



Medzinárodná investičná pozícia

Ing. Peter Jánošík
Národná banka Slovenska

Medzinárodná investičná pozícia predstavuje súvahu (súhrn) zahraničných finančných aktív a pasív. Slúži ako ukazovateľ stupňa finančnej otvorenosti krajiny a udržateľnosti zahraničného dlhu a ako pomocný nástroj na sledovanie finančnej stability.

Medzinárodná investičná pozícia (ďalej MIP) predstavuje relatívne nový indikátor, keďže do vydania piateho vydania Manuálu platobnej bilancie Medzinárodného menového fondu v roku 1993 neexistovala ucelená medzinárodná metodika na jej zostavenie. Aj v súčasnosti len málo krajín je schopných predkladať medzinárodným inštitúciám MIP na štvrtročnej báze. Relatívne pomalý vývoj štatistiky MIP súvisí z množstvom metodických problémov pri jej zostavovaní, vzhľadom na problematiku otázky týkajúcej sa spôsobu ocenenia finančných stavov a ich zosúladenia s finančnými tokmi.

Rozsiahly nárast medzinárodných finančných súkromných transakcií v súvislosti so všeobecným trendom liberalizácie kapitálových tokov v posledných tridsiatich rokoch ukazuje na nevyhnutnú potrebu zostavovania podrobnej štatistiky MIP ako ukazovateľa stavu finančného vývoja tak vo funkčnom členení (priame investície, portfóliové investície, úvery, vklady a pod.), ako aj v sektorovom členení (vláda, centrálna banka, komerčné banky, podniky a pod.). Napriek tomu MIP ako významný finančný indikátor nenachádza veľké uplatnenie v ekonomických analýzach a často je aj relatívne málo známym ekonomickým pojmom. I keď potreba a užitočnosť údajov MIP je nespochybniteľná, uvedená situácia je spôsobená v podstate objektívnymi príčinami:

- údaje MIP predstavujú v podstate krátky časový rad (absencia historických údajov),
- obmedzené možnosti vyššej periodicity vykazovania MIP (ročne, resp. štvrtročne),
- komplikovaný postup zostavenia MIP a z toho vyplývajúci značný posun zverejnenia údajov,
- výrazné rozdiely v metodike vykazovania značne komplikujú možnosti interpretácie údajov a ich medzinárodného porovnania.

ŠTRUKTÚRA MIP A JEJ ŠTANDARDNÉ KOMPONENTY

Základným metodickým predpisom pre zostavenie MIP je piate vydanie Manuálu platobnej bilancie vydané MMF v roku 1993. Klasifikácia údajov MIP a jej zmien má dva rozmery. V riadkoch je primárne rozdelenie na aktíva a pasíva a ich rozdiel predstavuje čistú pozíciu. V stĺpcoch sa uvádzajú faktory vplyvajúce na zmenu pozície. MIP predstavuje doplnkovú štatistiku platobnej bilancie, a preto štruktúra štandardných komponentov MIP je zhodná so štruktúrou finančného účtu platobnej bilancie, t. j. zahŕňa priame investície,

portfóliové investície, finančné deriváty, ostatné investície v členení na aktíva a pasíva a rezervné aktíva.

Priame investície sa klasifikujú prvotne na báze nasmerovania investícií, t. j. priame investície do zahraničia pod aktíva a priame investície zo zahraničia pod pasíva. Portfóliové a ostatné investície sa ďalej sektorovo členia na: centrálnu banku, vládu, komerčné banky a ostatné sektory.

Stĺpcová štruktúra zahŕňa položky vplyvajúce na zmenu pozície:

- transakcie – predstavujú v podstate transakcie zaznamenané na finančnom účte platobnej bilancie,
- kurzové rozdiely – predstavujú vplyv zmien kurzu na stav aktív a pasív v porovnaní s predchádzajúcim obdobím,
- cenové rozdiely – predstavujú rozdiely v cenách obchodovateľných cenných papierov. Výrazná zmena pozície v jednotlivých položkách MIP môže nastať bez uskutočnenia finančných transakcií vplyvom výrazných zmien cien na trhu,
- ostatné rozdiely – predstavujú zaznamenanie reklasifikácie finančných aktív a pasív, alokáciu SDR alebo prípadné zrušenie dlhu bez kompenzácie.

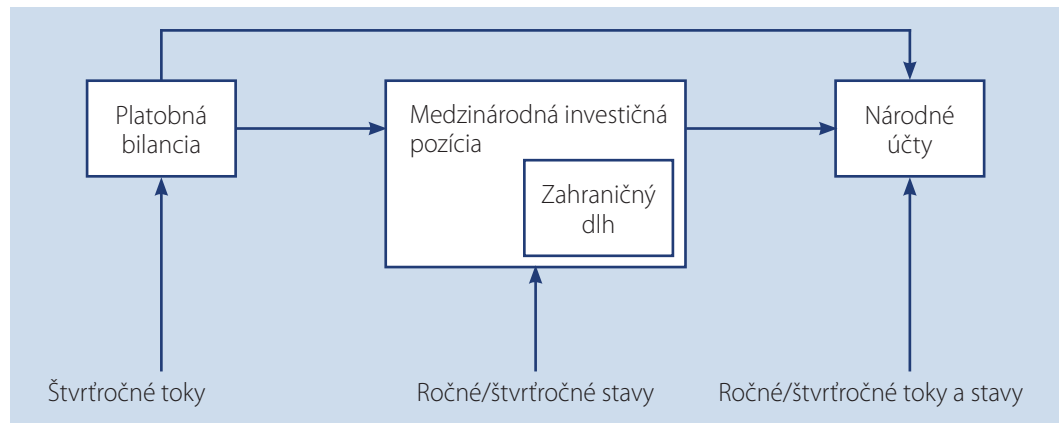
Všetky zahraničné finančné aktíva a pasíva by sa v zásade mali oceňovať trhovou cenou, t. j. na základe aktuálnej trhovej ceny platnej v príslušný deň zostavenia MIP. V praxi však často dochádza k odkloneniu od tohto princípu a pre ocenenie aktív a pasív je potrebné trhovú cenu odhadnúť, prípadne nahradiť ju účtovnou hodnotou. Problém určenia trhovej ceny sa týka predovšetkým ocenenia neobchodovateľných cenných papierov a finančných derivátov. Nejednotnosť ocenenia a zložité určenie trhovej ceny pre majetkovú časť priamych investícií vedie v praxi k používaniu účtovnej hodnoty na ocenenie priamych investícií, keď odhad trhovej ceny sa používa ako doplnujúca informácia.

Zostavenie MIP zahŕňa použitie údajov z mnohých rôznorodých zdrojov, vrátane centrálnej banky, vlády, komerčných bánk, obchodníkov s cennými papiermi, správcovských spoločností, nefinančného sektora atď. a prináša so sebou obdobné problémy ako zostavenie platobnej bilancie, ale v oveľa širšom rozsahu.

Hlavným problémom pri zostavovaní MIP z hľadiska zdrojov údajov predstavuje presnosť, dostupnosť a časnosť údajov za nefinančné sektory.



Vzťah medzi platobnou bilanciou, MIP a národnými účtami

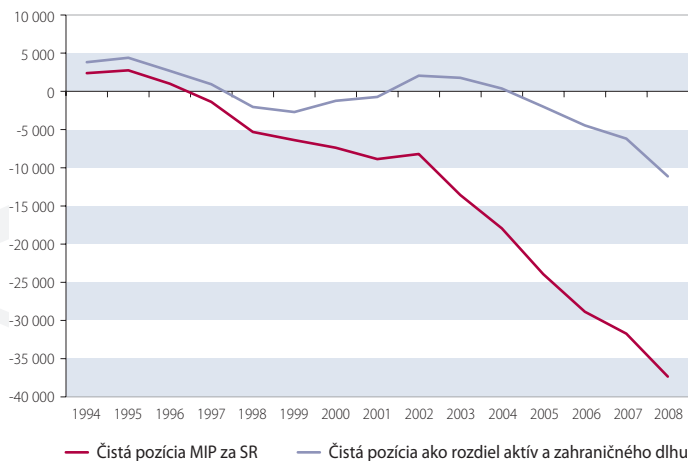


MIP má okrem platobnej bilancie blízke prepojenie aj s inými hlavnými štatistickými agregátmi. Zahraničný dlh v podstate predstavuje podmnožinu údajov MIP a zahŕňa všetky pasíva MIP s výnimkou majetkovej účasti v priamych portfóli-

ových investíciách, reinvestovaného zisku a pasív vo finančných derivátoch. Vzhľadom na potrebu väčšej transparentnosti a čitateľnosti štruktúry zahraničného dlhu aj z pohľadu splatnosti medzinárodné inštitúcie vyžadujú vykazovať zahraničný dlh aj ako samostatnú kategóriu.

Údaje MIP sú tiež integrované do systému národných účtov pre zostavenie finančného účtu „zvyšok sveta“, i keď inštitucionálne sektorové členenie je v národných účtoch detailnejšie a nie v úplnom súlade s údajmi platobnej bilancie a MIP.

Graf 1 Čistá pozícia SR (v mil. EUR)



Zdroj: NBS.

Graf 2 Vývoj stavu zahraničných finančných aktív a pasív SR (v mil. EUR)



Zdroj: NBS.

MIP SLOVENSKEJ REPUBLIKY

NBS zostavuje MIP za Slovenskú republiku od roku 1994 na ročnej báze. Údaje sa zostavujú v súlade s metodikou piateho vydania Manuálu platobnej bilancie MMF. V roku 2001 splnila Slovenská republika kritériá týkajúce sa štruktúry, rozsahu, periodicity a termínov zverejňovania štatistických ukazovateľov v rámci projektu SDDS MMF. MIP patrí medzi 17 základných štatistických agregátov zahrnutých do toho projektu. SDDS predstavuje špeciálny formát zverejňovania štatistických údajov, v ktorom sa krajiny zaväzujú dodržiavať požadovanú štruktúru, periodicitu a včasnosť daných údajov a tiež zverejnenie metaúdajov k daným kategóriám.

Od roku 2001 NBS zostavuje aj zverejňuje MIP v súlade s požiadavkami SDDS na štvrťročnej báze 6 mesiacov po skončení vykazovaného obdobia. Súčasťou zverejnených údajov je aj stránka metaúdajov, v ktorej je opísaná základná charakteristika údajov, použitá metodika, základne zdroje údajov, periodicita a termíny zverejnenia.

V súvislosti so vstupom SR do eurozóny vznikla nutnosť plniť požiadavky ECB aj v oblasti štatistiky MIP, čo prináša zvýšenie nárokov na rozsah i kvalitu predkladaných štatistík.

Základnú zmenu predstavuje požiadavka skrátenia termínu zostavenia a zverejnenia na tri mesiace po skončení vykazovaného obdobia a zostavenia MIP v geografickom členení. Štvrťročná MIP sa zostavuje okrem celkovej pozície voči zahraničiu separátne za krajiny mimo eurozóny, čo je nevyhnutnou podmienkou zostavenia euroagregátov



ECB voči zvyšku sveta. Ročná MIP pre potreby ECB sa navyše zostavuje samostatne za vybrané krajiny mimo eurozóny, ktoré predstavujú najvýznamnejších ekonomických partnerov eurozóny, resp. rizikové oblasti (USA, Rusko, Kanada, Čína, Japonsko, Švajčiarsko, Nórsko, Brazília, Hongkong, India, offshore centrá, Veľká Británia, Švédsko, Dánsko a ostatné krajiny EÚ mimo eurozóny). Splnenie uvedených požiadaviek si vyžadovalo výrazné zmeny do systému zostavovania MIP, predstavovalo výrazný nárast činností spojených so zberom a spracovaním údajov a najmä samotným zostavením a kontrolou požadovaných štatistik.

Nevyhnutnou podmienkou boli výrazné zmeny v štatistických výkazoch pre respondentov z oblasti komerčných bánk, obchodníkov s cennými papiermi, správcovsých spoločností, ale aj pre nefinančný sektor, ktoré značne zvýšili ich zaťaženie v oblasti štatistiky. NBS splňa v plnom rozsahu všetky požiadavky ECB týkajúce sa rozsahu, štruktúry, periodicity i včasnosti údajov v oblasti štatistiky MIP.

ZÁKLADNÉ ANALYTICKÉ POHLADY NA MIP

Údaje MIP umožňujú analýzu tak z pohľadu hrubej pozície, ako aj analýzu čistých položiek. Rozdiel medzi zahraničnými finančnými aktívami a pasívami v MIP predstavuje čistú pozíciu ekonomiky, ktorá v podstate ukazuje, čo daná ekonomika vlastní vo vzťahu k tomu, čo dlhuje. Na opis čistej pozície sa často používa označenie čistý dlžník, resp. čistý veriteľ vo vzťahu k nerezydentom. Hoci uvedené označenie môže byť v niektorých prípadoch užitočné, na analytické účely je pre výpočet čistej pozície vhodnejšie chápať ako dlh len nemajetkové položky pozície, teda čistú pozíciu určiť ako rozdiel finančných aktív a zahraničného dlhu. V prípade SR predstavuje rozdiel medzi čistou pozíciou MIP a čistou pozíciou počítanou k zahraničnému dlhu v roku 2008 hodnotu 26 mld. EUR.

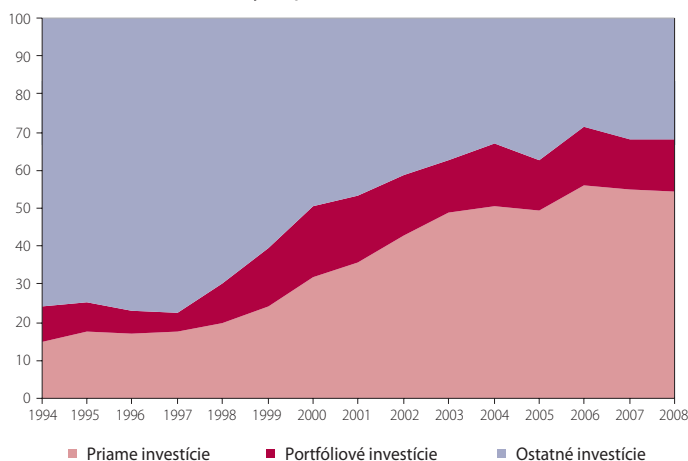
Za posledných 15 rokov narástli zahraničné finančné aktíva SR trojnásobne a pasíva takmer desaťnásobne. Najvýraznejší podiel na raste pasív mal nárast stavu zahraničných priamych investícií, ktorých stav vzrástol až 35-násobne a v štruktúre pasív predstavuje 55% (15% v roku 1994). V súčasnosti priame zahraničné investície, ako je zrejme z grafu 3, predstavujú hlavný zahraničný zdroj financovania ekonomiky – na rozdiel od roku 1994, keď až 76% z pasív predstavovali zahraničné úvery. Z pohľadu financovania ekonomiky sa tak výrazne zlepšila štruktúra zdrojov, keďže priame zahraničné investície nevytvárajú tlak na zvyšovanie zahraničnej zadlženosti.

Na strane aktív bol zaznamenaný najvýraznejší nárast v rezervných aktívach, ktorý súvisel so sterilizáciou devízových príjmov z privatizácie a intervenčnou politikou NBS na devízovom trhu.

MIP AKO UKAZOVATEĽ FINANČNEJ OTVORENOSTI EKONOMIKY

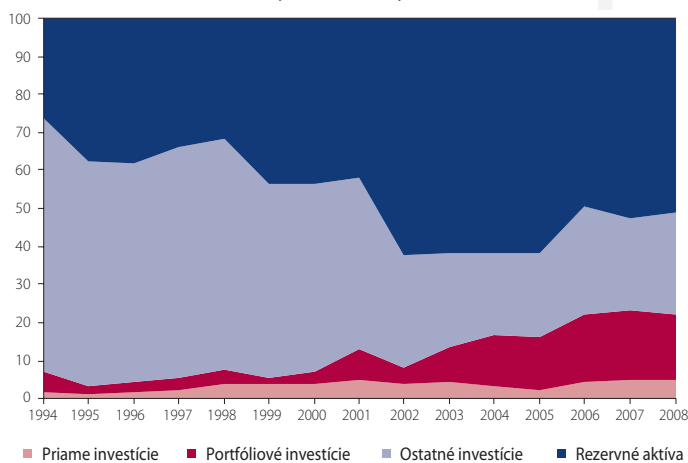
Údaje MIP predstavujú jeden z najvýznamnejších ukazovateľov stupňa finančnej otvorenosti ekonomiky. Vzhľadom na výrazný nárast medzi-

Graf 3 Štruktúra finančných pasív SR (v %)



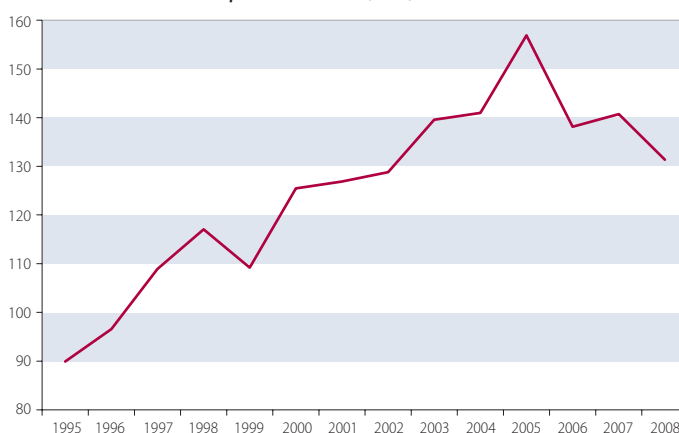
Zdroj: NBS.

Graf 4 Štruktúra zahraničných finančných aktív SR (v %)



Zdroj: NBS.

Graf 5 Hrubé aktíva a pasíva / HDP (v %)



Zdroj: NBS.

národných finančných transakcií súkromného sektora za posledných tridsať rokov pomer hrubých zahraničných finančných aktív a pasív k HDP v ekonomicky najrozvinutejších krajinách prudko stúpala (v krajinách HMÚ niekoľkonásobne).



Podobný vývoj bol zaznamenaný aj v prípade SR, kde aj napriek krátkemu časovému radu je zrejmy trend rastu finančnej otvorenosti ekonomiky, keď pomer hrubých zahraničných aktív a pasív k HDP vzrástol z 89% v roku 1995 na 135% v roku 2008.

ZÁVER

MIP poskytuje komplexnú údajovú základňu o medzinárodných finančných vzťahoch v podrobnej štruktúre. Praktické problémy jej zostavenia a chýbajúca podrobná geografická a najmä menová štruktúra však sťažujú jej použitie na analytické účely v oblasti menovej politiky.

Analýza MIP umožňuje lepšie identifikovať ex post vznik a vývoj finančných kríz spôsobených nedostatočným monitorovaním finančnej otvorenosti alebo neudržateľnou úrovňou zahraničného dlhu. Otázkou zostáva, či tento agregát možno použiť ex ante ako indikátor na implementáciu korekčných opatrení.

Praktické skúsenosti ukazujú, že MIP je užitočnejšia pre spätné analýzy a na vysvetlenie minulých udalostí ako na prognózovanie budúceho ekonomického vývoja alebo implementáciu ekonomických a menových rozhodnutí, čo je v značnej miere ovplyvnené nízkou periodicitou zostavovania a značným časovým posunom zverejňovania definitívnych údajov.

Je zrejme, že očakávané alebo skutočné kroky monetárnych inštitúcií ovplyvňujú investičné správanie jednotlivých subjektov a ich pozíciu čistých zahraničných aktív. Výšku tohto vplyvu je pomerne ťažké odhadnúť vzhľadom na nutnosť zohľadniť viacero parametrov. Dopady menovej politiky sa oveľa závažnejšie dotýkajú hrubých finančných aktív a pasív ako čistej pozície. Navyše dopady je potrebné diferencovať podľa dĺžky a likvidity daných investícií a tiež typu ekonomického subjektu.

Z hľadiska použitia MIP v oblasti menovej politiky je podstatnejšia analýza hrubých aktív a pasív (najmä ich jednotlivých podpoložiek) ako hodnota čistej pozície MIP, aj vzhľadom na to, že jej hodnotu a trend je ťažké predikovať.

Výraznejšie zaradenie MIP medzi operačné indikátory podmieňuje okrem už splnenej podmienky včasnosti údajov v rámci krajín HMÚ (3 mesiace po skončení štvrtroka) najmä zvýšenie porovnateľnosti medzi agregátmi jednotlivých krajín, týkajúce sa najmä zosúladenia spôsobu ocenenia investícií, a vyššiu kvalitu a presnosť údajov.

ECB preto kladie veľký dôraz na zvýšenie kvality údajov členských krajín eurozóny, zosúladenie metodiky zostavovania a oceňovania jednotlivých položiek MIP, najmä v oblasti priamych a portfóliových investícií a zavedenie detailnejšej geografickej štruktúry údajov, ako aj členenie údajov podľa meny aspoň pre hlavné protistrany, čo umožňuje väčšie možnosti analytického využitia MIP.