



Obsah

NA AKTUÁLNU TÉMU

Ing. Zora Komínková, CSc. / **Inflačné riziká zavedenia eura v SR a ako im čeliť – 1. časť / 2**

Ing. Ivan Barri / **Dôchodková reforma – 3. časť / 8**

PAMÄTNÉ MINCE

Ing. Dagmar Flaché / **Bratislavské korunovácie na pamätných minciach / 12**

MENOVÁ POLITIKA

Zuzana Antoničová, Juraj Huček / **Viacrozmerný filter s nemerateľnými stavmi / 13**

FINANČNÝ TRH

Zhodnotenie vybraných častí domáceho finančného trhu za rok 2004 / 19

Z HISTÓRIE

doc. Dr. Ing. Vladimír Valach / **44 rokov v bankovníctve – Transformačný proces – politické a ekonomické prostredie bánk – 5. časť / 27**

Z ARCHÍVU NBS

Mgr. Andrea Leková / **Bratislavská obchodná a úverná banka / 31**

INFORMÁCIE

Z rokovania Bankovej rady NBS / 32

BIATEC

Odborný bankový časopis

jún 2005

Vydavateľ: Národná banka Slovenska

Redakčná rada: Ing. Ivan Šramko (predseda),
Mgr. Soňa Babincová, PhDr. Eva Barliková,
prof. Ing. Irena Hlavatá, CSc., Ing. Štefan Králik,
Ing. Jozef Kreutz, doc. Ing. Jozef Makúch, PhD.,
doc. Ing. Anna Pilková, CSc. MBA,
Ing. Monika Siegelová, doc. Dr. Ing. Vladimír Valach

Redakcia: šéfredaktorka: Mgr. Soňa Babincová

☎ 5787 2150, fax: 5787 1128

zástupkyňa šéfredaktorky: Ing. Alica Polónyiová

☎ 5787 2153

výtvarná redaktorka: Anna Chovanová

☎ 5787 2152

Adresa redakcie: Národná banka Slovenska

redakcia BIATEC, Imricha Karvaša 1, 813 25 Bratislava

Objednávky na inzerciu prijíma redakcia: ☎ 5787 2150

e-mail: biatec@nbs.sk

Počet vydaní: 12-krát do roka

Cena výtlačku: 21 Sk. Poštovné hradí predplatiteľ.

Ročné predplatné: 252 Sk

Tlač: i + i print, spol. s r. o.

Mlynské Luhy 27, 821 05 Bratislava

Objednávky na predplatné v SR a do zahraničia,

reklamácie, distribúcia: ☎ 5728 0368, fax: 5556 5535

VERSUS, a. s., Expedičné stredisko,

Pribinova 21, 819 46 Bratislava

e-mail: expedicia@versusprint.sk

Termín odovzdania rukopisov: 6. 6. 2005

Dátum vydania: 20. 6. 2005

Registračné číslo: MK SR 698/92

ISSN 1335 - 0900

Foto na obálke: Pamätná minca NBS – korunovácia

Leopolda I., foto: M. Červeňanský

A full English-language version of this paper is available
on the web site of the National Bank of Slovakia:
<http://www.nbs.sk>

Anglická verzia časopisu je publikovaná na internetovej stránke
Národnej banky Slovenska: <http://www.nbs.sk>

Všetky práva sú vyhradené. Akékoľvek reprodukcie tohto
časopisu alebo jeho časti a iné publikovanie vrátane jeho elek-
tronickej formy nie sú povolené bez predchádzajúceho písom-
ného súhlasu vydavateľa.

INFLAČNÉ RIZIKÁ ZAVEDENIA EURA V SR A AKO IM ČELIŤ

1. ČASŤ

Ing. Zora Komínková, CSc., Národná banka Slovenska

Pred vstupom Slovenskej republiky (SR) do Európskej únie (EÚ) sa ozývali viaceré, väčšinou účelovo politicky motivované hlasy o nepriaznivých dôsledkoch vstupu na rast cenovej hladiny v SR a na inflačný rast cien, ktorý napríklad pri potravinách mal dosiahnuť až niekoľkokrát násobné zvýšenie. Po roku fungovania v EÚ môžeme konštatovať, že načrtnutý scenár sa nekonal, inflácia sa v priebehu roku 2004 kontinuálne znižovala, pričom výrazný tlmiaci vplyv na jej vývoj mali paradoxne práve ceny v agrárnom sektore a potravinárskom priemysle. Možno očakávať, že nová vlna katastrofických proroctiev o výraznom zrýchlení rastu cien sa začne šíriť paralelne s blížiacim sa horizontom zavedenia eura na Slovensku, čo má byť podľa oficiálnych strategických dokumentov vlády SR 1. januára 2009.

Očakávania môžu mať niekedy negatívne samonosné efekty. Preto napriek tomu, že v cenovom vývoji po vstupe SR do EÚ sa nepotvrdil neodborne predikovaný šok, považujeme za potrebné vyjadriť sa v dostatočnom časovom predstihu k cenovým súvislostiam zavedenia eura do peňažného obehu SR a načrtnúť postupy a opatrenia, ktoré by mali potlačiť, resp. eliminovať potenciálne inflačné riziká menovej konverzie. V mnohom, nie však vo všetkom, nám môžu byť nápomocné skúsenosti 12 krajín eurozóny, v ktorých sa zaviedlo euro do hotovostného obehu k 1. januáru 2002.

V prvej časti tohto príspevku načrtneme teoreticky očakávané inflačné riziká menovej konverzie v podmienkach eurozóny a bližšiu pozornosť venujeme vývoju cien a hlavným cenovým súvislostiam v prvom roku po zavedení eura v terajších krajinách eurozóny. V druhej časti sa zameriame najmä na problematiku vnímanej inflácie, úzko podmienenej psychológiou spotrebiteľského správania, a načrtneme opatrenia a postupy, ktoré by bolo vhodné prijať v podmienkach SR na zamedzenie neodôvodnenému rastu cien pri zavedení eura.

Inflačné riziká menovej konverzie

Menová konverzia v podmienkach eurozóny je technická operácia zahŕňajúca prepočet cien a finančných hodnôt a výmenu národných bankoviek a mincí za eurové bankovky a mince podľa presne stanoveného konverzného kurzu (v definícii na 6 platných čísel) v bezhotovostnom a hotovostnom obehu krajiny. Samotná zmena meny preto v zásade neobsahuje stimuly na zvyšovanie cien.

Napriek tomu, že z technického hľadiska nie je dôvod, aby konverzia národnej meny na euro viedla k všeobecnému zvyšovaniu cien, jestvuje niekoľko kanálov, pro-

stredníctvom ktorých môže pri menovej konverzii dôjsť k rýchlejšiemu rastu cien, resp. zrýchleniu inflácie. Sú to:

- implementačné náklady,
- rekalkulácia tzv. menu nákladov,
- zaokrúhľovanie na novú atraktívnu cenu v eurách,
- nesprávne vnímaná inflácia obyvateľstvom.

Implementačné náklady. Na umožnenie vykonávania transakcií v eurách budú mať súkromné spoločnosti jednorazové náklady (úprava a nákup technických a technologických zariadení, školenie personálu), ktoré by mohli (čiastočne) preniesť na spotrebiteľa v snahe udržať si ziskovú maržu. Tieto náklady by však mali byť iba minimálne. Okrem toho sú to náklady investičného charakteru a ich potenciálny efekt na ceny bude rozložený do dlhšieho obdobia.

Rekalkulácia nákladov (Menu costs). V maloobchode dochádza z času na čas k revízií cien (napr. pre tlač nových cenoviek, jedálnych lístkov v reštauráciách a pod.), ktorá je spojená s určitými adaptačnými nákladmi. Tieto náklady firmy prenášajú do spotrebiteľských cien. Možno očakávať, že obchodníci rekalkuláciu nákladov uskutočnia zároveň s prechodom na novú menu¹. Tým by mohlo dôjsť k mimoriadnej koncentrácii individuálnych cenových zmien v krátkom časovom úseku pri zavedení eura, čo by mohlo ovplyvniť bežný sezónny priebeh. Na druhej strane simultánne uskutočnenie oboch operácií (prispôbena nákladov a prepočítania cien na eurá) môže obchodníkom časť týchto výdavkov ušetriť. V dlhšom období by priemerná inflácia nemala byť ovplyvnená.

Zaokrúhľovanie na nové spotrebiteľsky atraktívne ceny. Je pravdepodobné, že spoločnosti budú zaokrúhľo-

¹ Zmeny cien sú pre obchody nákladné, ceny sa preto bežne nemenia pri každej zmene nákladov, ale až vtedy, keď rozdiel medzi aktuálnou a optimálnou cenou dosiahne určitú hranicu. Maloobchodný sektor bude mať zároveň isté náklady súvisiace s prepočítaním cien z domácej meny na eurá.



vať ceny na nové spotrebiteľsky atraktívne ceny v eurách. Používanie atraktívnych (psychologických, „baťovských“) cien (napr. končiacich na 9) je v maloobchodnej praxi veľmi časté. Spoločnosti budú musieť prehodnotiť štruktúru svojich cien po konverzii na euro, aby dosiahli nové psychologicky atraktívne ceny. Takéto zmeny by však mali zahŕňať úpravy oboma smermi (hore aj dolu) a celkový efekt na ceny by mal byť neutrálny². Proces zaokrúhľovania cien môže mať dlhodobější charakter.

Vnímaná inflácia. Ako potenciálny faktor zrýchlenia inflácie je potrebné vziať do úvahy aj fenomén tzv. vnímanej inflácie, t.j. inflácie, ktorú vníma obyvateľstvo na základe individuálnych spotrebiteľských a nákupných zvyklostí a skúseností. Vzhľadom na to, že základom vnímanej inflácie sú individuálne subjektívne hodnotenia, môže sa jej miera odlišovať (niekedy až výrazne) od oficiálnych štatistík cenového vývoja. Vysoká vnímaná inflácia môže viesť následne k tlakom na zvyšovanie miezd a stať sa tak zdrojom nákladovej inflácie v makroekonomickom rozmere.

Faktory pôsobiace proti rastu cien

Proti rastu cien v čase zavedenia eura naopak možno očakávať, že budú pôsobiť tieto faktory:

- konkurencia na lokálnych trhoch,
- duálne oceňovanie a monitorovanie cenového vývoja,
- dohody o zachovaní cenovej stability v čase konverzie,
- dôsledné prepočítanie regulovaných cien podľa konverzného kurzu.

Konkurencia. Je možné predpokladať, že konkurencia na miestnych trhoch je v súčasnosti dostatočne silná na to, aby zabránila neodôvodnenému zvyšovaniu cien v dôsledku menovej konverzie. Spoločnosti naopak môžu pristúpiť aj k znižovaniu cien a využiť euro na prilákanie zákazníkov (s cieľom zvýšiť svoje podiely na trhu). Príležitosti na zvyšovanie cien môžu byť zároveň do značnej miery determinované aktuálnou situáciou v dopyte.

Duálne oceňovanie a monitorovanie vývoja cien. Na uľahčenie orientácie v nových cenách a na založenie spotrebiteľských návykov kalkulovať v novej mene budú po istý čas pred a po menovej konverzii ceny zobrazované dvojakým spôsobom: v domácej mene (v prípade SR v korunách) a v eurách. Duálne oceňovanie bude zároveň spotrebiteľom slúžiť ako nástroj kontroly nad cenovým vývojom, zvyšovanie cien v maloobchodnom sektore sa tým prinajmenšom skomplikuje. Spotrebiteľia a spotrebiteľské organizácie však budú musieť cenový vývoj

pozorne sledovať a využívať oba významy duálneho oceňovania.

Dohody o nezvyšovaní cien. Pri vzniku eura sa vlády členských štátov eurozóny zaviazali, resp. verejne deklarovali, že zavedenie eura bude mať na spotrebiteľov cenovo a príjmovu neutrálny účinok. Optimálnym riešením je dosiahnuť na obdobie menovej konverzie – t. j. minimálne na obdobie, počas ktorého sa bude uplatňovať duálne zobrazovanie cien – dohody o cenovej stabilite s podnikateľskými subjektmi, resp. obchodnými asociáciami vo všetkých sektoroch ekonomiky. Dohodu o garantovaní stabilných cien v maloobchode počas konverzie podpísalo na európskej úrovni 13 maloobchodných a obchodných asociácií.

Treba však upozorniť, že duálne oceňovanie a dohody o cenovej stabilite sú dvojsečnými zbraňami. Oba tieto nástroje môžu spoľahlivo plniť iba pomocnú orientačnú funkciu: uľahčiť spotrebiteľom oboznamovať sa s hodnotou novej meny a pohybovať sa v novonastavenom cenovom prostredí – v prípade eura vzhľadom na „nedesiatkové“ konverzné kurzy väčšinou veľmi komplikovanom. Ich uplatnením je možné do značnej miery³ eliminovať rušivé impulzy, ktoré by spotrebiteľom do procesu „učenia sa“ vnášal navyše pohyb cien. Podnikateľom však signalizujú, že ak počas tohto obdobia sa majú v záujme spoločenského konsenzu zdržať cenových úprav, tak tieto úpravy uskutočnia vopred a/alebo po uplynutí dohodnutých lehôt.

Dôsledné prepočítanie regulovaných cien podľa konverzného kurzu. Zásada cenovej stability by mala byť primárne uplatnená v okruhu cien spravovaných inštitúciami verejnej správy. Všetky regulované ceny by preto mali byť dôsledne prepočítané podľa konverzného kurzu. Štát tým dá silný signál súkromnému sektoru o dôveryhodnosti svojho deklarovaného záväzku zabezpečiť, aby sa menová konverzia nestala príležitosťou na zvyšovanie cien.

Z uvedeného je zrejmé, že cenové efekty menovej konverzie môžu byť celkovo rozložené do relatívne dlhého časového úseku pred zavedením aj po zavedení eura. Tomu je nevyhnutné podriaďovať monitoring cenového vývoja. Obdobie, počas ktorého sa bude cenový vývoj sledovať so zvýšenou pozornosťou, musí byť dostatočne dlhé na to, aby obsiahlo horizont predpokladaného zvýšeného výskytu pokusov o neodôvodnené zvyšovanie spotrebiteľských cien.

³ Ani duálne oceňovanie, ani dohody o cenovej stabilite nie sú nástrojmi administratívneho zmrazenia cien. Ich dodržiavanie je kontrolovateľné a porušovanie pranieľovateľné, nie však vymáhateľné. Z 12 krajín eurozóny iba v Rakúsku bolo duálne oceňovanie nariadené zákonom v čase od 1. októbra 2001 do 28. februára 2002. Zákon obsahoval aj kontrolné a sankčné mechanizmy na zabránenie neodôvodnenému zvyšovaniu cien v tomto období. Porušenie zákona sa trestalo pokutou vo výške 20 000 ATS, v prípade opakovaného porušenia až 200 000 ATS. V Portugalsku bolo legislatívnym nariadením zakázané zvyšovať ceny v sektore verejnej dopravy pred marcom 2002.

² Prirodzene, v prípade, že by v procese formovania atraktívnych cien výrazne prevládlo zaokrúhľovanie cien smerom nahor, mohol by tu vzniknúť istý inflačný stimul. Takémuto asymetrickému zaokrúhľovaniu cien by však mala brániť dostatočne silná konkurencia v maloobchodnom sektore.



Ex ante odhadované efekty zavedenia eura na ceny v eurozóne

Vzhľadom na predpokladanú relatívnu vyváženosť faktorov pôsobiacich v prospech a proti rastu cien z dôvodu

verzie na vývoj cien by mal byť iba veľmi obmedzený. Aj keď v niektorých krajinách bolo možné pri niektorých tovaroch pozorovať rast cien vysvetliteľný zavádzaním eura, jeho účinky na celkové národné indexy spotrebiteľských cien boli iba veľmi mierne.

Odhady cenových efektov zavedenia eura v terajších krajinách eurozóny

Nasledujúce odhady síce nie je možné priamo porovnávať vzhľadom na rozdiely v použitých analytických metódach, predpokladoch a sledovaných obdobiach, dávajú však rámcovú predstavu o očakávaných účinkoch zavedenia eura na spotrebiteľské ceny v eurozóne.

Štúdia holandskej De Nederlandsche Bank odhadovala, že efektom zaokrúhľovania všetkých cien môže byť príspevok k inflácii vo výške 0,7 %, nezohľadňoval sa tu však vplyv konkurencie. Inflačný efekt započítania implementačných nákladov do cien v rokoch 2001 a 2002 sa odhadoval na 0,2 – 0,3 %.

Štúdia Federálneho ŠÚ Nemecka a Deutsche Bundesbank odhadovala vplyv zavedenia eura na ceny v Nemecku v období január až október 2001 na 0,0 – 0,5 %. Od júna 2001 začali vývoj cien v Nemecku pravidelne monitorovať spotrebiteľské organizácie. Štúdia IFAV (Institut für angewandte Verbraucherforschung) z januára 2002 na základe prieskumu v 100 obchodoch, bankách a prevádzkach služieb s 841 rôznymi produktmi konštatovala hruba vyrovnaný počet prípadov zvýšenia, resp. zníženia cien. V obchodoch boli v období jún 2001 – január 2002 zistené zmeny cien v 51 % prípadoch, z toho 49 % zvýšenie, 51 % zníženie; v bankách zmeny v 36,2 % prípadoch, z toho 52,9 % zvýšenie, 47,1 % zníženie; v službách 75 % prípadov zmien po zavedení eura, z toho vyše 80 % zvýšenie v rozsahu od 0,24 % do 48,5 %.

Spoločná štúdia centrálnej banky a ministerstva financií Luxemburska odhadovala, že v najpesimistickejšom scenári sa môže zavedenie eura prejavíť účinkom 0,52 – 0,60 % na národný CPI.

V Portugalsku podľa štúdie Inštitútu pre malé a stredné podniky 87 – 93 % majiteľov obchodov ceny nezvyšovalo, 6 – 9 % ceny zvýšilo, avšak z iných dôvodov než zavedenie eura. Štúdia centrálnej banky zameraná na odhad efektov zaokrúhľovania na najbližší cent s využitím údajov o cenách z januára 2001 dospela k výsledku, že v najhoršom prípade by mohlo dôjsť k zvýšeniu národného CPI o 0,23 %, v najoptimistickejšom prípade by naopak mohlo dôjsť k jeho poklesu o 0,26 %.

Výskum vo Fínsku o možných dopadoch konverzie z mája 2001, realizovaný vo Finnish Research Institute for Consumer Issues a na ministerstve financií v spolupráci so ŠÚ, identifikoval 107 produktov, ktorých ceny boli zaokrúhlené na atraktívnu cenu v eurách. Medziročný rast cien tohto súboru sa odhadoval na 7,8 %. Jeho váha v CPI predstavovala iba 1,2 %, takže odhadovaný efekt na súhrnný CPI bol menší než 0,1 % z ročnej miery 3,4 %.

zavedenia eura, odhadovali sa iba veľmi nízke cenové efekty menovej konverzie v eurozóne ako celku. Štúdie vypracované vo viacerých členských štátoch o inflačných efektoch zavedenia eura na domáce cenové hladiny dospeli k podobným záverom.

Vplyv implementačných nákladov na infláciu v eurozóne sa odhadoval na 0,3 % v roku 2001 a 0,1 % v roku 2002. Všeobecne sa očakávalo, že konkurencia bude nútiť firmy znášať aspoň časť implementačných nákladov bez ich premietnutia do cien⁴. Na roky 2003 – 2004 sa už odhadoval čistý prínos zo zavedenia eura na zníženie inflácie v rozsahu 0,2 – 0,3⁵. Tento čistý znižujúci efekt bude pritom trvalý.

V roku 2001 národné štatistické úrady, ECB a národné centrálné banky, ako aj spotrebiteľské organizácie iniciovali skúšobné monitorovanie psychologicky atraktívnych cien v niektorých krajinách eurozóny. Sledovaním cenovej dynamiky vybraných spotrebných tovarov, ktoré sa zvyčajne uvádzajú v atraktívnych cenách, sa snažili odhadnúť skutočný vplyv konverzie cien na euro. Výsledky monitorovacích testov potvrdili, že vplyv menovej kon-

Cenové efekty zavedenia eura v hodnotení oficiálnej štatistiky

Identifikácia čistých účinkov menovej konverzie je veľmi zložitá, keďže každá cenová zmena môže byť výsledkom buď zavedenia eura (zaokrúhľovanie a implementačné náklady), alebo odrazom iných nákladových (napr. vývoja miezd alebo dovozných cien, zvýšenia spotrebných daní a pod.) či rôznych mimoriadnych faktorov (počasie, veterinárne epidémie).

Medziročná miera inflácie meraná HICP v roku 2002 dosiahla v eurozóne 2,3 % a v porovnaní s rokom 2001 zostala na nezmenenej úrovni. Podľa analýzy Eurostatu najväčšia časť rastu cien v roku 2002 bola podmienená bežnými a niektorými špecifickými faktormi, nesúvisiacimi so zavedením eura. Boli to najmä nepriaznivé počasie, volatilita cien energií a podstatné zvýšenie daní z tabakových výrobkov. Bežné a mimoriadne faktory spolu vysvetľujú 2,01 – 2,18 % z celkovej inflácie 2,3 %.

Príspevok zavedenia eurových bankoviek a mincí do obehu Eurostat odhadol na 0,12 – 0,29 % z celkovej inflácie 2,3 % v roku 2002. Najvýznamnejšia časť celého tohto efektu odhadovaná v rozsahu 0,09 – 0,28 % sa uskutočnila v decembri 2001 a januári 2002.

Identifikovaný vplyv menovej konverzie na ceny v eurozóne bol výsledkom podrobnej analýzy, ktorej hlavné

⁴ Podľa prieskumu Rakúskej federálnej obchodnej komory z marca 2001 tretina podnikateľov odhadovala náklady na konverziu nižšie než 1 500 EUR, 35 % podnikateľov rátalo s 1 500 – 14 500 EUR, 32 % očakávalo ešte vyššie náklady.

⁵ Podľa odhadov De Nederlandsche Bank

Prístup Eurostatu k odhadu efektu zavedenia eura na ceny

V praxi nie je možné identifikovať v cenovom indexe presnú hodnotu vplyvu menovej konverzie. Nejestvuje spôsob, ako zistiť, aká by bola inflácia, keby sa neuskutočnil prechod na euro. Aj na najnižšej úrovni špecifikácie jestvujú mnohé faktory – pravidelné, nepravidelné, náhodné a systémové, ktoré prekrývajú potenciálne efekty konverzie a na druhej strane jestvuje množstvo potenciálnych efektov konverzie, ktoré sa môžu navzájom násobiť alebo eliminovať.

Východiskom analýz efektov menovej konverzie, ktoré realizoval Eurostat, bola identifikácia pravidelných a špecifických faktorov nesúvisiacich s eurom, ktoré v roku 2002 ovplyvnili HICP eurozóny. V druhom kroku sa vyhodnotili zdroje zostávajúceho zvýšenia vo všetkých položkách HICP s cieľom identifikovať zostatkovú „šedú zónu“ ako bázu pre odhad „najpravdepodobnejšieho intervalu“ vplyvu zavedenia eura na ceny.

V rámci „šedej zóny“ boli identifikované položky (výdavkové skupiny), ktorých vývoj obsahoval „pravdepodobný“ efekt zavedenia eura a skupiny s „najviac pravdepodobným“ efektom zavedenia eura. Pre obe tieto skupiny bol odhadnutý ich vplyv na súhrnný HICP eurozóny.

Komparácia najvýznamnejších položiek z analýzy HICP eurozóny s ich vývojom v troch krajinách EÚ nepatriacich do eurozóny mala istú kontrolnú funkciu a potvrdila hlavné zistenia o cenových efektoch zavedenia eura.

Stanovenie intervalu vplyvu zavedenia eura na HICP eurozóny:

- hornú hranicu udáva súčet odhadnutých vplyvov v „pravdepodobnej“ a „najviac pravdepodobnej“ skupine,
- spodnú hranicu určuje vplyv „najviac pravdepodobnej“ skupiny.

metodické postupy sú stručne zhrnuté v rámciku. Čiastkové analýzy viedli k týmto zisteniam:

- prevažná väčšina položiek (výdavkových skupín), predstavujúca približne 54 % z celkových váh HICP, nevykázala v roku 2002 žiaden nezvyčajný cenový vývoj, ktorý by ovplyvnil súhrnný HICP;

- nepravidelný cenový vývoj vykázali výdavkové skupiny predstavujúce 20 % celkových váh HICP, tieto nepravidelnosti však nesúviseli so zavedením eura, ale s mimoriadnymi externými faktormi (volatilné ceny energií, zvýšenie bezpečnostných opatrení a následne cien za dopravu a dovolenky po 11. septembri 2001, výrazné zvýšenie daní z tabakových výrobkov zo začiatku roka 2002);

- zostávajúce výdavkové skupiny rozdelené na podskupiny s „pravdepodobným“ a „najviac pravdepodobným“ účinkom menovej konverzie, tzv. šedá zóna, v ktorej sa mohli potenciálne prejavíť efekty zavedenia eura, predstavovali 26 % váhového podielu na súhrnnom HICP eurozóny.

Výsledky podrobnej analýzy podskupín, v ktorých bol odhadnutý „pravdepodobný“ a „najviac pravdepodobný“ efekt zavedenia eura na cenový vývoj v roku 2002, sú zhrnuté v tab. 1.

Tabuľka 1 Odhadovaný vplyv menovej konverzie podľa výdavkových skupín (príspevok k inflácii v percentuálnych bodoch)

		Jan02/dec01	1Q02/4Q01	2002/2001
	Najpravdepodobnejšie efekty			
	Služby			
941	Rekreačné a športové služby	0,01	0,01	0,02
10X0	Školstvo	0,01	0,01	0,01
1111	Reštaurácie, kaviarne a pod.	0,06	0,07	0,08
1211	Kaderníctva a zariadenia osobnej starostlivosti	0,01	0,01	0,01
	Najpravdepodobnejšie efekty spolu	0,09	0,10	0,12
	Pravdepodobné efekty			
	Služby			
444	Ostatné služby spojené s bývaním	0,00	0,00	-0,01
723	Údržba a oprava osob. dopravných prostriedkov	0,01	0,01	0,02
1120	Ubytovacie služby	0,02	0,03	0,02
	Ostatné služby	0,01	0,00	0,00
	Medzisúčet za služby	0,04	0,04	0,03
	Potraviny			
444	Chlieb a obilniny	0,02	0,03	0,05
113	Ryby	0,00	0,02	0,02
114	Mlieko, syry, vajcia	0,03	0,03	0,02
116	Ovocie	0,04	0,05	0,04
117	Zelenina	0,04	0,00	0,00
118	Cukor, džem, med, čokoláda a cukrovinky	0,00	-0,01	-0,01
119	Potraviny bližšie nešpecifikované	0,00	0,00	0,01
213	Pivo	0,00	0,00	0,01
	Medzisúčet za potraviny	0,13	0,12	0,13
	Neenergetické priemyselné tovary			
933	Záhrada, rastliny, kvety	0,01	0,01	0,01
	Ostatné neenergetické priemyselné tovary	0,01	0,01	0,00
	Medzisúčet za neenergetické priemyselné tovary	0,02	0,02	0,01
	Pravdepodobné efekty spolu	0,19	0,18	0,17
	Interval			
	Dolná hranica (najviac pravdepodobné efekty)	0,09	0,10	0,12
	Horná hranica (pravdepodobné + najviac pravdepodobné efekty)	0,28	0,28	0,29

Zdroj: Euro changeover effects. Eurostat, Euro-Indicators, news release, Annex, 18. jún 2003.



Medzi položky (výdavkové skupiny), pri ktorých najpravdepodobnejším vysvetlením cenových zmien v období december 2001 – január 2002 bolo zavedenie eura, patrili predovšetkým rozličné služby, osobitne reštaurácie a kaviarne, malé prevádzky ako kaderníctva, rôzne opravárenské služby, čistiarne a služby súvisiace s rekreáciou, kultúrou a športom. Medzimesačný (január 2002/december 2001) vplyv týchto položiek na súhrnný HICP predstavoval 0,09 % a do konca roka dosiahol 0,12 % na priemernom ročnom HICP (2002/2001).

Položky zahrnuté v skupine s pravdepodobným vplyvom zavedenia eura sa vyznačovali v roku 2002 nezvyčajným cenovým vývojom, ktorý nenachádzal vysvetlenie v žiadnych neeurových faktoroch. Preto boli označené ako "pravdepodobne" ovplyvnené zavedením eura. Táto skupina obsahuje niektoré potraviny ako chlieb a pečivo, ovocie, zeleninu, pivo, a tiež niektoré služby, ako sú autoservisy a ubytovacie služby.

Podľa jednotlivých krajín sa účinky zavedenia eura na spotrebiteľské ceny rôznili. Výročná správa Európskej centrálnej banky (ECB) za rok 2002 uvádza, že inflačný efekt zo zavedenia eura podľa prepočtov národných štatistických úradov predstavoval 0,2 % (Francúzsko) až 0,6 % (Holandsko) na národných HICP. Rozdiely medzi krajinami sa vysvetľujú najmä rozdielnou konkurenciou na miestnych trhoch (podmienkou aj relatívnou významnosťou veľkých obchodných reťazcov a malých maloobchodných predajcov) a odlišnou situáciou v dopyte v jednotlivých krajinách. Výsledky jednotlivých štúdií však nie sú priamo porovnateľné, vzhľadom na rozdiely v použitých štatistických metódach, vecnom zameraní analýz atď.

Zhrnutie. Hodnotenia prvého roku po zavedení eura do hotovostného obehu na báze oficiálnych štatistických údajov konštatovali iba mierny efekt menovej konverzie na súhrnný HICP eurozóny, ako aj na HICP jednotlivých členských krajín. Potvrdil sa predpoklad, že potenciálne vplyvy implementačných nákladov a zaokrúhľovania na rast cien v značnej miere potláčala konkurencia na transparentných trhoch eurozóny. Zvýšenie cien, ktoré je možné pripísať zavedeniu eura, bolo sústredené v úzkom okruhu tovarov a služieb, ktoré sú úzko viazané na domáce trhy a spotrebiteľské návyky. Vzhľadom na ich nízku váhu v súhrnnom cenovom indexe sa v ňom efekt cenového zvýšenia premietol iba mierne.

Pohľad spotrebiteľov a spotrebiteľských organizácií

Na rozdiel od oficiálnych hodnotení, inflácia vnímaná obyvateľstvom bola v prvom roku fungovania eura vysoká a v niektorých krajinách došlo až k spotrebiteľským štrajkom a bojkotu spotreby niektorých segmentov spotrebiteľského koša.⁶ Pocit „drahoty“⁷ mal však všeobecný charakter. Spolu s nedôverou spotrebiteľov ohľadne bu-

dúceho vývoja cien sa v spotrebiteľskom správaní začala presadzovať zdržanlivosť a obmedzovanie nákupov.

Prudký nárast vnímanej inflácie po zavedení eura do hotovostného obehu ilustruje obr. 1. Dojem rýchleho rastu cien sa zintenzívňoval v priebehu celého roku 2002, paradoxne k výraznému znižovaniu inflačných očakávaní.

Nespokojnosť spotrebiteľov s cenovým vývojom sa odzrkadľila v podstatne kritickejšom než oficiálnom hodnotení priebehu menovej konverzie zo strany spotrebiteľských organizácií. Okrem zvýšeného dôrazu na problematiku samotného rastu cien v (aj oficiálne) identifikovaných položkách tovarov a služieb a dôsledkov zaokrúhľovania na ceny⁸, pozornosť venovali aj hodnoteniu efektov záväzkov deklarovaných národnými vládami, resp. dohôd o cenovej stabilite. Na rozdiel od oficiálnych, v zásade uspokojujúcich hodnotení, spotrebiteľské organizácie kritizovali nedostatky (napr. ich nie plošnú akceptáciu⁹ a nedostatočné dodržiavanie, resp. porušovanie¹⁰), ktoré oslabovali ich účinnosť.

Osobitným problémom, ktorý prispel po zavedení eura k pocitu „všeobecnej drahoty“ sa stal pomerne rozsiahly odpor k používaniu mincí s najmenšími nominálnymi hodnotami (1 cent a 2 centy¹¹). Spotrebiteľia jednak nevenovali dostatočnú pozornosť navonok drobným cenovým rozdielom u rôznych predajcov, jednak pri platení veľmi často zaokrúhľovali vo svoj neprospech (nevyžadovali tieto drobné mince vydať), čím si sami svoje nákupy predražovali. Navyše, paradoxne k všeobecne kritizovanému prudkému nárastu cien v reštauráciách, kaviarňach, kaderníckych salónoch či autoservisoch, podobným správaním práve týmito službám poskytovali veľkorysé prepitné, resp. obslužné. Na upevnenie hodnotového povedomia o eure a na zmenu spotrebiteľského správania sa ešte v roku 2002 pristúpilo vo viacerých krajinách k dodatočným informačným kampaniam pod heslami „Každý cent sa ráta“ a „Euro sa oplatí“¹².

⁶ Otvorenú nespokojnosť s rastom cien prejavovali najmä spotrebiteľia v Grécku, kde v septembri 2002 došlo k dvom nátlakovým akciám – generálnemu štrajku spotrebiteľov a trojdňovému bojkotu nákupcov ovocia a zeleniny. V Taliansku v júli verejná protestovala proti 25 – 50-percentnému zvýšeniu cien v supermarketoch a 10-percentnému zvýšeniu všetkých cien. Nadmerné zvyšovanie cien kritizovala v lete aj Federácia nemeckých spotrebiteľských organizácií.

⁷ Napríklad známa slovná hračka „Euro gleich Teuro“ v Rakúsku a Nemecku.

⁸ Napr. podľa prieskumu Flash Eurobarometer z konca januára 2002 bolo 67 % opýtaných presvedčených, že ceny sa zaokrúhlili nahor, iba 2 % uviedlo, že si myslí, že smerom dolu.

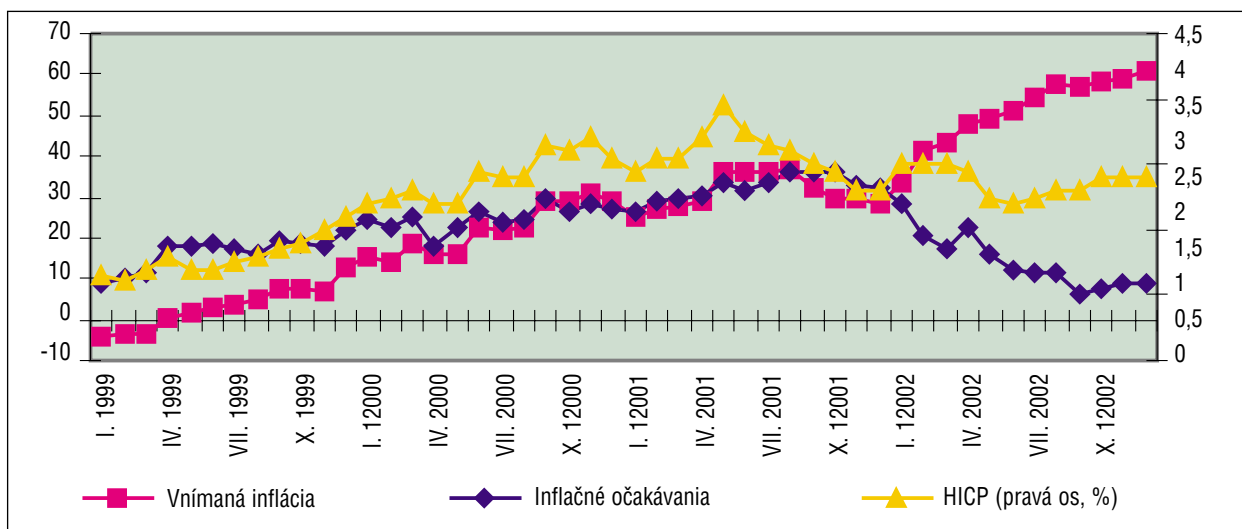
⁹ V Belgicku k nej nepristúpili malé a stredné podniky, v Írsku kaviarne, puby a predajne rýchleho občerstvenia.

¹⁰ Najmä v malých obchodoch, vo Francúzsku napr. aj v supermarketoch a ochodných domoch. V Grécku napriek tomu, že vláda v lete 2001 podpísala dve memorandá o cenovej stabilite, štátna vodohospodárska spoločnosť EYDAP v januári 2002 zvýšila ceny o 4,9 % a elektrárnska spoločnosť DEH o 3,8 %.

¹¹ Vo Fínsku tieto mince vôbec neboli zavedené do obehu.

¹² Na financovanie týchto kampaní sa podieľala (50 %) aj Európska komisia.

Obr. 1 HICP, vnímaná inflácia a inflačné očakávania v eurozóne 1999 – 2002



Zdroj: European Commission Business and Consumer Surveys, február 2005.

Poznámka: Indikátor vnímanej inflácie je výsledkom vyhodnotenia odpovedí spotrebiteľov na otázku „Čo si myslíte o vývoji cien za uplynulých 12 mesiacov?“. Inflačné očakávania ukazujú ich názor na rast cien v najbližších 12 mesiacoch v porovnaní s predchádzajúcimi 12 mesiacmi.

Hlavné poznatky z celkového priebehu menovej konverzie v roku 2002

Analytické štúdie Eurostatu, ako aj štúdie členských štátov eurozóny dospeli k rovnakému záveru: zavedenie eura do hotovostného obehu nespôsobil v roku 2002 rozsiahle zvýšenie spotrebiteľských cien. Potvrdili však dlhodobější charakter adaptácie cien na novú menu.

Cenové efekty menovej konverzie boli sústredené predovšetkým v špecifických oblastiach sektora služieb. Najvýraznejší, začiatkom roka 2002 až prudký nárast cien bol všeobecne zaznamenaný v reštauráciách, kaviarňach, prevádzkach rýchleho občerstvenia, kaderníctvach, čistiarňach, autoservisoch, v niektorých krajinách aj vo verejnej doprave, taxislužbe a rôznych druhoch poplatkov (parkovné, diaľnice).

Ceny tovarov, ktoré tvoria nadpolovičnú väčšinu výdavkov súkromnej spotreby, celkovo za eurozónu neboli zavedením eura významnejšie ovplyvnené. Avšak ceny niektorých tovarov bežnej spotreby, ktoré domácnosti často nakupujú (napr. pečivo, noviny), v niektorých krajinách vzrástli až výrazne. Pri nízkej cene týchto tovarov zaokrúhľovanie spôsobilo relatívne vysoké zvýšenie ceny (merané zmenou v %). Naopak pri tovaroch, ktoré majú vyššiu (vysokú) hodnotu a teda aj cenu, napr. pri tovaroch dlhodobej spotreby, sa pri zaokrúhľovaní presadila skôr tendencia upravovať ceny nadol – vzhľadom na technický pokrok a vysokú konkurenciu na týchto trhoch.

Z priebehu zaokrúhľovania na nové spotrebiteľsky atraktívne ceny v eurách vyplynulo, že tu pôjde o dlhodobější proces. Aj keď posledné mesiace roku 2002 naznačovali podstatné upokojenie cenového vývoja v eurozóne, neukončená adaptácia na nové ceny sa

hodnotila ako isté riziko pre budúci cenový vývoj v eurozóne. Najmä v krajinách uplatňujúcich indexáciu miezd by pretrvávajúce zrýchlenie rastu cien mohlo viesť k nežiaducim mzdovým tlakom a vytvoriť riziko vzniku nákladovej inflácie. V dlhodobom horizonte by však eurom vyvolané zdroje tlakov na rast cien mali byť eliminované a euro bude mať tlmivý účinok na rast cien, pretože prinesie väčšiu cenovú transparentnosť a konkurenciu v eurozóne. Tieto prínosy budú trvalého charakteru.

Dodržiavanie dohôd o cenovej stabilite a efektívnosť prísneho monitorovania cien v období duálneho oceňovania hodnotili oficiálne inštitúcie vo všeobecnosti priaznivo. Vo viacerých krajinách sa však konštatovalo potvrdenie obáv, že firmy a obchod sa síce zdržia zvyšovania cien v sledovanom období, cenové úpravy však uskutočnia pred alebo po skončení duálneho zobrazovania cien¹³.

Z reakcií cenového vývoja na zavedenie eura do hotovostného obehu vyplynul dôležitý záver pre budúcu cenovú stabilitu v eurozóne: jednu z rozhodujúcich úloh v procese efektívneho presadenia všetkých systémových výhod spoločnej meny bude mať rýchlosť, akou sa podarí adaptovať spotrebiteľské správanie na novú cenovú štruktúru a potlačiť fenomén vnímanej inflácie.

Pokračovanie v čísle 7/2005

¹³ Príkladom je Rakúsko, kde duálne oceňovanie bolo nariadené zákonom (od 1.9.2001 do 28.2.2002). Toto nariadenie sa často kritizovalo: považovalo sa za zdroj podstatného anticipovaného zvýšenia cien od jari 2001 do augusta 2001. Od septembra boli ceny stabilné. V oblastiach s nízkou konkurenciou (plavárne, športové centrá a pod.) sa však od januára 2002 ceny výrazne zvýšili.



DÔCHODKOVÁ REFORMA

3. ČASŤ

Ing. Ivan Barri, Úrad pre finančný trh

Pokračovanie z čísla 5/2005

Žijeme v čase, keď skoro v celej Európe populácia starne a priemerný vek dôchodcov sa dvíha. Dôchodky sa preto vyplácajú čoraz väčšiemu percentu ľudí. Dôvera v priebežný systém dôchodkov vyplácaných štátom sa už dávno vo viacerých krajinách vytratila a nutne potrebuje reformu. Slovné spojenie dôchodková reforma sa stalo najfrekvencovanejším slovným spojením roku 2004 na Slovensku. Reforma dôchodkového systému je snáď najzložitejšou reformou vôbec. V porovnaní s ostatnými je jej cieľom zmeniť fungovanie komplikovaného, skostnateneho a rozsiahleho dôchodkového systému. Každá dôchodková reforma musí rátať s vysokými transformačnými nákladmi. Zdravotný systém, či školstvo sú rovnako zložitými mechanizmami, ani jeden z nich však nevytvoril tak vysoký dlh pre budúce generácie.

Dôchodkové systémy vo vybraných krajinách

Chile

Dôchodková reforma v Chile je často predmetom diskusií o alternatívnych spôsoboch reformy priebežne financovaných dôchodkových systémov. Jej podstatou je zavedenie individuálnej kapitalizácie do dôchodkového systému, vykonávanej súkromnými inštitúciami na báze konkurencie. Zdôraznenie princípu vlastníckych práv a jej predpokladaný významný vplyv na ekonomický rast, tvorbu národných úspor a rozvoj finančných trhov Chile podnietil aj iné krajiny Latinskej Ameriky (peru 1992, Kolumbia a Argentína 1993, Uruguaj 1995, Mexiko, Bolívia a Salvador 1996 a Nikaragua 2000) k úplnému alebo čiastočnému nahradeniu priebežného dôchodkového systému kapitalizačným systémom individuálnych účtov spravovaných súkromnými inštitúciami. Spustenie dôchodkovej reformy v Chile sa datuje 1. mája 1981

Nový dôchodkový systém bol založený na nasledujúcich princípoch:

- platenie príspevkov na osobné dôchodkové účty a ich zhodnocovanie,
- poskytovanie starobného, invalidného dôchodku a pozostalostných dôchodkov,
- slobodná voľba inštitúcie, ktorá spravuje dôchodkové fondy,
- súkromné, navzájom si konkurujúce inštitúcie – AFP (Administradoras de Fondos de Pensiones),
- voľba troch rozdielnych spôsobov poskytovania starobných dôchodkov,
- garancia minimálneho dôchodku zo strany štátu.

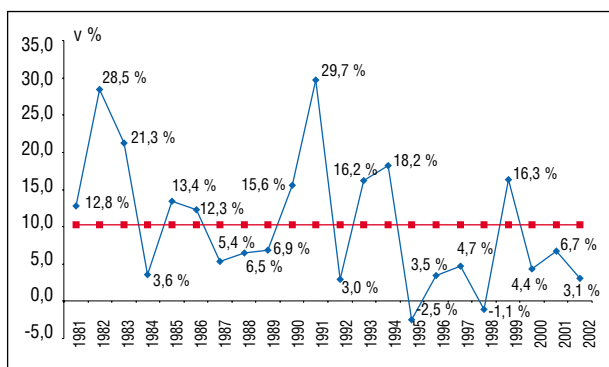
Účasť v novom systéme bola povinná pre všetkých pracujúcich, ktorí začali prvý krát pracovať po prvom

januári 1983. To znamená, že prestup zo starého systému bol dobrovoľný pre všetkých občanov, ktorí už platili príspevky do priebežného systému. Do konca roku 1983 prestúpilo do nového systému 77 % ľudí. Zamestnanci, ktorí sa rozhodli prestúpiť zo starého systému do nového, ale už predtým platili príspevky dostali ako náhradu za tieto zaplatené príspevky „dlhopisy uznania“. Hodnota týchto dlhopisov bola pre každého kalkulovaná individuálne podľa vzorca, ktorý zohľadňoval dobu prispievania a predchádzajúcu mzdu. Tieto dlhopisy sú úročené na základe inflácie a ich reálny ročný výnos je na úrovni 4 %. Tvorila majetok na osobnom účte jednotlivca a sú splatné pri jeho odchode do dôchodku. V novom systéme zohrávajú kľúčovú úlohu súkromné spoločnosti – AFP, s vymedzeným predmetom podnikania. AFP sú akciové spoločnosti, ktorých akcionármi sú veľké nadnárodné finančné skupiny. Základné imanie týchto spoločností je pri 5 000 klientoch 250 000 USD a pri prekročení 10 000 klientov je to 500 000 USD. V súčasnosti pôsobí v Chile 7 AFP, pričom tri najväčšie ovládajú približne 80 % trhu. Počas celého obdobia od reformy dôchodkového systému výnosovosť dosahovala neuveriteľných 10,3 % p.a. Celková reálna hodnota aktív v správe AFS rástla v období rokov 1981 až 2000 priemerným ročným tempom 29 % zo sumy 300 miliónov USD (0,9 % HDP) v decembri 1981 na sumu 42,27 miliardy USD (58,2 % HDP) v decembri 2000. Takýto silný nárast je spôsobený jednak masovým presunom pracujúcich do nového systému a vysokým priemerným ročným výnosom spolu s vysokým pomerom prispievateľov do systému k poberateľom dôchodku. Priemerné ročné tempo rastu aktív v penzijných fondoch v rokoch 2002 až 2030 sa očakáva na úrovni 7,1 %, čo

by znamenalo zvýšenie hodnoty na 177,6 miliardy USD (87,8 % HDP).

Dve úlohy majú v novom systéme aj životné poisťovne. Na základe zmluvy s AFP o invalidnom a pozostalostnom poistení doplácajú na osobný dôchodkový účet klienta v prípade jeho invalidity alebo smrti sumu potrebnú na zakúpenie anuity. Zároveň v kapitalizačnom systéme anuity poskytujú. Výber príspevkov sa realizuje na decentralizovanej báze. Príspevky vyberajú banky, AFP a špeciálna inštitúcia (PREVIREDA), ktorá slúži ako zúčtovacie centrum a ktorú si AFP vytvorili práve na tento účel. Zaujímavou je skutočnosť, že v období nasledujúcich 20 rokov od reformy dôchodkového systému v Chile sa len mierne zvýšil podiel dlhu na HDP (zo 48 % v roku 1981 na 49 % v roku 2001), čo znamená, že sa prevažná časť transformačných nákladov reformy financovala úsporami v štátnom rozpočte a nie zvyšovaním vládneho dlhu.

Miera reálneho ročného výnosu systému AFP v Chile (1981 – 2002)



Chorvátsko

Reforma dôchodkového systému sa v Chorvátsku spustila v roku 2000. Rovnako ako na Slovensku bola reakciou na zhoršujúci sa demografický vývoj a možnú katastrofu vo forme neudržateľného priebežného systému v budúcnosti.

Druhý, kapitalizačný pilier, bol v chorvátsku povinný pre všetkých zamestnancov mladších ako 40 rokov, na výber mali len tí, ktorí sa nachádzali medzi 40. a 50. rokom života. Výsledkom bola navonok úspešnosť reformy, keď z možných 1,2 milióna možných účastníkov sa do reformy zapojilo viac ako 1 milión obyvateľov. V Chorvátsku však do kapitalizačného piliera prúdila len štvrtina odvodov (5 % príjmu zamestnanca). Momentálne tak penzijné fondy spravujú približne 990 miliónov eur (cca 36 mld. Sk). Jednou zo špeciálnych chorvátskej reformy bolo obmedzenie činnosti sprostredkovateľov v celom procese. Predajní agenti totiž nemajú možnosť podpisovať zmluvy, každý klient musí osobne podpísať zmluvu v centrálnom štátnom

registri (REGOS). Finančný sprostredkovateľ teda mali len úlohu presvedčiť potenciálneho klienta o opodstatnenosti druhého piliera a presvedčiť ho aby navštívil REHOS a podpísal zmluvu.

V Chorvátsku vstúpilo na trh 7 správckových spoločností, z ktorých najväčší podiel získali tí, ktorí mali za sebou najlepšiu značku a najhustejšiu sieť aktívnych poradcov. Po úvodnom dôležitom období došlo ku konsolidácii trhu, ktorej dôvodom bolo pravidlo, že správcková spoločnosť musí mať minimálne 50 000 klientov. Z celkového počtu siedmich spoločností pri spustení systému dnes na trhu pôsobia už iba štyri.

Vývoj konsolidácie chorvátskeho penzijného trhu

Penzijný fond	Počiatočný podiel na trhu	Súčasný podiel na trhu
AZ	39,6 %	39,8 %
RBA	32,3 %	32,7 %
PBZ-CO	16,6 %	16,7 %
Plavi	6,1 %	10,8 %
Erste	2,5 %	
Helios	2,5 %	
HA 1	0,4 %	

Pri správe aktív platia v Chorvátsku prísne pravidlá a obmedzenia. Minimálne 50 % majetku musí byť investovaných v chorvátskych štátnych dlhopisoch a maximálne 15 % majetku môže byť v krátkodobých finančných investíciách a len 15 % majetku môže byť investovaných v zahraničí. Podiel domácich akcií môže dosiahnuť 30 % hodnoty spravovaného majetku, avšak tieto hodnoty nie je možné prakticky naplniť, pretože podobne ako slovenský, aj chorvátsky kapitálový trh je veľmi slabo rozvinutý.

Celkové rozloženie investícií penzijných fondov v Chorvátsku (august 2004)

Chorvátske akcie	3,98 %
Chorvátske štátne dlhopisy	67,99 %
Chorvátske neštátne dlhopisy	7,11 %
Hotovosť	9,12 %
Medzinárodné akcie	7,61 %
Medzinárodné dlhopisy	4,17 %

Súčasťou legislatívy sú aj kompenzácie v prípade zlej výkonnosti fondu. Spôsobili koordináciu pri nákupe cenných papierov do portfólií fondov, ktorá síce oficiálne neexistuje, ale je verejným tajomstvom a naznačuje tomu aj zloženie portfólií jednotlivých fondov. Riziká strát a následných kompenzácií sú dostatočne vysoké na to, aby v tomto prípade fondy dokázali zabudnúť na konkurenčnú rivalitu.

**Výkonnosť jednotlivých penzijných fondov v Chorvátsku p.a. (k 30. 6. 2004)**

Penzijný fond	1. štvrťrok 2004	2. štvrťrok 2004	od 04. 2002 do 07. 2004
AZ	-1,63 %	0,68 %	9,94 %
Plavi	-1,51 %	1,07 %	6,90 %
PBZ-CO	-1,60 %	0,70 %	7,44 %
RBA	-1,63 %	0,49 %	6,58 %

**Reformy dôchodkového systému
v krajinách V4**

Prvýkrát si krajiny V4 uvedomili potrebu reformy začiatkom 90-tych rokov. Poľsko a SR sa k činom dostali až po zostrení celkovej makroekonomickej situácie – v roku 1997, resp. 1999. Tieto dve krajiny uskutočnili reformu v dvoch fázach – v prvej realizovali zmeny v existujúcom systéme a v druhej zaviedli nový fondový privátne riadený pilier. Prvenstvo medzi tranzitívnymi ekonomikami patrí v tejto oblasti Maďarsku. Už v rokoch 1992 – 1993 sa táto krajina pustila do vytvorenia a spustenia dobrovoľného piliera. Dobrovoľné súkromné penzijné fondy tu začali fungovať v roku 1994. V roku 1997 potom Maďarsko pristúpilo podobne ako predchádzajúce spomínané krajiny k zmenám v existujúcom dôchodkovom systéme. V prípade ČR sa veľmi o reforme hovoriť nedá. ČR ako jediná krajina pôvodnej V4 nepristúpila k multipilierovému dôchodkovému systému. Ponechala si len doteraz fungujúci zákonný pilier, ktorý doplnila penzijnými fondmi, fungujúcimi na báze dobrovoľnosti.

Nový systém bol v jednotlivých štátoch spustený v nasledovných rokoch – v Maďarsku v roku 1998, v Poľsku v roku 1999, na Slovensku v roku 2005. Základnou zmenou bolo zavedenie multipilierovej štruktúry dôchodkového systému. Spravidla sa jedná o existenciu troch pilierov s nasledovnou charakteristikou:

I. pilier je základným zákonným povinným pilierom. Je financovaný prostredníctvom poistného, ktoré platia poistenci. Zdroje sú využité na výplatu súčasných záväzkov voči dôchodcom

II. pilier je základný povinný, kapitalizačný. Odvody (označované ako príspevky) sú odvádzané na konkrétne účty účastníkov (sporiteľov), kde sa zhodnocujú. Prináša skutočné sporenie na vlastný dôchodok.

III. pilier je doplnkový dobrovoľný. Jedná sa o dôchodkové pripoistenie financované zo zhromaždených príspevkov. Najčastejšie je založený na sporení jednotlivcov alebo na programoch podporovaných zamestnávateľmi.

Efektívnosť dôchodkového systému

Efektívnosť dôchodkových systémov po uskutočnení reforiem je možné čiastočne zhodnotiť na základe nasledujúcich kritérií.

**1. Náklady na zabezpečenie
inštitucionálneho fungovania
dôchodkového systému.**

Cieľom reformy bolo zníženie administratívnych nákladov, a to prostredníctvom zavedenia kapitalizačného piliera, centralizáciou výberu odvodov a decentralizáciou

výplaty dôchodkov. Pôsobenie penzijných fondov (ďalej len PF) má odbremeniť inštitúcie I. piliera, ktoré majú vysoký podiel na administratívnych nákladoch. PF sú ziskové organizácie a hoci na začiatku ich fungovania majú výrazne vyššie náklady spojené s realizáciou marketingových a investičných aktivít, vytvára sa priestor na krytie nákladov z výnosov. Zároveň po stabilizácii ich postavenia by mala sama konkurencia tlačiť na redukcii nákladov. Prevádzkové náklady PF v Maďarsku a Poľsku sa pohybujú okolo 5 – 10 % hodnoty príspevku.

V SR zákon upravujúci činnosť II. piliera presne definuje, aké poplatky môže DSS od svojich klientov žiadať a stanovuje v dvoch prípadoch (odplata za správu dôchodkového fondu, odplata za vedenie osobného dôchodkového účtu) maximálnu výšku poplatkov (resp. odplaty). V prípade voľby spôsobu výberu odvodov sa presadila práve centralizácia cez inštitúcie I. piliera. Pri rozhodovaní sa vychádzalo z porovnania nákladov na centralizovaný výber (transfery príspevkov do inštitúcií II. piliera, náklady na informačný systém fungujúci v I. pilieri) a nákladov na decentralizovaný výber (dodatkové náklady zamestnávateľov, zneprehľadnenie odvodov, možné zníženie výberu odvodov v dôsledku neprehľadnosti, náklady na registračný systém každého PF). Mnohé analýzy dokazujú, že práve druhé spomínané náklady sú vyššie ako náklady súvisiace s prevodom centrálnych vyzbieraných príspevkov.

2. Podiel výdavkov na dôchodky na HDP.

Reformou sa krajinám V4 podarilo zabrániť neúmernému očakávanému rastu výdavkov na dôchodky. SR a Maďarsko sa tak už počas troch predchádzajúcich rokov držia okolo hranice 10% HDP. Predpoklad na takýto stav si vytvorili nižšou indexáciou dávok, rastom veku odchodu do dôchodku, sprísnením pravidiel pre poskytovanie dôchodkov, úpravou dôchodkového vzorca a odstránením výhod predčasného odchodu do dôchodku.

**3. Vývoj deficitov (resp. prebytkov) financovania
dôchodkového systému.**

Snaha kandidátskych krajín o vstup do EMÚ splnením prísnych maastrichtských kritérií vyvoláva tlak na pokles deficitu verejných financií predovšetkým zníže-

vaním verejných výdavkov. K tomu prispieva aj rozbehnutá reforma dôchodkového systému. Veľká časť verejných výdavkov pripadá totiž na dôchodkové dávky. Napr. v Poľsku je to až 50 % výdavkov, v ČR jedna tretina.

4. Výška poistného na dôchodkové poistenie.

Dôchodková reforma vytvára priestor na zníženie výšky odvodov. Významným determinantom pre takýto krok je hlavne vývoj deficitného financovania dôchodkového systému v predchádzajúcich rokoch. V Poľsku a ČR sa sadzba reformou nezmenila. V Poľsku sa poistné na starobné dôchodky vo výške 19,52 % len rozdelilo medzi dva piliere a demografický rezervný fond. V ČR je sadzba 26% stále príjmom priebežného systému. Hoci reforma uskutočnená v ČR bola nedostatočná, zabezpečila udržanie spomínanej sadzby (inak by muselo dôjsť k rastu už v roku 2000 na 28 % a postupne do roku 2030 na 45 % pre zachovanie dnešnej úrovne dôchodkov). V SR a Maďarsku bol zaznamenaný nárast na 28,75 %, resp. 31 %. Dôvodom pre takýto rast v SR bolo oneskorenie v naštartovaní reformy. Po spustení II. piliera sa však uvažuje o znížení príspevkového zaťaženia, ktoré však nebude radikálne práve v dôsledku spomínaného zlého hospodárenia v Sociálnej poisťovni. V porovnaní so systémom v Chile, kde funguje iba kapitalizačný pilier, sú sadzby odvodov vo všetkých troch krajinách vysoké. V Chile predstavuje odvod len 10 % hrubej mzdy a na úhradu administratívnych nákladov sa odvádza ďalších 2,31 %.

5. Úloha štátu.

Pri zabezpečovaní efektívnej činnosti II. piliera, ako aj spolupráce oboch pilierov zohráva kľúčovú rolu vláda. Vo všetkých štyroch krajinách pôsobí štát predovšetkým ako tvorca legislatívy a dozorný orgán. Na správu I. základného povinného piliera sa spravidla vytvárajú špeciálne inštitúcie verejnoprávneho charakteru.

6. Stanovenie valorizácie dôchodkov a spôsob jej krytia.

Zmenou v jednotlivých krajinách prešiel aj systém valorizácie dávok. Novou valorizáciou sa krajiny snažia znížiť neočakávané výdavky na dôchodky, ako aj zabrániť ich neúmernému rastu, na krytie ktorého nie sú k dispozícii prostriedky. ČR aj SR stanovili presný termín zvyšovania dôchodkov. ČR berie do úvahy rast cien a rast miezd zohľadní len raz za dva roky.

V SR a Maďarsku, kde v predchádzajúcom období nebol žiadny valorizačný mechanizmus, sa prešlo k indexácii pomocou známej švajčiarskej formuly (váha „mzda-cena“ 50 : 50).

Výhody a nevýhody reformovaných dôchodkových systémov

Hneď k prvému pozitívu je možné zaradiť zavedenie viacpilierovej štruktúry systému s možnosťou zhodnotenia vložených zdrojov, hoci naďalej zostáva priebežný pilier dominantným. Výnimkou v takejto štruktúre je len ČR, ktorú čakajú v blízkom období ďalšie dôležité zmeny.

Kladne možno hodnotiť aj boj krajín s privilegovaným postavením niektorých skupín občanov, resp. pracovných tried. V Poľsku zostali naďalej vyčlenení farmári. V SR zase zamestnanci silových rezortov. Nový systém tiež zrušil výhody predčasného odchodu do dôchodku.

Reforma si vyžiadala zvyšovanie veku odchodu do dôchodku (len Poľsko je výnimkou, pretože už pred spustením reformy bola hranica vyššia ako v ostatných troch krajinách). Na druhej strane, len Maďarsku a SR sa podarilo zrovnoprávniť obe pohlavia (veková hranica jednotná pre mužov aj pre ženy). V ČR dokonca zotrvali v prípade žien u diferenciácii podľa počtu vychovaných detí.

Poľsko a Maďarsko upustili od striktného stanoveného príspevkového obdobia. Motiváciou pracovať dlhšie je závislosť sumy dôchodkov od samotnej dĺžky tohto obdobia. Poľský zákon určuje len minimálny vek odchodu do dôchodku, neznamená však povinnosť v tomto veku pracovnú aktivitu ukončiť. SR tiež určuje minimálny vek odchodu do dôchodku, ponecháva si ale k dispozícii aj inštitút minimálnej dĺžky obdobia odvádzania poistného, či príspevkov.

K zmene sadzby poistného pristúpilo len Maďarsko a SR. Zavedenie viacpilierovej štruktúry však vytvára predpoklady pre jej budúce znižovanie. Veľa však závisí od vývoja deficitu priebežného systému. Poľsko a ČR sa takémuto kroku vyhli.

Vo všetkých krajinách sa zvýšila previazanosť dávok a odvodov – odstránila sa nadmerná redistribúcia v prospech nižších príjmových skupín. Dôležitú zásluhu na tom má predovšetkým úprava dôchodkového vzorca.

Úpravami prešiel aj systém indexácie dôchodkov. Po reforme prijali valorizačný mechanizmus aj Poľsko a Maďarsko, kde počas fungovania univerzálného priebežného systému chýbal. Prostredníctvom stanovenia postupu zvyšovania dôchodkov sa krajiny snažia znížiť náklady, ktoré sú s touto situáciou spojené. Rovnako sa vyhnú situáciám, kedy rozpočet nepočíta s valorizáciou a na jej pokrytie nie je dostatok prostriedkov.

BRATISLAVSKÉ KORUNOVÁCIE NA PAMÄTNÝCH MINCIACH



Národná banka Slovenska pripravuje v júli 2005 vydanie pamätnej striebornej mince venovanej 350. výročiu korunovácie Leopolda I. v Bratislave. Emisia pamätnej zlatej mince s rovnakou tematikou je plánovaná v novembri tohto roku. Zámerom NBS je v budúcich rokoch vydať postupne pamätne mince aj k výročiam ďalších bratislavských korunovácií.

V prvej tretine 16. storočia ohrozovali Uhorsko nájazdy Turkov. Keď v roku 1526 v bitke pri Moháči porazili kresťanskú armádu, otvorila sa im cesta dovnútra krajiny. Po obsadení hlavného mesta Budína rozhodol Uhorský snem v roku 1536, že hlavným a korunovačným mestom Uhorska bude Prešporok (dnešná Bratislava). Prešporok sa tak stal snemovým mestom kráľovstva, korunovačným mestom uhorských kráľov a sídlom najdôležitejších inštitúcií krajiny. V priebehu rokov 1563 – 1830 bolo v gotickom Dóme sv. Martina korunovaných 11 panovníkov a 8 kráľovských manželiek. Kráľa korunoval spravidla najvyšší cirkevný hodnostár krajiny – ostrihomský arcibiskup a asistovali mu ďalší cirkevní a svetskí hodnostári.

Ako šiesty z uhorských kráľov bol v Prešporoku 27. júna 1655 korunovaný sotva 15-ročný princ Leopold I., syn Ferdinanda III. Počas jeho dlhej vlády, ktorá trvala až do jeho smrti v roku 1705, boli z Uhorska vyhnaní Turci a definitívne sa skončila nadvláda Osmanskej ríše.

Na výtvarný návrh pamätnej mince vyhlásila NBS verejnú anonymnú súťaž, na ktorej sa zúčastnili deväť autori s deviatimi prácami. Súťaž vyhodnotila komisia guvernéra NBS na posudzovanie výtvarných návrhov slovenských mincí a odporučila na realizáciu návrh úspešnej autorky slovenských pamätných mincí, kremnickej výtvarníčky Márie Poldaufovej. Návrh, ktorý získal prvú cenu, zaujal výstižným

vyjadrením zadanej témy a čistotou sochárskeho spracovania. Komisia na averze ocenila vhodne vybraný a dobre stvárnený pohľad na dobovú Bratislavu s dominantným Dómom sv. Martina a Bratislavským hradom, na reverze kvalitný portrét Leopolda I. Portrét je umiestnený v kruhu evokujúcom korunovačnú medailu a panovník je zobrazený s vavrínovým vencom na hlave. Okolo portréту je latinský text s korunovačným heslom Leopolda I. „CONSILLIO ET INDVSTRIA“ (S rozvahou a usilovnosťou) a s menom a titulom uhorského kráľa „LEOPOLDVS D G REX HVNGARIAE“. Kompozíciu dotvára zaujímavo riešené písmo.

V súťaži uspel aj ďalší kremnický výtvarník Pavel Károly. Za svoj návrh získal druhú cenu. Komisiu oslovil detailne prepracovaným stvárnením veduty mesta na averze a výstižným portrétom Leopolda I. na reverze.

K úspešným tvorcom slovenských pamätných mincí patrí aj akad. sochár Michal Gavula, ktorému bola v súťaži udelená tretia cena. Na averz si vybral motív korunovačného Dómu sv. Martina a veže bratislavskej radnice, na reverz portrét panovníka v slávnostnom brnení. Pri panovníkovi zobrazil jednu z korunovačných insígnií – uhorskú kráľovskú korunu.

Pamätná minca v hodnote 200 Sk s priemerom 34 mm a hmotnosťou 18 g bola vyrazená zo striebra s rýdzosťou 900/1000 v Poľskej štátnej mincovni v počte 8 900 kusov v bežnom vyhotovení a 4 800 kusov vo vyhotovení proof. Na razbu mince je stanovený limit maximálne 10 000 kusov v bežnom a 5 000 kusov v proof vyhotovení. Na hrane je nápis „BRATISLAVSKÉ KORUNOVÁCIE“. Medzi začiatkom a koncom textu je značka znázorňujúca kráľovskú korunu.

Ing. Dagmar Flaché, foto: Ing. Štefan Fröhlich

VIACROZMERNÝ FILTER S NEMERATEĽNÝMI STAVMI

Zuzana Antoničová, Juraj Huček*

Úvod

Národná banka Slovenska v menovom programe do roku 2008 definovala výkon menovej politiky ako inflačné ciele v podmienkach ERM II. Zároveň prezentovala zvýšený dôraz na komunikačné aktivity spolu s vysvetľovaním príčinných súvislostí a dopadov jednotlivých krokov na realizáciu menovej politiky. Zverejnenie analytických výstupov a ich prezentácia je súčasťou efektívneho a transparentného fungovania menovej politiky NBS. Po zverejnení jednoduchého modelu transmisného mechanizmu QPM¹ prezentuje Národná banka Slovenska ďalší model – **viacrozmerný filter s nemerateľnými stavmi, MVF-UC** (*Multivariate Filter with Unobserved Components*). Úlohou tohto modelu, ktorý je súčasťou predikčného a analytického systému, je oddeliť cyklickú a trendovú zložku ekonomických veličín z historických údajov.

Cieľom tejto práce je popísať odhad cyklických a trendových zložiek ekonomických veličín, ako sú potenciálny produkt, rovnovážne úrokové sadzby a rovnovážny výmenný kurz. Prvá časť je venovaná definovaniu základných indikátorov hospodárskeho cyklu a prístupov k odhadu potenciálneho produktu. Druhá časť sa podrobne venuje popisu modelu pre odhad cyklických a trendových zložiek na základe štruktúrneho systému časových radov s nemerateľnými stavmi s využitím Kalmanovho filtračného algoritmu. Tretia časť prezentuje výsledky odhadu trendových a cyklických zložiek a porovnáva algoritmus so štandardnými prístupmi.

Teória hospodárskeho cyklu

Základom správneho rozhodovania pri výkone hospodárskej politiky je znalosť aktuálneho stavu hospodárstva krajiny. Tá je východiskom pri formovaní predpokladov o budúcom vývoji, s prípadnými implikáciami na následné hospodársko-politické rozhodnutia, pokiaľ sa aktuálny stav javí ako neželateľný. V najvšeobecnejšom ponímaní sa za želateľný považuje taký stav, keď je ekonomická aktivita na dlhodobu udržateľnej, primera-

ne vysokej a vyváženej úrovni. Prekračovanie tejto úrovne je pre hospodárstvo veľká záťaž a vyvoláva v ňom nerovnováhy. Pre menovú politiku, ktorá má zabezpečovať cenovú stabilitu, takéto narušenie hospodárstva indikuje vznik dopytových tlakov a vychýlenie inflácie od svojej želannej, cielenej trajektórie. Naopak, keď ekonomická aktivita nedosahuje svoje možnosti, hospodárstvo sa stáva málo výkonným, inflácia klesá a narušuje sa aj jeho rovnováha.

Produkčná medzera, definovaná ako percentuálna odchýlka celkového produktu ekonomiky od jeho potenciálnej úrovne, sa považuje za kľúčový indikátor stavu ekonomiky. Kým celkový produkt ekonomiky je v princípe možné merať (vhodný a najčastejšie používaný ukazovateľ je hrubý domáci produkt), potenciálny produkt je zo svojej podstaty hypotetická, nemerateľná veličina a treba ju odhadovať.

Metódy odhadu potenciálneho produktu sú úzko späté s tým, čo sa chápe pod pojmom „potenciál“. V literatúre býva obvykle definovaný tzv. **rovnovážny produkt** ako hypotetický produkt, ktorý je dosiahnutý pri optimálnej alokácii na trhu výrobných faktorov a na trhu tovarov a služieb. Ekonomika k nemu pri vhodnej hospodárskej politike konverguje. Niekedy sa nazýva aj potenciálnym produktom, avšak kvôli presnému vymedzeniu pojmov sa bude používať iba pojem rovnovážny produkt. **Pod potenciálnym produktom sa v ďalšom texte rozumie taký rovnovážny produkt, ktorý neakceleruje infláciu.** Ak je produkčná medzera kladná, vytvára to tlak na rast miery inflácie. Keď je záporná, inflácia má tendenciu k poklesu. Preto keď je produkčná medzera uzavretá a ekonomika sa nachádza v rovnováhe, inflácia zotrváva na konštantnej úrovni.

Predchádzajúca definícia má svoje opodstatnenie najmä pre potreby menovej politiky, pretože dáva do priamej súvislosti vývoj ekonomiky v rámci hospodárskeho cyklu so zmenami inflácie. Takýmto spôsobom je identifikovaná časť tzv. nepriameho kanálu transmisného mechanizmu, cez ktorý menová autorita ovplyvňuje budúci vývoj inflácie žiaducim smerom.

Viacrozmerný filter s nemerateľnými stavmi je jedným z nástrojov na odhadovanie dlhodobých rovnovážnych trendov (a príslušných odchýlok od týchto trendov – medzier) relevantných ekonomickým ukazovateľov. Pomocou predpokladaných ekonomických väzieb a s využitím historických údajov rekonštruje najpravdepodobnejší vývoj nemerateľných veličín, ako sú pro-

* Zuzana Antoničová – Česká národní banka, Juraj Huček – Národná banka Slovenska. V čase spracovania tohto materiálu boli obaja autori zamestnancami Národnej banky Slovenska.

¹ Gavura, M., Reľovský, B.: Jednoduchý model transmisného mechanizmu ekonomiky SR, jeho štruktúra a vlastnosti. Biatec, roč. 13, 2005, č. 4, s. 12 – 19.



dukčná medzera, potenciálny produkt, rovnovážne úrokové sadzby a rovnovážny výmenný kurz. Najväčší dôraz sa z pochopiteľných príčin kladie na kvalitu odhadov z najaktuálnejšieho obdobia, preto je dôležitá metodológia získania týchto odhadov a konfrontácia výstupov s odhadmi využívajúcimi iné prístupy.

V odbornej literatúre boli použité rôzne metódy odhadu nemerateľných veličín. Sú to napr. Hodrick-Prescottov filter, viacrozmerný zovšeobecnený Hodrick-Prescottov filter, ďalej metóda založená na štrukturálnych VAR modeloch alebo odhad z produkčnej funkcie. V posledných rokoch sa do popredia dostáva Kalmanov filter, ktorý využíva stavovú reprezentáciu modelu na odhad nemerateľných veličín.

Hodrick-Prescottov filter, HP filter, je definovaný ako riešenie dynamického optimalizačného problému

$$\min_{y_t^p} \sum_{t=1}^T (y_t - y_t^p)^2 + \lambda [(y_{t+1}^p - y_t^p) - (y_t^p - y_{t-1}^p)]^2, \lambda > 0,$$

kde y_t a y_t^p sú skutočné a trendové stavy ekonomických veličín. Vyhľadovací parameter λ musí byť určený vopred. Malé hodnoty λ spôsobujú, že potenciálny produkt sa pohybuje tesne popri reálnom produkte, a naopak, pre veľké hodnoty λ je potenciálny produkt hladký a blíži sa k lineárnemu trendu preloženému cez pôvodné dáta.

HP filter sa často používa pri odhadovaní nielen potenciálneho produktu, ale aj ďalších ekonomických nemerateľných veličín. Táto popularita súvisí s jeho jednoduchosťou a nenáročnosťou na údaje.

Závažným nedostatkom HP filtra je, že značne vychýľuje odhady na začiatku a na konci pozorovaného obdobia. Odchýlka súvisí priamo s definíciou filtra – na odhad v čase sa využívajú aj hodnoty minulé a budúce, ktoré nie sú k dispozícii. Keďže presný odhad trendu na konci pozorovaného obdobia je najdôležitejší (z hospodárskopolitického hľadiska sú najpodstatnejšie práve informácie o súčasnosti a budúcnosti), metóda odhadu pomocou HP filtra sa stáva prakticky málo použiteľnou. Problémom je aj stanovenie hodnoty vyhladzovacieho parametra λ , pretože ekonomické odôvodnenie výberu vhodnej úrovne previazanosti skutočného a potenciálneho produktu nie je zrejmé.

Ďalším obmedzením HP filtra je, že neobsahuje v sebe informáciu o skutočnom stave ekonomiky. Podobne ako iné čisto štatistické filtre, metóda neumožňuje využiť žiadne ekonomické väzby pri odhadovaní nemerateľných veličín. Rovnako nedokáže zachytiť štrukturálne zmeny, ktoré sú typické pre tranzitívne ekonomiky. Preto ani nie je zaručené, že odhad potenciálneho produktu pomocou HP filtra je odhadom v zmysle definície, teda či je to skutočne taký produkt, ktorý neakceleruje infláciu.

Viacrozmerný zovšeobecnený Hodrick-Prescottov filter do dynamického optimalizačného problému zahŕňa aj informáciu o štruktúre získanú z ekonomickej teórie, napr. rezíduá ε_t odhadnuté z Phillipsovej krivky:

$$\min_{y_t^p} \sum_{t=1}^T (y_t - y_t^p)^2 + \lambda_p [(y_{t+1}^p - y_t^p) - (y_t^p - y_{t-1}^p)]^2 + \lambda_\varepsilon \varepsilon_t^2, \lambda_p, \lambda_\varepsilon > 0.$$

Parametre λ_p a λ_ε , ktoré musia byť vopred zadané, určujú váhy, aké sa prikladajú jednotlivým komponentom. Hoci je takto upravený filter podstatným zlepšením odhadu oproti jednoduchému HP filtru, stále priamo nerieši problém vychýlených odhadov na konci pozorovaného obdobia. Navyše môže byť náročné riešiť zároveň HP filter a odhadovať štrukturálny vzťah. Taktiež voľba váh λ_p a λ_ε nie je jednoznačná.

Metódy založené na **štrukturálnych vektorových autoregresných modeloch, SVAR** (*Structural Vector Autoregression*), sú vhodné na (hlavne krátkodobé) prognózy mimo pozorovaného obdobia, pretože už nevychýľujú začiatkové a koncové odhady. Navyše sa do nich priamo zakomponujú ekonomické informácie. Odhad SVAR modelu je pomerne komplikovaný a vyžaduje si dlhé časové rady pozorovaní. Najprv sa odhaduje model VAR bez reštrikcií a potom sa dopočítavajú odhady koeficientov pre štrukturálny model VAR. Prechod od modelu VAR k modelu SVAR si vyžaduje dodatočné reštrikcie, pretože model SVAR je podidentifikovaný. Slabosťou ostáva, podobne ako v predchádzajúcich metódach, že sa explicitne nevyužívajú definície potenciálneho produktu – teda že inflácia je na cieľovej úrovni, keď reálny a potenciálny produkt sú na rovnakej úrovni.

Iným prístupom, založeným na mikroekonomických princípoch, je odhad potenciálneho produktu (alebo skôr rovnovážneho produktu v zmysle definície) cez **produkčnú funkciu**:

$$y_t^p = f(l_t^p, k_t^p, c_t^p),$$

kde l_t^p , k_t^p a c_t^p sú trendové zložky práce, kapitálu a produktivity faktorov. V praxi sa väčšinou používa Cobb-Douglasova produkčná funkcia vďaka svojej jednoduchosti. Prístup cez produkčnú funkciu síce priamo využíva mikroekonomické väzby a odhadne závislosť potenciálneho produktu od vstupov, nerieši však samotný problém získania trendových zložiek vstupov. Opäť je potrebné aplikovať nejaký štatistický filter. Navyše, údaje za technický pokrok a kapitálovú zásobu nie sú pre slovenskú ekonomiku momentálne k dispozícii.

Pre menovo-politické rozhodovanie je podstatné prepojenie spotrebiteľských cien s reálnou ekonomikou a zároveň definovanie neinflačného produktu, t. j. produktu, v ktorom je vývoj cien taktiež rovnovážny, čo

v prípade inflačného cielenia znamená, že inflácia sa nachádza v celi. Ako najvhodnejší sa preto javí prístup, kde je priamo zahrnutá definícia potenciálneho produktu. Toto umožňuje štrukturálny modelový systém s nemerateľnými stavmi. Podobne ako model SVAR je postavený na vzťahoch z ekonomickej teórie, ale navyše môže obsahovať nemerateľné premenné, ktoré sa dajú odhadovať pomocou rekurzívneho Kalmanovho filtračného algoritmu.

Kalmanov filter

Kľúčovým prínosom Kalmanovho filtra je prepísanie odhadovaného dynamického systému na špeciálnu formu, tzv. stavovú reprezentáciu modelu (*State Space Representation*). Kalmanov filter postupne aktualizuje lineárnu projekciu systému.

Stavová reprezentácia dynamického systému sa skladá z dvoch skupín rovníc. V prvej skupine sa merateľné premenné y_t pozorované v čase t opíšu pomocou tzv. stavových premenných ξ_t , exogénnych (vopred známych) premenných x_t a náhodných odchýlok w_t . Stavové premenné už nemusia byť merateľné. Maticový zápis prvého bloku rovníc sa nazýva **rovnica pozorovaní** a vyzerá takto:

$$y_t = A_t x_t + H_t \xi_t + w_t.$$

Druhý blok, **stavová rovnica**, popisuje stavové premenné ako vektorový autoregresný proces:

$$\xi_{t+1} = F_t \xi_t + B_t x_t + v_t.$$

Vektory w_t a v_t spĺňajú podmienky bieleho šumu a sú nekorelované:

$$E(w_t, w_\tau^t) = R_t \text{ pre } t = \tau, 0 \text{ inak,}$$

$$E(v_t, v_\tau^t) = Q_t \text{ pre } t = \tau, 0 \text{ inak,}$$

$$E(v_t, w_\tau^t) = 0 \text{ pre ľubovoľné } t \text{ a } \tau,$$

kde R_t a Q_t sú variančno-kovariančné matice chybových členov w_t a v_t .

Matice A_t , B_t , H_t , F_t , R_t a Q_t sú matice parametrov modelu, ktoré nemusia byť konštantné v čase. Ich hodnoty sa dajú odhadnúť pomocou Kalmanovho filtra metódou maximálnej vierohodnosti.

Podrobný popis Kalmanovho filtra s ďalšími predpokladmi poskytuje napr. Hamilton (1994) alebo Harvey (1989).

Modelový odhad produkčnej medzery

V nasledujúcej časti je podrobnejšie popísaný **viacrozmerný filter s nemerateľnými stavmi (MVF-UC)**, ktorý je podporným nástrojom predikčného a analytického systému menovej politiky. Jeho základná filozofia

a štruktúra je konzistentná s ďalším modelovým aparátom systému, štvrtročným predikčným modelom (QPM). MVF-UC je navrhnutý tak, aby obsahoval rovnakú špecifikáciu relevantných rovníc ako QPM. Navyše umožňuje podrobnejšie identifikovať štatistické vlastnosti správania jednotlivých veličín s možnosťou odhadnúť niektoré parametre. Pri aplikácii tohto prístupu sa teda využívajú súčasne ekonomické väzby, ktorých platnosť predpokladá teória, expertný pohľad odborníkov využitý pri kalibrácii jadrového modelu a zároveň štatistický odhad zvyšných parametrov.

Pri formulácii modelu sa vychádzalo zo základných makroekonomických vzťahov. Je zrejmé, že na potenciálny produkt je cez ekonomické väzby naviazaný reálny produkt, teda to, čo sa v skutočnosti v celom hospodárstve vyprodukuje. Bežne používaným ukazovateľom reálneho produktu je hrubý domáci produkt v stálych cenách. Ďalšou ekonomickou veličinou, s ktorou je potenciálny produkt spätý, je (z definície) inflácia. Dôležitú úlohu majú aj očakávania. Inflačné očakávania majú významný vplyv na reálnu ekonomiku cez mzdové vyjednávania, môžu napomôcť alebo naopak oddialiť dosiahnutie vopred vyhláseného inflačného cieľa. Očakávania sú merané ako vážený priemer adaptívnych a racionálnych očakávaní.

Z pohľadu menovej politiky je najvýznamnejšou väzba medzi menovo-politickými premennými, ako sú úrokové sadzby a výmenný kurz, a reálnou stránkou ekonomiky. Vychádzajúc z UIP podmienky, existuje nejaká rovnovážna trajektória pre reálne úrokové sadzby a reálny výmenný kurz. Odchýlky reálnych sadzieb a kurzu od rovnovážneho vývoja vytvárajú tlak na vychýlenie reálneho produktu od potenciálu a môžu viesť k zmene veľkosti produkčnej medzery. Pre zjednodušenie, úroková medzera a kurzová medzera sú agregované do jedného ukazovateľa, indexu reálnych menových podmienok, ktorý je ich váženým priemerom.

Prvým krokom pri odhade celkového stavu ekonomiky je odhad nastavenia reálnych menových podmienok, ktoré ovplyvňujú správanie celej ekonomiky. Inými slovami, je potrebné zistiť, či menová politika pôsobí na ekonomiku tlmiaco, alebo či stimuluje ekonomiku k rýchlejšiemu hospodárskemu rastu. Nevyhnutným krokom je odhadnúť rovnovážne trendy reálnych úrokových sadzieb, reálneho výmenného kurzu a rizikovej prémie. Najprv je potrebné určiť, prípadne odhadnúť rovnovážnu úroveň zahraničnej reálnej úrokovej sadzby, ktorá v modeli pre slovenské hospodárstvo vystupuje ako vysvetľujúca (exogénna) premenná. Tu je možné zvoliť viacero prístupov, napr. považovať rovnovážnu zahraničnú sadzbu za konštantnú a odhadnúť ju ako priemer reálnych sadzieb za pozorované obdobie, alebo ju odhadnúť napr. cez HP-filter. V modeli je využitý prístup odhadu cez jednorozmerný Kalmanov filter:



$$\begin{aligned} (1) \quad r_t^f &= \bar{r}_t^f + \hat{r}_t^f \\ (2) \quad \Delta \bar{r}_t^f &= \varepsilon_t^{\bar{r}^f} \\ (3) \quad \hat{r}_t^f &= \varepsilon_t^{\hat{r}^f} \end{aligned}$$

Rozdiel medzi reálnou zahraničnou úrokovou sadzbou r_t^f a rovnovážnou sadzbou $\bar{r}_t^f$ sa z definície rovná medzere v zahraničnej úrokovej sadzbe $\hat{r}_t^f$. Rovnice (2) a (3) určujú štatistické vlastnosti oboch odhadovaných premenných.

V ďalšom kroku už rovnovážna zahraničná úroková sadzba vystupuje ako exogénna:

$$\begin{aligned} (4) \quad r_t &= \bar{r}_t + \hat{r}_t \\ (5) \quad z_t &= \bar{z}_t + \hat{z}_t \\ (6) \quad q_t &= \bar{q}_t + \hat{q}_t \\ (7) \quad -4\Delta \bar{z}_t &= \bar{r}_t - \bar{r}_t^f - \bar{q}_t \\ (8) \quad \Delta \bar{r}_t &= \varepsilon_t^{\bar{r}} \\ (9) \quad \Delta \bar{z}_t &= \bar{\rho} + \varepsilon_t^{\bar{z}} \\ (10) \quad \hat{r}_t &= \varepsilon_t^{\hat{r}} \\ (11) \quad \hat{z}_t &= \varepsilon_t^{\hat{z}} \\ (12) \quad \hat{q}_t &= \varepsilon_t^{\hat{q}} \end{aligned}$$

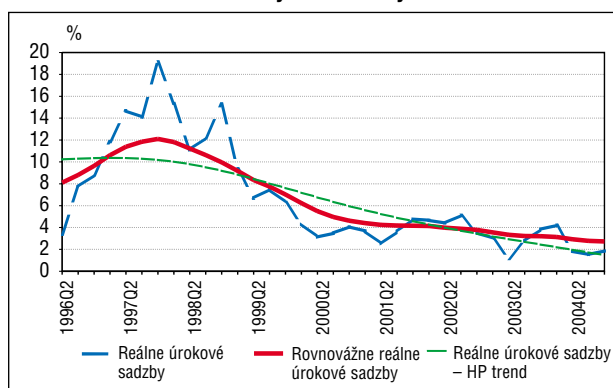
Prvé tri rovnice (4) – (6) sú identity pre reálnu domácu úrokovú sadzbu r_t , reálny výmenný kurz z_t a reálnu rizikovú prémiiu q_t . Rovnovážne hodnoty premennej x sú označené $\bar{x}$, a prislúchajúce medzery majú ako identifikátor $\hat{x}$.

Rovnica (7) je **rovnovážna UIP podmienka** (*Uncovered Interest Rate Parity*). Hovorí, že v rovnováhe kurz znehodnocuje (zhodnocuje) úmerne ku kladnému (zápornému) úrokovému diferenciálu, upravenému o rizikovú prémiiu. Posledných päť rovníc (8) – (12) popisuje štatistické vlastnosti jednotlivých premenných, o ktorých sa predpokladá, že rezíduá spĺňajú podmienky bieleho šumu.

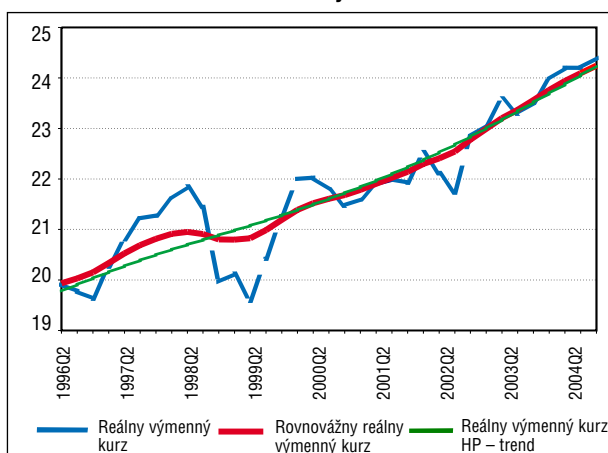
Výsledky odhadu reálnej rovnovážnej úrokovej sadzby a reálneho rovnovážneho kurzu sú zobrazené v grafoch 1 a 2.

Zaujímavým výstupom tejto časti modelu je parameter $\bar{\rho}$, ktorý sa dá interpretovať ako trendová apreciácia

Graf 1 Odhad rovnovážnych úrokových sadzieb



Graf 2 Odhad rovnovážneho výmenného kurzu



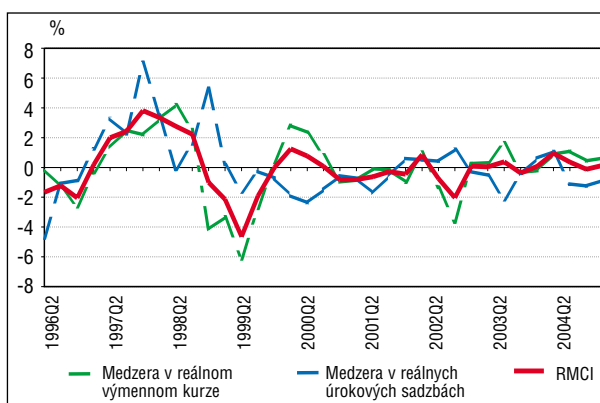
rovnovážneho výmenného kurzu. Model predpokladá, že z dlhodobého hľadiska je apreciácia rovnovážneho kurzu konštantná, pričom jej úroveň je odhadnutá. Okrem iného je možné odhadnúť aj prislúchajúcu dlhodobú rovnovážnu úroveň úrokovej sadzby.

Z odhadov medzier pre domácu úrokovú sadzbu a kurz je dopočítaný **index reálnych menových podmienok** $rmci_t$ ako ich vážený priemer (graf 3):

$$(13) \quad rmci_t = \beta \hat{r}_t + (1 - \beta) \hat{z}_t$$

Parameter β je stanovený expertne v jadrovom modeli a zohľadňuje váhy, akými pôsobí menová politika cez jednotlivé menovo-politické premenné na reálnu ekonomiku.

Graf 3 Odhad indexu reálnych menových podmienok (RMCI) a jeho zložiek



Jadrom odhadu produkčnej medzery sú rovnice popisujúce väzby medzi infláciou, reálnym produktom, potenciálnym produktom a produkčnou medzerou a reakcie týchto veličín na nastavené menové podmienky, pričom $rmci$ vystupuje v tejto časti ako exogénna premenná. Sú to rovnice pre agregátny dopyt (IS krivky) a agregátnej ponuky (modifikovaná Phillipsova krivka).

Pri pohľade na spätný vývoj hrubého domáceho pro-

duktu je zrejmé, že fiškálna politika mala významnú úlohu pri jeho tvorbe, osobitne v rokoch 1996 – 1998. Model nezohľadňuje explicitne fiškálny vývoj, pretože menová politika naň nemá priamy vplyv. Preto je potrebné rozdeliť HDP na dve zložky. Prvá zložka, tzv. súkromný sektor y_t^{prv} , bude podľa predpokladov reagovať na zásahy do menovej politiky. Druhá zložka, tzv. verejný sektor y_t^{gov} , na zmeny v menovej politiky nereaguje. Do verejného sektora sú vyčlenené vládne investície a konečná spotreba sektora verejnej správy. Súkromný sektor je dopočítaný ako rozdiel medzi HDP a verejným sektorom.

Ku každému sektoru prislúcha jeho potenciálna úroveň (označená pruhom) a medzera (označená strechou). Rovnice (14) a (15) vyjadrujú tieto identity:

$$(14) \ y_t^{prv} = \bar{y}_t^{prv} + \hat{y}_t^{prv}$$

$$(15) \ y_t^{gov} = \bar{y}_t^{gov} + \hat{y}_t^{gov}$$

Rovnica (16) očisťuje čistú infláciu bez pohonných hmôt π_t^{netexe} od vplyvu náhodných šokov. Očistená inflácia je označená vlnovkou:

$$(16) \ \pi_t^{netexe} = \tilde{\pi}_t^{netexe} + \varepsilon_t^{\pi^{netexe}}$$

Blok nasledujúcich piatich stochastických rovníc a dvoch identít popisuje správanie všetkých nemerateľných veličín. Je jadrom celého modelu.

$$(17) \ \Delta \bar{y}_t^{prv} = \phi_1 \Delta \bar{y}_{t-1}^{prv} + (1 - \phi_1) \bar{\mu}_1 + \varepsilon_t^{\bar{y}^{prv}}$$

$$(18) \ \Delta \bar{y}_t^{gov} = \phi_2 \Delta \bar{y}_{t-1}^{gov} + (1 - \phi_2) \bar{\mu}_2 + \varepsilon_t^{\bar{y}^{gov}}$$

$$(19) \ \hat{y}_t^{prv} = \alpha_1 \hat{y}_{t-1}^{prv} + \alpha_2 rmc_{t-1} + \alpha_3 \hat{y}_{t-1}^f + \alpha_4 income + \varepsilon_t^{\hat{y}^{prv}}$$

$$(20) \ \hat{y}_t^{gov} = \alpha_1 \hat{y}_{t-1}^{gov} + \varepsilon_t^{\hat{y}^{gov}}$$

$$(21) \ \tilde{\pi}_t^{netexe} = \gamma_1 (\pi_{t-1}^m + \Delta_4 \bar{\pi}_t) + (1 - \gamma_1) [\gamma_2 \pi_{t-1}^{netexe} + (1 - \gamma_2) (E_{t-1} \pi_t)] + \gamma_3 \hat{y}_{t-1} + \varepsilon_t^{\tilde{\pi}^{netexe}}$$

$$(22) \ \hat{y}_t = (1 - \theta_t) \hat{y}_t^{prv} + \theta_t \hat{y}_t^{gov}$$

$$(23) \ E_{t-1} \pi_t = \kappa_1 [\kappa_2 \pi_{t+3}^4 + (1 - \kappa_2) \pi_{t+3}^{netexe}] + (1 - \kappa_1) [\kappa_2 \pi_{t-1} + (1 - \kappa_2) \pi_{t-1}^{netexe}]$$

Rovnice (17) a (18) popisujú rast potenciálu pre súkromný sektor $\Delta \bar{y}_t^{prv}$ a analogicky rast potenciálu pre verejný sektor $\Delta \bar{y}_t^{gov}$. Úrovně dlhodobých rovnovážnych rastov $\bar{\mu}_1$ a $\bar{\mu}_2$ sú odhadnuté z modelu.

Rovnice (19) a (20) sú **IS krivky** pre súkromný a verejnú zložku produktu. Rozdiel medzi oboma je

v tom, že súkromný sektor reaguje na zmeny reálnych menových podmienok a tiež sa predpokladá väzba na zahraničný dopyt. Navyše, v súkromnom sektore sa prejaví dôchodkový efekt, označený *income*, vyplývajúci z realizovaných cenových deregulácií, ktoré ovplyvňujú reálny disponibilný príjem. Spolu s indexom reálnych menových podmienok $rmci_{t-1}$ vstupujú do rovnice exogénne. Parametre α_i sú kalibrované v jadrovom modeli.

Rovnica (21) je **modifikovaná Phillipsova krivka** popisujúca vývoj čistej inflácie bez pohonných hmôt očistenej od náhodných výkyvov $\tilde{\pi}_t^{netexe}$ v závislosti od vývoja cien v zahraničí, domácich regulovaných cien, inflačných očakávaní a stavu v hospodárskom cykle. Parametre γ_i sú kalibrované v jadrovom modeli. Použitá homogenita parametrov pri inflačných vplyvoch zaručuje, že akákoľvek hodnota inflácie je zlučiteľná s ekonomickou rovnováhou.

Špecifikácia Phillipsovej krivky zabezpečuje, že pri prehriatí ekonomiky sa vytvárajú tlaky na rast inflácie, a naopak, pri zápornej produkčnej medzere má inflácia tendenciu spomaľovať. Teda potenciálny produkt odhadnutý z modelu je taký rovnovážny produkt, ktorý neakceleruje infláciu.

Rovnica (22) definuje agregátny dopyt $\hat{y}_t$. Je vyjadrený ako vážený priemer medzery súkromného a verejného sektora. Parameter θ_t reprezentujúci váhu verejného sektora závisí od podielu potenciálu verejného sektora k potenciálu celkového HDP.

Formovanie **inflačných očakávaní** $E_{t-1} \pi_t$ je prezentované v rovnici (23). Očakávania sú kombináciou adaptívnych a racionálnych očakávaní. Parametre sú kalibrované.

Výsledky odhadu

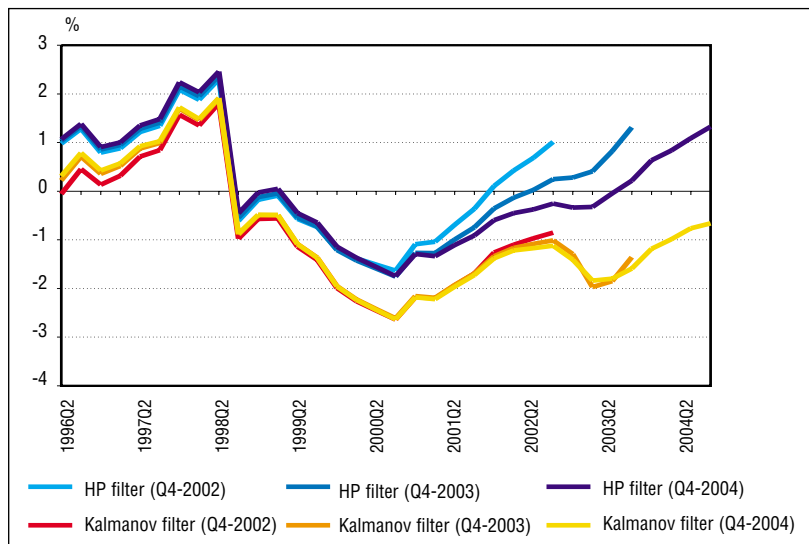
Na odhady modelových veličín pomocou MVF-UC boli použité sezónne očistené časové rady príslušných ekonomických indikátorov od 1. štvrtka 1995 po koniec roku 2004. Pre porovnanie je tiež uvedený odhad pomocou jednoduchého HP filtra zo sezónne očisteného HDP na obdobie od začiatku roku 1993 po koniec roku 2004. Z dôvodu preskúmania citlivosti koncových odhadov produkčnej medzery boli obe metódy použité aj na skrátenej databáze časových radov do konca roku 2003 a 2002.

Výsledky naznačujú, že ekonomika SR sa nachádza v rastovej fáze hospodárskeho cyklu, sú tam však evidentné rozdiely v identifikovaní jeho aktuálnej pozície. Kým HP filter zaznamenáva prehrievanie od roku 2003, pri odhade pomocou MVF-UC ekonomika stále nedosahuje svoj potenciál. Záporná produkčná medzera indikuje, že napriek vysokému rastu HDP nie sú prítomné dopytové tlaky, ktoré by mohli viesť k nárastu inflácie. Naopak nízka inflácia potvrdzuje, že hospodárstvo



nevyužíva svoje kapacity optimálne a môže naďalej pokračovať v rastovej trajektórii bez rizika prehrievania ekonomiky.

Graf 4 Porovnanie odhadov produkčnej funkcie (HP filter vs. Kalmanov filter)



Výsledky v grafe 4 podporujú predpoklady o lepšej stabilite koncového odhadu pomocou Kalmanovho filtra. HP filter pri odhade na skrátenom časovom rade indikoval prehrievanie ekonomiky od roku 2002 a pri použití celej dĺžky časového radu bol odhad pozície ekonomiky na konci sledovaného obdobia značne vychýlený v porovnaní s odhadom so skráteným časovým radom. Pre potreby menovej politiky, kde sú rozhodujúce aktuálne hodnoty produkčnej medzery, poskytuje Kalmanov filter stabilnejšie výsledky. Aj pri odhade na skrátenom časovom období algoritmus identifikoval medzeru HDP blízko pôvodným odhadom a potvrdil tak výhody Kalmanovho filtra oproti bežným štatistickým prístupom.

Záver

Odhad produkčnej medzery umožňuje tvorcom hospodárskej politiky sledovať fázy hospodárskeho cyklu, a tým včas diagnostikovať neželateľné fluktuácie v národnom hospodárstve. V texte bol rozpracovaný prístup odhadu pomocou Kalmanovho filtra. Na základe predpokladaných ekonomických väzieb a s využitím historických údajov Kalmanov filter rekonštruje vývoj nemerateľných veličín, ako sú produkčná medzera, potenciálny produkt, index reálnych menových podmienok, rovnovážne úrokové sadzby a kurz. V porovnaní so štatistickými prístupmi zohľadňuje charakter ekonomiky, jeho štrukturálne zmeny a s rastom pozorovaní nedochádza pri odhade k vychýleniu na konci sledovaného obdobia, čo je pre menovú politiku kľúčové.

Nezanedbateľným prínosom použitého prístupu je lepšia interpretácia výsledných odhadov, pretože vďaka eko-

nomickým väzbám použitým pri odhadoch je možné konzistentne popísať historický vývoj základných hospodárskych indikátorov a konfrontovať ho s názormi a pohľadmi expertov na to, čo sa v hospodárstve krajiny udialo.

Prostredníctvom úrokových sadzieb môže menová autorita ovplyvniť vývoj produkčnej medzery a sprostredkovať pôsobíť na infláciu spotrebiteľských cien. Toto pôsobenie sa nazýva nepriamy kanál transmisného mechanizmu. Pre menovú politiku je teda medzera HDP užitočným indikátorom budúcich inflačných, resp. deflačných tlakov, a spolu s ďalšími odhadnutými ukazovateľmi (napr. indexom reálnych menových podmienok) tvoria podstatnú informačnú základňu v jej rozhodovacom procese.

Literatúra

1. Apel, M., Jansson, P. (1997): System Estimates of Potential Output and the NAIRU. Sveriges Riksbank, Working Paper No. 41.
2. Coats, W., Laxton, D., Rose, D. (2003): The Czech National Bank's Forecasting and Policy Analysis System. The Czech National Bank, Prague.
3. Gavura, M., Reľovský, B. (2005): Jednoduchý model transmisného mechanizmu ekonomiky SR, jeho štruktúra a vlastnosti. Biatec, roč. 13, 2005, č. 4, s. 12 – 19.
4. Hamilton, J. D. (1994): Time Series Analysis. Princeton University Press.
5. Harvey, A. C. (1989): Forecasting, Structural Time Series Models and the Kalman Filter. Cambridge University Press.
6. Kichian, M. (1999): Measuring Potential Output within a State-Space Framework. Bank of Canada, Working Paper 99 – 9.
7. Odor, L., Kohútiková, K. (2001): Máme aj na viac? www.slovakrating.sk.
8. Planas, C., Rossi, A.: Univariate versus Bivariate Decomposition and Reliability of Real-Time Output Gap Estimates. Joint Research Centre of European Commission.
9. Scott, A. (2000): A Multivariate Unobserved Components Model of Cyclical Activity. Reserve Bank of New Zealand, Discussion Paper DP2000/04.
10. Vašíček, O., Fukač, M. (2002): Makroekonomický model produktu neakcelerujúciho inflaci. Finance a úver, č. 5, str. 258 – 274.
11. Vlček, J. (2002): Odhad parametrov modelů ve stavovém tvaru. Finance a úver, č. 5, str. 275 – 286.

ZHODNOTENIE VYBRANÝCH ČASTÍ DOMÁCEHO FINANČNÉHO TRHU ZA ROK 2004*

Jednou z dlhodobých charakteristík finančného trhu Slovenskej republiky je jeho nerovnomerná rozvinutosť. Napriek tomu, že dôležité segmenty, najmä peňažný a devízový trh sú schopné zabezpečiť očakávané funkcionality, kapitálový trh s výnimkou trhu štátnych dlhopisov v najlepšom prípade stagnuje. Posilňovanie výmenného kurzu slovenskej koruny, ako aj zvyšujúca sa voľná likvidita zjavne podporovaná nezvratiteľnou integráciou domáceho trhu čiastočne menia a sťažujú podmienky vykonávania menovej politiky, pre ktoré je existencia v určitom zmysle stabilného a predikovateľného finančného trhu až zásadná.

Peňažný trh a likvidita

Na medzibankovom peňažnom trhu Národná banka Slovenska (NBS) v priebehu roku 2004 prispela niekoľkými zmenami k zníženiu volatility úrokových sadzieb peňažného trhu.

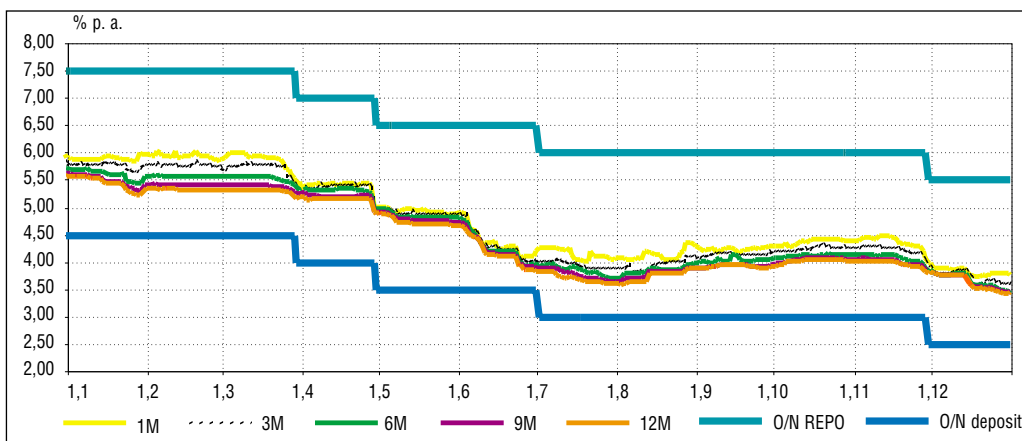
Prvou zmenou bolo zavedenie možnosti čerpania bezúročného vnútrodeného úveru v rámci NBS, zabezpečeného cennými papiermi evidovanými v Centrálnom registri krátkodobých cenných papierov. Využitie vnútrodeného úveru prispelo k plynulejšiemu priebehu platobného styku a znížilo zbytočný dopytový tlak po depozitách v situácii nižšej medzibankovej likvidity v rámci dňa.

Druhá zmena sa týkala zrušenia výpočtu úročenia povinných minimálnych rezerv (PMR) na dennej báze z výšky zostatkov na clearingovom účte a zavedenia priemernej výšky zostatkov na týchto účtoch za sledované obdobie, čo obdobne ako v prvom prípade znížilo koncentráciu dopytu po krátkodobých depozitách. Postupne rástol vplyv Agentúry pre riadenie dlhu a likvidity (ARDAL), a to najmä v najkratšom sektore peňažného trhu. Postupný presun účtov verejných financií zatiaľ vedených v NBS do Štátnej pokladnice (ŠP) priebež-

ne zvyšoval vplyv týchto novovzniknutých inštitúcií (ŠP a ARDAL) na peňažný trh, čo sa prejavilo vytvorením závislosti bánk od zdrojov spravovaných ARDAL a viedlo k tendencii vyšších cien jednoduchých depozít v situácii prebytku dennej likvidity.

Korelácia medzi peňažným a devízovým trhom sa najvýraznejšie prejavila hneď na začiatku roka otvorením korunových pozícií zahraničnými bankami a ovplyvnila najmä úrokové sadzby dlhších splatností. Vývoj dlhších úrokových sadzieb peňažného trhu najvýraznejšie ovplyvnilo postupné znižovanie základných úrokových sadzieb NBS. V marci, júni a novembri banky ich pokles započítali do cien depozít vopred a len aprílové zníženie sa na depozitnom trhu prejavilo v podobe poklesu pozdĺž celej výnosovej krivky. Významnejším faktorom vplyvujúcim na obchodovanie na peňažnom trhu bolo krátenie dopytu v repo tendroch a emisii pokladničných poukázok NBS (PP NBS) v júni 2004. Tento postup vyvolaný snahou eliminovať posilňovanie výmenného kurzu viedol ku krátkodobému zásadnému obmedzeniu obchodovania

Graf 1 Úrokové sadzby domáceho peňažného trhu (BRIBOR)



*Autormi článku sú pracovníci odboru bankových obchodov Národnej banky Slovenska.

a na neistotu o ďalšom postupe NBS reagovali banky zväčšením spreadu medzi nákupnou a predajnou cenou na 50 základných bodov. Situácia sa stabilizovala na konci júla a banky upravili kótovanie depozít na štandardné rozpätie 30 základných bodov.

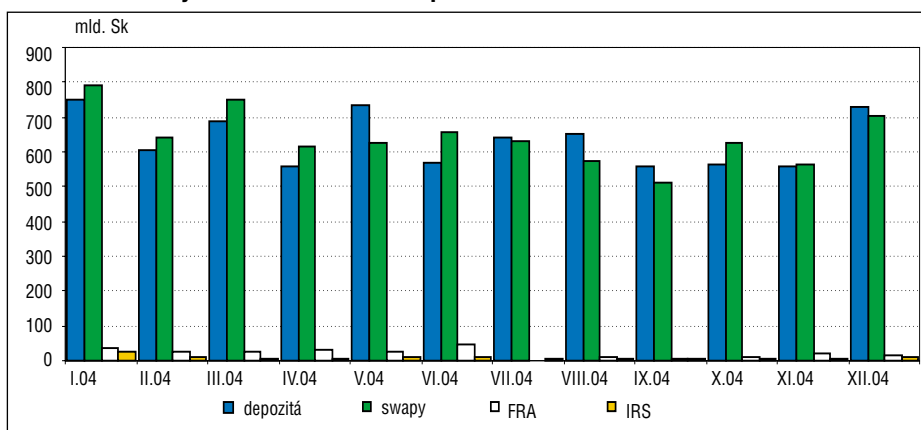
Pre druhý polrok 2004 bolo typické zatváranie korunových pozícií zahraničných subjektov, najmä pod vplyvom zverejnenia výsledkov domáceho zahraničného obchodu, zvýšenia úrokových sadzieb centrálnych bánk v Poľsku a Českej republike a devízových intervencií NBS. Nárast dlhého konca výnosovej krivky tak znamenal pokles implikovaných očakávaní ďalšieho poklesu sadzieb NBS, pričom očakávanie zo zníženia o viac ako 75 základných bodov sa predĺžilo z piatich mesiacov – z augusta na sedem až osem mesiacov v novembri. Obdobná situácia sa prejavila aj v očakávaniach stredných splatností peňažného trhu.

Pokles spreadov medzi jednotlivými splatnosťami pred znížením základných úrokových sadzieb NBS v novembri a zároveň zníženie ceny peňazí vyjadrovalo očakávanie bánk o ich skorej úprave. Preto po uskutočnení zmien úrokových sadzieb bola reakcia trhu iba čiastková.

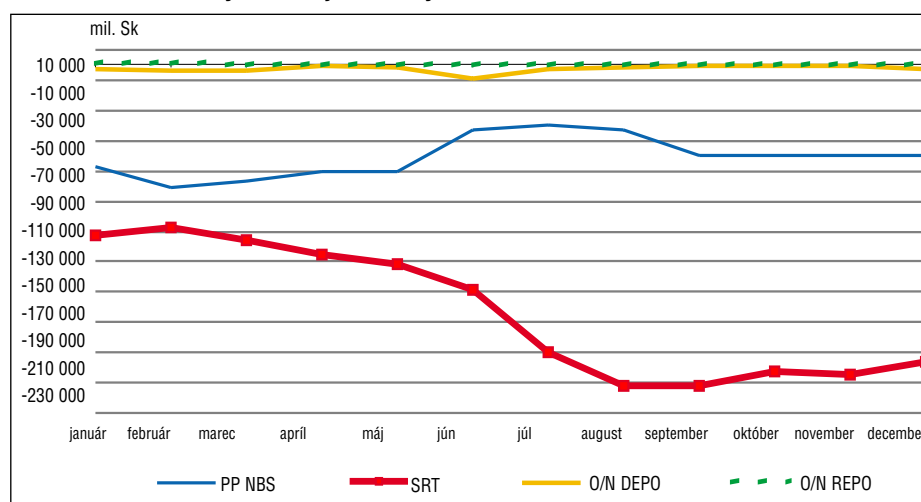
Z pohľadu uskutočňovaných medzibankových obchodov nedošlo v roku 2004 v porovnaní s predchádzajúcim rokom k žiadnym výraznejším zmenám. Aj naďalej si zachovali majoritu obchody realizované so zahraničnými bankami s výraznou dominanciou pri obchodoch typu Interest Rate Swap (IRS) a menových swapoch. Od začiatku roka začala NBS sledovať deriváty peňažného trhu Forward Rate Agreement (FRA) a IRS, čím získala lepší prehľad o očakávanom dianí na peňažnom trhu.

Obchodovanie s depozitami sa uskutočňovalo najmä na krátkom konci výnosovej krivky, kde obchody so splatnosťou do jedného týždňa dosiahli 89 % z cel-

Graf 2 Obchody na medzibankovom peňažnom trhu



Graf 3 Prehľad o využívaní jednotlivých foriem obchodov na voľnom trhu



kových obchodov a obchody so splatnosťou do dvoch týždňov presiahli úroveň 95 %.

Menové nástroje používané pri obchodoch na voľnom trhu sa v roku 2004 systémovo nezmenili. Zmeny sa týkali podielov rozhodujúcich nástrojov na celkovej sterilizácii prebytočnej likvidity. Banková rada NBS sa na začiatku roka rozhodla limitovať podiel PP NBS na celkovej sterilizácii na úroveň približne 25 %. Dôvodom bol nárast dopytu po PP NBS, ktoré NBS nepovažuje za svoj hlavný menový nástroj. Druhou čiastkovou a dočasnou zmenou bolo rozšírenie okruhu subjektov, ktoré sa môžu zúčastniť na aukcii PP NBS o Ministerstvo financií SR (MF SR), zastúpené ARDAL.

Z trhu odčerpávané peňažné prostriedky merané denným priemerom vzrástli v roku 2004 na 226,6 mld. Sk (162,7 mld. Sk v roku 2003). V rámci jednotlivých foriem dosiahli repo tendre 72 %, PP NBS 27 % a jednodňové obchody 1 %. Prolikvidne počas roka pôsobili najmä opakované devízové intervencie NBS (68,6 mld. Sk), presun prostriedkov Štátneho fondu likvidácie jadrovenergetických zariadení, nakladania s vyhotoreným

palivom a rádioaktívnymi odpadmi z účtov vedených v NBS do bankového sektora (10,8 mld. Sk) a zníženie PMR na začiatku roka (6,3 mld. Sk).

Primárny trh so štátnymi dlhopismi

Pokiaľ išlo o štátne dlhopisy (ŠD), ARDAL pri zostavovaní emisného programu na rok 2004 prihládala okrem rozsahu dlhovej služby aj na predstavy a očakávania investorov, čo nebolo v predchádzajúcich rokoch dostatočne doceňované. Pripravená koncepcia vychádzala z princípu zatraktívnenia trhu so ŠD formou zväčšenia rozsahu emisií, zavedenia nových produktov a predĺženia výnosovej krivky na 15 rokov. Navrhovaný emisný program bol pred jeho zverejnením konzultovaný s najaktívnejšími investormi a nazdávame sa, že vo finálnej verzii boli ich pripomienky a požiadavky zohľadnené.

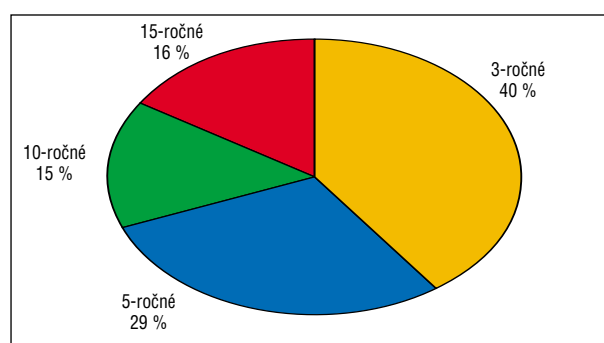
V hodnotenom období bolo na trh uvedených americkou formou aukcie päť nových emisií emitovaných postupne vo forme tranží. Okrem klasických produktov s pevným kupónom emitovala ARDAL prvú 15-ročnú emisiu, 5-ročné ŠD s pohyblivým výnosom a 3-ročnú emisiu s nulovým kupónom. Posledná uvedená emisija bola podľa očakávania po úspechu kratších emisií s nulovým kupónom z roku 2003 najúspešnejšia a ako pri jedinej sa emitovala celá emisná suma 40,0 mld. Sk. Primárny trh so ŠD negatívne ovplyvnili vážne problémy v činnosti Centrálného depozitára cenných papierov SR, a. s. (CDCP), kvôli čomu ARDAL zrušila dve aukcie ŠD. Tie sa uskutočnili neskôr v náhradnom termíne.

Okrem domácich aktivít sa ARDAL aj napriek vysokému prebytku likvidity rozhodla v roku 2004 umiestniť na zahraničný trh 10-ročnú euroemisiu v sume 1 mld. EUR. Dôvodom boli vhodné podmienky na predĺženie výnosovej krivky eurobondov, ale najmä pochybnosti o dostatočnej absorbčnej kapacite domáceho kapitálového trhu pri akceptovateľnom výnose.

Medzi investormi bol hlavne v 1. polroku najväčší záujem o 3-ročné ŠD s nulovým a 5-ročné ŠD s pev-

ným kupónom. Záujem o ŠD so splatnosťou 10 rokov a o 5-ročný dlhopis s pohyblivým výnosom sa zaznamenal hlavne v 2. polroku, keď banky už disponovali ŠD s preferovanými splatnosťami a výnosovou štruktúrou. O 15-ročnú emisiju mali záujem hlavne poisťovne a obchodné banky ich nakupovali predovšetkým do investičného portfólia. Pri 15-ročnej emisii, na rozdiel od ostatných nebol pre ARDAL úplne zásadný výnos, ale záujem o doplnenie benchmarku o zatiaľ neexistujúcu a najdlhšiu splatnosť. Akceptovaný podiel z celkovej ponuky tejto emisie dosiahol až 65 %.

Graf 5 Podiel jednotlivých splatností na primárnom trhu štátnych dlhopisov v roku 2004

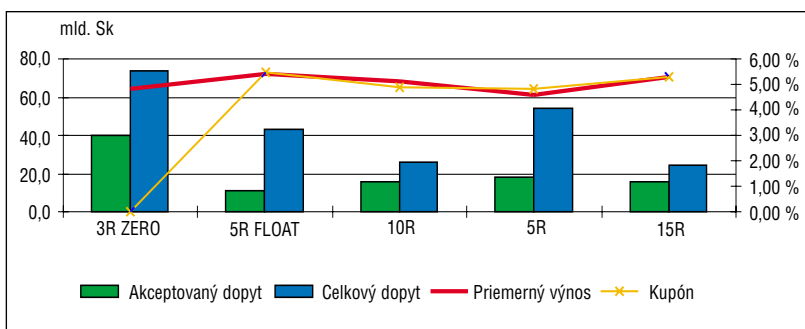


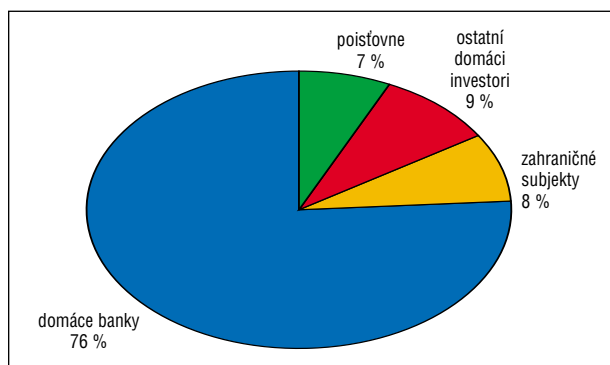
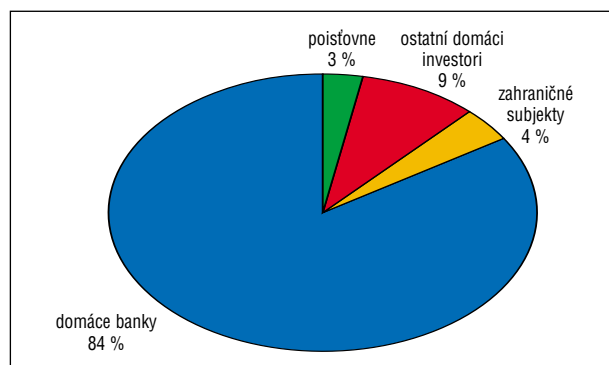
Výnosy ŠD emitované na domácom trhu počas hodnoteného roka klesali. Ich výšku ovplyvňovali napr. aj výnosové parametre euroregiónu, predovšetkým Nemecka a krajín V4. Pokles výnosov významne podporila aj emisija ŠD SR na zahraničných trhoch. Tlak na pokles výnosov spôsoboval tiež zvýšený dopyt po ŠD zo strany zahraničných investorov, a to na primárnom aj sekundárnom trhu. Tento dopyt bol podmienený vstupom SR do Európskej únie, niekoľkonásobným zvýšením ratingového hodnotenia SR najmä v súvislosti s reformným a investičným potenciálom, posilňovaním slovenskej koruny počas celého roka vrátane predpokladaného pokračovania tohto trendu, ako aj domácim úrokovým diferenciálom pri porovnateľných investičných príležitostiach v zahraničí. Zníženie základných úrokových sadzieb NBS

nemalo na dlhopisový trh výraznejší vplyv, väčší efekt možno pripísať skôr očakávaniu ich zníženia, ktoré sa prejavilo vopred v cenách.

V aukciách ŠD bolo akceptovaných až 84 % z dopytu zahraničných investorov, čo vyjadrovalo ich reálny záujem o tieto aktíva, zatiaľ čo o cenových požiadavkách domácich investorov možno viackrát pochybovať.

Graf 4 Vývoj primárneho trhu štátnych dlhopisov v roku 2004

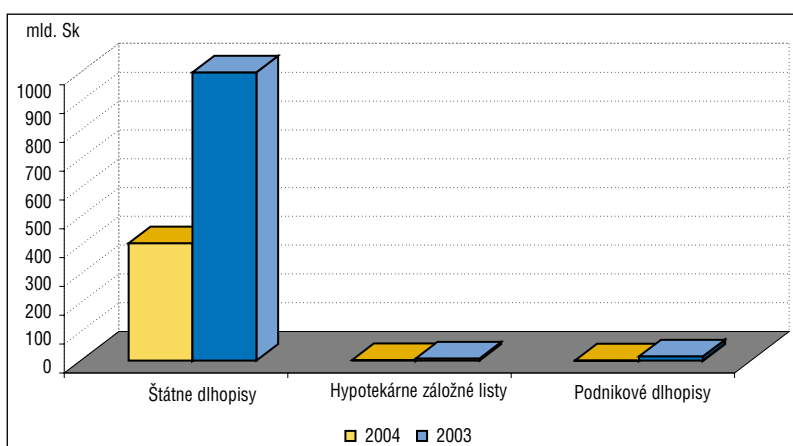



Graf 6 Podiel investorov na primárnom nákupe štátnych dlhopisov v roku 2004

Graf 7 Dopyt investorov na primárnom trhu štátnych dlhopisov v roku 2004


Sekundárny trh s cennými papiermi

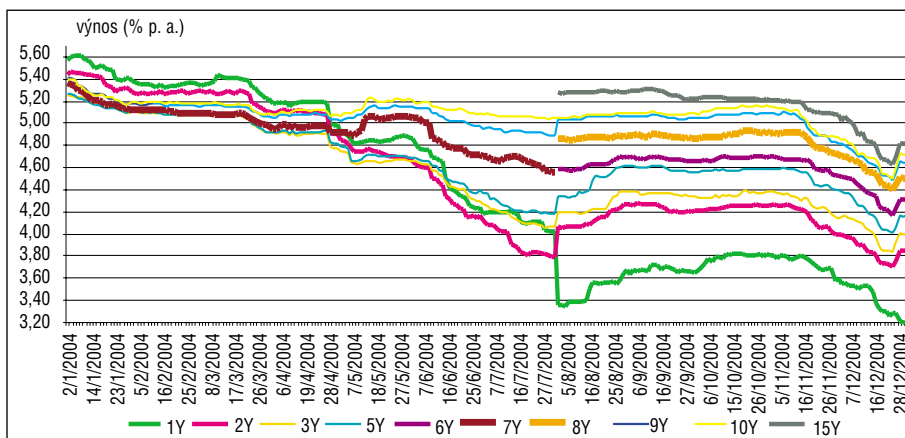
Burza cenných papierov v Bratislave (BCPB) v roku 2004 obchodovala počas 245 pracovných dní. Problémy účastníkom trhu spôsoboval predovšetkým prechod zúčtovania a vyrovnávania obchodov s cennými papiermi z BCPB na CDCP. Príčinou bol nedostatočne pripravený modul zúčtovania a vyrovnávania obchodov s cennými papiermi v čase transformácie SCP na CDCP a následná nutnosť používať na uvedené účely systém BCPB. Táto situácia trvala pol roka.

Aj v roku 2004 pokračovala prevaha priamych obchodov pred kurzotvornými a obchodov s dlhopismi v porovnaní s prevodmi akcií. Celková suma obchodov klesla v porovnaní s rokom 2003 o 61,0 % na 432,4 mil. Sk. Pokles aktivity BCPB oproti roku 2003 spôsobili legislatívne zmeny, konkrétne dane z príjmov, ktoré od januára 2004 obmedzili prevod cenných papierov na zahraničné subjekty z dôvodu ich daňového zvýhodnenia v čase pred výplatou kupónov, čo sa v minulosti prejavovalo na umelom zvyšovaní počtu a sumy obchodov. Subjekty so sídlom mimo územia Slovenska tvorili v roku 2004 takmer polovicu obchodov na BCPB, pritom častejšie vystupovali ako kupujúci. Výrazný pokles obchodovania spôsobilo aj zníženie vyhlásených ponúk na prevzatie.

Graf 8 Vývoj obchodov na Burze cenných papierov v Bratislave v roku 2003 a 2004


Pri obchodovaní na BCPB naďalej dominovali ŠD. Ich podiel na celkových obchodoch s dlhopismi sa pohyboval v intervale od 95,1 % do 99,9 %. V priebehu roka sa obchodovalo na troch burzových trhoch so 65 emisiami dlhopisov. Celková suma prijatých dlhových cenných papierov predstavovala 109,7 mld. Sk, pričom 92 % z tejto sumy tvorili ŠD.

Trhovo najzaujímavejšou emisiou bol ŠD č. 142 s pevným kupónom 8,0 % p. a. a s polročnou výplatou

Graf 9 Vývoj cenotvorných (benchmarkových) štátnych dlhopisov


kupónu. Obchody s týmto dlhopisom dosiahli 40,7 % z celkových obchodov s dlhopismi. Druhou najobchodovanejšou emisiou bola v roku 2004 vydaná 3-ročná emisía ŠD č. 200 s nulovým kupónom. Nerezidenti sa na celkovom obchodovaní v roku 2004 podieľali 48,7 % a sumou 200,0 mld. Sk (kúpa 52,4 %, predaj 44,9 %).

Od začiatku roku 2004 bola v gescii NBS sfunkčnená kotácia cenotvorných (benchmarkových) ŠD v systéme Reuters, v ktorom prispievatelia – banky na báze dobrovoľnosti denne kótujú vybrané ŠD s dobou splatnosti od 1 do 15 rokov. Tieto ceny sa používajú na oceňovanie bankového portfólia ŠD na účely merania primeranosti vlastných zdrojov.

V osobitnom module tvorcov trhu bolo možné obchodovať s 19 emisiami ŠD, s 3 emisiami podnikových dlhopisov a s 5 emisiami hypotekárnych záložných listov. Obchody v rámci tohto modulu dosiahli celkovo 1,04 mld. Sk v 69 transakciách, čo predstavuje 7,4 % podiel na všetkých kurzotvorných transakciách s dlhopismi.

Hodnota trhovej kapitalizácie dlhových emisií dosiahla ku koncu roka 362,3 mld. Sk, čo je v porovnaní s rokom 2003 nárast o 9,2 %. Z uvedenej sumy pripadalo 340,1 mld. Sk na kótované emisie, ktorých podiel sa v porovnaní s rokom 2003 zvýšil o 18,9 %.

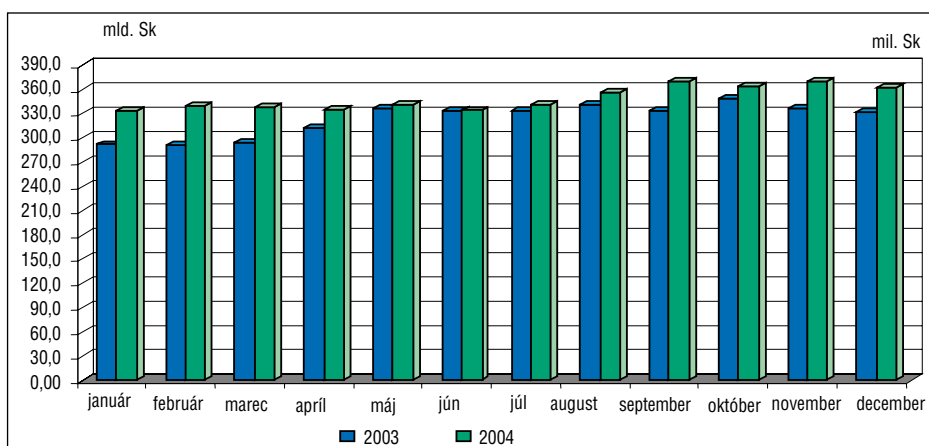
Zložka SDX pre dlhopisy bánk a spoločností uzatvárala posledný obchodný deň roku 2004 s ročným ziskom 8,6 %. Od septembra 2004 začala BCPB zverejňovať nový cenový indikátor SDXGroup. Ide o podielový index vytvorený na báze porovnania súčasnej kapitalizácie dlhopisu a jeho počiatočnej hodnoty. Počiatočná hodnota indexu rovná 100 bodom sa viaže k 7. 1. 2004. Index je dvojzložkový, cenový a vývojový. Cenový index porovnáva trhové ceny vybraného súboru dlho-

vých emisií (bázické tituly) s trhovými cenami toho istého súboru k počiatočnému dňu. Vývojový index popri zmenách trhových cien sleduje aj kapitálové výnosy súboru bázických titulov indexu a porovnáva ich k hodnote počiatočného dňa zavedenia indexu.

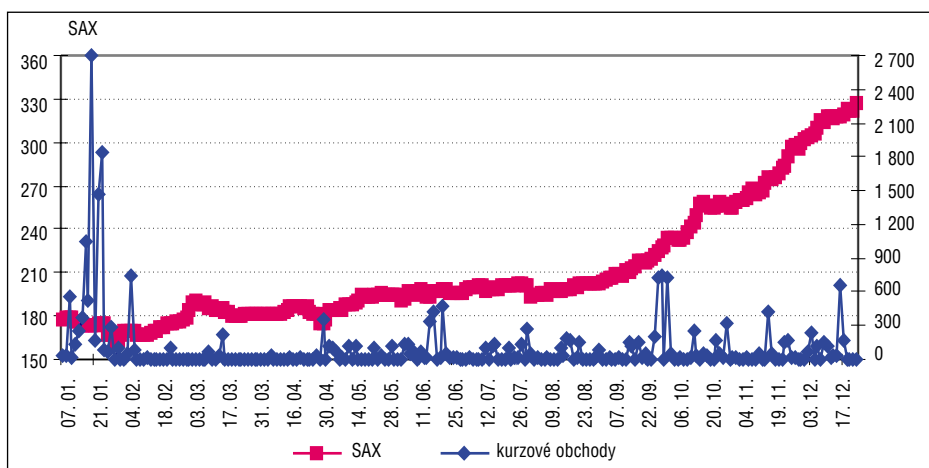
Slovenský akciový index (SAX) medziročne posilnil o 83,9 % na 326,6 bodu a zhodnotil sa o 149,01 bodu. Suma obchodov na akciovom trhu dosiahla 21,4 mld. Sk vrátane ponúk na prevzatie pri medziročnom poklese obchodovania o 12,2 %. Obchodovanie s akciami možno považovať za veľmi slabé. Suma kurzotvorných obchodov bola 8,4 mld. Sk, čo tvorí 37,8 % z celkových kurzotvorných obchodov uskutočnených v roku 2004 na BCPB. Obchodovalo sa v princípe s limitovanou skupinou akcií spoločností Nafta, Slovnaft, Zentiva a VÚB.

Trhová (reálna) kapitalizácia, meraná akciami, s ktorými bol uskutočnený aspoň jeden kurzotvorný obchod, bez investičných fondov a podielových listov, vzrástla o 40,0 % a v poslednom obchodnom dni dosiahla 125,6 mld. Sk. I napriek tomu, že z BCPB odiš-

Graf 10 Porovnanie vývoja trhovej kapitalizácie kótovaných dlhopisov v roku 2003 a 2004

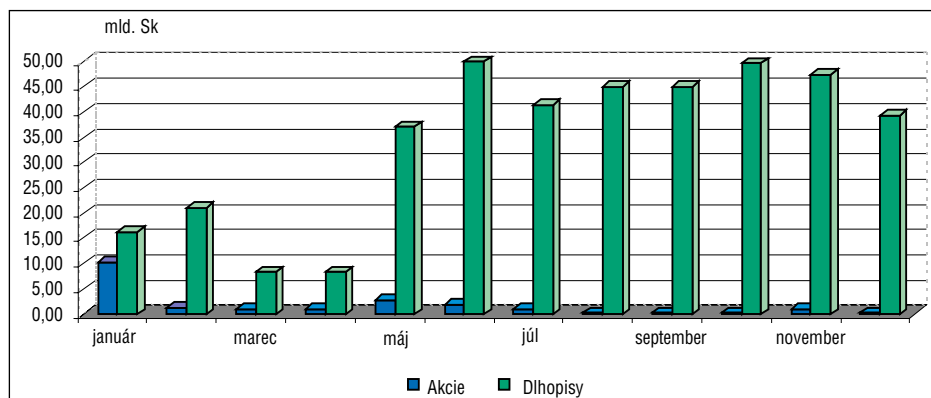


Graf 11 Prehľad o kurzových obchodoch s akciami a vývoj indexu SAX v roku 2004





Graf 12 Vývoj obchodovania s akciami a dlhopismi v roku 2004



li dve významné kótované spoločnosti VSŽ a Zentiva, zvýšenie trhovej kapitalizácie kótovaného trhu naznačuje zhodnotenie existujúcich burzových titulov. Na domácom kapitálovom trhu však jednoznačne dominujú ŠD.

Kolektívne investovanie

Kolektívne investovanie, reprezentované hlavne otvorenými podielovými fondmi, bolo v roku 2004 opäť najrýchlejšie sa rozvíjajúcim segmentom domáceho finančného trhu. Jeho vývoj ovplyvnil prílev peňažných prostriedkov do fondov kolektívneho investovania, ktorých rozsah spravovaného majetku vzrástol v roku 2004 oproti roku 2003 1,8-krát a v absolútnom vyjadrení o 32,1 mld. Sk.

Prehľad investovaného majetku do domácich a zahraničných fondov kolektívneho investovania v mld. Sk

Druh fondu	31.12.2002	30.12.2003	30.12.2004
Otvorené podielové fondy	14,3	33,8	61,7
Uzavreté podielové fondy	1,9	1,9	1,9
Zahraničné otvorené podielové fondy	1,5	4,6	8,8
Fondy spolu	17,7	40,3	72,4

Zdroj: Asociácia správcovských spoločností

Otvorené podielové fondy dosiahli 97,37 % na celkovom spravovanom majetku. Najaktívnejšie boli peňažné fondy, ktoré sa stali alternatívou k nízko úročeným bankovým vkladovým produktom. Na túto skutočnosť mal vplyv hlavne pokračujúci pokles úrokových sadzieb termínovaných vkladov. Koncom roku 2004 vykazovali korunové peňažné fondy výnosy na úrovni medzi 4 % až 5 %, kým priemerné úrokové sadzby korunových vkladov sa pohybovali v pásme 2,01 % až 3,36 % a termínované vklady sa úročili v rozpätí od 2,88 % do 4,53 %. Záujem o zvyčajne atraktívne dlhopisové fondy bol kvôli ich počiatočnej slabšej výkonnosti menší. V roku 2004 došlo k výraz-

nému nárastu počtu otvorených podielových fondov.

Na tento nárast mali vplyv zahraničné správcovské spoločnosti, ktorým sa vstup na domáci trh zjednodušil členstvom Slovenskej republiky v Európskej únii. Napriek tomu, že ich počet je oproti domácim 6-násobne vyšší, na spravovanom majetku sa

podieľajú iba 13 %. Potvrdili sa tým očakávania, že vstup Slovenska do Európskej únie neprinesie v tejto časti trhu zásadnejšiu zmenu. Dôvodom je konzervativizmus slovenských sporiteľov a preferovanie tradičných finančných inštitúcií spojené s veľkou distribučnou sieťou pôsobiacich bánk.

Výmenný kurz a devízový trh

Pre výmenný kurz boli v roku 2004 určujúce dosahované pozitívne ekonomické ukazovatele a preformné prostredie, ktoré domácu menu výrazne zatriktívňovalo. Rast ekonomiky pri súčasnom poklese inflácie, nezamestnanosti, akceptovateľnom deficite obchodnej bilancie a pokračujúci prílev priamych zahraničných investícií (PZI) vytvorili prostredie so silnými očakávaniami v prospech posilňovania výmenného kurzu slovenskej koruny.

Príčiny a formy investovania do aktív denominovaných v slovenskej korune boli komplexné, niektoré aspekty však považujeme za vhodné osobitne zdôrazniť. Ide napr. o členstvo SR v Európskej únii, ktoré pre vstupujúce krajiny znamená akceptáciu záväzku, že v určitom časovom horizonte zavedú spoločnú menu euro. Vláda SR spolu s NBS oficiálne oznámila predpokladané termíny vstupu do ERM II a následne do eurozóny. Zadefinovanie tohto obdobia poskytlo investorom pomerne dobrú systémovú predstavu o úrokových sadzbách a výmennom kurze. Istota ohľadne budúceho vývoja znížila riziko pre dlhodobé investície do slovenskej koruny, čo umožnilo aplikovať klasickú konvergenčnú stratégiu, pri ktorej sa predpokladá, že výnosová krivka vládnych (korunových) dlhopisov sa bude postupne približovať k výnosovým krivkám členov eurozóny, pri súčasnom posilnení výmenného kurzu. To umožní investorom získať nielen kapitálové zhodnotenie investície, ale súčasne aj kurzový zisk.

Kurz slovenskej koruny voči euru v priebehu roka zhodnotil o 5,76 % (zo 41,161 EUR/SKK na 38,796 EUR/SKK). Priemerná úroveň výmenného kurzu pred-

Základné charakteristiky devízového trhu v SR v roku 2004

Obchodné subjekty	SPOT			FORWARD			SW			Spolu	
	Objem		Počet obchodov	Objem		Počet obchodov	Objem		Počet obchodov	Objem (mil. USD)	Počet obchodov
	(mil. USD)	(%)		(mil. USD)	(%)		(mil. USD)	(%)			
Obchody domácich bánk bez účasti zahraničných bánk	8 936,9	11,6	5 913	1,7	0,0	4	67 845,5	88,4	4 014	76 784,1	9 931
Obchody domácich bánk so zahraničnými bankami	29 254,1	8,0	14 160	547,4	0,2	167	334 712,2	91,8	20 873	364 513,7	35 200
Devízový trh v SR okrem NBS	38 191,0	8,7	20 073,0	549,1	0,1	171	402 557,7	91,2	24 887,0	441 297,8	45 131

stavovala hodnotu 40,043 EUR/SKK, čo znamená zmenu oproti roku 2003 o 3,5 %. Kurz slovenskej koruny voči americkému doláru zhodnotil o 13,44 % (z 32,920 USD/SKK na 28,496 USD/SKK). Priemerná úroveň výmenného kurzu predstavovala hodnotu 32,247 USD/SKK (posilnenie oproti roku 2003 o 12,3 %). Voči českej korune slovenská koruna oslabilo o 0,47 %.

Celkový rozsah obchodov zahŕňajúci devízové konverzie, devízové swapy a forwardové obchody na medzibankovom devízovom trhu bez devízových intervencií NBS dosiahol 441 297,8 mil. USD a v porovnaní s rokom 2003 sa zvýšil o 10,3 %. Obchody uskutočnené v amerických dolároch tvorili 83,3 %, v eurách 13,1 % a v ostatných menách 3,6 %. V rámci jednotlivých druhov obchodov tvorili menové swapy 91,2 % (91,0 % v roku 2003), nasledovali pohotovú devízovú konverziu (spoty) 8,7 % (8,9 %) a forwardové obchody sa na celkových obchodoch podieľali 0,1 % (0,1 %).

Priemerný denný obrat na pohotovom trhu činil 151,0 mil. USD. Dominantné postavenie malo obchodovanie v eurách, ktoré vzhľadom na to, že euro je referenčnou menou, tvorilo 96,8 %. Obchodovanie domácich bánk navzájom a domácich bánk so zahraničnými bankami na pohotovom trhu potvrdilo trend vyššej aktivity zahraničných bánk (17,4 % z celkového obratu tvoria domáce banky a 82,6 % zahraničné banky). Trh so slovenskou korunou sa globalizuje a veľa domácich subjektov preto využíva služby zahraničných bánk, hlavne v prípadoch väčších devízových konverzií.

Z hľadiska druhov obchodov uskutočnených medzi domácimi bankami bolo 88,4 % vo forme swapových operácií (85,9 % v roku 2003) a na pohotovú devízovú konverziu pripadlo 8,0 % (14,1 % v roku 2003).

Obchodovanie so zahraničnými bankami znamenalo medziročné

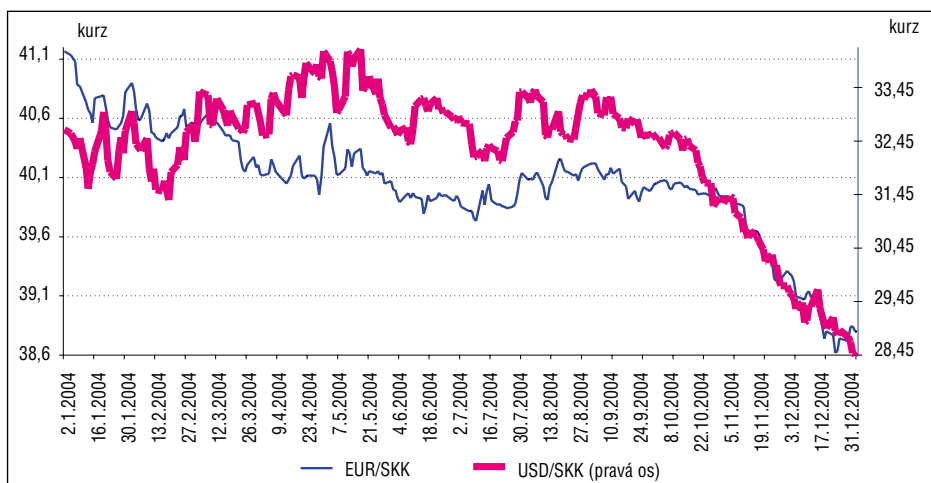
nárast na 364 706,6 mil. USD (12,3 %). Prevládalo obchodovanie v USD 84,3 % (78,8 % v roku 2003), nasledovalo obchodovanie v eurách s podielom 11,6 % (12,1 %) a ostatné meny tvorili 4,1 %.

Rozhodujúci podiel mali na medzibankovom devízovom trhu (MDT) už tradične swapové operácie. Súvisí to so skutočnosťou, že ich hlavne zahraničné banky používajú ako náhradu za depozitný trh, keď swapové operácie sú z kreditného hľadiska menej rizikové a tým prijateľnejšie a zabezpečujú prakticky rovnaký výnos ako uloženie termínového depozita. Navyše sa využívajú predovšetkým najkratšie splatnosti (O/N až týždeň), ktoré sa neustále obnovujú, čo značne zvyšuje celkový obrat MDT. Z hľadiska vplyvu na úroveň výmenného kurzu majú najväčší význam devízové konverzie.

Posilňovanie slovenskej koruny voči hlavným menám bolo podmienené viacerými faktormi, najmä pozitívnym makroekonomickým vývojom SR, obdobným chápaním celého stredoeurópskeho regiónu a jeho mien, českej koruny, poľského zlotého a maďarského forintu, posilňovaním eura voči hlavným svetovým menám, ako aj slabým rastom v krajinách eurozóny.

Zlepšenie ratingu SR na investičný stupeň od všetkých troch hlavných ratingových agentúr (Moody's, S&P a Fitch) bolo významné aj pre dlhodobějších

Graf 13 Vývoj výmenného kurzu EUR/SKK a USD/SKK v roku 2004





portfóliových investorov. Získaním suverénneho investičného ratingu sa dlhopisy vlády SR denominované v cudzej mene dostali do viacerých referenčných dlhopisových indexov vytvorených pre tzv. nové trhy (emerging markets). Investori, ktorých bežná obchodná stratégia je neutrálna, tak začali automaticky kupovať slovenské eurobondy. Navyše, mnohí považujú SR v tomto segmente trhu momentálne za najprogresívnejšiu ekonomiku, takže je prirodzené, ak vo svojich portfóliách zvyšujú váhu slovenských eurobondov oproti referenčným indexom.

Vzhľadom na výrazne prevládajúce očakávania posilňovania slovenskej koruny sa v roku 2004 začali vo väčšej miere využívať menové opcie, ktoré zabezpečovali investorom pri stabilnom posilňovaní výmenného kurzu zisk z opčných prémie.

NBS intervenovala na MDT v roku 2004 výhradne s cieľom oslabenia výmenného kurzu, resp. príbrzdzenia jeho príliš rýchleho posilňovania. Celkovo kúpila formou priamych devízových intervencií a individuálnych obchodov 1 730 mil. EUR, z toho 564 mil. EUR formou individuálnych obchodov. NBS uskutočnila prvý individuálny nákup devíz už 9. januára. Postupne až do polovice júla nakúpila 564 mil. EUR. V ďalšom období vykonávala už len priame devízové intervencie. V období od 8. do 13. júla NBS kúpila formou priamych devízových intervencií 566 mil. EUR. Ďalšiu priamu devízovú intervenciu uskutočnila v závere roka, 22. a 23. decembra, v celkovej sume 600 mil. EUR.

V roku 2003 a v ešte väčšej miere v predchádzajúcich rokoch, keď bol rozdiel medzi korunovými úrokovými sadzbami a úrokovými sadzbami pre euro a americký dolár väčší ako v súčasnosti, predstavoval pre krátkodobých investorov zásadnú motiváciu úrokový diferenciál. Napriek jeho značnej redukcii záujem o investície do slovenských korún neklesol, ale naopak stúpol. Vyplýva z toho, že krátkodobí investori už nestavali až v takej miere na úrokový diferenciál, ako na zisk plynúci z posilnenia slovenskej koruny.

Ďalšou skutočnosťou, ktorá mohla ovplyvňovať posilňovanie koruny, sú obchody označované názvom „nondelivery forwards“. Ide o obchod, keď klient banky zloží v prospech banky požadovaný kolaterál a zadáva banke príkazy na nákup alebo predaj vybranej meny na MDT. V prípade, že je klient úspešný, banka mu pravidelne vypláca zisk. Keďže dlhodobý trend posilňovania koruny sa všeobecne považuje za jednoznačný, klienti využívali stratégiu predaja eura a nákupu slovenskej koruny. Keďže takéto investičné operácie robia aj mimoriadne solventní klienti, predpokladáme, že vplyv obchodov tohto druhu nie je zanedbateľný.

Možno najzásadnejšou kvalitatívnou zmenou na MDT bol prirodzený nárast počtu účastníkov trhu, ktorí

kupovali slovenskú korunu. Chceme zdôrazniť najmä dve kategórie subjektov. Prvou sú exportéri, ktorí po inkasovaní cudzej meny (devíz) za vyvezený tovar túto nechcú v súčasnej situácii držať, keďže je to aktívum strácajúce hodnotu, a preto ju hneď alebo dokonca cez forwardový obchod predávajú za domácu menu. Druhú skupinu tvoria zahraniční investori, ktorí v rámci investičného procesu potrebujú disponovať domácou menou a získavajú ju predajom za devízy.

Výraznejšie charakteristiky domáceho trhu zaznamenané počas roku 2004

NBS sa v priebehu roka 2004 rozhodla použiť proti zhodnocovaniu slovenskej koruny menovo-politické inštrumentárium určené pre domácu menu. V rámci systému obchodov na voľnom trhu dopyt bánk pri repo tendroch krátila alebo v prípade PP NBS celkom odmietla.

Využívanie derivátnych obchodov na peňažnom trhu začalo poskytovať významné informácie o úrokových očakávaniach jeho účastníkov. Okrem toho existencia sofistikovanejších obchodov je dôležitým faktorom vyspelosti domáceho trhu krajiny a nezanedbateľným faktorom jeho integrácie.

Kapitálový trh sa s výnimkou fondov vyznačoval pretrvávajúcou stagnáciou. Zásadnejší význam nemá ani rast hodnoty akciového indexu SAX, keďže tento stále reprezentuje minimálny počet titulov. Domáci kapitálový trh je s výnimkou ŠD zanedbateľný, a nie je miestom na získavanie podnikateľského kapitálu a cieľavedomého obchodovania a zhodnocovania aktív. Trochu prekvapujúco sa problémom stala obchodná infraštruktúra, ktorá aktivity v domácom prostredí nezanebateľne zneisťovala.

Rozvojový potenciál kapitálového trhu, zdá sa, súvisí takmer výlučne s dôchodkovou reformou. Vývoj v roku 2004 naznačuje síce počtom limitované, ale v domácich podmienkach významné vytváranie správcovských spoločností (a v ich rámci podielových fondov) v podobe dcérskych spoločností bánk so zahraničným kapitálom. S tým, ako predpokladáme, súvisí rozšírenie ponúkaných služieb a investičných príležitostí formou kombinácie rôznych investičných produktov.

Za kvalitatívnu zmenu na MDT možno považovať jednoznačne obchody s opciami. Trh devízových konverzií nezaznamenal v roku 2004 výraznejší nárast a je možné vysloviť domnienku o určitom naplnení trhu. Priemerný denný obrat dosiahol v roku 2004 151,0 mil. USD a predpokladáme, že trh s devízovými konverziami bude v nasledujúcich rokoch rásť skôr mierne lineárne.

44 ROKOV V BANKOVNÍCTVE

TRANSFORMAČNÝ PROCES – POLITICKÉ A EKONOMICKÉ PROSTREDIE BÁNK

5. ČASŤ

doc. Dr. Ing. Vladimír Valach

Bankovníctvo je zvláštna oblasť ekonomiky a života spoločnosti. Ide síce o peniaze, ale najdôležitejším zostáva človek. Základ je systém, presnosť, dôkladnosť, ktorá však nesmie prejsť do samoučelnej a vševláducej byrokracie, aby sa neutlmila fantázia, esprit a inteligencia.

Zisk je meradlo úspešnosti, ale nesmie sa zabúdať na únosnú mieru rizika a neustále upevňovanie priaznivého imidžu banky.

Konkurencia je motorom výkonnosti, ale nesmie prekročiť nevyhnutný rámec korektnosti tak, aby dočasne vyhraté bitky neznamenal prehru vo vojne.

Základná vlastnosť bankára je schopnosť získať dôveru klienta, ale na rozdiel od podvodníka musí byť schopný si ju trvalo aj udržať, pretože banky pracujú s peniazmi, a to predovšetkým s peniazmi iných. Bankár dnes je v najmodernejšom poňatí

svetobežník, ale nesmie podceňovať špecifiká daného prostredia či krajiny. Bankár musí byť odborník, profesionál, ale keď sa k tomu pridruží aj nadšenie, nemôže to byť na škodu. Bankár musí mať zdravé sebavedomie, ale musí mať aj určitú pokoru a empatiu v komunikácii s klientom, pretože bez poznania problémov a hodnôt iných si sám píše profesionálny úmrtný list.

Banky sú z hľadiska hodnôt, osudov a priorít osobností, komunít, firiem a regiónov doslova modernými katedrálami, ale nesmú sa stať múzeami. To znamená, že musia reagovať na každú závažnú zmenu v ekonomike, spoločnosti či v živote významného klienta a pokiaľ možno, musia reagovať nie následne, ale predvídať a anticipovať vývoj dopredu.

Táto neustála adaptácia na krížovatkách vývoja je ďalšou podstatnou vlastnosťou bánk.

Posun v ekonomickom myslení

Transformačný proces potvrdil, že nesmelé kozmetické úpravy v osemdesiatych rokoch v rámci „zdokonalenia plánovitej sústavy“ či „prestavby ekonomického mechanizmu“ boli nepostačujúce pre tranzit – prechod na trhové hospodárstvo a pre transformáciu celej spoločnosti na demokratickú a občiansku. Spoločnosť i ekonomika boli zrelé na zásadné chirurgické operácie, ktoré sú neraz bolestné, ale nevyhnutné.

Náš transformačný proces možno prirovnať aj k búrke v prírode, ktorá prichádza so svojimi prívalmi vody, zosuvmi pôdy a vyvalenými storočnými stromami. Stojatá voda, vysušené dno, či malý potôčik sa menia na divokú ríavu, ktorá nanosí neraz aj bahno aj špinu. Pravda, aspoň v prírode po čase sa všetko ukludní a riečištom tečie prúd čistej vody.

Využitie nových šancí, využitie toho najlepšieho čo máme, cesta dopredu – to nie je vždy jednoduché a ľahké. Francúzsky mysliteľ Voltaire povedal:

„Pochybnosť nie je veľmi príjemný stav, ale istota je smiešna“. Francúzsky denník Le Monde zas napr. pripomína: „Treba dôkladne zatriasť ekonomikou, pretože myšlienky a nápady zostávajú na spodu“. Recepty sa zdajú niekedy veľmi jednoduché a na dosah ruky. Britský premiér Tony Blair odporúča: „povedať čo sa má robiť, a potom robiť, čo sa povedalo“.

Nám teraz nejde a ani nemôže ísť z hľadiska profesionálnej vybavenosti, času a priestoru o komplexné posúdenie zložitého, viacprúdového transformačného procesu. Táto úloha ešte čaká na historikov a politikov. V celom kontexte vývoja bankovníctva v rokoch 1950 až 2004 je zaujímavé hodnotiť samotný transformačný proces z hľadiska ekonomického, právneho a podnikateľského prostredia pre banky. V predchádzajúcich článkoch nášho seriálu sme totiž ukázali, že na postavenie, profil, zameranie a účinnosť aktivít bánk pôsobí výrazne aj dané prostredie.

Významné zmeny v ekonomickom a podnikateľskom prostredí v rámci transformačného procesu



možno dokumentovať na obrovských posunoch v ekonomickom myslení a ekonomickom realizme ekonomov a riadiacich pracovníkov v podnikovej sfére.

V podmienkach predchádzajúcej prevažne požiadavkovej, prídelovej a prerozdeľovacej ekonomiky bolo najdôležitejšie „vybojovať dobrý plán“ a „vyfasonovať“ výhodné limity. Namiesto objektívnych kritérií návratnosti, efektívnosti a rentability sa viac prepašovali subjektívne želania a kritériá. Dobrý ekonóm poznajúci účtovnú evidenciu, kalkulácie, či schopnosť rozboru bilancie sa dostával do úzadia; v popredí boli „všeumelci“ na kontakty a humains relations. V týchto podmienkach prevažujúceho dopytu, požiadaviek a nárokov nad ponukou námetov a východísk sa nebývalo zvýšila obrovská hospodárska moc dodávateľov, rozdeľovačov limitov a stanovovateľov úloh. Na druhej strane sa v neuveriteľnom rozsahu prehĺbila hospodárska i morálna závislosť tých ekonomických subjektov, ktorí niečo potrebovali.

Pri existencii oslabeného ekonomického realizmu sa ekonomické zákony presadzovali v deformáciách reprodukčného procesu a v prehlbovaní ekonomickej nerovnováhy. V danej logike ekonomického myslenia sa hľadali východiská v obviňovaní podnikovej sféry centrom a spätne v znižovaní autority a účinnosti práce riadiacich orgánov v očiach podnikovej sféry, čo samozrejme nemohlo viesť k posilňovaniu vzájomnej dôvery.

„Kultúrna revolúcia“, ktorou museli prejsť pracovníci podnikov na ceste k podnikateľským prístupom, mala niekoľko fáz a „šokov“. Po rozpade RVHP prvým šokom bolo precitnutie, že nestačí iba vyrábať, ale treba aj predávať. Druhým šokom bolo poznanie, že treba vyrábať kvalitne a inovovať v podmienkach náročnej konkurencie. Tretím šokom bolo poznanie, že vlastník firmy nie je niekto, kto sedí každý večer v kasíne, ale dobrý a úspešný podnikateľ, ktorý aby sa udržal, musí neustále reprodukovať podnikateľské úspechy.

V súvislosti s mimoriadnym rastom počtu nových podnikateľov v procese malej a veľkej privatizácie sa neobyčajne zvýšilo aj riziko z nezaplatenia, riziko zo zníženej návratnosti úverov. Vo vyspelých stabilizovaných trhových ekonomikách banky (napr. francúzska Sofaris a rakúska Burger Vorderungs bank) upozorňovali napr. pri zriadení našej Slovenskej záručnej banky na skutočnosť, že z každých 10 nových podnikov to 4 neprežijú.

Ekonomická realita dnes už nikde nie idylou, zložitost' a mnohorozmernosť hospodárskej politiky a praxe sa prehĺbuje. Hospodárska politika štátu si môže klásť rôzne ciele ako je hospodársky rast, plná zamestnanosť, stabilita cien, vonkajšia rovnováha. Ideálom by

bolo realizovať „magický štvorec“, t. j. dosiahnuť všetky 4 ciele naraz. Skúsenosť však potvrdzuje, že to nie je jednoduché.

Tak napríklad už na začiatku ekonomickej reformy „menové ciele a pravidlá riadenia bánk“ ŠBČS ako centrálnej banky, stanovili v menovom programe na rok 1991 obnoviť predovšetkým ekonomickú rovnováhu využitím reštriktívnych nástrojov. V podmienkach komerčných bánk to znamenalo stanovenie neprekročiteľných úverov pre jednotlivé banky.

Aj vo filozofii riadenia ekonomiky nebolo vždy všetko jasné. Prebiehali vášnivé diskusie od naivného povrchného stanoviska „všetko vyrieši trh“, cez liberálne snahy uvoľniť „riečište ekonomickej reformy“ naplno, až po snahy o silný štátny intervencionizmus. Často chýbal precedens z praxe iných štátov, ako tranzitovať a transformovať ekonomiku a celú spoločnosť. Neraz bolo treba ísť aj po nevychodených chodníčkoch, ako napr. kupónová privatizácia. Neraz chýbali aj kvantifikácie a analýzy, čo možno dokumentovať napr. na zasadaní 3 vlád v Kroměříži v roku 1990 o malej privatizácii. Kvantifikáciu s číselnými údajmi o počte jednotiek spadajúcich do malej privatizácie mal iba zástupca ŠBČS, na čo sa potom vtedy odvolávali aj prezident V. Havel a členovia vlád.

O tom, aký bol stupeň „nedorozumení“ svedčí aj malá epizóda niekedy z roku 1994, keď na Klube Hospodárskych novín v Bratislave vystúpil vtedy známy a populárny ekonóm V. Dlouhý s tvrdením, že Česká republika sa už nachádza v posttransformačnej fáze. O určitej „zakriknutosti“ našich ekonomov svedčí napr. aj skutočnosť, že nikto z niekoľko stovák prítomných neoponoval.

K stabilite právneho prostredia neprispievala ani skutočnosť, že po novembri 1989 boli neustále zmeny a nejednotnosť výkladu zákonov. Na jednej strane je to logický dôsledok zo schvaľovania nespočetného množstva legislatívnych noriem, na druhej strane v mnohých prípadoch z nekvalifikácie navrhovateľov zákonov, resp. ich novelizácií. Napríklad zákon o daniach z príjmov, ktorý bol od svojho schválenia (rok 1992) novelizovaný 2-krát v roku 1992, 2-krát v roku 1993, 2-krát v roku 1994, 3-krát v roku 1995 a 2-krát v roku 1996. Nehovoriac o tom, že ministerstvo financií pripravilo od roku 1992 ďalšie 3 nariadenia, ktoré upresňovali tento zákon.

Ďalším typickým, žiaľ negatívnym znakom bol rôzny výklad jednotlivých legislatívnych noriem. Tak sa stávalo, že to, čo uznal jeden daňový úrad za nákladovú položku, v susednom okrese to daňový úrad neuznal. (pozri Zborník 1955 – 1996 Trendu a MESA10).

Nemožno sa čudovať, že v podmienkach tohto oneskoreného raného kapitalizmu, ako všade a vždy pred-



tým, sa objavili „talenty“, a šikovne využili či zneužili dané právne vákuum či provizórium a došli až na hranu nielen priestupkov, ale aj trestnej činnosti podľa vtedy daného právneho vedomia. Deliacou čiarou je, či zostali v súčasnosti len parazitmi a rentiermi, alebo aj reprodukovujú pravidelnú podnikateľskú činnosť.

Nemožno sa čudovať, že aj banky v určitých fázach transformačného procesu „platili daň“ tomuto procesu. Ako sa uvádza v spomínanom Zborníku Trendu a MESA 10 „bankový sektor v rámci transformujúcich sa ekonomík bol považovaný za jeden z najslabších článkov. Jeho reštrukturalizácia, konsolidácia a stabilizácia sa stali diskutovanými otázkami aj v Slovenskej republike, a ďalej sa zdôrazňuje, že „transformácia ekonomiky, najmä v stredoeurópskych štátoch postúpila do fázy, v ktorej stabilita bankového systému je jedným z kritérií úspešnosti transformácie a podmienok vstupu do európskych ekonomických štruktúr.

Vývoj bankovníctva na Slovensku v rámci transformačného procesu prebiehal v určitých veľmi zreteľných fázach:

Roky 1990 – 1993 – 1996:

Nástup na novú ekonomickú a bankovú reformu, explózia vzniku nových firiem a nových bánk. Na začiatku bola ešte eufória z nových možností podnikania, kde však výkrik „Bože máme slobodu!“ sa postupne premieňal v otázku: „Ale čo s ňou budeme robiť?“.

Roky 1993 – 1996 – 1998:

Neduhý raného kapitalizmu sa začínajú výrazne prejavovať. Rastie podiel klasifikovaných úverov, návratnosť úverov sa zhoršuje, stupeň dôvery medzi bankami a ich klientmi je oslabený. Dochádza ku kríze, kedy niektoré banky bankrotujú alebo sú dané na nútenú správu (pozri 3. časť tohto seriálu – Biatec, č. 12/2004, str. 19). Vyskytujú sa rôzne poruchy v komunikácii. K tomu pristupuje postupne zvýšená opatrnosť bánk pri poskytovaní úverov a nebývalé vysoké úrokové sadzby, ktoré prekročili hranicu 20 %.

Podľa Inštitútu menových a finančných štúdií (pozri materiál IMFS NBS z roku 2002 „Vývoj úverového portfólia v rokoch 1993 – 2000“) z dlhodobej analýzy bilančnej nerovnováhy a kapitálovej stability jednotlivých bankových subjektov vyplýva, že pre zabezpečenie stabilnej reprodukcie úverového portfólia je udržateľná hodnota koeficientu úverového rizika (KUR) do úrovne 0,100 (tzn., že z jednej Sk poskytnutých úverov sa nespláca 10 halierov). Vyššia riziková úroveň odčerpáva potenciál pre jednoduchú reprodukciu úverového portfólia. Hodnota KUR nad 0,300 ohrozuje kapitálovú stabilitu banky. Výsledkom úverového rizika nad 0,500 je nielen ohrozenie likvidity banky, ale aj jej

solventnosti. Najhoršiu úroveň KUR zaznamenala banková sústava na Slovensku v roku 1998, kedy sa 1 Sk poskytnutých úverov v momente splatnosti nevrátilo 37 halierov.

Za príčiny tohto krajne nepriaznivého stavu možno označiť niekoľko skupín dôvodov:

- samotná „daň“ transformačnému procesu, keď pri explózii počtu nových podnikateľov, pri nižšej kvalite úrovne podnikania na tieto zvýšené riziká objavujúce sa na krátkej časovej ploche, nebol bankový sektor plne pripravený, a to najmä z hľadiska kvality a mechanizmov na meranie rizík a využitia nástrojov na ich minimalizáciu.

- nedostatočná legislatíva napr. v oblasti konkurzov a ochrany veriteľov. Ako ukázal vývoj, aj v ČR niektoré banky boli zakladané účelovo a mali svojim zakladateľom umožniť cestu k úverom. Na začiatku 90-tych rokov v podstate všetky úverové zdroje boli k dispozícii 2 subjektom, a to VÚB a SLSP. Sporiteľňa ako prebytková, poskytovala úverové zdroje aj novovzniknutým bankám, ktoré to využili na rýchly rast úverov. Do tejto kategórie možno zaradiť aj poruchy a nedostatky vo formulácii, podmienkach a zmluvách záruk. To všetko bolo ešte znásobované zhoršenou vymáhateľnosťou práva na súdoch.

- Aktivity hraničiace s trestnou činnosťou a špekuláciami na strane podnikateľov – dlžníkov, z ktorých podaktorí preberali úvery s vedomím, že ich nikdy nesplatia. Na strane niektorých bánk a niektorých jej vedúcich pracovníkov sa podľahlo pokušeniu prijať „všimné“ od nových úverových subjektov. Z hľadiska očisty dobrého mena bánk a prevažnej väčšiny jej pracovníkov je potrebné tieto ojedinelé trestné činy prísne a presne identifikovať a doriešiť aj v trestnoprávnej oblasti.

Postupne sa otvárala otázka bezpečnosti a ochrany vkladov a hľadanie foriem a mechanizmov na zníženie vysokého stavu klasifikovaných úverov.

Všetko uvedené viedlo zákonite k tretej fáze:

Roky 1999 – 2000:

Reklasifikácia zlých úverov. Prvé oddĺženie bánk bolo ešte v rokoch 1993 až 1994, keď Fond národného majetku SR poskytol bankám finančné prostriedky na oddĺženie, s čím súhlasila aj vtedajšia opozícia. Ani to však nepostačovalo. Banky už neboli schopné vlastnými silami odpisovať nedobytné úvery. Podľa názorov bankárov i ekonómov, ak by sa neuskutočnila následná reštrukturalizácia komerčných bánk, NBS by bola musela odňať licencie VÚB a SLSP, ako aj Investičnej a rozvojovej banke. Bolo by to však vyvolalo hromadné vyberanie vkladov spojené s panikou, čo by následne spôsobilo finančný kolaps celej ekonomiky.



Preto reštrukturalizácia, alebo oddĺženie bánk bolo považované vládou, ktorá nastúpila v roku 1998 za najdôležitejšiu ekonomickú reformu. Reštrukturalizácia sa uskutočnila v rokoch 1999 – 2000 prevodom zlých úverov do štátnej agentúry Slovenská konsolidácia, a. s., Bratislava s kapitálovým posilnením SLPS, VÚB a IRB. Podľa údajov NBS v rámci prvej etapy reštrukturalizácie bolo postúpených 82 217 mil. Sk úverových pohľadávok a v rámci druhej etapy bolo postúpených 34 198 mil. Sk klasifikovaných pohľadávok.

Obdobný proces reštrukturalizácie zlých úverov prebehol v Maďarsku v roku 1993 – 1994, kde súhrn zlých úverov predstavoval až 37 % a v Českej republike v rokoch 1994 – 1996 s podielom zlých úverov 38 %. Na porovnanie, na Slovensku podiel zlých úverov bol 42 % zrejme aj preto, že u nás reštrukturalizácia prebehla najneskôr. Pre úplnosť, v Poľsku prebehla reštrukturalizácia zlých úverov v rokoch 1993 – 1994.

Roky 2000 – 2003:

Po reklasifikácii zlých úverov, po následnej privatizácii a reštrukturalizácii bolo možné prejsť k postupnej stabilizácii bankovej sústavy, čo prinieslo zvýšenie kvality, rošierenie spektra bankových produktov a celkové obnovenie rovnováhy medzi dopytom a ponukou bankových služieb.

Ďalším priaznivým dôsledkom bola obnova dôvery a dobrého mena v bankovníctvo. Postupne sa zvyšuje dostupnosť úverov podnikateľskej sfére, zlepšujú sa aj podmienky pokiaľ ide o zníženie predtým vysokej úrokovej hladiny.

Roky 2003 – 2004 a ďalej:

Po doriešení „vnútorných“ problémov bankovníctva v SR, najmä v jeho štvrtej fáze vývoja, je možné pristúpiť intenzívnejšie aj na odpovede na výzvy, ktoré prináša globalizácia, európska integrácia. V tomto smere mimoriadne vzrástla úloha Asociácie bánk a jej spolupráca s NBS a ďalšími partnermi v centre i v podnikovej sfére.

Dôležitým, až medzníkovým bol rok 2003, kedy sa ukončili práce na personálnej a materiálno-technickej infraštruktúre Asociácie bánk, ako aj na identifikácii základných strategických cieľov a smerovania bankovníctva. Prehĺbila sa spolupráca s Európskou bankovou federáciou (Federation Bancaire de l'Union Europeenne).

Prezidentom Asociácie bánk je Regina Ovesný Straka a výkonným riaditeľom bol do mája 2004 Vladimír Valach, ktorého vystriedal Ladislav Unčovský.

Po vstupe do EÚ stoja pred Asociáciou bánk a celým bankovníctvom najmä tieto 3 skupiny priorit:

a) prispievať k vytváraniu stabilného štandardného a transparentného právneho a podnikateľského prostredia, pôjde aj o analýzy dopadu implementácie pro-reformných krokov vlády do života, o posilnenie pozície veriteľa a o zvýšenie stupňa vymáhateľnosti práva,

b) zintenzívnenie spolupráce s Európskou bankovou federáciou a jednotlivými asociáciami bánk v oblasti vytvárania jednotného finančného trhu v EÚ, jednotnej zóny platieb v eure, medzinárodných účtovných štandardov v príprave na vstup do eurozóny atď.

c) včas reagovať a pripraviť sa na opatrenia a projekty spojené s globalizačnými procesmi, najmä pokiaľ ide o risk management (Bazilej II), opatrenia proti praniu špinavých peňazí a terorizmu, ako aj o zachytenie trendov v rýchlosti sofistikácie bankových produktov a komunikácie medzi bankou a jej klientom.

Záver

Bankovníctvo i celé Slovensko prešlo v sledovanom období obrovským vývojom nielen od postavenia ako objektu centralizácie a rôznych monopolov v rámci administratívno-prikazovacieho modelu k pozícií subjektu štátnosti, ale aj v integračných a globalizačných procesoch. K zásadnému urýchleniu tohto procesu prispel viacprúdový transformačný proces v rokoch 1990 až 2004, najmä v oblasti ekonomickej a bankovej reformy, v otváraní sa svetu a v adaptácii na trendy vo svete. Po kračovanie v integračných a globalizačných procesoch je zabezpečené inštitucionálne i generačne.

Banky a bankovníctvo zohrávalo a zohráva v tomto progresívnom procese významnú aktívnu úlohu.

Literatúra:

1. Š. Horváth, J. Valach: Peňažníctvo na Slovensku do roku 1918, ALFA, 1975.
2. Š. Horváth, J. Valach: Peňažníctvo na Slovensku 1918 – 1945, ALFA, 1978.
3. Š. Horváth, J. Valach: Peňažníctvo na Slovensku 1945 – 1950, ALFA, 1984.
4. V. Valach: Riziká na zahraničných trhoch a devízová návratnosť, ČSOPK, 1986.
5. V. Valach: Adaptácia – kritérium úspešnosti ekonomiky, Spektrum, 1990.
6. Hlas banky, Ročníky 1981 – 1989.
7. R. Návrat: História HB – ŠBČS.
8. Zborník 1995 – 1996, TREND a MESA10.
10. Vývoj úverového portfólia v rokoch 1993 – 2000, Inštitút menových a finančných štúdií NBS, 2002.
11. BIATEC, ročníky 2000 a 2003.

BRATISLAVSKÁ OBCHODNÁ A ÚVERNÁ BANKA

V máji 1945 zostavila komisia II. ukrajinského frontu Červenej armády na území Slovenska zoznam tzv. trofejných bánk, ktoré považovala za vojnovú korisť. Zaradila doň aj pomerne mladú bratislavskú banku, ktorú však počas jej existencie väčšinou ovládali rôzne iné peňažné inštitúcie, sídliace vždy mimo slovenského územia. V prvých rokoch existencie to bola Magyar Kereskedelmi R. T. v Budapešti, v polovici tridsiatych rokov 20. storočia Česká eskomptná banka v Prahe a v rokoch druhej svetovej vojny Länderbank vo Viedni a Dresdner Bank v Berlíne. Posledné tri menované boli navzájom prepletené, lebo Dresdner Bank ostatné dve fakticky ovládla.

Reč je o Bratislavskej obchodnej a úvernej banke (BOUB), založenej 14. júla 1903 v Bratislave, so základným kapitálom 400 000 korún a oficiálnymi názvami v maďarčine a nemčine. Prvým prezidentom bol Gábor Pávai – Vajna, viceprezidentmi Gustáv Braunsteiner a Filip Wertheimer. Spočiatku poskytovala úvery miestnym obchodníkom, priemyselníkom a poľnohospodárom. Financie investovala do rôznych spoločností, ako boli napr. Víta, spoločnosť na využívanie minerálnych vôd, Bratislavská stavebná účastinná spoločnosť, Bratislavské parné kúpele a liečebný ústav, Gea, slovenská gazdovská a poľnohospodárska priemyselná účastinná spoločnosť, Uránia, kinematografická účastinná spoločnosť. Kríza v r. 1923 a v tridsiatych rokoch ju však dosť zasiahla, a preto v dôsledku strát, pasívnej bilancie i bankrotov týchto spoločností znížila v r. 1932 svoj akciový kapitál.

V r. 1935 väčšinu jej účastín prevzala Česká eskomptná banka a úverný ústav v Prahe, čím sa vlastne stala afilovaným ústavom. Tento stav pretrval do r. 1938. Dňa 8. 3. 1939 sa uskutočnilo valné zhromaždenie Bratislavskej obchodnej a úvernej banky, ktoré zmenilo slovo „Bratislavská“ v názve na „Nemecká“ a prijalo nových členov správnej rady. Väčšinu účastín prevzala Länderbank vo Viedni. Udalosti nabrali rýchly spád a počas roku 1940 bola Spišská banka (Biatic, č. 11/2003) s 9 pobočkami po celom Spiši donútená k fúzii. Istina bola navýšená na 30 miliónov Ks a prijali sa nové stano-
vy. Pre navýšenie istiny sa vydali nové účastiny v hodnote vyše 26 miliónov Ks, ktoré prevzala Dresdner Bank, pričom protihodnotu uhradila banke slovensko-nemeckým clearingom na Interimskonto, čo znamenalo, že úhrada išla na účet ministerstva financií v Bratislave, ktoré slovensko-nemecký clearing muselo financovať z vlastných prostriedkov. Peniaze sa na Slovensko v skutočnosti nikdy nedostali. Prevzala aj komanditá Českej eskomptnej banky, Praha, a Bankového domu Frankl a spol., Žilina. Najvýraznejšie však postavenie Nemeckej obchodnej a úvernej banky voči Dresdner Bank charakterizuje zmena stanov. K orgánom banky pribudlo



„Geschäftsführung“ – vrcholový manažment alebo konatelia. Tento orgán menovala správna rada. Viedol bezprostredne všetky záležitosti banky, rozhodoval o zamestnancoch, nikomu sa nezodpovedal, iba správnej rade podával správy o činnosti. Vo funkcii riaditeľov „Geschäftsführung“ boli riaditelia Dresdner Bank a neskôr aj Länderbank Franz Gold, Heinrich Schneider, neskôr R. Anspach a J. R. von Paic. V správnej rade sedeli zástupcovia nemeckých firiem IG Farben, Mannesmann, Siemens, Nemecká naftová akciová spoločnosť... Banka získala účastiny v Dynamit Nobel, rafinérii Apollo, Coburgových ban-

ských a hutníckych závodoch. Úvery sa mohli prideľovať len so súhlasom Dresdner Bank v Berlíne. Jeden takýto úver slúžil na preddavkovanie miezd slovenských robotníkov pracujúcich v Nemecku. K najvýznamnejším podnikom vo vlastníctve banky patrili spoločnosť Lihag, úč. spoločnosť, a pivovar v Poprade. Na Spiši uplatňovala banka svoj vplyv medzi karpatskými Nemcami pomocou filiálok bývalej Spišskej banky v Kežmarku. V čase vojny mala banka 216 zamestnancov.

Keď sa k Bratislave blížil front, agendu banky vyviezli do Malaciek a Rakúska. Dokumenty v Malackách zničili. Dokumenty v Rakúsku sa po vojne podarilo čiastočne doviezť naspäť. Nemecká obchodná a úverná banka sa stala na sklonku vojny trofejnou bankou Červenej armády, ktorá zhabala likvidné prostriedky v hodnote 238 miliónov Ks, depozity v hodnote 168 miliónov Ks a obsahy sejfov v neznámej hodnote. Po dlhých rokovaníach sa ju podarilo vyviazať zo zoznamu trofejných bánk. V máji 1945 jej bola priradená dočasná správa. Z hlavnej budovy na Hviezdoslavovom námestí č. 9 sa banka musela vypratať a usídlila sa na Laurinskej č. 1. Dňa 13. mája 1945 sa vrátila k pôvodnému názvu „Bratislavská“ a postupne vymieňala úradníkov nemeckej a maďarskej národnosti (neutieklo ich iba 26). Poverenie financií nariadilo tomuto peňažnému ústavu tzv. príručie, t. j. nové obchody sa neuskutočňovali, iba sa spravoval pôvodný majetok, okolo 700 miliónov Ks. Vzťahoval sa na ňu dekrét prezidenta republiky č. 108 z 25. 10. 1945 – ako majetok nemeckých právnických osôb podliehala konfiškácii.

Dňa 7. 6. 1946 sa banka dostala pod národnú správu a výmerom Poverenia financií č. 11602/46 – VI/18 z 12. júla 1946 vstúpila ihneď do likvidácie. Prvými likvidátormi boli riaditeľ Tatrabanky Štefan Hreusík a riaditeľ BOUB Alexander Marko. Likvidátori boli trikrát vymenení. Napokon banka splynula so Slovenskou všeobecnou úverovou bankou (SVUB) a od 1. 1. 1949 boli vymazané aj všetky jej filiálky. Od 1. 7. 1950 prevzala práva a záväzky SVUB Štátna banka československá.

Mgr. Andrea Leková

Z ROKOVANIA BANKOVEJ RADY NBS

Dňa 11. mája 2005 sa uskutočnilo 23. rokovanie Bankovej rady Národnej banky Slovenska (BR NBS) pod vedením jej guvernéra Ivana Šramka.

- BR NBS prerokovala a schválila Priebežnú účtovnú závierku a správu o výsledku hospodárenia NBS k 31. 3. 2005.

NBS vykázala k 31. marcu 2005 zisk vo výške 6,2 mld. Sk. Zisk bol ovplyvnený najmä vývojom kurzu domácej meny voči EUR a USD.

- BR NBS schválila opatrenie NBS, ktorým sa mení a dopĺňa opatrenie Národnej banky Slovenska č. 11/2004

o predkladaní výkazov bankami a pobočkami zahraničných bánk na štatistické účely.

Dňa 24. mája 2005 sa uskutočnilo 26. rokovanie Bankovej rady Národnej banky Slovenska (BR NBS) pod vedením jej guvernéra Ivana Šramka.

- BR NBS prerokovala Situačnú správu o menovom vývoji v SR za apríl 2005 a rozhodla o ponechaní úrokových sadzieb na úrovni 2,0 % pre jednoduchové sterilizačné obchody, 4,0 % pre jednoduchové refinančné obchody a 3,0 % pre dvojtyždňové repo tendre s obchodnými bankami.

Komentár BR NBS k rozhodnutiu o výške vyhlásovaných úrokových sadzieb

Banková rada NBS na svojom 26. zasadnutí dňa 24. mája 2005 prerokovala Situačnú správu o menovom vývoji v SR za apríl a konštatovala, že vo vývoji kľúčových ekonomických a menových premenných nenastala v porovnaní s predchádzajúcim mesiacom, keď bola prezentovaná štvrťročná strednodobá prognóza NBS, výrazná zmena. Rast spotrebiteľských cien v apríli bol v súlade s očakávaniami NBS.

V oblasti reálnej ekonomiky pokračuje v súlade s predpokladmi trend zvyšovania kumulatívneho pasívneho salda obchodnej bilancie, keď aj v marci vykázal zahraničný obchod vyšší deficit ako v rovnakom období minulého roka. Aj keď sa v marci dynamika rastu nominálnych miezd vo väčšine odvetví spomalila, Banková rada NBS naďalej považuje rast miezd, aj po zohľadnení jednorazových faktorov, za vysoký, a to najmä s ohľadom na vývoj cenovej hladiny a produktivity práce. Komplexné zhodnotenie mzdového vývoja však bude môcť NBS uskutočniť až po zverejnení údajov o vývoji na trhu práce za celé národné hospodárstvo.

Vývoj na devízovom trhu bol v uplynulom období determinovaný situáciou na svetových devízových trhoch. Vzhľadom na to, že tak aktuálny ako aj očakávaný vývoj ekonomických ukazovateľov sa významnejšie neodchyľoval od predpokladov centrálnej banky, Banková rada NBS rozhodla o ponechaní súčasnej výšky úrokových sadzieb. Pri svojom rozhodovaní brala banková rada do úvahy nasledujúce faktory:

Po marcovom poklese došlo k miernemu medzimesačnému rastu cien meraných harmonizovaným indexom spotrebiteľských cien, ovplyvnenom rastom cien tak tovarov ako aj služieb. V porovnaní s odhadmi rýchlejšie rástli položky spotrebiteľského koša s regulovanými cenami, ako aj ceny energií, čo bolo v rámci cien tovarov čiastočne

vykompenzované poklesom cien potravín ako aj položiek z dovozu, v ktorých sa prejavovali vplyvy posilňovania výmenného kurzu zo začiatku roka. Z hľadiska budúcich rizík cenového vývoja pretrváva neistota v oblasti cien pohonných hmôt a bázičného efektu v cenách potravín.

Na základe zverejneného rýchleho odhadu hrubého domáceho produktu Štatistickým úradom SR pokračoval vývoj reálnej ekonomiky v doterajších tendenciách a bol v súlade s očakávaniami NBS. Nepriaznivo sa vyvíjala relácia medzi produktivitou práce a mzdami vo väčšine odvetví a to tak v nominálnom aj v reálnom vyjadrení.

V apríli pokračoval na slovenskom devízovom trhu depreciačný trend, ktorý začal v polovici marca a bol výsledkom vzájomnej korelácie mien krajín bývalej V4. NBS intervenovala proti nadmernému znehodnoteniu v súlade s deklarovaným zámerom obmedzovania volatility domácej meny oboma smermi.

Banková rada NBS zhodnotila, že aktuálny ekonomický a menový vývoj je v súlade so strednodobou predikciou do roku 2008. S ohľadom na to Banková rada NBS rozhodla nemeniť súčasnú výšku úrokových sadzieb. Pretrváva však znepokojenie NBS nad mzdovým vývojom v tomto roku, ktorý nezodpovedá vývoju produktivity práce ani cenovému vývoju. Dynamika miezd v mnohých odvetviach potvrdzuje predpoklad, že pri mzdovom vyjednávaní sa prihladá predovšetkým k minulej inflácii a neberie sa do úvahy očakávaný vývoj cien, vyjadrený úrovňou stanoveného inflačného cieľa NBS. To môže predstavovať riziko vzniku makroekonomickej nerovnováhy s negatívnym dopadom na strednodobý cieľ inflácie. V súvislosti s tým sa Banková rada NBS zaoberala aj analýzou vývoja sklonu domácností k spotrebe, kde pri zvyšovaní disponibilných príjmov môže byť nielen pokračovanie jej rastu ale aj stagnácia rizikové, a to z hľadiska vplyvu na makroekonomickú rovnováhu. Analýza sklonu k spotrebe bude samostatne zverejnená.

Tlačové oddelenie OVI NBS

Úplné znenie komentára BR NBS k rozhodnutiu o výške vyhlásovaných úrokových sadzieb je na internetovej stránke NBS www.nbs.sk v časti Servis pre médiá a verejnosť / Tlačové správy.

MODELOVANIE MAKROEKONOMICKÉHO VÝVOJA SR

ODBORNÝ SEMINÁR NBS

Menový úsek Národnej banky Slovenska so zámerom podporiť aplikáciu matematicko-štatistických prístupov v ekonómii a hospodárskej politike zorganizoval dňa 1. júna 2005 odborný seminár na tému Modelovanie makroekonomického vývoja SR. Seminár, určený najmä odbornej bankovej a finančnej verejnosti, otvoril Ing. Peter Ševčovic, člen Bankovej rady NBS a vrchný riaditeľ menového úseku Národnej banky Slovenska (na obr. vpravo).



V kongresovej sále budovy ústredia centrálnej banky prezentovali odborné príspevky zástupcovia Ministerstva financií SR, Ústavu slovenskej a svetovej ekonomiky SAV, Inštitútu menových a finančných štúdií NBS a menového úseku Národnej banky Slovenska. Autori prezentovali širokú škálu metodologických aparátov pri modelovaní vývoja ekonomiky SR, ktoré využívajú pre makroekonomickú analýzu a prognózu. Okrem reprezentujúcich inštitúcií sa na seminári zúčastnili zástupcovia akademickej obce, vysokých škôl a bankových inštitúcií pôsobiach na Slovensku, ktorí sa zapojili do diskusie pri hodnotení jednotlivých príspevkov.

Organizátori podujatia zároveň informovali referujúcich a účastníkov seminára, že prezentované príspevky budú v skrátenej forme publikované v prílohe júlového vydania bankového časopisu BIATEC, ktorý vydáva Národná banka Slovenska.

Foto: I. Paška



Ján Ďuraš, ÚSSE SAV



Juraj Valachy, IFP MF SR



Branislav Reľovský, NBS



Michal Benčík, NBS

