhodobý rast sú dane z práce a kapitálu (príjem), menej škodia spotrebné (napr. DPH) a najmenej škodia dane z majetku a poplatky

Elena Kohútiková, členka predstavenstva a zástupkyňa generálneho riaditeľa VÚB, a. s.
Čo nového v bankách okrem úverov a Basel III?

- Slovenský kapitálový trh je hlavne o štátnom dlhu, nie o súkromnom
 - Podnikateľský sektor dnes profituje zo zníženia sadzieb ECB a určitými opatreniami tým znížila i cenu peňazí na trhu, čo viedlo k poklesu úrokov pre podniky
 - Zavedený bankový odvod zníži podľa Moody's čistý zisk slovenských bánk približne o 150 mil. € v tomto roku a aj v roku 2013
 - Nižší zisk zníži objem kapitálu a menej kapitálu bude chýbať pri úverovaní
 - Pokiaľ ide o úverovanie firiem, na základe globálneho výhľadu zrejme klesne aj úverovanie podnikov
- SEPA platba**
- Bola zavedená v roku 2008
 - Štandardná platba na účet banky príjemcu D+1
 - SEPA platby sú využívané 4 575 európskymi bankami, 10 v ČR a 10 v SR
 - Cca 29,5 % z celkového počtu EUR platieb sú SEPA platby (jún 2012)
 - Sú používané väčšinou pre cezhraničné platby, s výnimkou Fínska (100 % tuzemských platieb je SEPA), Slovinska (98 %) a Luxemburska (94 %)
 - Na Slovensku 1-2 % transakcií sú SEPA platby
 - V krajinách EÚ bol End-date stanovený na 1. 2. 2014, to znamená, všetky platby, či už vnútri krajiny, alebo cezhraničné, budú môcť byť medzi bankami vykonávané výlučne v SEPA verzii.

Daniela Klučková, riaditeľka sekcie daňovej MF SR
Konsolidácia verejných financií v oblasti daní

Boj proti daňovým únikom

- „Akčný plán boja proti daňovým podvodom na roky 2012 – 2016“ schválený vládou SR v júni 2012
- Séria 50 opatrení v oblasti:
 - daňového, trestného a obchodného práva
 - operatívnych činností
- Implementácia v troch etapách – k 1. 10. 2012, 1. 10. 2013, 1. 10. 2014
- Primárny cieľ – účinnejší výber DPH
- Očakávané pozitívne dopady v oblasti spravodlivej hospodárskej súťaže, vymožitelnosti práva, celkovej ekonomickej a spoločenskej klímy
- Odhadovaný prínos v dlhšom časovom horizonte – cca 1 mld. eur

Miroslav Andraško, odbor hospodárskych analýz MH SR
Zlepšovanie podnikateľského prostredia (lepšia regulácia)

„Akčný program znižovania administratívnej záťaže v Slovenskej republike“

- Prijatý v októbri 2007 s cieľom znížiť AZ o 25 % do roku 2012

Najväčšie administratívne náklady podnikateľov:

- odvody (46 %); účtovníctvo (26 %); dane, clá a poplatky (18 %)
- 8 oblastí – práca a zamestnanosť, iné finančné predpisy, občianske právo, obchodné právo, životné prostredie, konkurz a reštrukturalizácia, duševné vlastníctvo a regulácia trhu (9 %)

Najväčšia administratívna záťaž

- odvody (55 %); dane, clá a poplatky (39 %); iné finančné predpisy (3 %); životné prostredie, práca a zamestnanosť, obchodné právo, konkurz, reštrukturalizácia (2 %)

„Návrh politiky vlády SR na zlepšenie podnikateľského prostredia“

- Prijatý v júli 2011 a obsahuje 94 odporúčaní na zlepšenie podnikateľského prostredia: 5 krátkodobých; 64 strednodobých; 25 zo správy o stave PP

Mária Tökölyová, odbor strategických investícií MH SR
Poskytovanie investičnej pomoci v pôsobnosti MH SR

Podporované odvetvia:

Priemyselná výroba; technologické centrá; centrá strategických služieb; cestovný ruch

Vyhodnotenie dotazníkov

Účastníci konferencie hodnotili dotazníkovou formou úroveň konferencie ako veľmi dobrú (83%), a poznatky z prednášok využijú vo svojej práci (100%). Čo sa týka témy prednášky a jej prezentácie, najlepšie už tradične bola účastníkmi označená prednáška pani Eleny Kohútikovej, členky predstavenstva VÚB (63%). Veľmi pozitívny ohlas mali aj prednášky guvernéra NBS pána Makúcha, pána Petra Matúša z Tatrabanky ako aj Ľudovíta Ódora.

Pre ďalšie ročníky konferencie Finančné riadenie podnikov účastníci navrhli 20 ťažiskových okruhov, ktoré sa dajú zoskupiť do štyroch oblastí – makroekonomické témy domáce a zahraničné, vrátane problematiky zahraničného obchodu, ďalej témy súvisiace s riadením podniku (rozpočet, risk management, plánovanie, corporate governance), ďalšie témy sa sústredili na zdroje financovania, funkcie podnikového treasury, asset management a poslednú skupinu tvoria námety súvisiace s analýzou sektorov, vývojom odvetví a NH, vzdelávanie v oblasti financií.

redakcia

Uskutočnené odborné podujatia

Manažment pohľadávok a efektívne vymáhanie cezhraničných pohľadávok

V dňoch 6. a 7. septembra 2012 sa na podnet NARMSP v úzkej spolupráci zo SAF uskutočnil v Kongres hoteli Sitno vo Vyhniach bezplatný dvojdnový seminár, ktorého ústrednou témou bol manažment pohľadávok so zameraním na cezhraničné pohľadávky. Projekt celého seminára uviedol JUDr. Marek Jurina z NARMSP.

Cash manažmentu a starostlivosti o pohľadávky firmy sa venovali prednášky Ing. Štefana Merjavého. Ing. Milan Hrompa sa venoval pohľadávkam ako aktíva, ktoré možno využiť na získanie krátkodobých finančných prostriedkov formou faktoringu. Veľmi zaujímavú prednášku o vymáhaní pohľadávok v prípade cezhraničného konkurzu mal JUDr. Branislav Pospíšil.

Druhý deň rokovania bol venovaný cezhraničným pohľadávkam z pohľadu zákona o účtovníctve, ďalej sa prediskutovala daňová problematika, rizikovosť pohľadávok, odpisy, náklady na vymáhanie. Tieto témy prezentoval prezident SKAU Ing. Ondrej Baláž. Pre cezhraničné pohľadávky majú kľúčový význam cezhraničné zmluvné vzťahy. Osobitosti týchto vzťahov prezentoval vo svojej prednáške Mgr. Ing. Peter Daniel. Podrobne sa venoval súdnemu a exekučnému vymáhaniu cezhraničných pohľadávok, predpokladom úspechu, riziku neúspechu a vysvetlil postup vymáhania v SR a úpravy na úrovni EÚ.

Účastníci aj organizátori vysoko hodnotili odbornú úroveň prednášok a diskusií.

VIII. ročník tenisového turnaja FINANCE CUP s medzinárodnou účasťou

V areáli R.V.S. Studené sa dňa 22. septembra 2012 uskutočnil tenisový turnaj FINANCE CUP. Aj v tomto roku bol turnaj zaradený do podujatí organizovaných pri príležitosti 10. ročníka konferencie „Finančné riadenie podnikov“, ktorú SAF organizuje v spolupráci s vydavateľom Hospodárskych novín Ecopress a.s.. Ecopress bol preto aj spoluorganizáto-

rom tohto turnaja. Tak ako každý rok aj na tomto VIII. ročníku boli v rámci turnaja vytvorené veľmi dobré podmienky nielen pre tenistov a ich rodinných príslušníkov ale tiež i pre pozvaných hostí a členov SAF. Významným hosťom a jedným zo súťažiacich tenistov bol aj veľvyslanec USA v Slovenskej republike pán Theodore Sedgwick.

Na podujatí bola ako vždy veľmi dobrá atmosféra sprevádzaná výbornými športovými výkonmi. Všetci účastníci si pochvalovali výbornú športovú úroveň hráčov a kvalitné zabezpečenie turnaja. Nechýbal samozrejme relax (bazén, sauna, masáže) s podporou už tradične krásneho slnečného počasia.



Ekonomické a právne skúsenosti s realizáciou reštrukturalizácie a konkurzu

SAF v posledných rokoch začala na svoje vybrané odborné podujatia pozývať aj správcov konkurznej podstaty. Ukazuje sa, že o nami organizované ekonomické a právne témy majú záujem. Aj v tomto roku sme požiadali MS SR, aby na témy nášho odborného podujatia Ekonomické a právne skúsenosti s realizáciou reštrukturalizácie a konkurzu prideliť pre správcov body za absolvovanie vzdelávania. Tento seminár sa konal 8. a 9. novembra 2012 vo Wellness hoteli v Patinciach a zúčastnilo sa ho viac ako 40 účastníkov. Boli odprednášané a prediskutované nasledovné témy:

- 1./ prof. Ing. Božena Hrvoľová, PhD.: Metódy ohodnocovania podniku v znaleckej praxi SR
- 2./ Ing. Štefan Tichý, správca: Prevádzkovanie a speňažovanie podniku v konkurze
- 3./ Mgr. Ing. Peter Daniel, PhD., ekonomický poradca: Riešenie cezhraničných zmluvných vzťahov, vymáhanie cezhraničných pohľadávok
- 4./ JUDr. Branislav Pospíšil, advokát: Zmeny v korporátnych bankrotoch
- 5./ Ing. Silvia Kapášová, hlavná analytička AB Ratings and Services: Ekonomické hodnotenie a riziká naplnenia reštrukturalizačných plánov korporátnych subjektov, príspevkových a rozpočtových organizácií

Workshop s J.P. Morgan Asset Management

Dňa 23.10.2012 v popoludňajších hodinách SAF zorganizovala v Trend hoteli Austria v Bratislave ako sprievodný program jubilejného 10. ročníka konferencie SAF workshop, na ktorom zástupcovia J.P. Morgan Asset Management Georg Juscsak, Sven Lorenz a Roman Kuhn prezentovali možnosti využitia a výhody fondov peňažného trhu pri riadení hoto-
vostných tokov v podniku. Ilustrovali možnosti a praktické nástroje investovania do krátkodobých vysoko kvalitných dlhových nástrojov. Ide o vysoko bezpečné produkty peňažného trhu, ktoré sa v podmienkach slovenských podnikov využívajú vo veľmi obmedzenej miere.

Workshopu sa zúčastnilo asi 30 finančných manažérov významných podnikov, zodpovedných za riadenie likvidity. Účastníci využili toto stretnutie na detailné prediskutovanie možností a výhody fondov peňažného trhu s jeho priamymi aktérmi.

Udeľovanie ocenení

Každoročne pri príležitosti konania výročnej konferencie Finančné riadenie podnikov sa účastníci konferencie a pozvaní hostia zúčastňujú na slávnostnom otvorení konferencie, ktoré sa koná formou recepcie v predvečer rokovania v odbornej časti. V rámci recepcie sa udeľuje na základe hlasovania v Správnej rade SAF Ocenenie *za významný prínos v oblasti podnikových financií*. Za rok 2012 toto ocenenie SAF získal významný odborník a dlhoročný spolupracovník SAF pán **Richard Farkaš**, partner KPMG.



Na snímke: Richard Farkaš

Na slávnostnej recepcii v predvečer konferencie SAF Finančné riadenie podnikov 2012 prevzali **Ocenenie CECGA** spoločnosti Biotika a.s., I.D.C. Holding a.s., OTP Banka Slovensko a.s., Poľnohospodárstvo Šariš a.s., Slovenské energetické strojárne a.s., Slovnaft a.s. a Union poisťovňa a.s. **za dodržiavanie princípov Corporate Governance a transparentné zverejnenie vyhlásenia správy a riadenia vo výročnej správe za rok 2011**. Ocenenia CECGA odovzdali predseda Správnej rady pán Tibor Bôrik a podpredsedníčka Správnej rady a výkonná riaditeľka pani Barbora Lazárová. CECGA bude pokračovať vo vyhodnocovaní top spoločností v oblasti Corporate Governance aj v ďalších rokoch s cieľom vyzdvihnúť najlepšie spoločnosti a inšpirovať ostatných, aby dodržiavaním princípov Corporate Governance a skvalitnením reportingu prispeli k zvyšovaniu transparentnosti podnikateľského prostredia na Slovensku.



Na snímke zľava Barbora Lazárová, výkonná riaditeľka CECGA, Andrej Révay, prezident SAF, Tibor Bôrik, predseda Správnej rady CECGA

Ako dostať pod kontrolu výdavky na IT služby v období šetrenia nákladov

SAF v spolupráci s IBM Slovensko s.r.o. zorganizovala dňa 28. novembra 2012, v Hoteli ALBRECHT v Bratislave stretnutie finančných manažérov za účelom diskutovania možností znižovania nákladov a zvyšovania efektívnosti IT služieb. Diskutovanú tému uviedli prezident SAF pán Andrej Révaya finančný riaditeľ IBM Slovensko pán Marián Bódi. Ďalšie vystúpenia prezentovali pán Miroslav Krajčovič, vedúci komisie SAF pre vzdelávanie a pán Michal Horák z IBM Slovensko. V diskusii zaznelo viacero podnetných myšlienok od pani Eleny Kohútikovej, členky predstavenstva VÚB, pána Miroslava Bielčíka a ďalších.

Po skončení odbornej časti diskusia pokračovala v neformálnej časti spojennej s ochutnávkou šampanského.

V ankete účastníci ocenili zvolený formát realizovanej akcie, ktorá sa konala po pracovnej dobe a okrem odbornej časti mala aj spoločenskú časť. Navrhli celý rad ďalších tém na diskusiu v danom formáte a navrhli aj úzko zamerané témy pre poldňové pracovné rokovanie v užšom kruhu.

Eduard Hozlár

Finančno-ekonomická analýza podniku

Prof. Ing. Karol ZALAI, PhD. a kolektív

Od januára 2013 sa vďaka vydavateľstvu Sprint 2 s. r. o. obohatí knižný trh odborných publikácií o ôsme prepracované a rozšírené vydanie učebnice „*Finančno-ekonomická analýza podniku*“. Aj keď učebnica nie je jedinou publikáciou, vydanou v Slovenskej republike, ktorá sa venuje finančno-ekonomickej analýze podniku, bezpochyby patrí k najúspešnejším titulom, o čom svedčí aj počet jej vydaní a predaných výtlačkov. Úspech učebnice je zabezpečený kvalitným autorským kolektívom, ktorý je od jej prvého vydania v roku 1997 odborne vedený **prof. Ing. Karolom Zalaiom, PhD.** Druhým stabilným členom tímu je doc. Ing. Jana Šnircová, PhD., ďalší autori sa menili a pribúdali v závislosti od dopĺňania nosných tém o nové prístupy k riešeniu problematiky finančno-ekonomickej analýzy.

Potreba preverovať si finančnú situáciu a výsledky hospodárenia obchodných partnerov či konkurenčných podnikov a vyhodnocovať vlastnú hospodársku činnosť nie len v období nepriaznivých ekonomických podmienok na podnikanie kladie zvýšené nároky na odbornú prípravu študentov ako aj odborníkov z praxe, ktorí sa finančno-ekonomickou analýzou zaoberajú. Predovšetkým im je určená táto učebnica.

Text učebnice je rozdelený na tri časti. Prvá časť sa v troch kapitolách venuje vybraným vecným a metodickým otázkam finančno-ekonomickej analýzy podniku, zvládnutie ktorých je predpokladom k pochopeniu problematiky predkladanej v ďalších kapitolách.

Druhá časť v rámci ôsmich kapitol vysvetľuje postup pri analýze súhrnných výsledkov individuálneho podniku, podniku pôsobiaceho v podmienkach holdingového zoskupenia, ako aj podniku, ktorý zostavuje účtovnú závierku podľa IFRS. V rámci analýzy finančno-ekonomickej výkonnosti podniku sa autori

zamerali aj na objasnenie nových prístupov pri jej hodnotení okrem iného aj prostredníctvom relatívnych ukazovateľov odvodených od ukazovateľa EVA (Economic Value Added, ekonomická pridaná hodnota).

Tretia časť sa v dvoch kapitolách venuje analýze vybraných parciálnych výsledkov podniku – analýze pôsobenia výrobných činiteľov a analýze nákladov podniku.

Používatelia publikácie určite ocenia množstvo príkladov, ktoré znázorňujú postupnosť krokov pri finančno-ekonomickej analýze a možnosť preveriť si na nich pochopenie problematiky. Pomôckou je aj register kľúčových slov a elektronická podoba príkladov z učebnice na CD nosiči.

Jana Marková

Etika a morálka. Teória a realita

prof. PhDr. Anna REMIŠOVÁ, CSc. - Ing. Elena TRENČIANSKA, CSc.

Monografia *Etika a morálka* je originálna svojim prístupom k spracovaniu témy ako aj jadrným a živým jazykom. Je určená pre relatívne širokú čitateľskú obec. Jazyk diela je prístupný pre ľudí, ktorí sa dosiaľ nedostali do kontaktu s etickými teóriami, ako aj pre tých, ktorí sa štúdiu etiky aktívne venujú. Preto môže byť obohatím tak pre odbornú verejnosť, pedagógov a študentov vysokých škôl, ako aj pre laickú verejnosť, ktorá sa zaujíma o problematiku etiky a morálky.

Vnútna štruktúra publikácie je rozdelená do dvoch častí. Prvá časť tvoria prvé dve kapitoly, v rámci ktorých sa prierezovo predstavujú základné poznatky o morálke a jej prvkoch, analyzuje sa podstata priebehu morálneho konania a myslenia. Ďalej sa pozornosť venuje etike ako vednej disciplíne, jej základným pojmom a klasifikácii etických teórií spolu s ich stručným a výstižným opisom. Obe kapitoly sa neobmedzujú len na suchopárnu enumeráciu teoretických poznatkov. Práve naopak, a v tom je čaro tejto publikácie, ich text je popretkávaný veľkým množstvom príbehov zo súčasného života, príkladov etických dilem, výňatkov z dennej tlače, citácií z krásnej literatúry aj odbornej spisby; opisujú sa domáce aj zahraničné kauzy spoločenského života, či rôzne dejinné udalosti vo vede, biznise i politike. Autorky na týchto príkladoch dokumentujú, že morálka je všadeprítomná sila ovplyvňujúca kvalitu nášho života.

Dlhodobu sa v našej spoločnosti pestoval laický názor, že všetko, čo sa týka morálky je relatívne, nedá sa jednoznačne určiť, čo je a čo nie je morálne, a že morálka je výsostne individuálna záležitosť. Dnes niektorí ľudia ešte stále nechcú pripustiť, že morálne rozhodovanie či konanie sa dá v ľuďoch (aj dospelých) cielene rozvíjať. Takýto dogmatický postoj k vzdelávaniu v oblasti morálky pripomína spiatočnicke myslenie zo začiatku 20. storočia, keď sa tvrdilo, že schopným manažérom sa človek nestáva, ale že sa ním musí narodiť. Neskôr sa, samozrejme, ukázalo, že to nie je pravda. Podobnú dogmu, ale vo sfére vzdelávania a rozvoja ľudí v oblasti morálky, vyvracia publikácia *Etika a morálka*. Jej autorky sú presvedčené, že morálka jednotlivca aj skupiny sa môže dostať na vyšší stupeň vďaka jej obohacovaniu o etické poznanie.

Druhú časť knihy tvorí kapitola s názvom *Deskriptívna etika: morálne epizódy*, v ktorej je nastavené zrkadlo našej súdobej spoločnosti. Ide o čitateľsky najatraktívnejšiu časť práce. Verím, že začínajúc sa práve do tejto kapitoly by sa možno spoznalo veľa Slovákov. Kto už niekedy nemal problém s lajdáckymi majstrami, remeselníkmi? Kto ešte nepočul príbeh niekoho z okolia o nedôstojnom prepustení z práce, alebo ho, v horšom prípade, sám nezažil? Koho sa zatiaľ ešte nedotkla žiadnym spôsobom korupcia v lekárstve? Koľkí z nás ešte neboli nikdy podvedení v obchodoch či reštauráciách?

Všetky príbehy, prostredníctvom ktorých autorky dokumentujú vplyv súdobej morálky na kvalitu našich životov, sa reálne odohrali v rozmedzí rokov 1995 – 2010. Ich protagonisti nie sú fiktívne osoby, ale konkrétni občania z prostredia slovenskej spoločnosti. Pri opise daných situácií autorky postupujú objektívne a ponechávajú charaktery, príbehy a skutky nezmenené. A hoci sa zdá, že v modernej spoločnosti by nikto nemal mať vážnejšie problémy s dodržiavaním základných morálnych zásad a noriem správania, ukazuje sa, že opak je pravdou, pričom príčin morálneho úpadku je ozaj mnoho. Ako prof. PhDr. Anna Remišová, CSc. sama poznamenáva, z metodického hľadiska sa dajú opísané prípady využiť pre formovanie návyku etickej sebareflexie, ako aj pre vzdelávanie v oblasti etickej analýzy situácií, do ktorých sa dostáva subjekt ako občan, klient či zamestnanec. Preto je každá opísaná epizóda zo života obohatená o krátku analýzu morálneho konania z pohľadu etiky. Cieľom je ukázať, v čom a z akých dôvodov bolo konanie protagonistov príbehu v súhre alebo nesúlade s etickým poznaním.

Kniha *Etika a morálka* je nesmierne pútavá. Dalo by sa povedať, že je živá ako sám život. Píše sa v nej o morálnej filozofii a morálke spoločnosti ľudským jazykom, a pre ľudí, čo z nej činí ojedinelý počin. Ostáva dúfať, že táto publikácia neostane nadtľho osamotená, lebo pre kultiváciu slovenskej spoločnosti v oblasti morálneho správania sú práce tohto charakteru viac než potrebné.

Anna Lašáková

ENGLISH SUMMARY

On the last page we provide brief English summaries of all papers presented in the current issue of our quarterly journal.

EDITORIAL

The editorial note is prepared by Miroslav Krajčovič, member of SAF. He evaluates the role and mission of the association, its development and outlines possible future trends in its activities.

PROFESSIONAL AND THEORETICAL TOPICS

TOP MANAGEMENT'S LEADERSHIP ROLE IN CURRENT BUSINESS ENVIRONMENT

RADOMÍR MAKO

EUROZONE: DEBT LIMITS AND SOLUTIONS' ASSUMPTIONS

FRANTIŠEK HAJNOVIČ

REVIEW OF RATING MODEL DEVELOPMENTS IN SELECTED COUNTRIES (PART II)

PETER VLKOLINSKÝ

DOES A PRECIOUS METALS MARKET BUBBLE REALLY EXIST?

PETER ÁRENDÁŠ

FINANCIAL CRISIS AND ITS SELECTED ASPECTS

BORIS ŠTURC – NATÁLIA ŽOLDÁKOVÁ

FINANCIAL STABILITY AND THE REFORM OF INTERNATIONAL FINANCIAL SYSTEM

ERICH SZANTÓ

CURRENT PROBLEMS IN GREECE AND THEIR IMPACT ON EUROZONE

RASTISLAV KRUL - ELENA KAŠŤÁKOVÁ

ASSOCIATION PAGES

In the association pages SAF we offer:

10th annual conference of SAF "Financial management of firms 2012"

Realized professional events of SAF

Book reviews