

8

August 2008
Ročník 16

ODBORNÝ
BANKOVÝ
ČASOPIS



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA

C
E
T
A
I
B



Výstava Slovenské eurové mince



Výstavu v Župnom dome Trenčianskeho múzea otvoril viceguvernér NBS Martin Barto za účasti zástupcu Zastúpenia EK na Slovensku Branislava Slyška, primátora mesta Trenčín Branislava Celleru a predsedu VÚC Trenčianskeho samosprávneho kraja Pavla Sedláčka.

Národná banka Slovenska pokračuje v predstavaní výtvarných návrhov slovenských strán euróvych mincí širokej verejnosti formou putovnej výstavy. V priebehu júla sa s týmito návrhmi mohli oboznámiť v priestoroch Župného domu Trenčianskeho múzea návštevníci z Trenčína a okolia, v súčasnosti je výstava sprístupnená v Banskej Štiavnici, v priestoroch Trámovej miestnosti Rubigallu na Námestí Sv. Trojice.

Cieľom putovnej výstavy je informovať verejnosť o základných faktoch, týkajúcich sa Európskej únie a eurozóny, predstaviť víťazné výtvarné návrhy budúcich slovenských euróvych mincí a tiež súbor najzaujímavejších nerealizovaných návrhov na slovenské eurové mince od popredných slovenských výtvarníkov.

Výstava bola v priebehu rokov 2006 a 2007 inštalovaná v jedenástich mestách na Slovensku. V roku 2007 bola inštalovaná vo Varšave spolu s podobnou výstavou centrálnej banky Slovenska pod názvom „Slovinsko 2007 – Slovensko 2009“.

Národná banka Slovenska plánuje výstavu po jej skončení v Banskej Štiavnici presunúť v septembri do Levoče.



Výstavu v priestoroch Trámovej miestnosti banskoštiavnického Rubigallu otvoril člen Bankovej rady NBS Ľudovít Ódor za účasti splnomocnenca vlády SR pre zavedenia eura Igora Baráta a viceprimátora mesta Banská Štiavnica Juraja Čabáka.



Vo výstavných priestoroch je pre návštevníkov pripravené aj množstvo informačných a propagačných materiálov, ktoré súvisia s jednotnou menou a jej zavedením v Slovenskej republike od 1. januára 2009.



Foto: Pavel Kochan

BIATEC

Odborný bankový časopis
August 2008

Vydavateľ:

Národná banka Slovenska

Redakčná rada:

Ing. Ivan Šramko (predseda)
prof. Ing. Irena Hlavatá, CSc.
Ing. Štefan Králik
doc. Ing. Jozef Makúch, PhD.
doc. Ing. Anna Pilková, CSc. MBA
Ing. Monika Siegelová

Redakcia:

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

Adresa redakcie:

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

Počet vydaní: 12-krát do roka

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

Ročné predplatné: 252 Sk/8,36 €

Poštovné hradí predplatiteľ.

Voľný predaj: predajné miesta

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

Cena výtlačku vo voľnom predaji: 35 Sk

**Objednávky na predplatné v SR
a do zahraničia, reklamácie, distribúcia:**

VERSUS, a. s., Expedičné stredisko,
Pribinova 21, 819 46 Bratislava
tel.: 02/5728 0368, fax: 02/5728 0148
e-mail: expedicia@versusprint.sk

Termín odovzdania rukopisov: 13. 8. 2008

Dátum vydania: 25. 8. 2008

Registračné číslo: MK SR 698/92

ISSN 1335 - 0900

Grafický návrh: Bedrich Schreiber

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

Tlač: Patria I., s.r.o.

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

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

O B S A H



NA AKTUÁLNU TÉMU

Globálny rast cien agrokomodít a ich vplyv na infláciu a menovú
politiku 2
(Ing. Marek Árendáš, PhD.)

EURÓPSKA ÚNIA

Vplyv zavedenia eura na bankový sektor 6
(Michal Benčík, Sandra Tatierská)

ZAVEDENIE EURA

Euro je pred dvermi. Ako sú pripravené vaše informačné systémy? 12
(Ing. Milan Fiľa, doc. Ing. Milan Kučera, CSc.)

FINANČNÉ TRHY

Ponaučenia zo súčasnej finančnej krízy 15
(Ing. Tomáš Tózsér, PhD.)

PLATOBNÉ NÁSTROJE

Syntetické riešenia pre financovanie v cudzích menách 20
(JUDr. Mgr. Peter Baláž)

MENOVÝ VÝVOJ

Mena a euromena, historické aspekty a teoretické východiská 26
(JUDr. Soňa Kubincová, PhD.)

ZO SVETA

Zavedie aj Severná Amerika novú menu? 28
(prof. Ing. Božena Chovancová, PhD., Mgr. Nilyufar Kabilova)

RECENZIA

Jaroslava Durčáková – Martin Mandel: Mezinárodní finance 31
(prof. Ing. Anežka Jankovská, CSc.)

INFORMÁCIE

Z rokovania Bankovej rady NBS 32
Etický kódex má tisícero signatára 32



Globálny rast cien agrokomodít a ich vplyv na infláciu a menovú politiku

Ing. Marek Árendáš, PhD.
Národná banka Slovenska

Súčasný výrazný rast cien agrokomodít má značný vplyv na rast inflácie v mnohých krajinách sveta. Na základe poznania faktorov, ktoré ovplyvňujú vývoj cien agrokomodít, je možné identifikovať hlavné riziká z pohľadu vývoja inflácie a globálneho hospodárskeho rastu. Pre udržanie stabilnej cenovej úrovne je preto nutné poznať tieto riziká, aby výkon menovej politiky pri zabezpečovaní svojich cieľov nespôsobil útlm hospodárskeho rastu.

V dôsledku súčasného spolupôsobenia viacerých faktorov dochádza v súčasnosti k výraznému rastu cien agrokomodít vo svete. Tieto faktory môžeme rozdeliť na fundamentálne, t. j. tie, ktoré pôsobia dlhodobo, a tzv. krátkodobé faktory. K fundamentálnym faktorom, ktoré pôsobia na rast cien, patrí spomaľovanie dynamiky rastu poľnohospodárskej produkcie a zrýchľovanie dynamiky rastu dopytu po agrokomoditách. Zvýšenie dopytu bolo spôsobené jednak zo strany ázijských rozvojových krajín, ale tiež z dôvodu rastu produkcie biopalív. Ďalším faktorom výrazne ovplyvňujúcim cenu agrokomodít je cena ropy, ktorá následne zvyšuje výrobné náklady agroproducentov. K faktorom, ktoré na cenu agrokomodít vplyvajú relatívne krátkodobu a sú výsledkom aktuálnej ekonomickej situácie, patrí deprecia dolára, biologické faktory a zavádzanie obchodných bariér v obchode s agrokomoditami.

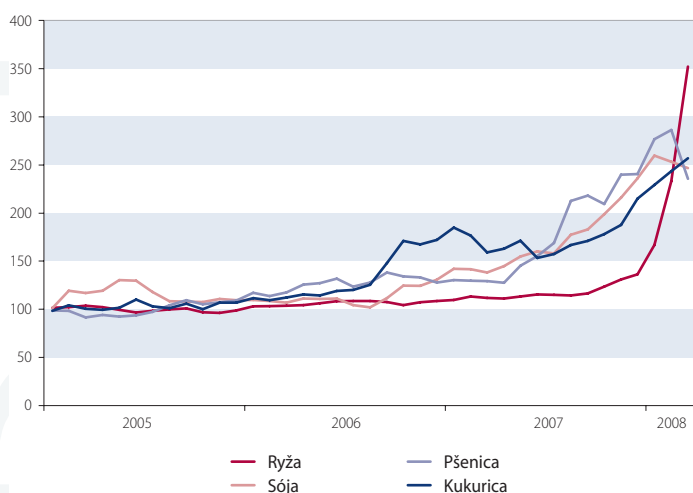
DLHODOBÉ FAKTORY OVPLYVŇUJÚCE CENY AGROKOMODÍT

Svetové ceny agrokomodít zaznamenali od druhej polovice roku 2007 výrazný rast, ktorý sa preniesol aj do roku 2008. K výraznej akcelerácii došlo najmä v treťom a štvrtom štvrťroku 2007. Globálny rast cien potravín v roku 2007 dosiahol 15,1 % (na medziročnej báze v decembri vzrástli o 25,6 %). Ceny agrokomodít dosahujú svoje historické maximá a v porovnaní s úrovňami z roku 2005 vzrástli v priemere o 78 %.

Jedným z najdôležitejších faktorov, ktoré spôsobujú vysokú cenu agrokomodít, je dlhodobostúpajúci dopyt. Dynamika rastu dopytu po potravinách je rýchlejšia ako dynamika rastu produkcie agrokomodít. Tento trend sa prejavuje predovšetkým pri obilninách (pšenica, kukurica, ryža). V predchádzajúcich desaťročiach boli ceny komodít na relatívne stabilných úrovniach (s výnimkou krátkodobých výkyvov v rokoch 1973, 1980, 1983, 1988, 1996). V období medzi rokmi 1980 až 2002 dochádzalo v dolárovom vyjadrení dokonca k postupnému poklesu cien. Po roku 2001 došlo k miernemu zvyšovaniu cien a v roku 2004 ceny dosiahli približne úrovne z polovice 80-tych rokov. Tento vývoj sa čiastočne odrazil v znížených investíciách do poľnohospodárstva, vedy a výskumu, čo sa prejavovalo aj vo forme spomalenia rastu hektárových výnosov.

Na strane dopytu dochádza k opačnému vývoju, a to predovšetkým zo strany ázijských rozvíjajúcich sa ekonomík a tiež krajín exportujúcich ropu. Ekonomický rast v uvedených krajinách sa prejavuje vyšším príjmom domácností, ktoré do značnej miery vynakladajú tieto príjmy na kúpu potravín. Domácnosti v rozvíjajúcich sa ázijských ekonomikách v dôsledku vyšších príjmov nakupujú kvalitnejšie druhy potravín a tiež vo väčšej miere preferujú potraviny, ktoré nie sú charakteristické pre daný región. Diverzifikácia spotreby potravín spôsobuje zvýšený dopyt po mäse, mliečnych produktoch a rastlinných olejoch.

Graf 1 Ceny vybraných komodít



Zdroj: World Economic Outlook, IMF, apríl 2008.
Poznámka: Január 2005 = 100.



Zvýšená produkcia mäsa (hydiny, hovädzieho) tak vytvára dodatočný tlak na rast cien obilnín, keďže obilniny sa používajú aj ako krmivo v živočíšnej výrobe. V dôsledku rastu spotreby mäsa tak dochádza k sekundárnemu zvyšovaniu dopytu po obilninách. Treba tiež poznamenať, že ázijské krajiny v poslednom desaťročí i napriek spomaleniu dynamiky rastu populácie zaznamenali značné prírastky počtu obyvateľov, čo tiež prispelo k zvýšeniu dopytu po potravinách.

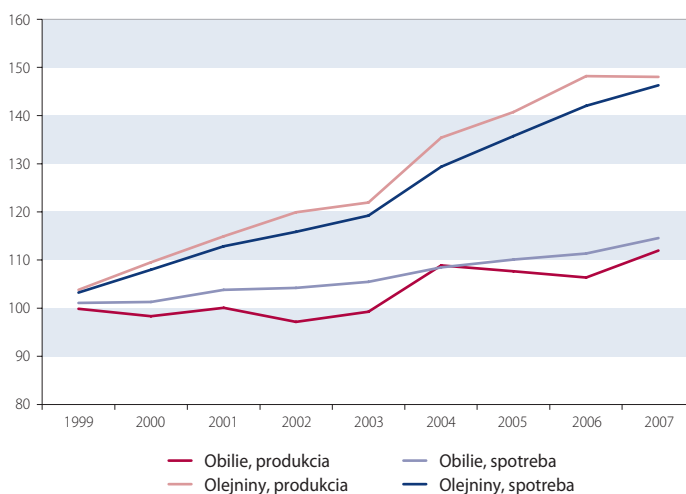
Ďalším výrazným faktorom so značným podielom na raste cien agrokomodít sú ceny energií, predovšetkým ropy. Výrazný hospodársky rast ázijských krajín zapríčinil silný dopyt po ropy a priemyselných komoditách. Následkom toho dochádzalo od polovice roku 2004 k výraznému rastu cien ropy, ktorý sa následne premietol vo výrobných nákladoch producentov poľnohospodárskych komodít, najmä prostredníctvom poľných látok a cien hnojív a chemikálií.

BIOPALIVÁ

Špecifickým fundamentálnym faktorom ovplyvňujúcim cenu agrokomodít je produkcia biopalív. Dlhodobu stúpajúcu cenu energií spolu s obavami z globálneho otepľovania a snahami o zníženie produkcie škodlivých emisií viedli jednotlivé krajiny k zavedeniu politiky na podporu produkcie biopalív. Biopalivá je možné produkovať z viacerých druhov potravinárskych plodín. Súčasná technológia produkcie biopalív je tzv. technológia prvej generácie, keď biopalivá sa získavajú najmä z potravinárskych plodín, ako je cukrová trstina (Brazília), kukurica (produkcia bioetanolu – USA), rastlinné oleje na produkciu bionafty (repka olejná – EÚ), ale aj zo sóje a paliem. Technológia tzv. druhej generácie by mala byť schopná vyrobiť biopalivá už z väčšieho okruhu surovín ako len z potravinárskych plodín. Druhá generácia technológií by mala byť schopná vyrábať biopalivá už aj z celulózy, špeciálnych plodín (jatropa – indický druh dreviny) či napr. z komunálneho odpadu. Najväčším producentom etanolu sú USA a najväčším producentom bionafty je EÚ.

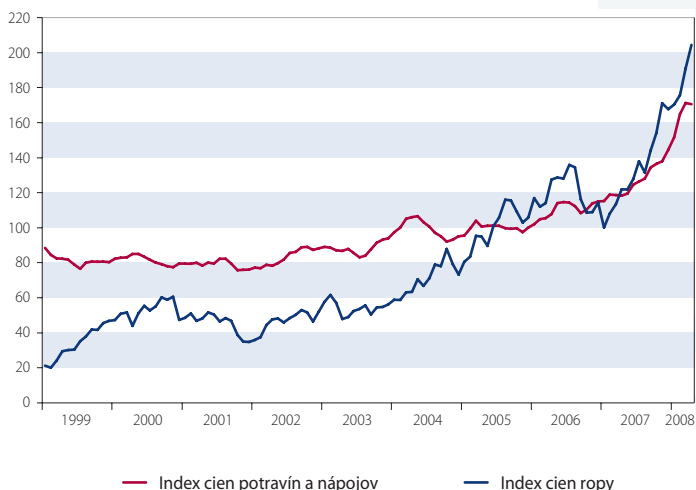
Napriek tomu, že rast produkcie biopalív nemal prakticky žiadny dopad na cenu ropy, produkcia biopalív výrazne zasiahla ceny agrokomodít. Biopalivá sa podieľajú približne len 1,5 % na celosvetovej produkcii palív, v rokoch 2006 – 2007 však spôsobili približne polovičný nárast dopytu po hlavných poľnohospodárskych plodinách použitelných na výrobu biopalív (graf 4). V roku 2008 v porovnaní s rokom 2006 dosiahli komodity určené na produkciu etanolu a bionafty výrazný nárast cien, napr. cena kukurice v danom období vzrástla o 86 %, repkového oleja o 81 %, slnečnicového oleja o 69 % a palmového oleja o 159 %. Zvýšenie dopytu po týchto komoditách viedlo agroproducentov k zväčšeniu výmery osevných plôch plodín určených na produkciu daných komodít na úkor ostatných plodín (pšenica, jačmeň), čo následne zapríčinilo aj rast cien ostatných agrokomodít. V roku 2008 v porovnaní s rokom 2006 vzrástla cena pšenice o 108 %, jačmeňa

Graf 2 Svetová produkcia a spotreba obilnín a olejnin



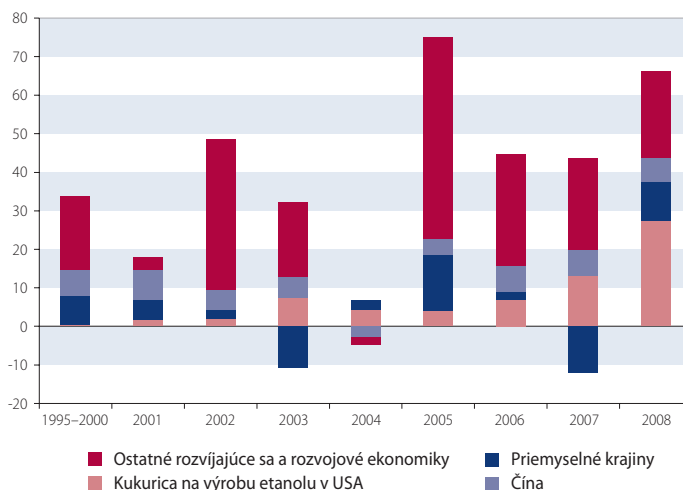
Zdroj: USDA PS&D Database.
Poznámka: 1999 = 100.

Graf 3 Index cien komodít



Zdroj: World Economic Outlook, IMF, apríl 2008.
Poznámka: Január 2005 = 100.

Graf 4 Zmena dopytu po hlavných poľnohospodárskych plodinách



Zdroj: World Economic Outlook, IMF, apríl 2008.
Poznámka: Zmena oproti predchádzajúcemu roku v miliónoch ton. Za obdobie 1995 – 2000 je uvedený priemer.



o 90%, ryže o 111 %. V rámci produkčného reťazca sa uvedené zvýšenie cien následne prenieslo aj do ďalšej produkcie agrokomodít, napr. hydiny a ostatných druhov mäsa a mäsových výrobkov, ktoré sú závislé od produkcie rastlinnej výroby.

V budúcnosti sa predpokladá zvýšenie podielu biopalív na celosvetovej produkcii palív, jeho miera však bude značne závislá od nákladov na jeho výrobu a využitia tzv. druhej generácie biopalív.

KRÁTKODOBÉ FAKTORY OVPLYVŇUJÚCE CENU AGROKOMODÍT

Za krátkodobé faktory možno považovať tie, ktoré síce vplyvajú na ceny agrokomodít, ale nemajú dlhodobý fundamentálny charakter. Krátkodobé faktory zapríčiňujú rýchlejšiu dynamiku rastu cien agrokomodít a ich vyššiu volatilitu. Relatívne nízka úroveň cien v dôsledku vývoja fundamentálnych faktorov nebola dlhodobo udržateľná, avšak v kombinácii s terajšími krátkodobými faktormi spôsobila v relatívne krátkodobom období výrazný nárast cien agrokomodít.

Medzi tieto krátkodobé faktory možno zaradiť oslabenie amerického dolára. Vzhľadom na ekonomický vývoj v USA, ako aj v ázijských krajinách došlo postupne k depreciácii dolára voči menám týchto krajín, čím následne dochádzalo aj k zlacňovaniu importovaných agrokomodít. Tento faktor spolu so zvýšeným disponibilným príjmom domácností podporoval rast dopytu po potravinách a tým aj rast ich cien na medzinárodných trhoch. Na druhej strane depreciácia dolára spôsobovala nižšie príjmy za agrokomodity pre exportujúce krajiny vzhľadom na to, že agrokomodity sú kótované v dolároch. Zo strany exportérov preto depreciácia dolára vyvolávala tlak na rast cien agrokomodít, aby si mohli prostredníctvom rastu cien vykompenzovať straty vzniknuté oslabením dolára.

Ďalším krátkodobým faktorom boli klimatické faktory, ktoré spôsobili výpadky v úrode obilnín a olejní. Išlo predovšetkým o sucho, napr. v Rusku, Ukrajine, Austrálii, Južnej Afrike, Kanade. Vzhľadom na biologický charakter poľnohospodárstva však treba s týmito rizikami, ktoré sú len

veľmi ťažko predpovedateľné, počítať. Z dlhodobého hľadiska môžu byť klimatické faktory negatívne ovplyvnené globálnym otepľovaním.

V dôsledku výpadku úrody mnohé krajiny produkujúce agrokomodity zaviedli rôzne druhy obchodných obmedzení a bariér, ktoré vytvárajú ešte výraznejší tlak na rast cien základných agrokomodít. Ide o rôzne druhy exportných obmedzení a zákazy exportov (Ukrajina a Argentína na obilniny, India a Vietnam na ryžu, Kazachstan na olejninu), exportné dane a clá (Čína, Argentína, Rusko, Kazachstan, Malajzia). Na strane importujúcich krajín došlo k zrušeniu niektorých importných ciel (EÚ – obilie, Indonézia – sója, Thajsko – bravčové, India – pšeničná múka).

Výrazným krátkodobým faktorom, ktorý vplýval na rast cien agrokomodít, bola aj aktivita hedžových a investičných fondov. Vzhľadom na krízu finančných trhov a ich dlhodobejšiu výraznú volatilitu sa medzinárodní investori snažili diverzifikovať svoje portfóliá a hľadali nové investičné príležitosti. Zvýšený tok špekulatívnych investícií do komoditných derivátov tak z krátkodobého hľadiska prispel k výraznejšiemu rastu cien agrokomodít a ich volatilite.

VPLYV RASTU CIEŇ AGROKOMODÍT NA INFLÁCIU A MENOVÚ POLITIKU

Výrazný rast cien agrokomodít z pohľadu menovej politiky zvyšuje obavy z jej dopadu na celkovú infláciu. Kým v roku 2006 bol príspevok rastu cien potravín k celkovej inflácii vo svete len 27 %, v roku 2007 to bolo už 44,3 %. Vzhľadom na dlhodobý predpoklad vysokých cien agrokomodít a energií vzniká výrazná obava o udržanie úrovne celkovej inflácie. Tento problém sa najvýraznejšie prejavuje v rozvojových a rozvíjajúcich sa ekonomikách. Kým vo vyspelých ekonomikách príspevok potravín k celkovej inflácii je približne na úrovni 19,5 % (rok 2007), v rozvojových a rozvíjajúcich sa ekonomikách sa pohybuje od 40 % do 67 %. Najväčší medziročný nárast podielu cien potravín na celkovej inflácii zaznamenali krajiny rozvíjajúcej sa Ázie. Podiel cien potravín na inflácii je vo výraznej zápornej korelácii s výškou príjmov obyvateľstva.

Tab. 1 Vývoj inflácie a podiel cien potravín a energií na celkovej inflácii (v %)

	2006					2007				
	Celková inflácia	Potraviny		Energie		Celková inflácia	Potraviny		Energie	
		Inflácia	Podiel	Inflácia	Podiel		Inflácia	Podiel	Inflácia	Podiel
Svet	3,4	3,4	27,0	11,2	19,9	3,9	6,2	44,3	4,1	8,0
Vyspelé ekonomiky	2,3	2,0	12,4	11,1	28,0	2,2	3,0	19,5	3,8	12,1
Afrika	7,2	8,5	46,6	8,7	22,3	7,4	8,7	43,6	6,7	6,5
SNŠ	9,3	8,5	40,0	17,1	7,6	9,6	9,2	41,1	11,7	7,2
Rozvíjajúca sa Ázia	3,7	4,4	37,7	12,3	19,4	4,9	10,0	67,5	3,1	3,4
Stredná a východná Európa	5,2	4,6	22,0	9,7	18,2	5,4	8,2	34,9	6,9	11,8
Blízky Východ	3,4	5,1	57,0	1,9	5,3	10,1	13,6	42,3	10,1	24,4
Latinská Amerika	5,4	4,5	23,1	8,7	9,8	5,4	8,5	40,8	2,3	3,4

Zdroj: World Economic Outlook, IMF, apríl 2008.



V krajinách s najnižšími príjmami na obyvateľa je najväčší príspevok potravín k rastu inflácie. Rozvojové a rozvíjajúce sa ekonomiky preto v dôsledku vyššieho zastúpenia potravín v spotrebnom koši z hľadiska vývoja inflácie reagujú na zmenu cien agrokomodít citlivejšie.

Agrokomodity majú v niektorých krajinách výrazný podiel na exporte, resp. importe tovarov, čo sa následne prejavuje v obchodnej bilancii. Kým v mnohých vyspelých ekonomikách, ktoré sú výraznými exportérmi agrokomodít (Kanada, USA, Austrália, Nový Zéland) vysoké ceny agroproduktov mali pozitívny dopad na obchodnú bilanciu, v mnohých chudobných krajinách, ktoré patria medzi importérov potravín, došlo k jej ešte výraznejšiemu zhoršeniu.

Rast cien agrokomodít sa prejavuje jednak priamym dopadom na infláciu (prostredníctvom príspevku cien potravín k rastu celkovej inflácie) a tiež nepriamym dopadom, a to najmä tlakom na rast miezd a taktiež rastom cien ostatných tovarov a služieb. Najvýraznejšie sa nepriame dopady prejavujú práve v krajinách, kde majú potraviny výrazne vyššie zastúpenie v spotrebnom koši. Modely Medzinárodného menového fondu odhadujú, že 1-percentný nárast cien agrokomodít vo vyspelých ekonomikách by sa nemal výraznejšie odraziť v cenách nepotravinových tovarov a služieb. V rozvíjajúcich sa ekonomikách môže tento 1-percentný nárast spôsobiť rast inflácie o 0,1 – 0,6 percentuálneho bodu v prípade nepotravinových tovarov a služieb v trvaní 6 až 12 mesiacov, v rozvojových krajinách sa toto 1-percentné zvýšenie môže prejaviť v intervale 0,1 – 0,9 percentuálneho bodu s trvaním dlhšie ako 12 mesiacov.

Rast agrokomodít preto vytvára výrazné tlaky na sprísňovanie menovej politiky, predovšetkým v rozvíjajúcich sa a rozvojových krajinách. Tento trend sa výrazne prejavuje v Číne, kde v dôsledku rastu inflácie dochádza k zvyšovaniu úrokových sadzieb a povinných minimálnych rezerv. Ako jedno z opatrení na tlmenie čínskej inflácie sa do popredia dostáva aj otázka výraznejšej apreciácie čínskeho juanu, čo by v konečnom dôsledku mohlo ovplyvniť stav globálnych nerovnováh. K sprísneniu menovej politiky v priebehu roka 2007 pristúpili tiež viaceré krajiny rozvíjajúcich sa ekonomik. Rast inflácie v týchto krajinách je vo väčšine prípadov sprievodným znakom ich silného ekonomického rastu. Sprísňovanie menovej politiky by preto malo viesť k spomaleniu dynamiky rastu ekonomiky a inflácie, resp. v niektorých krajinách (napr. v Číne) aj k zabráneniu možného prehrievania ekonomiky.

Napriek tomu, že rast cien agrokomodít nemal doteraz taký výrazný vplyv na vyspelé ekonomiky, pre krajiny, kde centrálné banky uplatňujú inflač-

né cielenie, zostáva zdrojom určitých obáv. I keď podiel potravín na spotrebnom koši v eurozóne v roku 2007 predstavoval len 19,6 %¹, potraviny boli jedným z hlavných zdrojov nárastu celkovej inflácie. Ich príspevok je približne na úrovni 0,5 percentuálneho bodu k celkovej inflácii eurozóny. K výraznému rastu cien potravín dochádzalo predovšetkým v závere roka 2007 a tento trend naďalej pretrváva aj v roku 2008. Výraznejší rast cien môže viesť k sprísňovaniu menovej politiky (Rada guvernérov ECB dňa 3. 7. 2008 rozhodla o zvýšení úrokovej sadzby o 25 bazických bodov) aj napriek tomu, že ekonomický vývoj naznačuje spomaľovanie dynamiky ekonomického rastu.

Na opačnej strane v rámci výkonu menovej politiky stojí USA, kde v dôsledku vývoja realitného sektora a finančnej krízy došlo k výraznému zníženiu úrokových sadzieb od druhej polovice roka 2007. Napriek tomu, že Fed nemá explicitne stanovený inflačný cieľ, jedným z jeho cieľov je aj udržanie cenovej stability. Cenový vývoj v USA mal podobný priebeh ako v eurozóne, keď ku koncu roka 2007 došlo k výraznému rastu miery celkovej inflácie a tento vývoj pretrváva aj v roku 2008. Na raste sa najvýraznejšie podieľali ceny potravín a energií. Príspevok potravín k celkovej inflácii bol v roku 2007 približne na úrovni 0,5 percentuálneho bodu a príspevok energií na úrovni 0,25 percentuálneho bodu. Napriek nízkym úrokovým sadzbám zostáva ekonomický rast v USA naďalej pomalý a poukazuje na pretrvávajúce problémy realitného sektora, klesajúci domáci dopyt a zhoršovanie ekonomického sentimentu domácností a podnikateľského sektora.

Vo vyspelých ekonomikách tak dochádza k protichodnému vývoju, keď vývoj inflácie si môže vyžadovať sprísnenie menovej politiky a naopak, ekonomický vývoj si môže vyžadovať uvoľnenie menovej politiky. Z tohto hľadiska výkon menovej politiky vo vyspelých ekonomikách môže stáť pred zložitejšími výzvami ako v rozvíjajúcich sa ekonomikách. Kým v rozvíjajúcich sa ekonomikách je inflácia do značnej miery sprievodným znakom ich ekonomického rastu, rast inflácie vo vyspelých ekonomikách je spôsobený externými faktormi, a to rastom globálnych cien komodít. Menovopolitické rozhodovanie v rozvíjajúcich sa ekonomikách je tak do značnej miery uľahčené tým, že v týchto krajinách nedochádza k protichodnému vývoju inflácie a ekonomického vývoja. Naopak, menovopolitické rozhodnutia vo vyspelých ekonomikách sú sťažené divergentným smerovaním inflácie a hospodárskeho vývoja. Nastavenie menovej politiky vo vyspelých krajinách si preto vyžaduje oveľa zložitejšie rozhodovanie a opatrnejší prístup, tak aby pri presadzovaní cenovej stability nedošlo k výraznému utlmeniu ekonomickej aktivity.

¹ Vráťane alkoholu a tabaku.

Literatúra:

1. Medzinárodný menový fond: „*World economic outlook*.” Washington október 2007.
2. Medzinárodný menový fond: „*World economic outlook*.” Washington apríl 2008.
3. Trostle, R.: „*Global agricultural supply and demand: factors contributing to the recent increase in food commodity prices*.” US Department of Agriculture, Washington máj 2008.
4. Svetová banka: „*Global economic prospects*.” Washington marec 2008.



Vplyv zavedenia eura na bankový sektor

2. časť

Michal Benčík, Sandra Tatierská
Národná banka Slovenska

V druhej časti štúdie o vplyve zavedenia eura na slovenský bankový sektor sa zameriame na vzťahy medzi jednotlivými premennými, podľa rôznych zdrojov a takisto na vzťahy z korelačných analýz. V empirickej časti budeme prezentovať panelové odhady cyklických a štruktúrnych vplyvov na ziskovosť bankového sektora v piatich krajinách eurozóny, a to Belgicka, Holandska, Nemecko, Portugalsko a Rakúsko (v období 1986 – 2006) a pre porovnanie do rovníc zahrnieme opäť aj banky Švajčiarska, (CH), Spojeného kráľovstva (UK) a Spojených štátov (US). Ako regresory sme vybrali významné agregáty: podiel prírastku finančných investícií na HDP, dlhodobé úrokové sadzby, podiel aktív bankového sektora na HDP a otvorenosť ekonomiky. Budeme analyzovať odhadnuté zmeny v elasticitách vyplývajúce z výpočtov pred a po zavedení eura. Pokúsime sa taktiež analyzovať možný efekt zavedenia eura na slovenský bankový sektor.

¹ Všeobecne bola zaznamenaná spoločná konvergencia priemer-
ných, bankami určených úrokových
sadzieb k hladinám HMÚ. Pomohla
tomu nízka inflácia a klesajúce úro-
kové miery. Tento štruktúrny vývoj
spojený s konvergenciou do HMÚ
bol dôležitý najmä v Írsku, Taliansku
a Portugalsku. ECB (Feb. 1999), ECB
(Dec. 2000).

PREDPOKLADY ŠTRUKTÚRNYCH A CYKLICKÝCH VPLYVOV NA ZISKOVOSŤ BANKOVÉHO SEKTORA (1994 – 2003)

Téma štruktúrnych a cyklických vplyvov na výnosnosť bánk sa venovalo niekoľko ekonometrických štúdií. Niektoré z nich tvrdia, že ak sa zvýši rast HDP mal by sa zvýšiť aj rast čistého úrokového výnosu, a to prostredníctvom zvýšeného dopytu po pôžičkách [Calza, Manrique, Sousa, 2003; Mendez, Abreu, 2003].

Ďalej sa zväčša predpokladá, že rast dlhodobej úrokovej miery by mal mať negatívny vplyv na pomer neúrokových výnosov k hrubým výnosom z finančných činností, pretože ak sú zisky z vládnych obligácií väčšie, zníži sa dopyt po profesionálnych službách, ktoré poskytuje banka pre sporiteľa [Albertazzi, Lambarcorta, 2006].

Autori Mendez a Abreu (2003) vo svojej štúdii uviedli, že ročný rast spotrebiteľských cien by mal mať pozitívny vplyv na množstvo neúrokových výnosov, a to vďaka vyššiemu počtu transakcií, avšak zároveň vplýva aj na rast nákladov.

Athanasoglou, Brissimis, a Delis, (2005) poznali, že kapitál sa vzťahuje na množstvo finančných zdrojov dostupných na podporu bankových obchodov, a preto pôsobí ako zábezpeka v prípade nepriaznivého vývoja.

Po zavedení eura sa predpokladá, že sa zvýši prítomnosť cezhraničného šírenia nákaz, ktorá vplýva zo šokov na domácom trhu medzi veľkými bankami, a takisto sa zvýši ich riziko prostredníctvom integrovanejšieho peňažného trhu [Gropp, Duca, Vesala 2007]. Očakáva sa, že aj keď sa podobnosť rizikovosti bankového sektora od roku 1999 zvyšovala, bola spôsobená skôr zvýšenou významnosťou špecifických komponentov európskeho bankového systému ako makroekonomickými šokmi [Brasili, Vulpes 2006].

Rastúca úroveň kapitálu by mala byť zárukou vyšších výnosov aj v prípade kríz, ktoré so sebou priniesli roky 2001 – 2002.

Tolko k niekoľkým súvislostiam medzi cyklickými a štruktúrnymi premennými a ziskovosťou bankového sektora, ktoré uvádzali rôzne štúdie. Avšak celkový vplyv na zisky v daných obdobiach bude záležať od rozsahu dopadov na jednotlivé položky.

Snažili sme sa, pred tým než sme začali pracovať s panelovými odhadmi, tieto vzťahy bližšie preskúmať pomocou korelácií medzi jednotlivými agregátmi, ktorým sme prikladali dôležitosť v časovom období 1994 – 2003 v bankovom sektore štrnástich krajín. Taktiež sme prihliadali na situácie pred a po zavedení eura.

Pozitívne očakávania

Na základe nášho skúmania, predpokladáme silný pozitívny vplyv ročného rastu HDP na rast pôžičiek poskytnutých klientom, čo sa odzrkadlí na vyšších úrokových výnosoch.

Očakávaná pozitívna korelácia by mala pretrvať počas celého obdobia. Vyššie úrokové výnosy by mali signalizovať aj pozitívny účinok na zisky, v prípade, že náklady na tvorbu opravných položiek z pôžičiek neboli v daných obdobiach príliš vysoké.

Dlhodobé úrokové miery v danom období vykazovali negatívnu koreláciu s pôžičkami a neskôr aj s úrokovými výnosmi.¹ Predpokladáme teda, že pre pokles dlhodobých úrokových sadzieb budú stúpať aj úrokové výnosy, a to prostredníctvom vyššieho dopytu po pôžičkách poskytnutých bankou. Taktiež očakávame pozitívnu reakciu ziskov na redukcii úrokových sadzieb. Tento vzťah bol častý najmä pred tým ako sa v danej krajine zavedlo euro, avšak po jeho prijatí nastali počet-



nejšie zmeny v koreláciách nielen v bankovom sektore krajín eurozóny, ale aj Švajčiarska.

Počas celého obdobia bola korelácia rastu spotrebiteľských cien s úrovňou neúrokových výnosov a neskôr ziskov pred zdanením rozdielna. Očakávame preto, že táto premenná nebude významná ani pri panelových odhadoch. Rovnaký problém nastal v prípade počtu úverových inštitúcií, resp. pobočiek a ich vplyvu na efektívnosť hospodárenia s nákladmi (*cost-to-income ratio*) bankového sektora, pričom sa nedá jednoznačne tvrdiť, či znižovanie ich počtu malo tiež negatívny dopad na úroveň pomeru všeobecných prevádzkových nákladov k hrubým výnosom z finančných činností. Pri pomere kapitálu k aktívam a ziskom sme tiež nezaznamenali významnosť korelácií pre nízku hodnotu au rozdielnu povahu.

S rastom úrovne cenných papierov vrátane akcií predpokladáme vyššie neúrokové výnosy prostredníctvom lepšieho riadenia rizík. Zaznamenali sme taktiež pozitívny vzťah medzi ročným HDP a objemom cenných papierov.

Pred aj po roku 1999 očakávame pozitívny vplyv aj na úroveň ziskov pred zdanením z dôvodu už avizovaných vyšších neúrokových výnosov. Taktiež predpokladáme pozitívny vplyv výšky spravovanej úrovne aktív a finančných investícií na zisky bankového sektora, na základe ich vzájomnej pozitívnej korelácie.

Efekt otvorenosti ekonomiky

Pokiaľ ide o efekt otvorenosti ekonomiky, jej vplyv na zisk bankového sektora je otázný. Micco, Stein a Ordnez (2003) vo svojej štúdii poznamenali, že euro viedlo nielen k zvyšovaniu bilaterálneho obchodu medzi jednotlivými krajinami eurozóny ale zároveň aj ostatnými krajinami.

Rast otvorenosti medzi dvoma ekonomikami Hospodárskej a menovej únie (HMÚ) po zavedení eura, na základe výsledkov Rose a Stanleyho (2005), sa pohyboval na pozitívnej úrovni medzi 30 a 90 %.²

Vyššia otvorenosť ekonomiky krajín síce všeobecne zvyšuje náchylnosť na krízy, pokiaľ ide o zahraničných partnerov, avšak predpokladáme, že práve po prijatí eura mohol bankový sektor profitovať z nižších transakčných nákladov a menového rizika. Očakávame teda, že s rastom otvorenosti budú rásť i zisky pred zdanením, prostredníctvom vyšších neúrokových výnosov, čo sčasti potvrdila aj pozitívna korelácia medzi úrovňami ukazovateľov. A v prípade kríz po zavedení eura predpokladáme, že práve otvorenejšia ekonomika zmiernila ich účinnok a využila výhody vyplývajúce z členstva v HMÚ. Či boli naše predpoklady správne a významné, ukážu štatistické odhady, ktorým sa venujeme v časti o panelových údajoch.

PANELOVÉ ODHADY VPLYVU ZAVEDENIA EURA NA BANKOVÝ SEKTOR VYBRANÝCH KRAJÍN (1986 – 2006)

Motivácia a použité údaje

Korelačná analýza ukázala, že medzi ziskom bankového sektora a inými premennými môžu existo-

vať kauzálne vzťahy. Preto sme sa podujali podrobiť tieto údaje regresnej analýze, ktorá môže tieto vzťahy identifikovať.

Ak skúmame analogické vzťahy vo viacerých krajinách, môžeme definovať systematickú časť rozptylu, ktorá zodpovedá spoločným vzťahom a idiosynkratickú časť, ktorá zodpovedá vplyvom obmedzeným iba na jednu krajinu. Skúmali sme najmä časť, ktorá zodpovedá spoločným vplyvom pre všetky krajiny alebo pre väčšinu krajín z eurozóny.

Na analýzu týchto vzťahov môžeme použiť samostatné odhady pre jednotlivé krajiny alebo môžeme všetky pozorovania spojiť a vypočítať jeden združený odhad.

Samostatné odhady sú síce všeobecnejšie, ako združený odhad, avšak nevedia dostatočne odlišiť systematickú časť rozptylu od idiosynkratickej časti pre príslušnú krajinu. V dôsledku tejto nevýhody sa dá očakávať vyššia variabilita odhadov parametrov zodpovedajúcich spoločným vplyvom medzi krajinami.

Štatistická významnosť do značnej miery obchádza tento problém, pretože v tomto prípade má na odhad parametrov zodpovedajúcich spoločným vzťahom aj časť idiosynkratickej zložky, ktorá je nesprávne identifikovaná.

Na druhej strane, spoločné odhady môžu odhadované parametre obmedziť implicitnými ohraničeniami, ktoré nemusia byť splnené (ak napríklad daný vzťah platí iba pre niektoré, avšak nie pre všetky krajiny). Takto nesprávne formulovaný model možno odhaliť podľa vysokých štandardných odchýlok parametrov a nenormálnych reziduálov. Ak je však model formulovaný správne, možno parametre zodpovedajúce spoločným vzťahom odhadnúť spoľahlivejšie, pretože idiosynkratické vplyvy v jednotlivých krajinách majú tendenciu rušiť sa navzájom.

Najprv sme sa pokúsili odhadnúť rad jednorovnicových modelov na zisk bankového sektora vo vybraných krajinách eurozóny aj mimo nej [Rakúsko (AT), Belgicko (BE), Nemecko (DE), Holandsko (NL), Portugalsko (PT), Spojené kráľovstvo (UK), Švajčiarsko (CH) a Spojené štáty (US)]. Použili sme ročné údaje, za roky 1986 až 2006.

Ako regresory sme vyskúšali nasledovné agregáty³: rozdiel priemerných úrokových mier na úvery a vklady, podiel prírastku finančných investícií na HDP, produkčnú medzeru (odchýlku logaritmu HDP od lineárneho trendu), sadzby peňažného trhu, dlhodobé úrokové sadzby (pre maastrichtské kritérium), mieru inflácie, podiel cenných papierov vrátane dlhopisov na HDP, podiel aktív bankového sektora na HDP, otvorenosť ekonomiky (podiel obratu zahraničného obchodu na HDP v bežných cenách) a časový trend. Porovnaním týchto odhadov sa dalo zistiť, že v použitých množinách pozorovaní má idiosynkratická časť rozptylu väčšiu váhu ako systematická časť.

Potom sme skúmali stabilitu týchto modelov a skúšali sme do nich zaviesť umelé premenné, zohľadňujúce zlom v roku 1999. Kvalita odhadov sa však nezlepšila. Bolo zrejme, že modely pre jed-

2 Borowski (2003) v prípade Poľska, ekonomicky sa rozvíjajúcej krajiny, dokonca zistil, že by množstvo obchodov s eurozónou malo vzrásť od 40 % do 60 %.

3 Údaje sme čerpali z databáz ECB Data Warehouse, Orlisnet, Eurostat, z publikácie OECD Bank Profitability, Financial Statements of Banks, 2002 a z údajov národných centrálnych bánk. Údaje o zisku pred zdanením poskytuje OECD len do roku 2003, preto sme v tejto časti pracovali hlavne s údajmi poskytnutými národnými centrálnymi bankami. Pokiaľ ide o Nemecko, vyskytli sa odlišnosti k OECD údajom, no napriek tomu výsledky testov a odhadov nesklamali naše očakávania, a preto sme nepovažovali ďalšie úpravy v tomto smere za nevyhnutné.



4 Tento postup bol motivovaný výskumami jednorovnicových odhadov, kde sa reziduálny rozptyl značne líšil medzi jednotlivými krajinami. Váhy sú konštruované tak, že čím vyšší má daná krajina reziduálny rozptyl, tým nižšia je váha jej prislúchajúcich pozorovaní. Keby sme túto skutočnosť nezobrali do úvahy, náhodné zložky by boli heteroskedastické a utrpela by kvalita odhadov.

5 Aby sme vylúčili možnosť, že zlom nastal podstatne skôr alebo neskôr, spočítali sme dva modely analogické s rozšíreným modelom. Umelé premenné v týchto testovacích modeloch mali nenulové hodnoty od roku 1996, resp. 2001 (pre roky 1997, 1998 a 2000 by bola zmena oproti pôvodnej verzii príliš malá). Pri skoršom termíne zlomu boli všetky premenné významné, ale koeficienty determinácie (vážený aj nevážený) klesli oproti pôvodnej verzii. Pri neskoršom zlome sa znížili t-testy parametrov zodpovedajúcich umelým premenným a koeficienty determinácie tiež klesli. Z toho usudzujeme, že zlom nastal naozaj v roku 1999. Základný model sme pre účely analýzy senzitivity odhadli aj bez krajín mimo eurozóny. Parametre tohto modelu sa od pôvodného modelu v texte nelíšia o viac ako dvojnásobok ich štandardnej odchýlky.

notlivé krajiny nebrali do úvahy fakt, že ide o analógické vzťahy v rámci krajín, ktoré majú veľa spoločných črt. Preto sme pokračovali formuláciou spoločného modelu pre všetky krajiny.

Použitý model

Vychádzali sme z formulácie panelovej regresie s fixnými efektmi. Majme N skupín pre $i = 1$ až N (ktoré zodpovedajú krajinám) a T_i pozorovaní pre skupinu $t = 1$ až T_i . V našej formulácii je potom každá hodnota závislej premennej Y_{it} funkciou hodnôt konštantného člena β_0 , fixných efektov F_i a K regresorov X_{kit} (všetky sú špecifické pre jednotlivé skupiny, index regresorov je k) čo implikuje základný tvar modelu:

$$Y_{it} = \beta_0 + F_i + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + u_{it} \quad (1)$$

kde u_{it} je náhodná zložka. V záujme lepšej dynamickej špecifikácie sme použili autoregresívnu náhodnú zložku ($u_{it} = \rho u_{it-1} + e_{it}$), kde u_{it} je náhodná premenná s normálnym rozdelením, nekorelovaná so svojimi predchádzajúcimi hodnotami, pričom rozptyl môže byť v jednotlivých skupinách rôzny. Použili sme teda váženú metódu najmenších štvorcov s rôznymi váhami pre jednotlivé krajiny.⁴ Ako závislú premennú sme použili podiel ziskov bankového sektora na nominálnom HDP (GROSSPROF/GDPN), ako regresory (okrem konštanty a fixných efektov) podiel aktív bankového sektora na HDP (QASSETS) a dlhodobú úrokovú mieru (LTIR).

Parametre modelu sú štatisticky významné na hladine významnosti 1 % (štandardné odchýlky z priestorových dôvodov neuvádzame) a majú

očakávané znamienka. Koeficient determinácie RSQ, štandardná odchýlka regresie σ a Durbinov-Watsonov test DW sú vypočítané z vážených údajov. Čím viac aktív banky spravujú, tým vyšší je zisk, naproti tomu úroková miera svojím rastom tlmi hospodársku aktivitu a tým nižší je zisk bánk.

Základný model sme potom rozšírili o umelé premenné zachytávajúce zavedenie eura a ich interakcie s ostatnými premennými, ako aj podobné premenné pre krajiny ktoré euro nezaviedli. Premenná EURO je definovaná ako 1 od roku 1999 pre štáty eurozóny, predtým sa rovná nule a pre štáty mimo eurozóny je počas celého obdobia rovná nule. Premenná NEURO sa rovná jednej od roku 1999 pre štáty mimo HMÚ, inak sa rovná nule a pre štáty eurozóny sa stále rovná nule. Všeobecná verzia rozšíreného modelu má tvar:

$$Y_{it} = \beta_0 + F_i + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + \gamma_0 * EURO + \gamma_1 * EURO * X_{1it} + \gamma_2 * EURO * X_{2it} + \dots + \gamma_k * EURO * X_{kit} + \sigma_0 * NEURO + \sigma_1 * NEURO * X_{1it} + \sigma_2 * NEURO * X_{2it} + \dots + \sigma_k * NEURO * X_{kit} + u_{it} \quad (2)$$

Špecifikácia tejto rovnice je zvolená tak, aby odpovedala na dve otázky:

1. Zmenili sa parametre v roku 1999?

Ak by sa žiadne parametre nezmenili (ani lokujúca konštantna), znamenalo by to, že zavedenie eura nemalo žiadny efekt na zisk bankového sektora.⁵ Ak sa však niektoré parametre zmenili, logicky nasleduje ďalšia otázka:

2. Sú zmeny v roku 1999 vyvolané zavedením eura?

Predpokladáme, že ak nastanú zmeny vo všetkých krajinách, bez ohľadu na to, či zaviedli euro alebo nie, ide o vplyv nejakého iného faktora. Ak sa však zmenili parametre v krajinách eurozóny, pričom v krajinách s vlastnou menou ostali rovnaké, potom môžeme tieto zmeny pripísať efektu zavedenia eura.

Do základného modelu sme skúsili zaviesť aj premenné, ktoré sa v ňom pôvodne nevyskytovali. Väčšina premenných bola štatisticky nevýznamná. Po postupnej eliminácii nesignifikantných premenných ostal základný model rozšírený o umelú premennú EURO a jej interakcie s podielom prírastku finančných investícií na HDP a otvorenosťou a interakciu premennej NEURO s podielom aktív na HDP. Parametre rozšíreného modelu uvádzame v tabuľke 13.

Všetky premenné modelu boli štatisticky významné aspoň na hladine významnosti 5 %. Znamienka novozavedených parametrov sa dajú interpretovať takto: Zavedenie eura spôsobilo fixný pokles ziskov prostredníctvom nárastu nákladov. Tento bol však kompenzovaný tým, že banky získali viac príležitostí pri operáciách súvisiacich so zahraničným obchodom a s finančnými investíciami.

Fakt, že otvorenosť a podiel prírastku finančných investícií na HDP sú signifikantné iba po prijatí eura možno interpretovať tak, že euro pôsobilo skôr na rast výnosov ako na pokles nákladov súvisiacich s týmito faktormi. Podobne pravdepodo-

Tabuľka 12 Parametre základného modelu

Premenná	Parameter
Konštantný člen	0,0154
QASSETS	0,0043
LTIR	-0,0011
ρ	0,4266
Fixné efekty F_i	
AT	-0,0073
BE	-0,0095
DE	-0,0089
NL	-0,0019
PT	0,0043
CH	0,0254
US	-0,0019
UK	-0,0007
RSQ	0,8771
σ	0,0041
DW	1,92

Zdroj: Vlastné výpočty.

Vysvetlivky: QASSET – podiel aktív na HDP; DSHARES – prírastok investičných cenných papierov; OPEN – podiel obratu zahraničného obchodu a HDP; LTIR – dlhodobá úroková miera; RSQ – koeficient determinácie; σ – štatistická odchýlka regresie; DW – Durbinov-Watsonov test.



Tabuľka 13 Parametre rozšíreného modelu

Premenná	Parameter
Konštatný člen	0,0165
QASSETS	0,0036
LTIR	-0,0012
EURO	-0,0113
EURO*DSHARES/ GDPN	0,1349
EURO*OPEN	0,0082
NEURO*QASSETS	0,0020
ρ	0,3125
Fixné efekty F_i	
AT	-0,0057
BE	-0,0095
DE	-0,0064
NL	-0,0011
PT	0,0067
CH	0,0219
US	-0,0028
UK	-0,0011
RSQ	0,9145
σ	0,0037
DW	2,00

Zdroj: Vlastné výpočty.

Vysvetlivky: QASSET – podiel aktív na HDP; DSHARES – prírastok investičných cenných papierov; OPEN – podiel obratu zahraničného obchodu a HDP; LTIR – dlhodobá úroková miera; RSQ – koeficient determinácie; σ – štatistická odchýlka regresie; DW – Durbin-Watsonov test.

dobne pôsobila zmena v krajinách mimo HMÚ, súvisiaca s podielom aktív na HDP.

Efekty zavedenia eura v krajinách eurozóny

Majme nejakú lineárnu funkciu, ktorú možno maticovo zapísať ako $y = Xb$, kde y je vektor závislej premennej, X je matica nezávislých premenných a b je vektor parametrov vhodných rozmerov. Predpokladajme, že v dôsledku nejakého faktora sa menia premenné X aj parametre b . Celkovú zmenu závislej premennej možno potom vyjadriť ako $\Delta y = X\Delta b + \Delta Xb$, teda ako súčet zmien príslušajúcich jednak zmenám parametrov, jednak

zmenám regresorov. Jednorovnicovým modelom možno však identifikovať iba zmeny parametrov. Na zmeny regresorov by sme potrebovali ďalšie modely, ktoré by tieto premenné priamo dávali do súvisu so zavedením eura.

Makroekonomické prostredie sa však skladá z množstva navzájom prepojených ukazovateľov, ktoré treba pre dostatočnú výpovednú schopnosť modelovať v ich vzájomných súvislostiach. Takýto model by išiel za hranice tejto štúdie.

Okrem toho zavedenie eura je časťou širšej hospodárskej politiky, takže aj keby sme identifikovali nejaké zmeny oproti predchádzajúcemu vývoju, priradiť ich priamo k zavedeniu eura je problematické. Preto sa obmedzíme na kvantifikáciu tej časti celkových efektov, ktorá zodpovedá iba zmenám parametrov. Z rozšíreného modelu potom môžeme kvantifikovať efekty zavedenia eura ako tú časť vyrovnaných hodnôt, ktorá zodpovedá umelým premenným zachytávajúcim zavedenie eura a ich interakciám:

$$\begin{aligned} \text{EFEKT_EURO}_{it} = & -0.011 * \text{EURO}_{it} + \\ & + 0.13 * \text{EURO}_{it} * \text{DSHARES}_{it} / \text{GDPN}_{it} + \\ & + 0.008 * \text{EURO}_{it} * \text{OPEN}_{it} \end{aligned} \quad (3)$$

Po dosadení hodnôt príslušných premenných sme dostali hodnoty uvedené v tabuľke 14.

Vyrovnané hodnoty z rozšíreného modelu pre krajiny eurozóny môžeme rozdeliť na dve časti: na časť zodpovedajúcu efektom eura a autonómnou časť (premenná NEURO má pre tieto krajiny nulové hodnoty).

Autonómna časť zodpovedá výrazu $0.017 + F_i + 0.004 * \text{QASSETS}_{it} - 0.001 * \text{LTIR}_{it}$, a zodpovedá systematickej zložke hypotetického zisku, ktorý by banky dosiahli bez zavedenia eura. Relatívnu významnosť efektov zavedenia eura možno posúdiť na základe podielov týchto efektov na teoretickom zisku bánk, ktorý by bol bez zavedenia eura (ak sa premenná EURO po roku 1998 rovná nule, po pripočítaní náhodnej zložky – rozdiel závislej premennej a efektov eura):

$$\text{rel. významnosť} = \frac{\text{efekt_EURO}}{(\text{GROSSPROF/GDPN}) - \text{efekt_EURO}} \quad (4)$$

Na základe týchto hodnôt možno konštatovať, že v Rakúsku a Portugalsku malo zavedenie eura

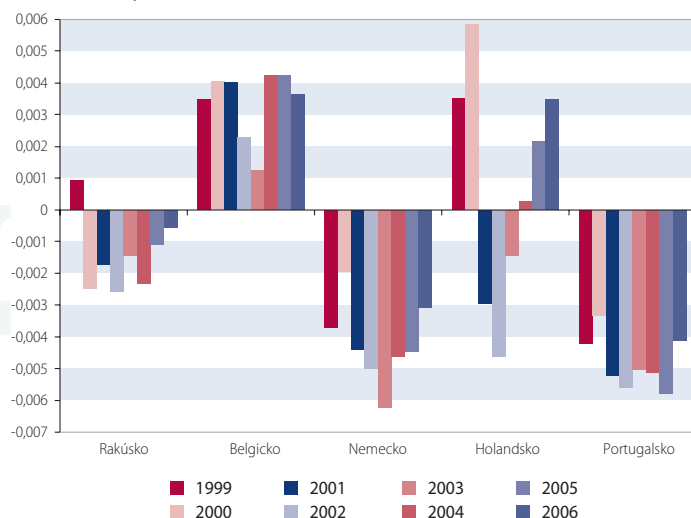
Tabuľka 14 Efekt eura

	Rakúsko	Belgicko	Nemecko	Holandsko	Portugalsko
1999	0.0009	0.0035	-0.0037	0.0035	-0.0042
2000	-0.0025	0.0040	-0.0019	0.0058	-0.0033
2001	-0.0017	0.0040	-0.0044	-0.0030	-0.0052
2002	-0.0026	0.0023	-0.0050	-0.0046	-0.0056
2003	-0.0015	0.0013	-0.0062	-0.0014	-0.0050
2004	-0.0023	0.0042	-0.0046	0.0003	-0.0051
2005	-0.0011	0.0042	-0.0044	0.0022	-0.0058
2006	-0.0006	0.0037	-0.0031	0.0035	-0.0041

Zdroj: Vlastné výpočty.

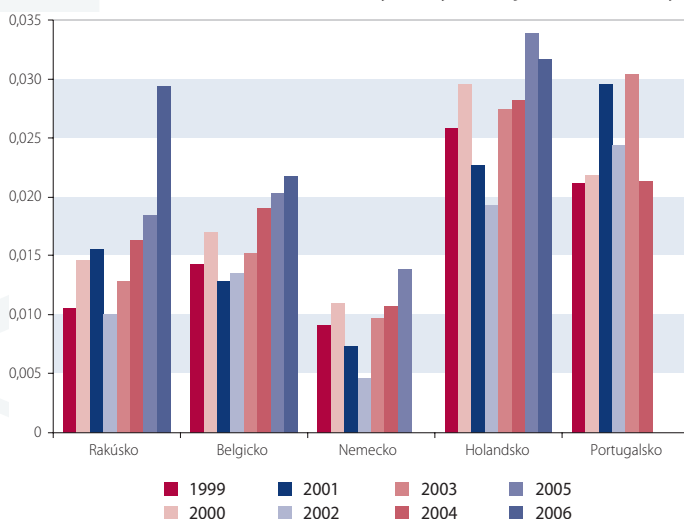


Graf 2 Efekty zavedenia eura



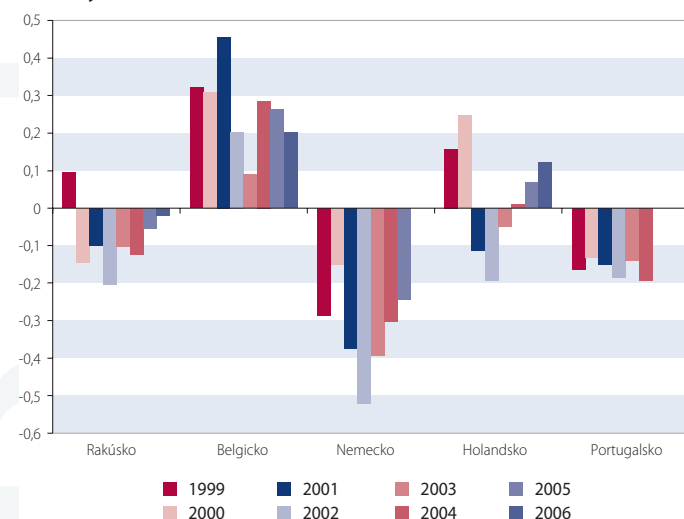
Zdroj: Vlastné výpočty.

Graf 3 Podiel zisku bánk na HDP vo vybraných krajinách eurozóny



Zdroj: Vlastné výpočty.

Graf 4 Významnosť efektov zavedenia eura



Zdroj: Vlastné výpočty.

mierne záporný efekt (do -20% z hypotetického zisku na všetky roky).

V Nemecku malo zavedenie eura výrazne záporný efekt (od -20% do -55% z hypotetického zisku).

V Belgicku bol efekt zavedenia eura mierne kladný (od 0 do +45% hypotetického zisku).

V Holandsku boli efekty zavedenia eura zmiešané (od -20% do +20% hypotetického zisku). Podrobnejšie informácie sú zobrazené v grafoch 2 – 4.

Možné efekty eura na ziskovosť slovenského bankového sektora

Pri úvahách o efektoch zavedenia eura na Slovensku treba pripomenúť, že v súlade s logikou nášho modelu predpokladáme ich závislosť od otvorenosti a úrovne investičných cenných papierov. Naproti tomu neprihliadame na fakt, že banky v pôvodných krajinách EÚ nadobudli kapitálové účasti v bankových sektoroch nových krajín a že to zvýšilo ziskovosť bankového sektora v pôvodných krajinách EÚ (zohľadnenie tohto faktora by prakticky znemožnilo použiť model z predchádzajúcej časti, bolo by nevyhnutné skonštruovať model, ktorý by umožňoval transfery zisku medzi krajinami).

Situáciu na Slovensku porovnáme ex post s bankovým sektorom Belgicka, kde boli efekty zavedenia eura kladné a s Nemeckom, kde boli záporné.

Z tabuľky 15 je zrejmé, že v otvorenosti sa SR podobá Belgicku, kým podiel prírastku investičných cenných papierov na HDP je nižší. Ziskovosť sa v bankovom sektore Slovenska vyvíja pomerne nerovnomerne. Na výpočet predpokladaných efektov eura na rok 2009 potrebujeme predikcie týchto premenných, ktoré na dva scenáre (optimistický a pesimistický) formulujeme ako expertné odhady.

Vzhľadom na prudký rast finančných investícií v SR v roku 2003 predpokladáme v optimistickom scenári ich stagnáciu. Táto veličina má vysokú volatilitu, a preto je ťažké spoľahlivo určiť jej budúcu hodnotu.

Predpokladáme, že v optimistickom prípade bude naša ekonomika ešte otvorenejšia ako v roku 2006.

V pesimistickom scenári počítame s poklesom úrovne investičných cenných papierov a poklesom otvorenosti.

Podiel zisku na HDP je tiež rozdielová položka, ktorá sa ťažko prognózuje.

V optimistickom scenári počítame s určitým rastom, v pesimistickom s určitým poklesom oproti poslednej známej hodnote. Táto veličina vo výpočte efektov eura nefiguruje, uvádzame ju iba vo výpočte hodnôt v poslednom stĺpci tabuľky 16, ktoré predstavujú významnosť týchto efektov, podobne ako v predchádzajúcich výpočtoch.

Optimistický scenár pokladáme vzhľadom na súčasný vývoj za pravdepodobnejší. Treba tiež pripomenúť, že situácia v SR, keď množstvo finančných investícií v jednom roku (2003) prud-


Tabuľka 15 Podiel prírastku investičných cenných papierov na HDP, otvorenosť a podiel zisku na HDP

Veličina \ Rok	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Podiel prírastku CP na HDP (DE)	0,021	0,029	0,010	0,006	-0,003	0,006	0,004	0,009
Podiel prírastku CP na HDP (BE)	0,020	0,012	0,013	0,003	-0,003	0,016	0,012	0,006
Podiel prírastku CP na HDP (SK)	-0,003	0,026	0,052	-0,007	0,093	0,016	-0,013	-0,011
Otvorenosť (DE)	0,579	0,664	0,676	0,669	0,674	0,715	0,762	0,847
Otvorenosť (BE)	1,463	1,664	1,661	1,604	1,576	1,628	1,696	1,728
Otvorenosť (SK)	1,259	1,431	1,534	1,491	1,549	1,531	1,596	1,760
Podiel zisku na HDP (DE)	0,009	0,011	0,007	0,004	0,009	0,010	0,013	-
Podiel zisku na HDP (BE)	0,015	0,017	0,013	0,013	0,014	0,018	0,018	0,019
Podiel zisku na HDP (SK)	-0,034	0,005	0,009	0,011	0,009	0,011	0,011	0,014

Zdroj: OECD, Národné centrálné banky.

Vysvetlivky: CP – cenný papier, DE – Nemecko, BE – Belgicko, SK – Slovensko.

Tabuľka 16 Optimistický a pesimistický scenár s prislúchajúcimi efektmi

Scenár	Podiel CP na HDP	Otvorenosť	Podiel zisku na HDP	Efekt zavedenia eura	Podiel efektu zavedenia eura na zisky
Optimistický	0,00	1,8	0,015	0,003462	30,0 %
Pesimistický	-0,02	1,6	0,009	-0,000875	-8,9 %

Zdroj: Vlastné výpočty.

ko rástlo a v ďalších rokoch klesá, sa nevyskytuje v krajinách, v ktorých sme odhadovali použitý model, z čoho vyplýva znížená spoľahlivosť nášho modelu pri tejto aplikácii.

Okrem toho, SR na rozdiel od skúmaných krajín, dobieha rozvinuté krajiny a mechanizmy trhovej ekonomiky ešte nie sú také ako v pôvodných krajinách EÚ a je možné, že náš model nadhodnocuje vplyv investičných cenných papierov na zisk bankového sektora v SR.

Celkovo možno predpokladať, že efekt zavedenia eura na zisk bánk bude na Slovensku vzhľadom na vysokú otvorenosť našej ekonomiky pravdepodobne kladný.

Pri poklese úrovne investičných cenných papierov náš model síce indikuje záporné efekty, avšak vzhľadom na rozdielne podmienky bankového sektora v SR a iných krajín eurozóny treba brať tento výsledok s rezervou.

ZHRNUTIE A ZÁVERY

Štúdiu sme venovali problematike vplyvu zavedenia eura na bankový sektor eurozóny z informatívneho i empirického hľadiska. Pritom sme porovnávali výsledky s krajinami mimo HMÚ a snažili sme sa aplikovať možné efekty na situáciu bankového sektora SR po zavedení eura pri použití ročných agregátov.

Priamy vplyv na položky ziskovosti v roku prijatia eura ako jednotnej meny zaevidovali v redukcii neúrokových výnosov v šiestich krajinách eurozóny.

Všeobecne však môžeme tvrdiť na základe porovnaných období 1994 – 1998 a 1999 – 2003, že celkovo si krajiny HMÚ i mimo nej svoju ziskovosť v priemere vylepšili a aj napriek rastúcim

všeobecným prevádzkovým nákladom si udržali alebo zlepšili efektivitu ročného hospodárenia.

Potrebovali sme sa však na danú problematiku pozrieť bližšie z empirického hľadiska, s užším výberom bankových sektorov eurozóny v rámci širšieho časového úseku od roku 1986 až po rok 2006.

Pri zisťovaní efektov zavedenia eura sme najprv odhadli základný model s predpokladom konštantných parametrov, ktorý sme potom rozšírili tak, aby sme zachytili zmeny, ktoré nastali v roku 1999.

Zistili sme, že v roku 1999 nastal autonómny pokles zisku a vzrástla jeho citlivosť na podiel prírastku finančných investícií na HDP a na otvorenosť. Keďže tieto zmeny sa neopakovali, v krajinách ktoré nezaviedli euro, pripisujeme ich práve jeho zavedeniu.

Efekty zavedenia eura sme identifikovali ako tú časť vyrovnaných hodnôt, ktorá zodpovedá umelým premenným zachytávajúcím zavedenie eura a ich interakciám.

Po dosadení hodnôt nezávislých premenných do týchto výrazov sme zistili, že v Belgicku boli efekty zavedenia eura kladné, v Holandsku zmiešané a v Rakúsku, Nemecku a Portugalsku záporné.

Pokusne sme kvantifikovali aj efekty zavedenia eura na Slovensku v roku 2009. Potrebné hodnoty otvorenosti a finančných investícií sme získali kombináciou extrapolácie a expertného odhadu. Vykonané výpočty indikujú, že efekt zavedenia eura na ziskovosť bánk bude pravdepodobne kladný, avšak pri negatívnom vývoji otvorenosti a poklese úrovne investičných cenných papierov s vkladmi je tu aj isté riziko, že bude mierne záporný. Avšak takýto scenár považujeme za menej pravdepodobný.

Literatúra

- EU Banks' Margins and Credit Standards; ECB December 2000, <http://www.bportugal.pt/euro/emudocs/bce/margins.pdf>.
- Gropp R., Duca M. L., Vesala J.: Cross-Border Bank Contagion in Europe; Working Paper No.662; ECB 2006.
- Havrylychuk O., Jurzyk E.: Profitability of foreign and domestic banks in Central and Eastern Europe: does the mode of entry matter?; LICOS Discussion Papers 16606; <http://perso.univ-lille3.fr/~dsaidane/Papiers%20atelier%200507/Havrylychuk.pdf>.
- Mendez V., Abreu M.: Do Macro-Financial Variables Matter for European Bank Interest Margins And Profitability?; 2003. http://ecomod.net/conferences/ecomod2003/ecomod2003_papers/Abreu.pdf.
- Micco A., Stein E. and Odonez G.: The currency union effect on trade: early evidence from EMU; CEPR, CES, MSH; pp. 315-356; Great Britain 2003.
- NBS (2007): Analýza dopadov zavedenia eura na slovenský finančný trh; <http://www.nbs.sk>.
- Pawlowski B. (2006): Financial System Stability in the New EU Member States Ahead of the Euro Adoption; EUROFRAME; http://euroframe.org/fileadmin/user_upload/euroframe/efn/spring2006/EFN_Spring06_App_Pawlowski.pdf.
- Resende J., Silva E. (2007): A Profit Efficiency Perspective on the Future Strategic Positioning of the Portuguese Banks; Research Study; CETE; <http://www.fep.up.pt/investigacao/cete/papers/dp0702.pdf>.
- Rose A. K. and Stanley T. D.: A Meta-Analysis of the Effect of Common Currencies on International Trade; Journal of Economics surveys. 2005, Vol. 19, No. 3.
- Vennet R. V., De Jonghe O., Baele L.: Bank risks and the business cycle; Working paper 2004/264; Universiteit Gent 2004 http://www.feb.ugent.be/fac/research/WP/Papers/wp_04_264.pdf.



Euro je pred dvermi. Ako sú pripravené vaše informačné systémy?

Ing. Milan Fil'a, doc. Ing. Milan Kučera, CSc.
Fakulta ekonomiky a manažmentu SPU v Nitre

Dňa 8. júla 2008 bol vyhlásený konverzný kurz slovenskej koruny voči euru (1 EUR = 30,1260 SKK). Najneskôr 24. augusta 2008 musia byť podnikatelia schopní duálne zobrazovať ceny, výplaty a ďalšie hodnoty, ktoré bližšie špecifikuje generálny zákon a usmernenia Ministerstva hospodárstva SR. Následne bude potrebné zvládnuť samotný prechod na novú menu vrátane duálneho obehu mien či konverzie všetkých hodnôt v účtovníctvach firiem. Keďže v súčasnosti žijeme v tzv. informačnej dobe, práve dostatočnosť, včasnosť a presnosť informácií je rozhodujúca pre dosiahnutie úspechu. Z tohto dôvodu môžeme oblasť prestavby informačných systémov považovať za kľúčovú a súčasné obdobie za najvyšší čas na uskutočnenie potrebných zmien z hľadiska zabezpečenia bezproblémového prechodu na novú menu.

Keďže firmám už nezostáva veľa času a najmä tí, ktorí vyčkávali na konečné rozhodnutie o vstupe do eurozóny alebo prípravu svojich IS na prechod jednoducho zanedbali, musia tento proces, ktorý im môže v konečnom dôsledku ušetriť množstvo nepríjemností a aj peňazí, urýchlene naštartovať. Dnes je už totiž isté, že Slovensko 1. januára 2009 definitívne vymení súčasnú slovenskú korunu za euro.

Na základe skúseností z krajín, ktoré sa v minulosti stali členmi jednotného európskeho menového priestoru, prezentovaných rôznymi poradenskými organizáciami, softvérovými spoločnosťami či samotnou podnikateľskou sférou, ako aj na základe odporúčaní domácich odborníkov z oblasti financií, účtovníctva, IT a IS sme vypracovali teoretický návrh postupu, podľa ktorého by spoločnosti mohli postupovať, aby s minimom problémov zvládli menovú konverziu a všetky jej nástrahy.

PROCES ÚPRAVY INFORMAČNÉHO SYSTÉMU

1. Zostavenie koordinačného výboru pre adaptáciu IS na euro

Samotná organizácia je veľmi dôležitým krokom, ktorý už na začiatku môže rozhodnúť o úspešnosti celého projektu. Je potrebné určiť projektového manažéra, ktorý bude riadiť a koordinovať celý proces. Ten si následne zostaví koordinačný výbor, ktorého obsadenie je potrebné prehodnotiť najmä vzhľadom na veľkosť a zameranie spoločnosti. Vo veľkých podnikoch sa odporúča do eurotímu obsadiť vedúcich úsekov, ktorých sa bude zavedenie eura priamo týkať, a interných, resp. externých konzultantov z oblasti IT a IS, resp. z oblasti poradenstva.

2. Audit v súčasnosti používaných IS

Audit IS môžu vykonať interní pracovníci spoločnosti alebo túto úlohu možno prenechať softvérovým, resp. konzultačným spoločnostiam. Zodpovednosť za audit nesie projektový manažér. V rámci auditu je potrebné vykonať tieto zásadné kroky:

- inventarizácia používaných IS,
- citlivosť IS na euro,
- identifikácia technických a netechnických rizík adaptácie IS.

Výsledkom auditu by malo byť komplexné spracovanie všetkých získaných podkladových údajov do záverečnej správy, ktorá stanoví požiadavky a konkrétne procesy na úpravu IS vrátane časového harmonogramu tak, aby bol zaručený hladký a plynulý prechod na euro. Je potrebné nechať dostatočný časový priestor na testovanie riešení. Výsledky auditu predkladá projektový manažér vedeniu spoločnosti, ktoré posúdi závery a môže navrhnúť zmeny alebo doplnenia do navrhnutých procesov a požiadaviek na transformáciu IS. V rámci záverov auditu sa vyčísľujú aj predbežné náklady na úpravy IS.

3. Realizácia potrebných zmien a testovanie IS

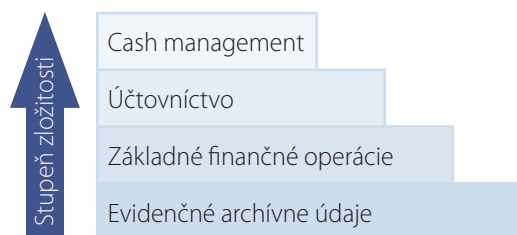
Úpravy IS možno rozdeliť do nasledujúcich častí:

- štandardné programy a moduly,
- dátové rozhrania a databázy (ich vzájomné väzy a synchronizácia),
- grafické rozhrania (výstupné zostavy, používateľské prostredie, obrazovka),
- euro-funkcionalita (konverzia dát a ich automatická inicializácia).

Po dokončení potrebných modifikácií a predbežných testoch je potrebné vykonať hĺbkové



Graf 1 Stupeň citlivosti finančných operácií na adaptáciu na euro



Zdroj: SOFTEC.

skúšky systémov v testovacej prevádzke, kde sa preveria všetky modifikácie a pozmenené procesy. Prioritu má najmä:

- základné (unit) testovanie modulov,
- integračné testovanie interných systémov a prepojenosť na externé organizácie,
- testovanie konverzie údajov a plynulosti prechodu systémov,
- testovanie výkonnosti systému (záťažové testovanie).

Zložitosť jednotlivých údajových súčastí charakterizuje graf 1.

Vysoký stupeň náročnosti vykazuje Cash management, a to z niekoľkých dôvodov. Za ten najzávažnejší možno považovať existenciu duálneho obehu, ktorý potrvá od 1. do 16. januára 2009, teda 16 dní, pričom platby bude povinné prijímať v slovenských korunách aj v eurách, no vydávanie musí prebiehať už len v eurách. Spoločnosti, najmä maloobchodné predajne, sa musia pripraviť na predzásobenie eurovými bankovkami a mincami a zároveň myslieť na zabezpečenie postupného sťahovania hotovosti v slovenských korunách z obehu, čo si vyžiada zvýšenú časovú náročnosť i potrebu celkovej väčšej hotovosti v pokladniciach počas týchto dní.

4. Nasadzovanie do ostrej prevádzky

Nastáva v okamihu implementácie konkrétnych riešení do ostrej prevádzky IS podniku. Táto fáza prebehne podľa kľúčových udalostí spojených s prechodom na euro, a to v druhej fáze. Kľúčovými udalosťami z hľadiska IS budú:

- spustenie duálneho zobrazovania pred prechodom na euro,
- inicializácia stavov účtov a pokladní,
- zabezpečenie predzásobenia eurovou hotovosťou,
- automatický prechod IS k 1. 1. 2009 – online konverzia dát,
- duálny obeh a ukončenie prijímania slovenských korún,
- ukončenie duálneho zobrazovania po prechode na euro.

Práve túto časť celého procesu je možné považovať za kľúčovú z hľadiska ostrého testu, či boli správne nastavené jednotlivé procesy úpravy IS a či sa prechod IS uskutočnil koordinovane, včas a s minimalizáciou chýb.

5. Stabilizácia a ukončenie projektu

V záverečnej fáze projektu sa skúma dopad prechodu podnikového IS na jednotnú európsku menu a riešia sa prípadné korekcie. Ide predovšetkým o:

- riešenie špecifických prípadov, ktoré sa v podniku vyskytli,
- zhodnotenie technických dopadov adaptácie IS na euro,
- optimalizáciu systému a úpravy hardvéru/softvéru,
- odstránenie nepotrebných súčastí IS, hardvéru/softvéru.

Po dokončení menovej konverzie a stabilizácii všetkých potrebných procesov je vhodné vypracovať záverečnú správu, ktorá spätne rozanalyzuje vykonané zmeny, ich priebeh a dopad na IS, náklady a podnik ako celok. Nesmie chýbať zhodnotenie úspešnosti a analýza kritických chýb.

ČASOVÁ A NÁKLADOVÁ NÁROČNOSŤ ADAPTÁCIE IS

Názory odborníkov a podnikateľov na úpravu informačných systémov sa rôznia. Zatiaľ čo podnikatelia považujú za nevyhnutné venovať sa tomuto problému len pár mesiacov pred samotnou konverziou meny, odborníci upozorňujú, že tento proces môže vo veľkých spoločnostiach trvať aj dva roky. Najväčšie podniky však predstavujú ten okruh podnikateľského sektora, ktorý je na menovú konverziu pripravený najlepšie a apelovanie by malo smerovať skôr do radov malých a stredných podnikov. Napriek tomu, že do prijatia eura zostáva už len niekoľko mesiacov, množstvo spoločností tento fakt výrazne podceňuje. Zabúdajú totiž na to, že IS musia byť pripravené omnoho skôr.

Grafické znázornenie predpokladaného časového harmonogramu jednotlivých krokov je v grafe 2, pričom zachytáva udalosti od začiatku roku 2008.

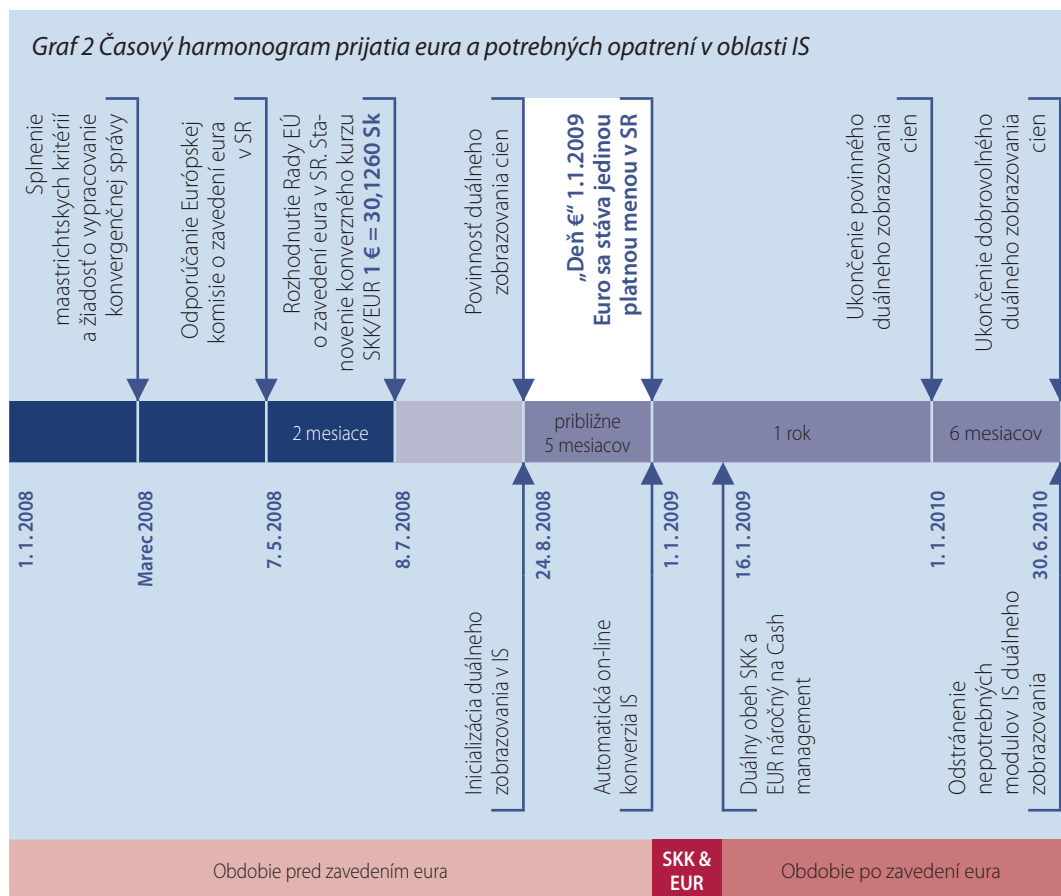
V rámci realizačných fáz prestavby IS bude zohľadnené nasadenie jednotlivých riešení. Tie bude totiž potrebné uviesť do ostrej prevádzky v rôznych obdobiach, čo situáciu do značnej miery komplikuje. Ide o:

- Obdobie pred zavedením eura
 - obdobie korunového IS (do 23. augusta 2008),
 - obdobie duálneho oceňovania so základom v korunách (24. august 2008 – december 2008).
- „Deň €“ – hlavná konverzia systému (1. január 2009).
- Obdobie po zavedení eura
 - obdobie duálneho obehu a sťahovania Sk (1. – 16. 1. 2009),
 - obdobie duálneho oceňovania so základom v eurách (1. 1. – 31. 12. 2009),
 - obdobie IS v eurách (po 30. 6. 2010).

Napriek tomu, že štúdie pravdepodobných dopadov zavedenia eura na slovenský podnikateľský sektor odhadli, že náklady spojené s adaptáciou



Graf 2 Časový harmonogram prijatia eura a potrebných opatrení v oblasti IS



IS budú predstavovať 60 – 80 % všetkých jednorazových nákladov v súvislosti s eurom, v konečných číslach to predstavuje len 0,2 až 1,26 % obratu spoločností. Tento fakt potvrdzujú aj manažéri softvérových spoločností a NBS. Veľkú časť bežne používaného softvérového vybavenia je totiž nutné aktualizovať vzhľadom na neustále sa meniacu legislatívu, a preto aj „upgrade“ s adaptáciou na euro bude často štandardnou súčasťou predplatených aktualizčných balíkov. Problém nastáva pri špecifických integrovaných IS, „šitých na mieru“ tej-ktorej spoločnosti, kde je nutné preštudovať si dodávateľské zmluvy, aby si softvérové spoločnosti neúčtovali neoprávnené náklady. Špecifické požiadavky je potrebné vopred konzultovať a dohodnúť dodacie podmienky. Treba mať na zreteli aj to, že hlavným problémom môže byť nezvládnutie prechodu IS na euro, ktoré môže následne ovplyvniť konkurencieschopnosť, náklady i existenciu podniku. Rovnako konečný výsledok nemusí byť pri rýchlych prestavbách IS kvalitný a môže si vyžadovať ďalšie dodatočné náklady. Poukazujú na to aj skúsenosti zo Slovinska, kde mnohé spoločnosti v prvých mesiacoch po zavedení eura „bojovali“ s novou menou.

ÚPRAVY IS V POĽNOHOSPODÁRSTVE AKO ŠPECIFICKOM SEKTORE NÁRODNÉHO HOSPODÁRSTVA

Vychádzajúc z teoretických i empirických štúdií môžeme konštatovať, že poľnohospodárstvo nebude patriť medzi sektory s vysokými nákladmi

na úpravu IS v súvislosti s eurom. Odhad hovorí len o 0,2 % ročného obratu. Riziká však predstavuje výrazná nečinnosť podnikov, nedostatočnosť príprav a najmä zastaraný hardvér a softvér, ktorý v prípade nemožnosti alebo nezvládnutia aktualizácie v súvislosti s adaptáciou na euro bude potrebné vymeniť.

Je až tragické, že napriek možnostiam čerpať prostriedky zo štrukturálnych fondov EÚ na prestavbu IS, obnovu zariadení IT a zaškolenia personálu pre podnikateľov v poľnohospodárstve túto možnosť využíva len minimum podnikov a z priebežného prieskumu medzi družstevnými podnikmi môžeme konštatovať, že táto oblasť vôbec nepatrí medzi priority týchto spoločností.

ZÁVER

Úspešné zvládnutie prechodu IS na euro je jednou z kľúčových podmienok budúcej úspešnosti podniku a jeho úspešné zvládnutie môže byť základom získania konkurenčnej výhody spoločnosti voči ostatným subjektom z rovnakej oblasti. Keďže ide o pomerne komplikovaný proces, ktorý je najmä časovo, ale aj finančne náročný, netreba ho podceňovať. Skúsenosti zo Slovinska, ktoré má menovú konverziu za sebou, dávajú odborníkom za pravdu, že podcenenie príprav a neskorá realizácia zmien výrazne zvýšila mnohým spoločnostiam náklady a v prvých mesiacoch po konverzii tiež znížila ich konkurencieschopnosť. Konečný výsledok prestavby IS často nebol kvalitný a vyžadoval si ďalšie dodatočné náklady.

Literatúra:

1. De Grauwe, P.: Economies of Monetary Union. Fifth edition. Oxford University Press, 2004. 458 s.
2. FILA, M.: Informačné systémy a euro. In: Zborník vedeckých prác Mendelnet 2007, PEF MU Brno 2007.
3. JANKOVIČ, V.: Adaptácia informačných systémov na euro. Podkladové materiály na vedecký seminár Eurosem 588, Softec 2007.
4. KOHÚTIKOVÁ, E.: Počítajte s eurom v podnikaní. Informačný materiál VÚB pre podnikateľov. VÚB, Bratislava 2007.
5. Odbor výskumu NBS: Odhad možných vplyvov zavedenia eura na podnikateľský sektor. Národná banka Slovenska 2006, 57 s.
6. Odbor výskumu NBS: Vplyv zavedenia eura na slovenské hospodárstvo. Národná banka Slovenska 2006, 133 s.
7. SOFTEC 2007: Niektoré IS budú mať zložitý prechod na euro <http://www.softec.sk/showdoc.do?docid=847>.



Ponaučenia zo súčasnej finančnej krízy

Ing. Tomáš Tózsér, PhD.
Národná banka Slovenska¹

Výrok bývalého predsedu správnej rady Citigroup je veľavravný. Chuck Prince pre Financial Times² povedal: „Kým hudba hrá, my musíme tancovať. Teraz tancujeme“. O niekoľko týždňov neskôr nastali zlé časy (hudba dohrala), a pán Cuck Prince prišiel o svoju pozíciu. Podstatou metafory bývalého predsedu správnej rady banky je fakt, že finančné poruchy sú do veľkej miery fenoménom z odboru psychológie davu. Z perspektívy ekonómie je pri hľadaní ponaučení zo súčasnej finančnej krízy a návrhoch na nápravné opatrenia dôležité zohľadniť podnety správania sa trhových hráčov.

PODNETOVÉ SCHÉMY NA MODERNÝCH FINANČNÝCH TRHOCH

Finančná deregulácia, ktorá je výsledkom kombinácie faktorov ideologických zmien a technologického pokroku, viedla k významným inštitucionálnym zmenám v priemysle finančných služieb. Vznikli nové finančné inštitúcie, ako napr. firmy rizikového kapitálu (*private equity firms*) a hedžové fondy. Vyspelé finančné systémy sú v súčasnosti založené viac na trhoch v porovnaní s ich prevažnou orientáciou na banky v minulosti. Tomu zodpovedá aj zmena v charaktere transakcií v rámci finančného sektora – na dlhodobých vzťahoch založené transakcie ustupujú v prospech nezávislých trhových kontaktov. Rozmach nových finančných sprostredkovateľov a nárast finančných transakcií priniesol pokles transakčných nákladov spojených s investovaním, zlepšil prístup ku kapitálu a umožnil lepšie rozloženie rizík. Avšak tento vývoj zároveň ovplyvnil podnety správania kľúčových hráčov, čo viedlo k zmene charakteru rizík v systéme.

Investiční manažéri

Dnešní investiční manažéri môžu byť motivovaní k podstupovaniu väčších rizík. V protiklade s typicky konzervatívnymi komerčnými bankármi, je ich odmeňovanie založené na výkone meranom dosiahnutými investičnými výnosmi. Investori majú pri svojom investičnom rozhodovaní tendenciu porovnávať výkonnosť investičných manažérov, preto je motivácia pre vyšší výkon silná. Výsledkom môže byť ich zvrátené správanie. Jednou formou takéhoto správania je zatajovanie rizík pred investormi, čím môže investičný manažér zdaniavo zlepšiť svoju výkonnosť v porovnaní s konkurenciou. Vzhľadom na povinné pravidelné výkazníctvo je na zatajovanie najvhodnejším také riziko, s ktorým je spojená veľká strata s malou pravdepodobnosťou, avšak väčšinu času generuje štedrý výnos.³ Ďalšou formou zvráteného správania investičných manažérov je stádovitý správanie sa pri investičnom rozhodovaní. To im

totiž zabezpečí, že ich výkonnosť nebude výrazne zaostávať za konkurenciou. Tieto formy správania sa navzájom zosilňujú v obdobiach vzostupu cien aktív a najmä v prostredí nízkych úrokových sadzieb. Za týchto podmienok sú investiční manažéri viac ochotní podstupovať riziká z náhlejšieho neusporiadanej korekcie cien.

Banky

Banky na vyspelých trhoch čoraz viac k takému správaniu prispievajú a apetít pre riziko v systéme zväčšujú tým, že majú vlastné podnety na jeho vyššiu produkciu. Okrem držby rizík dokážu totiž zarábať aj na jeho tvorbe, pretože majú možnosť predávať ho investičným manažérom. Spravidla však nemôžu predat všetky riziká – banka si časť rizík ponechá, aby signalizovala kvalitu predávaných aktív a ochotu ich aj ďalej monitorovať. Typická je v takomto prípade veľkosť *first loss* tranže,⁴ voči ktorej si banka ponechá expozíciu o to väčšiu, čím horšia je kvalita predávaných aktív. Banky sú teda tiež odkázané na likvidné trhy, aby sa mohli zabezpečiť pred rizikami zo zložitých produktov, ktoré vytvárajú a vlastnia. Spoliehanie sa bánk na likviditu trhov zvyšuje ich zraniteľnosť v prípade kríz. Z toho vyplýva, že na rozdiel od minulosti, keď banky vďaka zdravým bilanciam dokázali prilákať voľnú likviditu a v prípade rozsiahlej korekcie ju poskytnúť finančným trhom, v súčasnosti k realizácii rizika na chvoste (*tail risk* – riziko s nízkou pravdepodobnosťou realizácie, ale veľkým potenciálnym efektom) skôr samy prispievajú. Ak trhy nie sú likvidné a finančné straty preto nie je možné alokovať, výsledkom je výraznejší negatívny dopad na reálnu ekonomiku.

Z analýzy podnetov kľúčových hráčov vyplýva, že moderný finančný systém dnes generuje viac finančných rizík, ako to bolo kedykoľvek predtým.⁵ Konkurencia a spôsob odmeňovania podporujú rast korelácie v správaní sa trhových hráčov. Finančný sektor môže v súčasnosti generovať silnejšie procyklické efekty než v minulosti.

¹ Autor prezentuje vlastné názory a tie sa nemusia zhodovať s názorom Národnej banky Slovenska.

² Nakamoto, M., Wighton, D.: Citigroup chief still bullish on buy-outs. *www.ft.com*, 9. júl 2007.

³ Aktuálne boli takouto investíciou štruktúrované nástroje, napríklad zabezpečené dlhové obligácie, CDO – collateralised debt obligation.

⁴ Ide o štruktúrované nástroje – tie jednoduchšie ako cenné papiere kryté aktívami, ABS – asset-backed securities a v princípe aj tie komplexnejšie ako CDO – združujú rôzne typy aktív (podľa typu štruktúrovaného nástroja), voči ktorému investori nadobúdajú expozície na báze tranží. Tie sa líšia mierou rizikovosti. Majiteľ tranže „first loss“ (alebo „equity tranche“ v prípade CDO) absorbuje prvých niekoľko percent strát (v prípade CDO napr. 3 % strát). Najkvalitnejšie tranže („senior tranche“) nemusia byť vystavené stratám vôbec, ak celkové straty nepresiahnu napr. 7 % hodnoty podkladových aktív. Viac napríklad v: International Monetary Fund: Global Financial Stability Review. apríl 2007, Box 1.1, s. 9.

⁵ Podrobnejšie v: Rajan, R. G.: Has Financial Development Made the World Riskier? National Bureau of Economic Research, 2005.



6. Financial Stability Forum Working Group on Market and Institutional Resilience: Interim Report to the G7 Finance Ministers and Central Bank Governors. www.fsforum.org/publications/FSFWGG7/Interimreport5Febfinal.pdf, február 2008.
7. To malo za následok praktické zastavenie obchodovania s voľnou krátkodobou likviditou na peňažných trhoch najvýznamnejších mien. Ucelenejší opis vzniku, priebehu a možných ekonomických dopadov krízy podrobnejšie uvádzajú publikácie NBS: Správa o finančnej stabilite za prvý polrok 2007, www.nbs.sk/ZAKLANS/PUBLIK/SFS/SFS2007-1.PDF, december 2007, Box 1 a Box 2 a Správa o finančnej stabilite za rok 2007, www.nbs.sk/ZAKLANS/PUBLIK/SFS/SFS2007.PDF, jún 2008, Box 1.
8. Viac o návrhoch jednotlivých opatrení v: Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience, http://www.fsforum.org/publications/FSF_Report_to_G7_11_April.pdf, 7. apríl 2008.
9. Najlacnejší je nový kapitál pre tie inštitúcie, ktorých aktíva sa koncentrujú do sektorov v rozmachu (boome), v dôsledku čoho ceny akcií týchto inštitúcií rastú.
10. Bazilejský výbor pre bankový dohľad dňa 22. júla 2008 zverejnil na verejné pripomienkovanie Pravidlá pre výpočet kapitálovej požiadavky na rastúce riziko v obchodnej knihe (Guidelines for Computing Capital for Incremental Risk in the Trading Book). Navrhovaná kapitálová požiadavka by mala byť odvodená od zmien cien aktív v dôsledku defaultov a iných zdrojov rizík pre vývoj cien, napr. transferu úverov, výrazných pohybov v úverových rozpätíach alebo cenách akcií.

FAKTORY SÚČASNEJ HYPOTEKÁRNEJ KRÍZY

Makroekonomické vplyvy

K makroekonomickým vplyvom patrila globálna hospodársky vývoj od polovice roka 2003, keď sa – po krátkom útlme v dôsledku prasknutia tzv. technologickej akciovej bubliny – začalo ďalšie obdobie konjunktúry globálnej ekonomiky. Pre toto obdobie, ktoré trvalo až do polovice roka 2007, boli charakteristické neobyčajne uvoľnené globálne makroekonomické, menové a finančné podmienky. Tie podporili chuť investorov, finančných inštitúcií a dlžníkov podstupovať riziká, dosahovať vysoké výnosy a zadlžovať sa. Výsledkom vlny finančných inovácií boli zložité nástroje a rizikové expozície, riadenie a kontrolu ktorých nezvládlo množstvo subjektov vrátane najväčších a sofistikovaných finančných inštitúcií.

Mikroekonomické vplyvy

Na mikroúrovni pôsobilo viac faktorov, a to výhradne charakteristických pre súčasnú krízu:⁶

1. Neobzretnosť a podvodné praktiky finančných inštitúcií pri poskytovaní úverov v rámci amerického sektora rizikových hypoték (*sub-prime mortgage sector*), čo by sa dalo sčasti pripísať na vrub nedostatočného dohľadu zo strany zodpovedných inštitúcií USA, a sčasti aj široko prevládajúcim očakávaniam, že rast cien domov bude pokračovať.
2. Chyby v riadení rizík, najmä nedostatočné vyhodnotenie a riadenie likvidity na účely obchodovania a financovania sa (*market and funding liquidity*), rizika koncentrácie a reputačného rizika (vrátane rizika z podsúvahových expozícií), rizika extrémnych udalostí (*tail risks*) a ich vzájomného pôsobenia v stresových podmienkach.
3. Zanedbávanie previerok spoločností (*due diligence*) investormi, prílišné spoliehanie sa na kreditné ratingy ratingových agentúr a ich často mechanické preberanie, neporozumenie podstaty ratingu a charakteristík komplexných nástrojov a nesprávne vyhodnocovanie dostupných informácií investormi.
4. Ratingové agentúry nedostatočne vyhodnocovali riziká spojené s komplexnými štruktúrovanými nástrojmi.
5. Deformácie v podnetoch správania – regulačný rámec pre kapitál v období pred platnosťou Bazileja II (nový medzinárodný rámec pre kapitál) podporoval sekuritizáciu vysoko rizikových aktív cez nástroje s nižšou kapitálovou požiadavkou. Podnety na spracovávanie a sledovanie informácií o kvalite a zmenách v kvalite podkladových aktív boli pre jednotlivé subjekty angažované v široko využívanom obchodnom modeli tvorby a distribúcie (*originate-to-distribute*), (schéma 1) značne oslabené a kompenzačné schémy vo finančných inštitúciách podporovali nadmerne rizikové aktivity bez náležitej kontroly zo strany vlastných systémov riadenia rizík.

6. Povinne zverejňované informácie finančných inštitúcií nepoukazovali dostatočne jasne na riziká spojené s ich súvahovými a mimosúvahovými expozíciami.

Podobne ako pri predchádzajúcich epizódach finančných turbulencií, aj ostatnú krízu sprevádzal rozsiahly rast averzie voči rizikám, prudký pokles trhovej likvidity a pokles finančnej páky (útlm úverovej činnosti – *de-leveraging*). Sú to faktory, ktoré zosilňujú pôsobenie počiatočného šoku. Významnú úlohu v tomto smere plnili aj niektoré ďalšie, pre túto epizódu špecifické zosilňujúce faktory (*amplifying factors*):

- bankami zakladané a sponzorované (podmienene financované) mimosúvahové subjekty (*conduits, structured investment vehicles*),
- budovanie likvidity bankami pre potreby financovania podmienených záväzkov (*contingent commitments*) v očakávaní rastu tejto potreby,⁷
- neistota v distribúcii strát vo finančnom systéme a pokiaľ ide o ich veľkosť vo vzťahu ku kapitálovej základni bánk,
- chyby a nedostatky v modelovaní a oceňovaní komplexných finančných nástrojov.

AKÉ SÚ EFEKTÍVNE OPATRENIA?⁸

Z prehľadu príčin ostatnej finančnej krízy a faktorov, ktoré podporili jej šírenie je zrejmé, že zlyhala trhová disciplína jednotlivých trhových hráčov vrátane kľúčových.

Kapitálová požiadavka

Ako nástroj trhovej disciplíny, požiadavka kapitálovej primeranosti nemusí byť efektívna pri ovplyvňovaní správania finančných inštitúcií v období rozmachu, pretože v tejto fáze sa už nachádzajú v stave davovej hystérie. Okrem toho, banka môže vždy získať nový kapitál.⁹ Kapitálová požiadavka nie je príliš účinná ani voči rizikám s malou pravdepodobnosťou, ale veľkým negatívnym efektom (*tail risks*) a taktiež nepredstavuje vankúš proti nelikvidite. Má skôr význam pri prevencii nadmerného podstupovania rizík, alebo nekompetentného riadenia inštitúcií. Práve v tomto smere – a s cieľom znížiť podnety pre regulačnú arbitráž – Financial Stability Forum (FSF – Fórum pre finančnú stabilitu – vzniklo z iniciatívy ministrov financií krajín G7 v roku 1999, sídli v Bazileji) odporúča úpravy v Bazileji II:

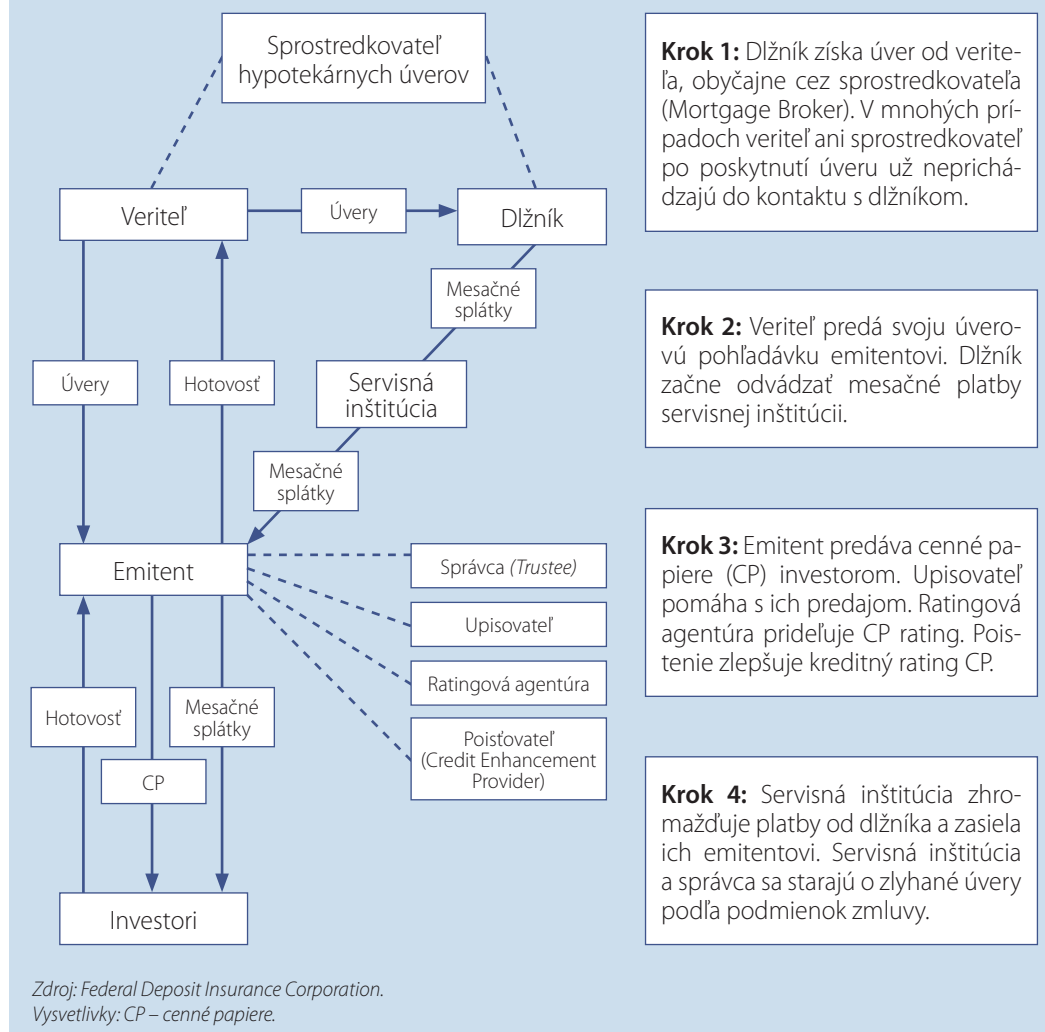
1. Zvýšiť kapitálovú požiadavku na niektoré komplexné štruktúrované nástroje (CDO, ABS).
2. Zaviesť dodatočnú kapitálovú požiadavku na úverové expozície v obchodných knihách bánk a obchodníkov s cennými papiermi.¹⁰
3. Zlepšiť kapitálové ošetrovanie krátkodobých expozícií bánk voči mimosúvahovým subjektom.

Riadenie likvidity

Ostatné nepriaznivé udalosti na finančných trhoch potvrdili rastúci význam likvidity na zabezpečenie odolnosti finančných inštitúcií a celého systému voči šokom. Je preto v záujme trhových hráčov a regulátorov do budúcnosti zlepšiť prax



Schéma 1 Obchodný model tvorby a distribúcie (originate-to-distribute)



riadenia likvidity vo finančných inštitúciách. V júni 2008 zverejnil Bazilejský výbor pre bankový dohľad návrh Princípov pre dobré riadenie a dohľad rizika likvidity (*Principles for Sound Liquidity Management and Supervision*). Ide o podstatne prepracované usmernenie o likvidite z roku 2000.

Transparentnosť

Vyššia transparentnosť v nasledujúcich oblastiach by mala byť buď výsledkom trhových síl alebo v prípade nevyhnutnosti aj regulačných zásahov:

1. Proces sekuritizácie – nevyhnutné je zverejňovať informácie v štandardizovanej podobe o podkladových aktívach štruktúrovaných nástrojov pri ich primárnom predaji, ale aj priebežne počas života štruktúrovaného nástroja na sekundárnom trhu. Investori musia mať rovnaké postavenie v prístupe ku všetkým relevantným informáciám potrebným na vyhodnotenie rizík spojených s investovaním do štruktúrovaných nástrojov. Dosiahnutý pokrok v tejto oblasti vyhodnotí Medzinárodná organizácia komisií pre cenné papiere (IOSCO – International Organization of Securities Commissions) na konci roka 2008.

2. Oceňovanie komplexných štruktúrovaných nástrojov – účtovné pravidlá vyžadujú stanovovanie objektívnej hodnoty („fair value“) finančných nástrojov, ktoré nemajú aktívny trh, pomocou hodnotiacich techník. Predpoklady používané v hodnotiacich modeloch sú často nereálne a veľmi subjektívne. V zásade bude potrebné výsledky ocenenia doložiť ďalšími ukazovateľmi, ktoré budú užívateľov informovať o rozsahu neistoty spojenej s výsledným odhadom hodnoty nástroja.¹¹ Rada pre medzinárodné účtovné štandardy (IASB – International Accounting Standards Board) do konca roka 2008 ustanoví expertnú skupinu zameranú na zlepšenie svojich usmernení o oceňovaní finančných nástrojov s neaktívnymi trhmi. IASB prepracuje aj svoje štandardy na zverejňovanie metodológií oceňovania a neistôt spojených s oceňovaním. Bazilejský výbor pre bankový dohľad pripraví v roku 2008 návrh usmernenia pre orgány dohľadu na zlepšenie hodnotenia procesov finančných inštitúcií pri oceňovaní finančných nástrojov.

3. Riziká podstupované trhovými hráčmi – skúsenosti z ostatnej krízy ukázali, že zvýšená inten-

11 Blížšie v: Borio, C.: *The Financial Turmoil of 2007-?: A Preliminary Assessment and Some Policy Considerations*. BIS Working Papers No 251. 2008.



- 12 Napr. aj iniciatíva European Securitization Forum, ktorá je zameraná na pravidlá pre obsah pravidelných správ k štruktúrovaným nástrojom a definície základných výrazov v štruktúrovaných financiách.
- 13 Mark-to-market účtovanie má procyklický efekt: ak je na trhu cenová bublina, ceny aktív majú v dôsledku trhového preceňovania tendenciu vystúpiť nad ich fundamentálnu hodnotu. Naopak, ak bublina praskne a trh je nelikvidný, ceny klesajú až pod ich dlhodobú fundamentálnu hodnotu. Podrobnejšie v: Plantin, G., Saprà, H., Shin, H. S.: *Marking-To-Market: Panacea or Pandora's Box?* <http://www.princeton.edu/~hsshin/www/mtm.pdf>, august 2007.
- 14 28. júla IOSCO zverejnila ďalšie kroky vzhľadom na efektívny spôsob monitorovania dodržiavania kódexu ratingovými agentúrami. Európska komisia (EK) v júli 2008 avizovala zavedenie prísnejšej regulácie CRA (vrátane povinnosti registrácie) a ich monitorovania. EK chce v tomto smere nadviazať spoluprácu aj s americkým regulátorom U.S. Securities and Exchange Commission. Podrobnejší návrh regulácie a dohľadu EK zverejní v októbri a nová regulácia by mala vstúpiť do platnosti od začiatku roka 2009.
- 15 Knight, M. D.: *Now You See It Now You Don't: The Nature of Risk and the Current Financial Turmoil*. <http://www.bis.org/speeches/sp080229.htm>, 2008.
- 16 Opatrenia môžu zahŕňať štatistické vytváranie opravných položiek (na základe skúseností so stratovými úvermi v rámci niekoľkých hospodárskych cyklov), konzervatívny pomer úverov k hodnote aktíva nielen v zmysle pomerového ukazovateľa, ale aj metodológia oceňovania kolaterálov a pod. (Borio, C.: *The Financial Turmoil of 2007-?: A Preliminary Assessment and Some Policy Considerations*. BIS Working Papers No 251. 2008).
- 17 Bazilejský výbor pre bankový dohľad pripraví počas rokov 2008 a 2009 usmernenia pre oblasti riadenia celofiremných rizík vrátane rizík koncentrácie, stresového testovania, riadenia mimobilančných expozícií, riadenia rizík súvisiacich so sekuritizáciou a riadenia rizík z expozícií voči inštitúciám s vysokou finančnou pákou.
- 18 Prevláda názor, že centrálna banka by mala zohľadňovať pohyby cien aktív pri svojom rozhodovaní, avšak cieľenie istej úrovne cien aktív nie je náležité. Centrálna banka totiž nemusí mať dostatočný prehľad o rovnovážnej cene aktív a nemá ani nástroje na dosiahnutie želanej úrovne cien aktív.

zita zverejňovania informácií, najmä tých, ktoré sú relevantné vzhľadom na aktuálne podmienky na trhu, môže pomôcť znížiť neistotu pokiaľ ide o bilancie bánk v prípade budúcich podobných epizód. FSF – za účelom obnovenia dôvery na trhoch – odporúča finančným inštitúciám zlepšiť zverejňovanie smerom k zmyslupnejším a konzistentnejším kvantitatívnym a kvalitatívnym informáciám o rizikových expozíciách, oceňovaní pozícií, mimosúvahových subjektoch a pravidlám vo vzťahu k týmto subjektom, počnúc ich výkazmi k polroku 2008. V rámci pilieru 3 Bazileja II sa do roku 2009 posilní zverejňovanie informácií o podstupovaných rizikách, čo zabezpečí Bazilejský výbor pre bankový dohľad vydaním dodatočného usmernenia. Paralelne by aj IASB malo zlepšiť štandardy pre účtovanie a zverejňovanie informácií vo vzťahu k mimosúvahovým subjektom.

V uvedených oblastiach iniciatívu prevzali najmä trhové subjekty.¹² V prípade pomalého postupu však FSF odporúča prísnejší postup zo strany regulátorov. Vyššia transparentnosť, najmä vo vzťahu k relevantným informáciám, môže podporiť trhovú disciplínu a v budúcnosti zabrániť masívnemu zadržiavaniu likvidity trhovými hráčmi v prípade nárastu ich neistoty. Avšak vyššia transparentnosť môže viesť aj k negatívnym javom, napr. destabilizácii systému následkom neadekvátnej reakcie subjektov (regulátora alebo privátnych hráčov) na zverejnené informácie. Známe sú problémy spojené s účtovaním *marking to market*, keď sa aktíva pravidelne preceňujú podľa ich aktuálnej trhovej hodnoty.¹³ Dôležitá je preto schopnosť správnej interpretácie zverejňovaných informácií. Tá môže vyžadovať potrebu ďalšieho vzdelávania (sa) najmä drobných investorov. Transparentnosť by preto nemala byť cieľom samým osebe.

Ratingové agentúry

Kedže úverové ratingové agentúry (CRA) vo významnej miere prispeli k nezdravým tendenciám a ich nedávnomu negatívnemu vyvrcholeniu na finančných trhoch, bude potrebné zmeniť ich fungovanie. IOSCO už koncom marca 2008 zverejnila návrh prepracovaného kódexu správania sa pre CRA (*Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*) so zameraním sa na skvalitnenie procesu ratingového hodnotenia a riadenie konfliktu záujmov CRA.¹⁴ Od CRA sa očakáva predovšetkým zlepšenie ratingových metodológií pre komplexné finančné nástroje. Informatívnejšie ratingové hodnotenie by malo obsahovať tri dimenzie rizika: hodnotenie očakávanej straty (pravdepodobnosť krachu), hodnotenie neočakávanej straty (riziko na chvoste) a ukazovateľ spoľahlivosti hodnotenia (chybová odchýlka).¹⁵ Zároveň sa apeluje na investorov, aby neprečenovali úlohu ratingu a viac sa spoliehali na vlastné analýzy rizík a systémy na ich riadenie. Úroveň riadenia rizík by pritom mala zodpovedať miere zložitosti investičnej stratégie, inak by investor nemal do daného kontraktu vstupovať.

Výkon finančného dohľadu a regulácie

Potvrdila sa potreba posilniť spoluprácu v oblasti tvorby najlepšej praxe, výmeny informácií a komunikácii o rizikách pre finančnú stabilitu medzi inštitúciami finančného dohľadu na medzinárodnej úrovni. FSF navrhuje do konca roka 2008 vytvoriť kolégium dohľadov (*college of supervisors*) pre každú veľkú medzinárodnú finančnú skupinu. Na národných úrovniach bude potrebné lepšie previazať závery z dohľadu nad individuálnymi finančnými inštitúciami s výsledkami širších analýz finančnej stability (obvykle v kompetencii centrálnych bánk) a tieto poznatky efektívnejšie premietnuť do aktivít vo vzťahu k regulovaným inštitúciám. K prevencii vzniku výrazných finančných nerovnováh by prispelo najmä posilnenie makroekonomického prístupu k obozretnému dohľadu a regulácii. Princípom je stimulácia kľúčových finančných inštitúcií k budovaniu kapitálu a likvidity v dobrých časoch, keď riziká a nerovnováhy narastajú, s cieľom mať dostatočný vankúš v zlých časoch, keď sa riziká materializujú.¹⁶ Finančné inštitúcie budú musieť zlepšiť celkové riadenie rizík.¹⁷ Bude potrebné zlepšenie metodológií stresového testovania, zahrnúť do riadenia rizík aj kreditné riziko a riziko likvidity na úrovni celého systému a vyriešiť otázky opatrení vo vzťahu k rizikám na chvoste. Skôr než model by prednosť pri posudzovaní rizík mal mať ľudský úsudok podložený skúsenosťami z obdobia niekoľkých hospodárskych cyklov. Dohľad musí priebežne monitorovať adekvátnosť systémov riadenia rizík finančných inštitúcií vrátane nebankových finančných inštitúcií.

Kooperácia v prípade kríz

Ostatná kríza potvrdila správnosť iniciatív v rámci EÚ, ktoré sú zamerané na užšiu spoluprácu dotknutých inštitúcií pri riešení krízových situácií. Na národných úrovniach je dôležité rozdelenie zodpovednosti medzi príslušné inštitúcie pri nakladaní so slabými a bankrotujúcimi bankami. Na medzinárodnej úrovni je nevyhnutná existencia postupov pre riadenie cezhraničných kríz. FSF navrhuje spracovať medzinárodné princípy krízového riadenia a systémy ochrany vkladov.

Menová politika

Dlhodobou uvoľnené menové podmienky v USA mali silne procyklický efekt, čo zvýšilo pravdepodobnosť vážnej krízy. Výrazný obrat v menových podmienkach spôsobil pád cien nehnuteľností a globálny pokles rizikového apetítu finančných inštitúcií (únik ku kvalite). Menové a politické rozhodnutia – predovšetkým v krajinách s vyspelejšími hypotekárnymi trhmi – by preto mali zohľadňovať aj vývoj cien aktív.¹⁸ Centrálna banka musí byť pripravená sprísniť menové podmienky, aj keď v krátkodobom horizonte nehrozia inflačné riziká. Musia to však robiť symetricky (menové uvoľnenie pri zvýšenom riziku korekcie na trhu s nehnuteľnosťami musí byť rýchlo korigované v prípade, ak toto riziko pominie) a zároveň musí pôsobiť efektívna regulačná politika, ktorá zabráni



prílišnému uvoľneniu úverových štandardov. Keďže súčasný finančný systém je v zlých časoch viac náchylný na problém nelikvidity, rizikovo orientovaný prístup k menovej politike zo strany centrálnej banky predpokladá aj flexibilitu vo vzťahu k frekvencii operácií, splatnosti a typu nástrojov, charakteru protistrán a kolaterálov pri dodávaní likvidity na trh vo fáze materializácie rizík. Negatívom tohto prístupu je riziko morálneho hazardu na strane finančných inštitúcií, preto musí byť prísun likvidity nad rámec trhu spojený s náležitou penalizáciou (*penalty rate*). V poslednom období dochádza do istej miery k prispôbovaniu rámcov menovej politiky v uvedenom smere, avšak stále ostáva množstvo prekážok analytického, inštitucionálneho a politického charakteru.¹⁹

Kompenzačné schémy investičných manažérov

Kompenzačné schémy investičných manažérov bude potrebné prehodnotiť. Keďže hlavný podiel ich odmien je vo forme asymetrických bonusov (pri zlej výkonnosti sú maximálne nulové), výsledkom je krátkodobý horizont ich správania a vyššie riziko než by zodpovedalo cieľu dlhodobej maximalizácie hodnoty pre akcionárov.²⁰

Regulácia alternatívnych finančných sprostredkovateľov

Je zrejmé, že existuje regulačná arbitráž, v dôsledku čoho sa riziká koncentrujú v neregulovaných alebo slabo regulovaných finančných inštitúciách (hedžové fondy, fondy rizikového kapitálu, nebankové brokerské domy) a rôznych organizačných zložkách so špeciálnym účelom a úverových sprostredkovateľov (SIV, conduit). Banky ako systémovo dôležité inštitúcie vytvárali veľké expozície voči týmto inštitúciám, a teda aj ich rizikám. Pripravuje sa sprísnenie regulácie týchto expozícií, ide o opatrenia v rámci regulovaného finančného systému. Problémom je, že niektorí neregulovaní finanční sprostredkovatelia sú systémovo významní. Zároveň sú náchylní na útoky

vkladateľov, pretože – podobne ako banky – svoje dlhodobé a nelikvidné aktíva financujú krátkodobými a likvidnými pasívami. Navyše, mnohé tieto inštitúcie fungujú s relatívne veľkou finančnou pákou. Je pravdepodobné, že ak sa nezavedie nejaká forma regulácie ich kapitálu, likvidity, systémov riadenia rizík, zverejňovania informácií atď., vplyvom regulačnej arbitráže sa finančné sprostredkovanie a riziká budú naďalej presúvať do týchto inštitúcií. V otázke prospešnosti regulácie alternatívnych nebankových finančných sprostredkovateľov však neexistuje všeobecná zhoda ani medzi regulátormi.

ZHRNUTIE

Deregulácia vo financiách podporila rast efektívnosti a produktivity a mala priaznivý vplyv na reálnu ekonomiku. Finančný systém zároveň výrazne menil svoj charakter. Rýchlo rástol počet transakcií realizovaných prostredníctvom trhov. Podnetové schémy podporovali investičných manažérov v podstupovaní väčších rizík a stádovitom správaní. Veľké investičné banky sa viac sústredili na inovácie a ponuku nových – klientom prispôbovaných – produktov. Výsledkom bolo síce lepšie využitie kapacity ekonomík pre znášanie rizika (v dôsledku diferencovanej alokácie finančných rizík), ale zároveň bolo v systéme celkovo oveľa viac rizika. Prepojenia medzi rôznymi trhmi a trhmi a inštitúciami oproti minulosti výrazne narástli. Pri danej efektívnosti systému musíme byť pripravení na šoky, ktoré sú síce menej časté, ale o to intenzívnejšie. Je zrejmé, že riziko nie je možné znížiť na nulu. Ostatná vážna kríza na vyspelých finančných trhoch s celosvetovým dosahom však ukázala, že spoliehanie sa na trhové disciplíny ako prostriedok na predchádzanie udalostiam finančnej nestability nebolo pri danom nastavení podnetov pre trhových hráčov správne. Pripravované opatrenia systém posilnia, avšak pravdepodobne na úkor jeho efektívnosti. Ľudská povaha a charakter však vždy ostanú najnevypočítateľnejšou zložkou systému.

19 Bližšie v Borio, C.: *The Financial Turmoil of 2007 – ? A Preliminary Assessment and Some Policy Considerations*. BIS Working Papers No 251. 2008.

20 Záverečná správa Inštitútu pre medzinárodné financie (Institute of International Finance) zo 17. júla 2008 je reakciou globálneho priemyslu finančných služieb na súčasnú finančnú krízu. Správa navrhuje princípy pre výkon obchodu (*Principles of Conduct*) a odporúčania najlepšej praxe pre riadenie rizík, kompenzačné politiky, oceňovanie aktív, riadenie likvidity, upisovanie (*underwriting*), rating štruktúrovaných nástrojov a transparentnosť. Reforma v oblasti kompenzačných politik sa pokladá za jednu z najzložitejších.

Literatúra:

- Ackerman, J.: How the banks can win back confidence. www.ft.com, 30. júl 2008.
- Basel Committee on Banking Supervision, the Joint Forum: Credit Risk Transfer. Developments from 2005 to 2007. Bank for International Settlements, apríl 2008.
- Borio, C.: *The Financial Turmoil of 2007 – ? A Preliminary Assessment and Some Policy Considerations*. BIS Working Papers No 251. 2008.
- Buiter, W.: Lessons from the 2007 Financial Crisis. Policy Insight No. 18. CEPR, december 2007.
- Callahan, B.: What's this Boyko/Deutsche bank thing all about anyway? <http://foreclosingcleveland.wordpress.com/2007/11/21/whats-this-boyko-deutsche-bank-thing-all-about-anyway/>, 21. november 2007.
- Federal Reserve Bank of New York: Economic Policy Review, *New Directions for Understanding Systemic Risk*. vol. 13, č. 2, november 2007.
- Ferguson, R. W., Hartmann, P., Panetta, F., Portes, R.: International Financial Stability. Geneva Report on World Economy. ICBM & CEPR, 2007.
- Financial Stability Forum Working Group on Market and Institutional Resilience: Interim Report to the G7 Finance Ministers and Central Bank Governors. www.fsforum.org/publications/FSFWGG7Interimreport5Febfinal.pdf, február 2008.
- Financial Stability Forum: Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience. http://www.fsforum.org/publications/FSF_Report_to_G7_11_April.pdf, apríl 2008.
- Giovannini, A., Spaventa, L.: Filling the Information Gap. www.voxeu.org/index.php?q=node/690, 5. november 2007.
- Institute of International Finance: Final Report of the IIF Committee on Market Best Practices: Principles Of Conduct and Best Practice Recommendations. <http://www.iif.com/download.php?id=Osk8CwI08yw->, júl 2008.
- Kay, J.: Bankers, like gangs, just get carried away. www.ft.com, 12. február 2008.
- Knight, M. D.: Now You See It Now You Don't: The Nature of Risk and the Current Financial Turmoil. <http://www.bis.org/speeches/sp080229.htm>, 2008.
- Nakamoto, M., Wighton, D.: Citigroup chief still bullish on buy-outs. www.ft.com, 9. júl 2007.
- Portes, R.: Regulating the International Financial System: Towards a More Balanced, Market- Based Model. <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/719>, 15. november 2007.
- Rajan, R. G.: Has Financial Development Made the World Riskier? National Bureau of Economic Research, 2005.
- Roubini, N.: Ten Fundamental Issues in Reforming Financial Regulation and Supervision in a World of Financial Innovation and Globalization. www.rgemonitor.com. 31. marec 2008.



Syntetické riešenia pre financovanie v cudzích menách

JUDr. Mgr. Peter Baláž¹

Zmeny vo výmenných kurzoch majú spravidla významné ekonomické dôsledky. Ich dopad je umocnený aj tým, že menové krízy nastupujú zvyčajne veľmi rýchlo.² Pre spoločnosti s aktívami a pasívami znejúcimi na rôzne meny sú veľké menové pohyby testom finančnej predvídavosti.

Jedným zo spôsobov krytia rizika výmenných kurzov je zosúladenie denominácie aktívnej a pasívnej strany súvahy. Keďže mena aktív je často daná trhom danej spoločnosti, riešenia je často potrebné hľadať na strane pasív alebo v podsúvahe. Meny vždy nemusia byť plne konvertibilné či dostupné vo forme úveru a v takom prípade prichádzajú do úvahy syntetické riešenia.

- ¹ Autor je právny poradcom Európskej investičnej banky a v posledných troch rokoch spolupracoval v tejto pozícii na väčšine nových typov syntetických dlhopisov emitovaných touto bankou. Názory vyjadrené v tomto článku sú názormi autora a nemusia sa zhodovať so stanoviskami Európskej investičnej banky.
- ² Pre rýchlosť devalvácie alebo depredácie výmenných kurzov v prípade finančných kríz pozri napríklad Rusko v roku 1998 (Statement of the Government of the Russian Federation and the Central Bank of the Russian Federation: "www2.minfin.ru/off_inf/69.htm. 17/08/1998), Mexiko v roku 1994 (Gil-Diaz, F.: "The Origin of Mexico's 1994 Financial Crisis. In: Cato Journal. Washington. Vol. 17. č. 3.), Čile počas krízy začínajúcej v roku 1982 (http://en.wikipedia.org/wiki/Economic_history_of_Chile), alebo ázijské krajiny v roku 1997 (Nanto, D. K.: "The 1997-1998 Asian Financial Crisis." In: CRS Report for Congress. Február 1998).
- ³ V tomto význame hovorí o syntetickom dlhu v zahraničnej mene napríklad A. Alonso a S. Huang ("Introduction to Cross Currency Swaps" In Monograph Series. Bank of America: 243/2007, s. 3).
- ⁴ Pre definíciu dvojmenového dlhu (dual currency debt) pozri napr. "Dual Currency Bonds" v FSI Connect Tutorial (www.fsiconnect.org).
- ⁵ Pozri napríklad emisie prepojené na BRL (EBRD 19/12/2003 US29874QBL77); BWP (EIB 02/12/2005); EGP (EIB 02/06/2006 XS0255800012); GHS (EIB 26/10/2007 XS0326711958); IDR (KfW 17/07/2007 XS0309528122); MUR (EIB 30/03/2007 XS0294160956); NAD (EIB 28/03/2006 XS0248507906); PHP (EIB 25/01/2008 XS0340548782); RUB (EIB 23/05/2007 XS0303133564); TRL (EBRD 15/08/2003 US29874QBL77); alebo ZMK (EIB 22/02/2008 XS0347484205).
- ⁶ Luby, Š: Dejiny súkromného práva na Slovensku. Iura Edition: Bratislava 2002, s. 485.

NIEKOTRÉ SYNTETICKÉ RIEŠENIA PRE FINANCOVANIE V CUDZEJ MENE

Synteticky možno riešiť financovanie v cudzích menách tak klasickými (*plain vanilla*) nástrojmi, ako je kombinácia dlhu s menovým swapom³ (syntetická stratégia), ako aj štruktúrovanými dlhovými nástrojmi. Medzi tie posledné možno zaradiť dlh indexovaný na výmenný kurz s inou menou (indexovaný dlh) a dlh splatný v inej mene, než na ktorú znie (syntetický dlh). Osobitnou formou syntetického dlhu je tzv. dvojmenový dlh, v prípade ktorého sú len úroky konvertované do inej meny.⁴ Indexovaný a syntetický dlh môžu mať formu úveru alebo dlhopisov. Hlavné štruktúrované dlhopisy sa stali pomerne atraktívnymi v uplynulých rokoch.⁵

Každý z týchto syntetických spôsobov financovania má svoje výhody aj nevýhody. Syntetická stratégia môže byť zaujímavá hlavne kvôli likvidite klasických nástrojov. Na druhej strane sa s ňou spája riziko štrukturálneho nesúladu medzi ustanoveniami swapu a dlhu, prípadne faktického nesúladu pri omeškaní platieb v rámci jedného z týchto nástrojov. Emitenti so silným postavením na trhu si zvyknú presadiť tzv. zosúladiujúce ustanovenie (*matching clause*). Táto dohoda zabezpečí, že v prípade nesúladu medzi ustanoveniami

swapu a dlhu týkajúcimi sa platieb swapovej protistrany emitentovi bude mať prednosť dlhopis.

Štruktúrované nástroje budú síce spravidla menej likvidné, ale odstraňujú problém nesúladu medzi dlhom a swapom a umožňujú dohodnúť riešenia pre prípad porúch daného menového trhu v rámci jedného nástroja. Tento článok bude venovaný predovšetkým týmto nástrojom, keďže sa im literatúra venuje pomerne menej ako menovým swapom.

SLOVENSKÁ LEGISLATÍVA

História

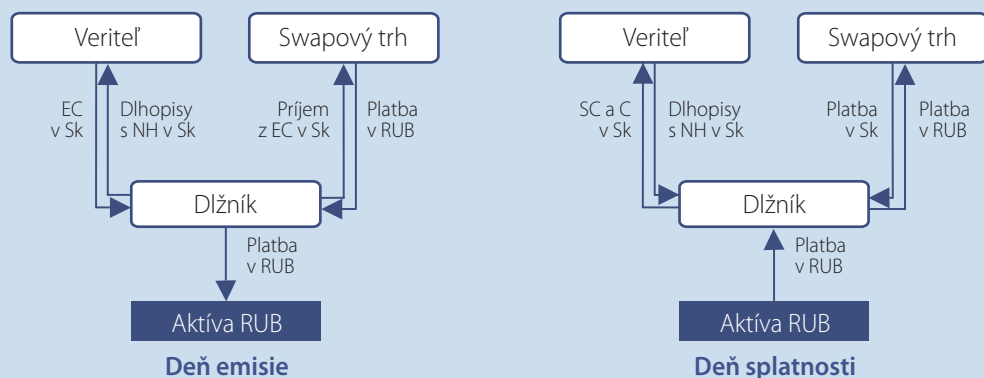
Úvery s istinou prepojenou na hodnotu iného aktíva nie sú na slovenskom území novinkou. Bez presného vymedzenia časového priestoru Luby hovorí, že už v minulosti boli známe vecné pôžičky s určením ceny (*taxato pretio*). Pri týchto pôžičkách boli požičané zastupiteľné veci, pričom bolo dohodnuté, že dlh bude vrátený v tom istom druhu zastupiteľnej veci a v tej istej celkovej cene. Ak daná vec medzičasom zlacnela, bolo potrebné navýšiť vracanú istinu a naopak, ak zdražela, bolo možné vrátiť menšie množstvo veci.⁶ Takto bola pôžička prepojená na cenu daného aktíva, čiže „výmenný kurz“ medzi danou vecou a peniazmi.

Tab. 1 Syntetické riešenia pre financovanie v cudzej mene

Forma	Klasické nástroje	Štruktúrované nástroje	
Zmluva	dlh + swap	menovo indexovaný dlh	syntetický dlh v cudzej mene
Cenný papier	dlhopis + swap	menovo indexovaný dlhopis	syntetický dlhopis v cudzej mene
	Syntetická stratégia	Menovo indexované financovanie	Syntetické financovanie v cudzej mene

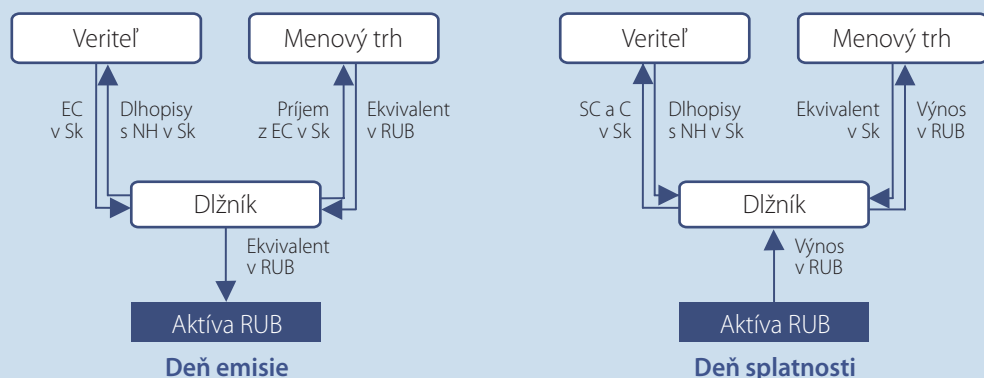


Obr. 1 Syntetická stratégia



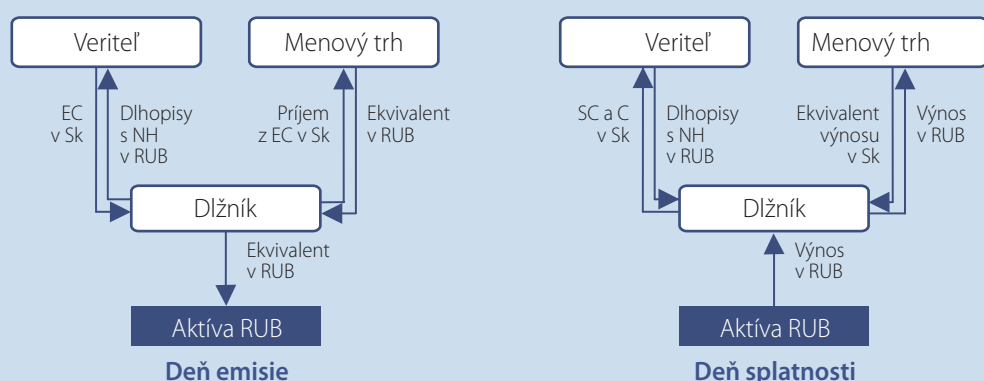
Legenda: EC – emisná cena; SC – splatná cena rovnajúca sa NH; NH – nominálna hodnota; C – kupón počítaný napríklad ako $NH \cdot r \cdot DCF$; r – kupónová miera; DCF – zlomok zodpovedajúci určenej lehote (day count fraction).

Obr. 2 Indexovaný dlhopis



Legenda: EC – emisná cena; SC – splatná cena počítaná ako $FX1/FX0 \cdot NH$; NH – nominálna hodnota; FX – výmenný kurz RUB/SKK v deň emisie (0) alebo v deň splatnosti (1); C – kupón počítaný napríklad ako $FX1/FX0 \cdot NH \cdot r \cdot DCF$; r – kupónová miera; DCF – zlomok zodpovedajúci určenej lehote (day count fraction).

Obr. 3 Syntetický dlhopis



Legenda: EC – emisná cena vypočítaná ako $NH/FX0$; SC – splatná cena počítaná ako $NH/FX1$; NH – nominálna hodnota; FX – výmenný kurz RUB/SKK v deň emisie (0) alebo v deň splatnosti (1); C – kupón splatný v hodnote $NH \cdot r \cdot DCF/FX1$; r – kupónová miera; DCF – zlomok zodpovedajúci určenej lehote (day count fraction).

Súčasnoscť

Aj dnes je slovenský právny poriadok schopný absorbovať indexované financovanie vo forme úverov. V prípade prepojenia na inú menu sa

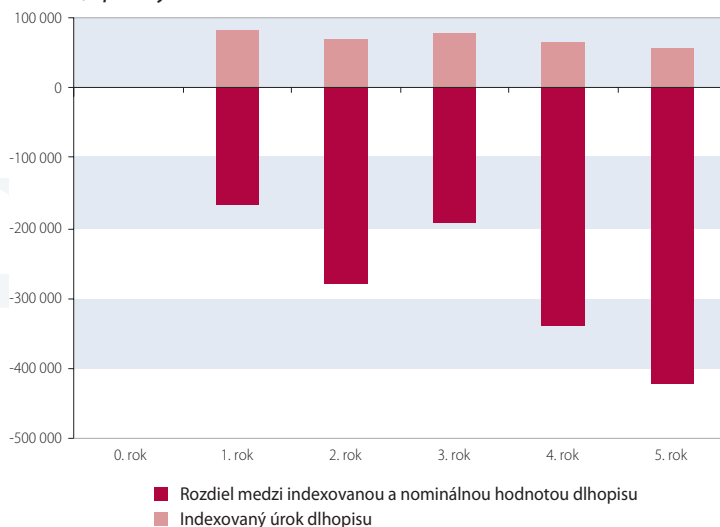
možno oprieť o ustanovenia upravujúce menovú doložku⁷ a zmluvnú voľnosť.⁸ Nezdá sa však, že by slovenské právo či doktrína umožňovali rozlišovať na účely syntetických úverov v cudzích menách

7 Zákon č. 513/1991 Zb. Obchodný zákonník v znení neskorších predpisov („obchodný zákonník“) § 744.

8 Zákon č. 40/1964 Zb. Občiansky zákonník v znení neskorších predpisov („občiansky zákonník“) § 51 a obchodný zákonník § 269 ods. 2. Úprava menovej doložky, ktorá je sama o sebe dispozitívna, sa priamo vzťahuje len na vzťahy, v ktorých má aspoň jeden účastník sídlo alebo miesto podnikania mimo územia SR (§ 729 obchodného zákonníka).



Obr. 4 Fiktívny dlhopis 1 milión SKK, 10 %, indexovaný na SKK/USD
5 rokov, splatný 31. 12. 2007



Poznámka: Graf zobrazuje výšku úrokov a rozdiel medzi nominálnou hodnotou bez indexácie a splatnou cenou s indexáciou fiktívneho 5-ročného dlhopisu emitovaného 2. 1. 2003 a splatného 31. 12. 2007. Istina je indexovaná na výmenný kurz medzi USD a SKK – použité boli výmenné kurzy z kurzových lístkov NBS k 2. 1. 2003, 31. 12. 2003, 31. 12. 2004, 30. 12. 2005, 29. 12. 2006 a 31. 12. 2007 (www.nbs.sk). Úrok bol rátný vo výške 10 percent z indexovanej istiny. Ak nie je právne možné vrátiť indexovanú splatnú cenu, ekonomický ekvivalent možno dosiahnuť znížením úroku o sumu, ktorá by inak zodpovedala rozdielu medzi nominálnou hodnotou a nižšou splatnou cenou. Keďže však pokles indexovanej splatnej ceny presahuje posledný úrok, muselo by dôjsť k platbe od investora k emitentovi, čo je neprípustné.

- 9 Pozri napríklad § 732 ods. 1 obchodného zákonníka.
10 Zákon č. 530/1990 Zb. o dlhopisoch v znení neskorších predpisov („zákon o dlhopisoch“) § 3 ods. 1 písm. c).
11 § 12 ods. 1 zákona o dlhopisoch.
12 § 10 ods. 2 zákona o dlhopisoch.
13 § 3 ods. 2 zákona o dlhopisoch.
14 § 10 písm. e) zákona o dlhopisoch.
15 § 1 ods. 3 a § 12 ods. 1 zákona o cenných papieroch.
16 § 10 ods. 1 zákona o dlhopisoch hovorí, že „emitent je povinný vyplácať výnos dlhopisu“. V takomto prípade by, samozrejme, nešlo o vyplácanie výnosu, ale o prijímanie cash flow od investora.
17 Túto prax možno ľahko overiť v prospektoch publikovaných napr. na www.europrospectus.com alebo www.bourse.lu. Výpočtový agent sa na euroobligačných trhoch nazýva calculation agent alebo determination agent.
18 Pozri napr. § 269 ods. 2 obchodného zákonníka.

medzi menou, na ktorú záväzok znie, a menou, v ktorej je záväzok splatný.⁹

Syntetické dlhopisy znejúce na inú menu sú v podobnej situácii ako ich úverový ekvivalent. Zákon síce uznáva, že dlhopis môže znieť na cudziu menu, avšak povinnosť určiť v dlhopise jeho nominálnu hodnotu „v cudzej mene, ak je dlhopis vydaný v cudzej mene“¹⁰, ktorá je potom splatná,¹¹ nenaznačuje možnosť splatiť dlhopis v inej mene, než na ktorú znie. Hoci sa tieto ustanovenia nevzťahujú na výplatu výnosu, je aj k nej vhodné zaujať opatrný postoj. Text zákona, podľa ktorého je výnos možné určiť „vývojom devízových kurzov“¹² a podľa ktorého môže dlhopis „obsahovať ďalšie písomné vymedzenie práv a povinností“¹³ totiž umožňuje, aby výnos znel na jednu menu, avšak bol splatný v inej mene.

Slovenské právo nie je schopné plne absorbovať ani menovo indexované dlhopisy. Hoci podľa zákona o dlhopisoch je výnos dlhopisu možné určiť v závislosti od pohybu kurzov na finančnom trhu,¹⁴ nie je možné rozlišovať medzi splatnou cenou dlhopisu a jeho nominálnou hodnotou. Emitent je totiž povinný splatiť dlhopisy v ich nominálnej hodnote,¹⁵ čo neumožňuje indexovať hodnotu istiny. Menovo indexované dlhopisy sú štandardne emitované s fixnou nominálnou hodnotou dlhopisov, čo je potrebné z hľadiska evidencie vlastníctva k nim v klíringových a zúčtovacích centrách, a s indexovanou splatnou cenou.

Mohlo by sa zdať, že tento problém možno vyriešiť navýšením alebo znížením výšky posledného úroku o sumu zodpovedajúci rozdielu me-

dzi nominálnou hodnotou a hodnotou, ktorá by zodpovedala indexovanej splatnej cene. Je to jednoduché riešenie v prípade indexovanej splatnej ceny presahujúcej nominálnu hodnotu dlhopisu. Naráža však na problém pri poklese indexovanej splatnej ceny pod nominálnu hodnotu presahujúcu posledný úrok (obr. 4). Zákon o dlhopisoch totiž jasne naznačuje, že výnos z dlhopisu nemôže byť záporný.¹⁶

DÔLEŽITÉ ZMLUVNÉ USTANOVENIA

Keďže zo syntetických štruktúrovaných riešení pre financovanie v cudzej mene je možné v súčasnosti využiť menovo indexovaný dlh, je užitočné venovať v tomto článku pozornosť niektorým kľúčovým zmluvným ustanoveniam. Ide hlavne o určenie výmenného kurzu, vymedzenie rozhodujúceho dňa pre učenie výmenného kurzu a riešenie pre prípad porúch na trhu. Ak sa v budúcnosti pripraví zákonodarstvo aj pre emisie menovo indexovaných dlhopisov alebo syntetické financovanie v cudzej mene, bude možné použiť niektoré závery z tejto časti príspevku aj vo vzťahu k nim. Pre ten prípad sa venuje táto časť aj výberu systému vyrovnania a zúčtovania.

DEFINÍCIA VÝMENNÉHO KURZU

Výška výmenného kurzu je kľúčová pre určenie výšky plnenia v rámci syntetických riešení pre financovanie v cudzích menách. Na medzinárodných trhoch sa výmenný kurz obyčajne definuje odkazom na zdroj jeho publikácie, čo môže byť napríklad Európska centrálna banka, Reuters alebo Bloomberg.

Metodológia určovania daného kurzu sa môže časom zmeniť. Niekedy určitý kurz nemusí byť vôbec publikovaný alebo nemusí byť dostupný na mieste určenom v definícii výmenného kurzu. Spomeňme si napríklad zmeny v stránkovaní či korporátne zmeny osoby publikujúcej daný výmenný kurz.

Tieto situácie možno riešiť najmä (i) právomocami udelenými zmluvnými stranami tretej osobe, tzv. výpočtovému agentovi, (ii) nástupníckymi ustanoveniami a (iii) ustanoveniami určujúcimi kaskádu výmenných kurzov.

Emitenti medzinárodných dlhopisov zvyknú v emisných podmienkach delegovať na určitú úverovú inštitúciu výpočty potrebné na účely platieb.¹⁷ Takáto osoba určuje aj výmenný kurz. Nie je vylúčené, aby bol výpočtový agent použitý aj v rámci zmluvného dlhu. Výpočtový agent môže byť okrem iného oprávnený aj posúdiť zmeny v metodológii výpočtu výmenného kurzu, prípadne určiť nedostupnosť takéhoto kurzu a nahradiť ho analogickým výmenným kurzom. K veľmi širokému vymedzeniu práv výpočtového agenta je však v slovenskom právnom prostredí potrebné pristúpiť opatrne, najmä ak by mali takéto práva nahradiť určenie obsahu samotného záväzku zmluvnými stranami. Bude totiž potrebné, aby daný právny úkon nebol napadnuteľný z dôvodu nedostatku konsenzu.¹⁸ Tiež je potrebné venovať pozornosť otázke, do akej miery je možné nahradiť



Box 1

PRÍKLAD DEFINÍCIE VÝMENNÉHO KURZU

Dlhopisy EIB s nulovým kupónom v nominálnej výške 302 720 000 BRL (129 867 009,87 USD) splatné v roku 2010 (XS0230479932)*

Výmenný kurz BRL (brazílsky real) znamená vo vzťahu k rozhodujúcemu dňu výmenný kurz, vyjadrený ako BRL na 1 USD, určený výpočtovým agentom v takýto rozhodujúci deň na základe výmenného kurzu BRL-PTAX. Ak nastala poruchová udalosť a pokračuje v takýto rozhodujúci deň (alebo v deň, v ktorý by výmenné kurzy vo vzťahu k rozhodujúcemu dňu boli za bežných okolností publikované alebo oznámené príslušným cenovým zdrojom), výmenným kurzom BRL bude výmenný kurz BRL/USD, vyjadrený ako BRL na 1 USD, určený v súlade s prvou aplikovateľnou poruchovou náhradou, ktorá vyprodukuje výmenný kurz BRL/USD.

Výmenný kurz BRL-PTAX znamená vo vzťahu k rozhodujúcemu dňu BRL/USD ponukový kurz za USD, vyjadrený ako BRL na 1 USD, s vyrovnaním o dva dni, ktoré sú pracovnými dňami v New Yorku a v [meste] Brazília (alebo Rio de Janeiro alebo São Paolo), oznámený centrálnou bankou Brazílie (Banco Central do Brasil) v informačnom systéme SISBACEN pod transakčným kódom PTAX-800 („Consulta de Cambio“ alebo „informácie o výmennom kurze“), opcia 5 („Cotacões para Contabilização“ alebo „kurzy na účtovné účely“) o približne 18:00 času v São Paolo v príslušný rozhodujúci deň.

Poruchová náhrada znamená poruchová náhrada 1 [zjednodušene povedané výmenný kurz EMTA BRL v plánovaný rozhodujúci deň], poruchová náhrada 2 [zjednodušene povedané výmenný kurz EMTA BRL v rozhodujúci deň posunutý o 30 pracovných dní], poruchová náhrada 3 [zjednodušene povedané predbežný výmenný kurz EMTA BRL v rozhodujúci deň posunutý o 30 pracovných dní], alebo poruchová náhrada 4 [zjednodušene povedané výmenný kurz určený výpočtovým agentom v dobrej viere na základe dostupných informácií].

* Preklad autora. Text v hranatých zátvorkách vložil autor na vysvetlenie. Dlhopis sa riadi anglickým právom.

dohodu medzi zmluvnými stranami o podstatnej náležitosti zmluvy delegáciou rozhodnutia o nej na tretiu stranu.¹⁹ Opatrnosť bude užitočná aj v prípade, ak by výpočtovým agentom mala byť jedna zo strán záväzku, či už od začiatku, alebo po neskoršom nadobudnutí príslušného dlhopisu alebo pohľadávky takýmto výpočtovým agentom.²⁰

Ustanovenia o nástupnosti výmenného kurzu upravujú, čo sa stane, ak dôjde k takým korporátnym zmenám alebo zmenám v licencií, že sa zmení identita publikujúcej osoby. Tiež sa zaoberajú riešením situácie, keď sa zmení miesto alebo strana jeho publikácie. Obyčajne nástupnícka osoba, index alebo strana sa stávajú novými referenciami pre určenie kurzu.

Kaskáda výmenných kurzov zase upraví, akým spôsobom sa určí daný kurz, ak ho nemožno určiť na základe publikácie danej osoby ani pri zohľadnení ustanovení o nástupnosti. Kaskáda môže odkázať na výmenný kurz určený inou osobou alebo určený na základe kotácií zodovážených výpočtovým agentom od iných finančných inštitúcií. Malo by byť jasne vymedzené, či ide o ponuku alebo dopyt z pohľadu oceňujúcej inštitúcie. V prípade nelikvidných trhov je vhodné určiť aj sumu, vo vzťahu ku ktorej sa majú takéto kotácie zadovážiť. Ak nie je možné určiť výmenný kurz ani na základe kaskády výmenných kurzov, často sa aplikujú ustanovenia pre prípad poruchy trhov, ktoré sú opísané nižšie.

ROZHODUJÚCI DEŇ PRE URČENIE VÝMENNÉHO KURZU

Pri určovaní rozhodujúceho dňa a okamihu pre určenie výmenného kurzu nie je vhodné spolie-

hať sa na obchodný zákonník, podľa ktorého sa v prípade menovej doložky prihliada na kurzy v čase uzavretia zmluvy a v čase, keď sa peňažný záväzok plní.²¹ Toto ustanovenie je nepostačujúce z viacerých dôvodov.

Po prvé, menové kurzy sa menia aj v rámci dňa. Otváracie výmenné kurzy sa často líšia od záverečných kurzov. Ak je v daný deň splnený záväzok bankovým prevodom, záväzok je splnený pripísaním danej sumy na účet veriteľa v jeho banke.²² Je otázne, ako môže dlžník tento okamih overiť, keďže banka veriteľa je viazaná bankovým tajomstvom. Tiež je otázne, či v čase podávania bankového príkazu spravidla mohol poznať okamih pripísania na účet veriteľa. Problém časového posunu vzniká aj zisťovaním samotného kurzu: v prípade určovania výmenného kurzu na základe kotácií napríklad plyní čas medzi okamihom, vo vzťahu ku ktorému sú kotácie získané, a samotným určením kurzu. V rámci tohto časového úseku sa výmenné kurzy môžu zmeniť. Pre určenie dlžnej sumy je teda potrebné, aby rozhodujúci deň (vrátane rozhodujúceho času) predchádzal dňu, keď má dlžník plniť.

Po druhé, viazanie určenia výmenného kurzu na okamih plnenia nie je žiadateľné ani z pohľadu kontroly nad okamihom určenia výšky výmenného kurzu. Má mať dlžník možnosť ovplyvniť výšku plnenia vo svoj prospech len tým, že ho nesplní načas? Takisto z pohľadu obmedzenia rizík finančné inštitúcie majú často záujem fixovať svoju finančnú pozíciu k určitému okamihu.²³

Po tretie, keďže v prípade menovej doložky dochádza k platbe v inej mene, než na ktorú je záväzok referencovaný, je možné, že v čase plnenia

19 § 270 ods. 2, § 290 ods. 2 a § 291 obchodného zákonníka.

20 Pozri § 269 ods. 3 obchodného zákonníka.

21 § 744 ods. 2 obchodného zákonníka.

22 § 339 ods. 2 obchodného zákonníka.

23 Pozri napríklad nižšie opísané obmedzenie na posúvanie rozhodujúceho dňa v prípade porúch na trhoch, ktoré je obvyklé na medzinárodných finančných trhoch.



Box 2

PRÍKLAD DEFINÍCIE ROZHODUJÚCEHO DŇA

Dlhopisy EIB s nulovým kupónom v nominálnej výške 302 720 000 BRL (129 867 009,87 USD) splatné v roku 2010 (XS0230479932)*

Plánovaný rozhodujúci deň znamená piaty pracovný deň v New Yorku a v Brazílii (alebo v Rio de Janeiro alebo v São Paulo) pred plánovaným dňom splatnosti.

*Preklad autora. Dlhopisy sa riadi anglickým právom.

Box 3

PRÍKLAD DEFINÍCIE PORUCHOVEJ UDALOSTI

Dlhopisy EIB s nulovým kupónom v nominálnej výške 302 720 000 BRL (129 867 009,87 USD) splatné v roku 2010 (XS0230479932)*

Poruchová udalosť znamená vo vzťahu k výmennému kurzu BRL-PTAX buď (i) poruchu cenového zdroja, alebo (ii) významný cenový rozdiel.

Porucha cenového zdroja nastane, keď sa stane nemožným zadovážiť výmenný kurz BRL v príslušný rozhodujúci deň (alebo v deň, v ktorý by výmenné kurzy vo vzťahu k rozhodujúcemu dňu boli za bežných okolností publikované alebo oznámené príslušným cenovým zdrojom).

Významný cenový rozdiel znamená vo vzťahu k rozhodujúcemu dňu, že sa primárny výmenný kurz [zjednodušene povedané výmenný kurz BRL-PTAX] líši od sekundárneho výmenného kurzu [zjednodušene povedané výmenného kurzu EMTA BRL] aspoň o percento cenového rozdielu [zjednodušene povedané 3 percentá].

*Preklad autora. Text v hranatých zátvorkách vložil autor na vysvetlenie. Dlhopisy sa riadi anglickým právom.

24 Takéto skúsenosti napríklad existujú v Brazílii. Pozri napríklad „Banks Shut By Brazil For 3 Days.“ In: The New York Times, 14/03/1990. (<http://query.nytimes.com/gst/fullpage.html?res=9C0CE2DD163C-F937A25750C0A966958260>).

25 Pozri Confirmation of Cross-Currency Interest Rate Swap Transaction (Non-deliverable) publikovanú v roku 2004.

26 Pozri napríklad Inconvertibility Event vo vyššie spomínaných emisiách KfW a Market Disruption Events a Inconvertibility Events vo vyššie spomínaných emisiách EBRD a EIB. Trhy BRL používajú navyše aj významný rozdiel v kurzoch (Price Materiality). Autor nemal možnosť overiť prax v oblasti zmluvných nástrojov, keďže tieto nie sú spravidla verejné. Je však potrebné spomenúť, že ISDA vo svojich 1998 FX and Currency Option Definitions rozoznáva v oblasti swapových nástrojov okrem poruchy trhu a inconvertibility aj iné poruchy na trhu (Disruption Events), ako je napríklad porušenie niektorých povinností vlády (Governmental Authority Default), rozdelenie kurzov (Dual Exchange Rate) alebo nelikvidita na trhoch (Illiquidity).

bude možné plniť v danej mene, avšak finančné trhy pre obchodovanie referenčnej meny budú zatvorené a výmenný kurz nemusí byť ľahké určiť. Zmluvne sa dá takýto rozhodujúci deň presunúť napríklad na predchádzajúci deň, keď sú príslušné finančné centrá otvorené.

V tomto kontexte je potrebné upozorniť na existenciu nepredvídaných dní pracovného pokoja v niektorých krajinách.²⁴ Ak napríklad zmluva stanoví, že výpočtový agent má určiť výmenný kurz tri pracovné dni pred dňom splatnosti, spôsobujú neočakávané dni pracovného voľna operatívne riziko. Nech je dlh splatný v utorok 30. septembra 2008. Tri pracovné dni predtým, to znamená vo štvrtok 25. septembra, pristúpi výpočtový agent k určeniu výmenného kurzu a dlžnej sumy. Dlžník dá v piatok 26. septembra ráno platobný príkaz s dňom účinnosti 30. septembra. Predstavme si, že príslušný orgán 26. septembra poobede určí, že v pondelok 29. septembra bude dňom pracovného voľna. Všetky strany znášajú riziko nesprávne určenej dlžnej sumy: dlžník riskuje plnenie v menšej ako dohodnutej sume alebo plnenie bez dôvodu. Výpočtový agent si nesplní svoju povinnosť určiť správne výmenný kurz tri pracovné dni pred dňom splatnosti. Veriteľ môže tiež znášať riziko v prípade nesúladu s jeho hedgingovou pozíciou.

K problému nepredvídaných dní pracovného pokoja pristúpila ISDA v súvislosti s nedoručovanými swapmi (*non-deliverable swaps*) simultánnym posúvaním rozhodujúceho dňa a dňa splatnosti na ďalší pracovný deň.²⁵ Tento prístup

však rieši len problém výskytu nepredvídaného pracovného voľna v rozhodujúci deň. Nezohľadňuje výskyt nepredvídaného pracovného voľna po rozhodujúcom dni, ktorý je pracovným dňom.

PORUCHY NA TRHU

Dokumentácia štruktúrovaných dlhopisov poskytujúcich riešenie pre syntetické financovanie v cudzej mene najčastejšie pokrýva dva druhy poruchových udalostí: porucha samotného trhu a nekonvertibilita meny.²⁶

Pod poruchou trhu sa spravidla rozumie udalosť, ktoré vedú k tomu, že výpočtový agent nie je schopný určiť príslušnú sumu. Patria sem udalosti ako *vis maior* alebo zmeny v legislatíve. Táto definícia spravidla vylučuje inconvertibilitu, ktorou je zase udalosť, ktorá má za následok, že príslušnú menu nie je možné previesť štandardným spôsobom z krajiny, alebo že na medzibankovom trhu nie je dostupný výmenný kurz.

Pri definovaní poruchových udalostí je potrebné určiť najskorší prípustný deň, od ktorého sa berie do úvahy. Často sa v dokumentácii akceptuje na tento účel deň emisie: ak daná porucha na trhu existovala pred dňom emisie, nepovažuje sa za poruchu na trhu na účely danej dokumentácie. Potom je logické dohodnúť v úverovej zmluve (zmluve o umiestnení emisie), že úver nebude poskytnutý (dlhopis nebude emitovaný), ak nastane podobná udalosť medzi dňom jej uzavretia a plánovaným dňom poskytnutia finančných prostriedkov (plánovaným dňom samotnej emisie).



Treba tiež určiť, čo sa stane v prípade výskytu poruchy na trhu v rozhodujúci deň. Spravidla sa rozhodujúci deň zvykne posúvať na prvý nasledujúci deň, keď daná porucha neexistuje. Podobne sa posunie aj deň splatnosti. V tento deň sa uskutoční oceňovanie podľa štandardných pravidiel.

Môže sa stať, že takýto deň bude posunutý o dlhé obdobie alebo nemusí vôbec nastať. Je v záujme väčšiny zúčastnených strán tento posun obmedziť a mať istotu, že k určitému dátumu bude ich pozícia fixovaná. Na tento účel sa využije určenie maximálneho počtu dní posunu.

Ak pre pretrvávajúcu poruchovú udalosť aj po uplynutí maximálneho dovoleného posunu rozhodujúceho dňa nie je možné určiť výmenný kurz, často sa využíva voľnosť výpočtového agenta určiť výšku plnenia na základe vlastného zväzenia. Podľa informácií autora vynútiteľnosť takejto klauzuly na Slovensku ešte súdne testovaná nebola, a preto je k nej potrebné pristúpiť veľmi opatrne. Pri jej prípadnom použití je vhodné tiež explicitne stanoviť, že výmenný kurz môže byť určený tak, že výsledná suma v danej mene bude nulová, a v takom prípade dlžník (emitent) neuhradí veriteľovi (majiteľovi dlhopisu) žiadnu sumu.

SYSTÉM ZÚČTOVANIA A VYROVNANIA

Mena, na ktorú znejú dlhopisy emitované v dematerializovanej forme, ako aj mena, v ktorej sú splatné, musí byť akceptovaná daným systémom zúčtovania a vyrovnania. Napríklad medzinárodní centrálni depozitári cenných papierov zvyknú menej konvertibilné meny akceptovať len ako „denominačné meny“ a nie ako „meny na platby“. Niektoré meny nemusia byť v danom momente akceptované vôbec.²⁷ V takom prípade prichádza do úvahy len menovo indexované financovanie v akceptovanej mene.

Zdá sa, že Centrálny depozitár cenných papierov SR akceptuje všetky menové denominácie cenných papierov.²⁸ Podľa prevádzkového poriadku centrálného depozitára je však emitent

povinný previesť dané prostriedky na účet centrálného depozitára podľa zmluvy uzatvorenej s centrálnym depozitárom²⁹ a centrálny depozitár nie je povinný vyplatiť istinu a výnosy z cenných papierov, pokiaľ to nie je možné.³⁰ Preto *de facto* platby v nekonvertibilných menách centrálnym depozitárom nemusia byť vôbec vykonané. Ak to zákon v budúcnosti umožní, v takých prípadoch bude možné využiť menovo indexované dlhopisy alebo syntetické dlhopisy v cudzích menách.

ZÁVER

Je neefektívne, aby bez primeraného dôvodu legislatíva neumožňovala súkromnému sektoru využívať finančné nástroje, ktoré mu pomôžu optimalizovať pomer medzi rizikom a výnosom. Z vyššie opísaných menovo štruktúrovaných dlhových nástrojov je v súčasnosti možné využiť len menovo indexovaný dlh. Keďže sa vo všeobecnosti nezdá potrebné rozlišovať medzi menou denominácie úveru a menou splatnosti úveru a keďže sa rovnaký efekt dá dosiahnuť indexáciou, zákonné ukotvenie syntetického úveru v cudzích menách nie je nevyhnutné.

Naopak, legislatívne zmeny budú potrebné tak vo vzťahu k indexovaným dlhopisom, ako aj k syntetickým dlhopisom v cudzích menách. Pre indexované dlhopisy (a to nielen menovo indexované) bude dôležité, aby zákonodarca jasne umožnil splatnosť v inej ako nominálnej hodnote. Tiež bude potrebné jasne zákonne umožniť, aby dlhopisy mohli byť splatné v inej mene, než na ktorú znejú. Syntetické dlhopisy v cudzích menách sú akýmsi medzistupňom medzi indexovaným financovaním a financovaním v danej cudzej mene. Emitent sa takýmto spôsobom dostáva bližšie k trhom referenčnej meny a tak môže optimalizovať svoj vzťah s potenciálnymi investormi.³¹ Takáto úprava by tiež umožnila chrániť emitenta v prípade neskoršej nekonvertibility alternatívnym plnením v konvertibilnej mene.

- 27 Napríklad po reforme Ghanského cedi z GHC na GHS v júli 2007 (podrobnosti na www.ghanacedi.gov.gh) nebolo niekoľko týždňov z technických dôvodov vôbec možné emitovať cenné papiere denominované v GHS prostredníctvom medzinárodných centrálnych depozitárov.
- 28 Vyplýva to nepriamo z Prevádzkového poriadku Centrálného depozitára cenných papierov SR, a. s., (ďalej len „prevádzkový poriadok“) z článkov definujúcich cenný papier a z časti IV ods. 4.2(e).
- 29 Časť III, ods. 22.5 prevádzkového poriadku.
- 30 Časť III, ods. 23.5 prevádzkového poriadku.
- 31 Porovnaj napríklad s tlačovou správou EIB z 11. 2. 2008 k emisii syntetických dlhopisov v ZMK (http://www.eib.org/investor_info/press/2008/2008-010-eib-launches-first-international-zambian-kwacha-bond.htm).



Mena a euromena, historické aspekty a teoretické východiská

JUDr. Soňa Kubincová, PhD.

Právnická fakulta Univerzity Mateja Bela v Banskej Bystrici

Právny poriadok každého štátu upravuje peňažné hospodárstvo tým, že ustanovuje menu, menovú sústavu a menovú jednotku. Osobitosti historického vývoja viedli k tomu, že meny a menové sústavy v jednotlivých štátoch sú spravidla rozdielne, naproti tomu peniaze v ekonomickom zmysle – ako všeobecný ekvivalent – sú vo všetkých štátoch rovnaké. Je potrebné rozlišovať pojmy peniaze a mena.

¹ Buiňáková, M.: Slovenské finančné právo, II. diel. Košice 1994.

Peniaze sú ekonomická kategória, ktorá vznikla na určitom stupni vývoja spoločnosti, a sú výsledkom tovarovej výroby a výmeny. Sú tovarom vymeniteľným za všetky ostatné tovary. V trhovej ekonomike plnia tieto funkcie:

1. prostriedok výmeny – *médium of exchange*;
2. zúčtovacia jednotka – *unit of account*;
3. uchovávateľ hodnoty – *store of value*.

Mena je zákonom stanovená sústava peňažných prostriedkov, ktoré sa používajú pri platení v určitom štáte.

Mena je národná forma peňazí.

Mena je vždy peniazom, no peniaz nie je vždy menou. Menovou jednotkou rozumieme konkrétnu základnú časťku určitej meny, ktorá je označená názvom a vnútorne členená.

Vo vzťahu k forme úhrady zahraničných záväzkov má národná mena určité vlastnosti voči cudzím menám, prejavujúce sa v spôsobe ich vzájomnej výmeny za iné hodnoty. Z tohto hľadiska poznáme:

- konvertibilné, čiže voľne zameniteľné meny – hovoríme o nich vtedy, ak ich vlastníctvo možno previesť na tretiu osobu sídliaču v inej krajine. Prijemca môže takúto menu použiť na vyrovnanie záväzku vyjadreného v mene inej krajiny. Inak povedané, je to možnosť vymeniť svoju menu za inú menu;
- transferabilné, čiže prevoditeľné meny – zvyčajne nie sú zameniteľné, ale možno ich používať na platobné operácie v rámci určitého menového zoskupenia, a to zvyčajne iba účtovaním v zúčtovacej banke medzi jednotlivými subjektmi platobného styku. Sú to zvyčajne meny fiktívne, reálne či hmotne neexistujúce;
- klíringové, čiže zúčtovacie meny – ide tiež o fiktívne meny, ktoré neslúžia na efektívnu úhradu záväzkov, ale len na vzájomné zúčtovanie medzi štátmi vzájomnej klíringovej dohody.¹

Pojmové vymedzenie meny zvyčajne v právnych predpisoch obsahuje:

- názov menovej jednotky a jej zlomkov – u nás slovenská koruna, ktorá sa člení na 100 halierov,

- identifikáciu menovej sústavy a sústavy zákonných peňazí – u nás ide o sústavu platidiel vydávaných Národnou bankou Slovenska – bankovky, mince ale aj pamätné mince,
- možný vzťah k drahým kovom – tzv. menová parita,
- emitenta meny, ktorým je spravidla centrálna banka – u nás Národná banka Slovenska,
- podmienky emisie meny (stanovuje predpisom – vyhláškou),
- stanovenie zásad peňažného obehu.

Podstatným charakteristickým znakom meny je, že ide o peňažné prostriedky, ktoré vydáva do obehu štát a štát súčasne tento obeh aj riadi.

Historicky možno rozlišovať tri najdôležitejšie druhy menových sústav:

- Metalická menová sústava – v štáte obieha ako zákonné platidlo iba kov vo forme mincí. Z histórie poznáme bimetalizmus a monometalizmus. Bimetalizmus predchádzal monometalizmu, pričom v rámci bimetalizmu boli v obehu mince z dvoch kovov – spravidla striebra a zlata.
- Úverová menová sústava – je založená na prevažujúcom obehu úverových peňazí, bankoviek. Pôvodnými bankovkami boli najmä zmenky depozitných, neskôr cedulových bánk, ktoré slúžili ako úverové peniaze. Tie boli voľne zameniteľné za menový kov.
- Papierová menová sústava – o nej hovoríme vtedy, ak základom peňažného obehu sú iba znaky plnohodnotných peňazí, t. j. papierové peniaze.

MENOVÉ REFORMY NA ÚZEMÍ SLOVENSKA

Ak sa pozrieme späť do histórie, na našom území došlo od roku 1945 už viackrát k výmene zákonných peňazí a teda k menovým reformám.

Prvá povojnová menová reforma sa uskutočnila na základe dekrétu prezidenta republiky z 19. októbra 1945 č. 91/1945 Zb. z. a n. o obnovení československej meny. Nová československá koruna nahradila s účinnosťou od 1. novembra 1945 predvojnové Kč, protektorátne K a slovenské Ks platidlá v pomere 1 : 1.



Druhá menová reforma bola spôsobená politickými zmenami po februári 1948 v období centralizácie bankovníctva. Základným menovým zákonom v ČSR bol zákon č. 41/1953 Sb. o peňažnej reforme, ktorým sa vykonala menová reforma. Vydali sa nové peniaze a stiahli sa z obehu staré s cieľom zvýšenia kúpnej sily československej koruny a upevnenia jej kurzu.

Tretia menová reforma bola uskutočnená po rozdelení Česko-Slovenskej republiky, keď dňa 1. 1. 1993 na Slovensku vznikla Národná banka Slovenska. Rozdelenie Česko-Slovenska a snaha o urýchlenie procesu menového osamostatnenia a oddelenia meny mala za následok prijatie zákona č. 26/1993 Z. z. o opatreniach na zabezpečenie prechodu česko-slovenskej meny na slovenskú menu a o zmene a doplnení devízového zákona.

VZNIK EUROMENY A JEJ ZAVEDENIE V SR

Od 1. 1. 1999 sa spoločnou menou v rámci 11 krajín eurozóny, ktoré prejavili záujem zúčastniť sa na tretej etape hospodárskej a menovej únie a splnili konvergenčné kritériá, stalo euro. Začatím tejto tretej etapy európskej hospodárskej a menovej únie prestal fungovať oficiálny kôš ECU, dovtedajšiu menovú jednotku nahradilo euro v pomere 1 : 1. Rada EÚ fixovala vzájomné kurzy mien zúčastnených krajín, ako aj výmenné kurzy národných mien voči euru.

V rámci projektu rozvoja hospodárskej a menovej únie národné meny zúčastnených krajín v roku 2002 zanikli a boli v plnom rozsahu nahradené aj v hotovostnom peňažnom obehú eurovými bankovkami a mincami.

Slovenská republika ako členský štát EÚ sa Zmluvou o pristúpení Slovenskej republiky k Európskej únii zaviazala ako svoju peňažnú menu zaviesť jednotnú menu euro. Zavedenie meny euro znamená, že euro bude výlučné zákonné platidlo podľa osobitných predpisov Európskych spoločenstiev vo všetkých zúčastnených členských štátoch Európskej únie, ktoré zaviedli euro, a v zúčastnených tretích štátoch, ktoré zaviedli menu euro na základe menovej dohody uzavretej s Európskym spoločenstvom podľa osobitných predpisov Európskych spoločenstiev. Zavedením

meny euro dôjde na našom území v poradí k štvrtej menovej reforme, ktorou zanikne slovenská koruna ako národná mena.

Doterajšie charakteristiky meny, že mena je právna forma peňazí na území určitého štátu, vzhľadom na vznik euromeny ako spoločnej meny zoskupenia viacerých štátov, túto všeobecnú definíciu narušili.

Euromenu preto môžeme charakterizovať ako právnu formu peňazí na území určitého zoskupenia štátov. Ide o nadnárodnú menu, pričom platí, že zúčastnené štáty sa vzdali svojich národných mien a spravidla k takémuto zoskupeniu prístupujú dobrovoľne.

Snahy Slovenskej republiky o vstup do eurozóny znamenali, že vláda Slovenskej republiky schválila dňa 27. 9. 2007 návrh zákona o zavedení meny euro v Slovenskej republike, tzv. generálny zákon pre zavedenie eura, ktorý bol schválený v Národnej rade SR a zverejnený v Zbierke zákonov SR pod č. 659/2007 Z. z.

Cieľom zákona je vytvoriť v Slovenskej republike základné právne predpoklady na bezproblémové a úspešné budúce zavedenie meny euro na Slovensku a začlenenie Slovenskej republiky do eurozóny, a to čo najprecíznejším vytvorením generálneho právneho rámca v Slovenskej republike na organizované a plynulé riešenie všetkých kľúčových záležitostí na Slovensku, ktoré súvisia s prechodom na menu euro, jednak už v procese prípravy na zavedenie eura na Slovensku, a tiež počas samotného prechodu z doterajšej slovenskej meny na menu euro pri zavedení eura v Slovenskej republike.

Uvedený zákon neupravuje podrobnosti týkajúce sa konkrétnych povinností subjektov verejnej správy, podnikateľov a ani ďalších fyzických a právnických osôb. Stanovuje len zásadné rámcové vymedzenie týkajúce sa prechodu na novú menu a tak aj novelizuje tie právne predpisy, ktoré v rámci výmeny peňazí budú mať dopad na chod celej spoločnosti. Ide najmä o zmeny v zákone č. 566/1992 Zb. o Národnej banke Slovenska, v zákone č. 483/2001 Z. z. o bankách, v zákone č. 513/1991 Zb. Obchodný zákonník, v zákone č. 747/2004 Z. z. o dohľade nad finančným trhom a ďalšie legislatívne predpisy.



Zavedie aj Severná Amerika novú menu?

prof. Ing. Božena Chovancová, PhD., Mgr. Nilyufar Kabilova
Ekonomická univerzita v Bratislave

V poslednom období sa na stránkach popredných európskych i amerických odborných časopisov vedie diskusia odborníkov, či aj Severná Amerika bude nasledovať príklad budovania menovej únie v Európe a s tým spojenej jednej meny. Odborníci si kladú viacero otázok: „Chystá sa zjednotenie USA, Kanady a Mexika do severoamerickej únie? Zavedie aj Severná Amerika novú menu? Kto by mohol mať hlavný záujem o zjednotenie, resp. kto by na tom najviac získal?“ Je otázne, či budovanie menovej únie v Severnej Amerike je reálny plán alebo zostane iba na poli špekulácií, ktoré sa objavujú dnes najmä v spojitosti s problémami, s ktorými v súčasnosti zápasí USA.

Treba pripomenúť, že táto myšlienka vznikla už v priebehu 90-tych rokov. O potrebe formovania Severoamerickej menovej únie hovoril ešte známy kanadský ekonóm Herbert G. Grubel z univerzity Frasiera v roku 1999. Severoamerická únia je ekonomické združenie USA s Mexikom a Kanadou. Doterajšie rokovania o jednotnej mene boli iba vo sfére vedeckých výskumníkov, pričom lídri a politici týchto troch krajín tvrdili, že ide len o potenciálnu vzdialenú budúcnosť, a preto nie je dôvod na obavy. Myšlienka únie sa ale objavila opäť v tomto roku a začalo sa opäť diskutovať o spojení troch krajín a vytvorení novej meny. V minulom roku, 20 augusta 2007, sa lídri USA, Kanady a Mexika stretli v Kanade (Quebec) a témou stretnutia sa opäť stala „kontinentálna integrácia“ v zmysle budovania podobného zoskupenia, akým je eurózóna, a to už v roku 2010, čo by v konečnom dôsledku prinieslo nielen spoločné hranice, ale aj spoločnú menu.

Novou menou by malo byť AMERO, ktoré by malo v rámci tzv. dolarizácie spojiť americký dolár s kanadským dolárom a mexickým pesom. Myšlienka vzniku severoamerickej únie na základe Severoamerickej dohody o voľnom obchode z cieľom formovania regionálneho, politického a ekonomického zoskupenia sa stala hlavným predmetom rokovania už na samite v Texase v marci 2005. Možno konštatovať, že najväčší vplyv na tieto názory malo aj budovanie menovej únie v rámci Európy a zavedenie jednotnej meny eura.

Hlavným dôvodom budovania podobnej zóny v Severnej Amerike je negatívny vývoj americkej ekonomiky a oslabenie americkej meny v celosvetovom rozsahu. Preto sa čoraz častejšie ozývajú optimistické názory niektorých amerických ekonómov, že zavedenie novej meny by opäť posilnilo vplyv USA vo svete.

Dnes však ťažko predpovedať, či ide o reálny plán alebo či takéto úvahy zostanú iba na poli vedeckých diskusií. Pokúsime sa však vrátiť trochu do histórie a uviesť niektoré dôležité fakty.

HISTÓRIA PROJEKTU SEVEROAMERICKÁ DOHODA O VOĽNOM OBCHODE

Severoamerická dohoda o voľnom obchode (North American Free Trade Agreement, ďalej len NAFTA) je obchodná dohoda spájajúca Kanadu, Spojené štáty americké a Mexiko do zóny voľného obchodu, podpísaná 17. decembra 1992 prezidentmi USA, Kanady a Mexika. Následne túto dohodu ratifikovali národné parlamenty a účinnosť nadobudla 1. januára 1994. Dohoda o vytvorení pásma voľného obchodu medzi týmito tromi krajinami bola prvou dohodou o voľnom obchode, ktorú medzi sebou uzatvorili priemyselne vyspelé krajiny (USA a Kanada) a rozvojová krajina (Mexiko).

Podpísaním a ratifikáciou dohody došlo k hospodárskemu zjednoteniu územia s rozlohou vyše 21 mil. km² s približne 400 mil. obyvateľov. Najdominantnejšou krajinou v rámci NAFTA sú USA, ktoré sa podieľajú približne 90% celkovej produkcie troch členských krajín.

Obchod Kanady s jej partnermi v rámci dohody NAFTA vzrástol v roku 2005 v porovnaní s rokom 1993 o 122% a zisky dosiahli hodnotu 598,7 bilióna dolárov. Produkcia, ktorú Kanada exportovala do USA vzrástla v rokoch 1994 až 2005 priemerne ročne o 6%. Mexiko profitovalo na bilaterálnych obchodoch najviac, rast za uvedené obdobie predstavoval 296% v porovnaní s rokom 1993. NAFTA má okrem toho pozitívny vplyv aj na investície. Objemom HDP (11,4 bil. USD) je najväčším hospodárskym združením sveta. Jej ekonomiky predstavujú tretinu svetového HDP, 19% svetového vývozu a 25% dovozu.

Vzniku NAFTA predchádzala dohoda o voľnom obchode medzi USA a Kanadou, tzv. CUSFTA, ktorá vstúpila do platnosti 1. januára 1989. NAFTA je v podstate rozšírenou a zdokonalenou podobou CUSFTA, zahŕňa z veľkej časti záväzky Mexika zaviesť taký stupeň liberalizácie obchodu a investícií, aký bol dohodnutý medzi USA a Kanadou pred rokom 1998.



Hlavné zvláštnosti NAFTA spočívajú v skutočnosti, že:

- nezahŕňa trilaterálne pravidlá pre sektor poľnohospodárstva; namiesto toho boli dohodnuté popri CUSFTA dve samostatné bilaterálne dohody medzi USA a Mexikom. Na základe týchto dohôd by sa mal vytvoriť voľný obchod s poľnohospodárskymi produktmi v priebehu 15 rokov;
- okrem voľného tovaru dohoda predpokladá aj voľný pohyb služieb a kapitálu, čím sa odlišuje od klasickej dohody o voľnom obchode, a keďže neobsahuje voľný pohyb pracovných síl, je niekedy považovaná za tzv. obmedzený spoločný trh.

Najvýznamnejšie ustanovenia NAFTA sa týkajú šiestich hlavných oblastí: obchodu s tovarom, pravidiel o pôvode tovarov, investícií, obchodu so službami, ochrany duševného vlastníctva a riešenia sporov.

Hlavné ciele NAFTA:

- odstránenie bariér voľného obchodu a uľahčenie cezhraničného pohybu tovarov a služieb medzi členskými štátmi,
- podpora podmienok vhodných na rozvoj konkurencie v pásme voľného obchodu,
- podstatné zvýšenie investičných príležitostí na území členských štátov,
- zabezpečenie adekvátnej a efektívnej ochrany práv duševného vlastníctva,
- vytvorenie procedúr a efektívnych postupov pri implementácii dohody a pri riešení sporov,
- vytvorenie rámca na ďalšiu trilaterálnu, regionálnu a multilaterálnu spoluprácu, ktorý prispeje k ďalšiemu rozšíreniu dohody a k následnému zvýšeniu výhod pre členské krajiny.

Už od svojich začiatkov bola NAFTA v centre pozornosti viacerých kritikov, pretože už pred jej vznikom dochádzalo k mnohým kontroverziám. Transnacionálne korporácie podporovali vznik a fungovanie NAFTA, pretože dúfali, že nižšie colné tarify a postupné odstraňovanie prekážok voľného obchodu zvýšia v časovom horizonte niekoľkých rokov ich zisky. Na druhej strane pracovné zväzy, najmä v USA a Kanade, nesúhlasili so vznikom tohto zoskupenia, pretože predpokladali, že dôjde k výraznému zvýšeniu nezamestnanosti pre presun výroby do Mexika, kde je nižšia cena pracovnej sily ako v dvoch severných štátoch. Problémy neobišli ani Mexiko, kde mexickí farmári boli tiež proti vzniku NAFTA pre značné subvencie do poľnohospodárstva v USA. Obávali sa, že americké subvencie vyvolajú tlak na ceny mexických poľnohospodárskych produktov. Nižšie ceny poľnohospodárskej produkcie by znamenali zánik veľkého množstva mexických farmárov, ktorí by neboli schopní konkurovať „lacnejšej“ americkej produkcii. Ďalšie kritické hlasy zneli aj z mnohých mimovládnych organizácií na ochranu životného prostredia a pre sociálnu spravodlivosť, ktoré tvrdili, že NAFTA bude mať nepriaznivý mimoekonomický vplyv na zdravie, životné prostredie atď.

Napriek tomu NAFTA stále funguje a rozvíja sa. Na jej základe vznikli aj ďalšie partnerské doho-

dy, napr. Partnerstvo o bezpečnosti a prosperite Severnej Ameriky (Security and Prosperity Partnership of North America, SPP). Po stretnutí prezidentov týchto troch krajín v Texase v roku 2005 sa objavili prvé konkrétne kroky formovania SPP. Aj ministerstvo obchodu USA zriadilo špeciálnu webovú stránku www.spp.gov. Treba doplniť, že rokovania o vzniku severoamerickej únie v súčasnosti prebiehajú hlavne v rámci Partnerstva o bezpečnosti a prosperite Severnej Ameriky.

DISKUSIE O ZAVEDENÍ NOVEJ MENY

Dnes je jasné, že v prípade priaznivých ekonomických podmienok by diskusie o tvorbe jednotnej menovej únie nemali podporu v parlamentoch týchto krajín. Na druhej strane sa prejavujú obavy z ekonomického kolapsu v celosvetovom rozsahu, ktorý by mohol spustiť práve zánik oslabenej americkej meny. Je potrebné vziať do úvahy skutočnosť, že mnohé krajiny sveta vytvárajú devízové rezervy práve v USD. Možno sledovať, že s výrazným ekonomickým rastom Číny a ďalších krajín sa spája aj vyššia tvorba devízových rezerv, ktorá sa tiež dáva do súvisu s oslabením americkej meny a je jedným z faktorov spustenia úverovej krízy. Treba však podotknúť, že takéto procesy oslabovania amerického dolára a prepojenia na úverové krízy sa už v dejinách niekoľkokrát zopakovali, ale americká ekonomika vždy dokázala prekonať aj nepriaznivé momenty svojho vývoja.

Znehodnocovanie americkej meny sa podobne ako v 70-tych rokoch pri ropných šokoch spája s enormným rastom ceny ropy. Obrovské špekulácie, ktoré sa v súčasnosti realizujú na trhu ropy a následné prasknutie bubliny by mohli pri súčasnom výraznom oslabení dolára spôsobiť katastrofu i v bohatých ropných krajinách. Niektoré krajiny preto začínajú prechádzať na tvorbu devízových rezerv v eurách a objavujú sa aj názory (týka sa to najmä obchodovania s ropou) podporujúce tvorbu vlastných regionálnych mien. Nedávno napr. aj vláda Africkej únie predstavila verejnosti zámer zaviesť do roku 2010 jednotnú kontinentálnu menu „zlatý Mandela“, o možnosti jednotnej meny diskutujú aj ďalšie krajiny ako Saudská Arábia, Kuvajt, Irán.

Názory na menovú úniu sa však rozchádzajú aj v samotnej Severnej Amerike. Vyplýva to z veľkých rozdielov medzi týmito krajinami. Značné rozdiely sú aj medzi vyspelými krajinami tohto zoskupenia, akými sú USA a Kanada. Kým USA je trhová ekonomika z nižším sociálnym zázemím, Kanada sa naopak prezentuje ako ekonomika s dobre vybudovaným sociálnym systémom. Keďže v tomto zoskupení hrajú hlavnú úlohu USA, sú obavy aj v Kanade, že pri tvorbe menovej únie môže dôjsť k oslabeniu sociálneho systému. Projekt naráža aj na problém chudobného Mexika, ktoré má štatút rozvíjajúcej sa trhovej ekonomiky (*emerging market*) s neporovnateľne nižšou ekonomickou úrovňou i samotnou životnou úrovňou obyvateľstva. Samozrejme, že je potrebné zabezpečiť Mexičanom porovnateľne vysoký plat, ako by mali v USA, a výrobcom poskytnúť úvery na vybudovanie no-



Komparácia blokov (rok 2004)

Regionálny blok	Rozloha (km ²)	Počet obyvateľov	HDP (mil. USD)	HDP na osobu (USD)	Krajiny
EFTA	529 600	12 233 467	471 547	38 546	4
EU	4 325 675	496 198 605	12 025 415	24 235	27
EurAsEC	20 789 100	208 067 618	1 689 137	8 118	6
SAARC	5 136 740	1 467 255 669	4 074 031	2 777	8
CCASG/GCC	2 285 844	35 869 438	536 223	14 949	6
NAFTA	21 588 638	430 495 039	12 889 900	29 942	3
ASEAN	4 400 000	553 900 000	2 172 000	4 044	10
PARTA	528 151	7 810 905	23 074	2 954	14 + 2
CARICOM	462 344	14 565 083	64 219	4 409	14 + 1
CSN	17 339 153	370 158 470	2 868 430	7 749	10
CACM	422 614	37 816 598	159 536	4 219	5
Agadir	1 703 910	126 066 286	513 674	4 075	4
EAC	1 763 777	97 865 428	104 239	1 065	3
COMESA	3 779 427	118 950 321	141 962	1 193	5
ECOWAS	5 112 903	251 646 263	342 519	1 361	15
CEMAC	3 020 142	34 970 529	85 136	2 435	6
SACU	2 693 418	51 055 878	541 433	10 605	5
GAFTA	9 421 946	280 722 410	N/A	4 778	17 + 4

Popis skratiek:

EFTA – Central African Economic and Monetary Community; EU – European Union; EurAsEC – Eurasian Economic Community; SAARC – South Asian Association for Regional Cooperation; CCASG/GCC – Cooperation Council for the Arab States of the Gulf/Gulf Cooperation Council; NAFTA – North American Free Trade Agreement; ASEAN – Association of Southeast Asian Nations; CARICOM – Caribbean Community; CACM – Central American Common Market; Agadir Agreement – Jordan, Tunis, Egypt, Morocco; EAC – East African Community; COMESA – Common Market for Eastern and Southern Africa; ECOWAS – The Economic Community of West African States; SACU – Southern African Customs Union; GAFTA – Greater Arab Free Trade Area.

Nové zoskupenia:

PIF – Pacific Islands Forum; PICTA – Pacific Island Countries Trade Agreement.

vých tovární v Mexiku. Tým by sa rozbehol nový dlhový cyklus, ale už v novej mene. Pripojenie chudobného rozvíjajúceho sa Mexika by zatiaľ uspokojilo dopyt USA a Kanady najmä po lacnej pracovnej sile.

Mexiko, na druhej strane, má obrovský potenciál rastu a v súčasnosti je jedným z popredných producentov ropy. Ak Jim O'Neill (ekonóm investičnej banky Goldman Sachs označil na začiatku roku 2001 krajiny BRIC (Brazília, Rusko, India, Čína) za krajiny s najväčším potenciálom rastu v budúcnosti, zrejme ani nepredpokladal taký enormný záujem investorov a také vysoké tempá rastu. V roku 2005 prišiel opäť s novou kategorizáciou krajín, tzv. Next 11, kde má svoje zastúpenie aj Mexiko. Mexiko sa považuje v súčasnom investorskom svete za krajinu s podobným potenciálom ako krajiny BRIC.

Optimistické názory hovoria o tom, že zavedenie jednotnej meny v rámci Severnej Ameriky by posilnilo aj vplyv USA vo svete. Je však namieste otázka, akým spôsobom by sa realizoval prepočet na novú menu. Silnejú aj názory, ktoré tvrdia, že do 10 rokov sa bude tento proces realizovať aj vzhľadom na globalizačné tendencie a procesy s rozširovaním menovej únie v rámci EÚ.

Určitým medzníkom v tomto vývoji môže byť už táto jeseň. Ekonomickí analytici vychádzajú z týchto základných predpokladov:

- FED (Federal Reserve System) zrejme prestane stimulovať burzu pomocou úrokových sadzieb, čo ale môže spôsobiť vlnu ďalších bankrotov, ktoré sa prenesú z finančného sektora na reálnu ekonomiku.
- Svet zasiahla inflácia, ktorá negatívne ovplyvňuje aj rovnováhu medzi ponukou a dopytom. To sa odzrkadlilo i v USA s jasným previsom ponuky nad dopytom.
- Ak do tohto procesu zasiahne vláda v snahe stimulovať trh, povedie to k ďalšiemu rastu deficitu verejných financií, ktoré už dnes majú obrovský deficit. Keďže bežný rozpočtový rok v USA sa začína 1. októbra, september je obdobím, keď vláda bude musieť vyplatiť investorom úroky z prefinancovaného štátneho dlhu, čím sa napätie v štátnom rozpočte zvýši.
- Do tohto procesu vstupujú aj jesenné prezidentské voľby, ktorých výsledok môže tiež zásadným spôsobom ovplyvniť tento proces.

Na záver možno len konštatovať, že pri súčasných globalizačných procesoch je problém tvorby menovej únie otvorený vo viacerých finančných centrách a zoskupeniach. V tabuľke uvádzame prehľad najznámejších svetových integračných zoskupení, z ktorých už niektoré prejavili snahu o budovanie menovej únie.

Literatúra:

- Kotlebová, J.: Medzinárodné finančné centrá. Iura Edition, Bratislava 2005.
- Media International Group http://www.mignews.com/news/economics/world/101007_140841_16518.html.
- Security and Prosperity Partnership of North America www.spp.gov.
- Council on Foreign Relations http://www.cfr.org/publication/8102/building_a_north_american_community.html.
- Centre for Research on Globalization <http://www.globalresearch.ca/index.php?context=va&aid=7854>.
- Časopis „Own Capital“ http://www.lkapital.ru/articles_review_1_59.htm?PHPSESSID=a4fe98b038a6ccb01e1087b4441b6fd.
- Časopis „InoCMI“ <http://www.inosmi.ru/translation/238746.html>.



JAROSLAVA DURČÁKOVÁ
– MARTIN MANDEL

MEZINÁRODNÍ FINANCE

3. rozšírené a doplnené
vydanie
Management Press
Praha 2007, 487 strán

Po štyroch rokoch od druhého vydania publikácie *Mezinárodní finance* sa na trh odbornej literatúry dostáva jej 3. rozšírené a doplnené vydanie. Prepracované a doplnené sú časti týkajúce sa transakčnej, ekonomickej a účtovnej devízovej expozície, priamych a portfóliových investícií, systémov devízových kurzov a medzinárodných finančných a menových inštitúcií. Autori tiež rozšírili počet príkladov v časti o devízových operáciách, aktualizovali rozhodujúcu časť číselných radov a zabezpečili nadväznosť čiastkových vecných informácií na teoretický základ. Zmenili aj rozčlenenie práce.

Obsah práce je rozčlenený do 14 kapitol, ktoré sú zoradené do štyroch ucelených častí:

1. Platobná bilancia a devízový trh.
2. Fundamentálna a technická analýza devízového trhu.
3. Devízový trh, devízové operácie a devízová expozícia.
4. Medzinárodné investovanie.

Takáto štruktúra práce je premyslená a vedie čitateľa k štúdiu od základných kategórií, operácií a faktov medzinárodných financií k zložitejším. Svedčí o odbornosti a skúsenostiach autorov, ktorí sa zaoberajú danými otázkami dlhodobo a dokážu podať danú problematiku jednoducho, teoreticky i odborne na zodpovedajúcej úrovni a zaujať čitateľov.

V prvej časti *Platobná bilancia a devízový trh* sa autori venujú vymedzeniu vonkajších ekonomických vzťahov, platobnej bilancii a devízovému trhu. Podávajú základnú charakteristiku platobnej bilancie, jej obsah, štruktúru, význam pri bilancovaní medzinárodných peňažných vzťahov z hľadiska určitého štátu i celosvetového hľadiska. Autori poukazujú na vplyv platobnej bilancie na formovanie devízového kurzu prostredníctvom formovania devízovej ponuky a devízového dopytu na devízových trhoch a na spätnú väzbu menového kurzu a platobnej bilancie. Ďalej charakterizujú devízový trh ako segment finančného trhu, jeho štruktúru a základné funkcie.

Druhá časť publikácie *Fundamentálna a technická analýza devízového kurzu* sa venuje vybraným otázkam fundamentálnej analýzy devízového kurzu, paritným vzťahom a prognózovaniu menového kurzu. Vychádza z tradičných teórií menového kurzu, ako sú teória parity kúpnej sily a inflačný diferenciál, teória parity úrokovej miery a inflačný diferenciál, a ďalších teórií a naznačuje hlavné smery rozvoja teórií menového kurzu v súčasnosti. Pri technickej analýze sa vysvetľuje súvislosť medzi fundamentálnou a technickou analýzou a štatistické a matematické metódy, ktoré sa používajú pri technickej analýze menového kurzu.

Pomerne rozsiahlou časťou publikácie je tretia časť s názvom *Devízový trh, devízové operácie a devízová expozícia*. V tejto časti autori vysvetľujú podstatu, funkcie a miesto obchodovania pri jednotlivých druhoch termínových devízových a menových obchodov, a to pri forwardoch, swapoch, futures a opciách. Hlavnú pozornosť venujú technikám devízových operácií a prepojenosti promptných a termínových devízových trhov.

Reagujú na súčasný dynamický rozvoj finančných derivátov, na rast rizík v súvislosti so zvýšením pohybu devízových kurzov a úrokových mier. V tejto časti autori venujú pozornosť riadeniu devízovej expozície, t. j. citlivosti hodnoty aktív, pasív a peňažných tokov vyjadrených v domácej mene na zmeny menového kurzu, a riadeniu devízového rizika.

Štvrtá a posledná časť publikácie *Medzinárodné investovanie* je venovaná rozhodovacím procesom v oblasti zahraničného investovania pri priamych i portfóliových investíciách. Vychádza z analýzy motívov investovania, spôsobov výpočtu efektívnosti priamych zahraničných investícií a informuje čitateľa aj o otázkach medzinárodného zdanenia a rizika krajiny. Uvádza odlišnosti rozhodovacích procesov pri nepriamych zahraničných investíciách, rieši otázky medzinárodnej diverzifikácie aktív, upozorňuje na zvýšené riziko zahraničného investovania z dôvodu vplyvu devízového kurzu a poukazuje na možnosť jeho riešenia pomocou modelu CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Táto časť obsahuje aj základné otázky euromenového a eurokapitálového trhu, ktoré sa v odbornej domácej literatúre často vynechávajú.

V tejto časti publikácie autori upozorňujú na makroekonomický rámec fungovania medzinárodných financií, ktorý predstavuje platný medzinárodný menový systém, medzinárodné peňažné inštitúcie a ich inštrumentárium. Súčasný medzinárodný menový systém ovplyvňuje celosvetovo menové a devízové politiky členských štátov Medzinárodného menového fondu, používané systémy menových kurzov, zostavovanie a vyrovnanie platných bilancií, medzinárodnú likviditu, hospodárske politiky členských štátov a ďalšie. V predkladanej publikácii sa táto problematika podáva historicky a v dvoch líniách, a to jednak celosvetovej menovej a finančnej integrácie a jednak regionálnej – európskej menovej a finančnej integrácie.

Obsah práce sa vcelku zhoduje s podobnými prácami z oblasti výkladu medzinárodných financií, ktoré kladú väčší alebo menší dôraz na jednotlivé otázky medzinárodných financií. Autori túto publikáciu určili predovšetkým študentom denného štúdia, kombinovaného alebo dištančného štúdia ekonomického zamerania, ale pre svoj komplexný, jasný a kvalifikovaný obsah bude prínosom aj pre pracovníkov hospodárskej praxe na rôznych úrovniach riadenia a možno ju použiť aj pri výskumnej práci.

Publikácia *Mezinárodní finance* je dielom dvoch erudovaných autorov, ktorí urobili značný rozsah práce pri vymedzení obsahu a štruktúry medzinárodných financií a posunuli úroveň výkladu medzinárodných financií vyššie. Je to publikácia, ktorá umožní čitateľovi oboznámiť sa so zložitými javmi prebiehajúcimi v medzinárodných financiách a využiť ich vo svoj prospech.

prof. Ing. Anežka Jankovská, CSc.

Katedra bankovníctva a medzinárodných financií
Ekonomická univerzita v Bratislave



Z rokovania Bankovej rady NBS

31. rokovanie Bankovej rady Národnej banky Slovenska (BR NBS) sa uskutočnilo 22. júla 2008. Rokovanie viedol viceguvernér NBS Viliam Ostrožlík.

BR NBS schválila a prerokovala:

1) Pravidelnú Správu o plnení a postupe príprav na zavedenie eura v NBS a Interný plán NBS na zavedenie eura. Príprava postupuje v súlade s interným plánom NBS na zavedenie eura a Národným plánom zavedenia eura v SR.

2) Materiál Analýza konvergenencie Slovenskej republiky. Materiál je v plnom znení publikovaný na internetovej stránke NBS.

32. rokovanie Bankovej rady Národnej banky Slovenska (BR NBS) sa uskutočnilo 29. júla 2008. Rokovanie viedol viceguvernér NBS Viliam Ostrožlík.

BR NBS prerokovala a schválila:

1) Situačnú správu o menovom vývoji v SR za jún 2008 a rozhodla ponechať úrokové sadzby na úrovni 2,25 % pre jednoduchové sterilizačné obchody, 5,75 % pre jednoduchové refinančné obchody a 4,25 % pre dvojtyždňové repo tendre s obchodnými bankami.

2) Opatrenie Národnej banky Slovenska o spôsobe preukazovania splnenia podmienok na udelenie povolenia na vznik a činnosť správcovskej spoločnosti. Toto opatrenie upravuje udeľovanie povolenia na vznik a činnosť správcovskej spoločnosti podľa zákona o kolektívnom investovaní. Opatrenie nadobudne účinnosť 1. septembra 2008.

34. rokovanie Bankovej rady Národnej banky Slovenska (BR NBS) sa uskutočnilo 12. augusta 2008. Rokovanie viedol guvernér NBS Ivan Šramko.

BR NBS prerokovala a schválila:

1) Úpravu rozpočtu NBS na rok 2008. Rozpočtovaná prevádzková strata sa zvyšuje o 45 mil. Sk na celkový objem 1 982 mil. Sk. Rozpočet emisie obehiva sa zvyšuje o 321 mil. Sk na celkový objem 1 655 mil. Sk. V rozpočte investícií sa výdavky znižujú o 2 mil. Sk na celkový objem 380 mil. Sk. Úprava rozpočtu bola vyvolaná požiadavkami spojenými so zavedením meny euro.

2) Priebežnú účtovnú závierku a správu o výsledku hospodárenia NBS k 30.6.2008. Tlačová správa o hospodárskom výsledku NBS k 30.6.2008 bola uverejnená dňa 14. júla 2008 a je dostupná aj na www.nbs.sk.

Etický kódex má tisíceho signatára

K Etickému kódexu pre zavedenie eura sa prihlásilo už viac ako 1 000 subjektov. Tisícim signatárom, ktorý využil registráciu prostredníctvom internetovej stránky www.euromena.sk, sa 5. augusta stal prevádzkovateľ penziónu v obci Banka pri Piešťanoch.

Počet signatárov výrazne vzrástol najmä po 24. júli, keď kancelária splnomocnenca vlády pre zavedenie eura spolu s Národnou bankou Slovenska začali signatárom zasielať identifikačné nálepky s ústredným sloganom projektu – „Mením menu, nie cenu“ a súčasne odštartovali na túto tému aj mediálnu kampaň.

„Za posledné dva týždne sa počet tých, ktorí sa zaviazali nezneužiť euro na neodôvodnené cenové pohyby, viac ako strojnásobil“, povedal splnomocnenec vlády pre zavedenie eura Igor Barát. Podľa jeho slov medzi tisícok signatárov sú maloobchodné reťazce, drobné obchody či poskytovatelia služieb, telekomunikační operátori ako aj banky, malí podnikatelia a živnostníci, ale tiež aj obce a mestá, či dokonca niektoré samosprávne kraje.

„Tisícka signatárov v skutočnosti znamená vyše dvanásťtisíc obchodov, predajní a iných rôznych prevádzok po celom Slovensku“, vysvetlil I. Barát s tým, že viacerí signatári sú veľké podniky so stovkami, niekedy až tisíckami, pobočiek. Každý signatár totiž podľa jeho slov dostane toľko nálepiek, koľko má svojich prevádzok. Doteraz splnomocnencov tím odovzdal alebo rozoslal 12 590 nálepiek.

Etický kódex pre zavedenie eura je dobrovoľný projekt, ktorého cieľom je vytvoriť priaznivú atmosféru a upevniť vzájomnú dôveru medzi podnikateľmi a spotrebiteľmi v čase prechodu na euro, najmä vďaka záväzku podnikateľa, že nebude ceny svojich služieb a produktov zvyšovať bez objektívnych opodstatnených príčin. Dodržiavanie záväzku bude kancelária splnomocnenca monitorovať, v prípade porušenia bude signatárov vyzývať na nápravu, resp. za závažné porušenie signatárovi nálepku odíme.

Projekt vznikol v spolupráci s Podnikateľskou alianciou Slovenska a svoju obdobu mal aj počas zavedenia eura na Malte v podobe projektu FAIR.

1 cent = 0,30 Sk	6 centov = 1,81 Sk	15 centov = 4,52 Sk	50 centov = 15,06 Sk
2 centy = 0,60 Sk	7 centov = 2,11 Sk	20 centov = 6,03 Sk	60 centov = 18,08 Sk
3 centy = 0,90 Sk	8 centov = 2,41 Sk	25 centov = 7,53 Sk	70 centov = 21,09 Sk
4 centy = 1,21 Sk	9 centov = 2,71 Sk	30 centov = 9,04 Sk	80 centov = 24,10 Sk
5 centov = 1,51 Sk	10 centov = 3,01 Sk	40 centov = 12,05 Sk	90 centov = 27,11 Sk

1 € = 30,13 Sk	26 € = 783,28 Sk	51 € = 1 536,43 Sk	76 € = 2 289,58 Sk
2 € = 60,25 Sk	27 € = 813,40 Sk	52 € = 1 566,55 Sk	77 € = 2 319,70 Sk
3 € = 90,38 Sk	28 € = 843,53 Sk	53 € = 1 596,68 Sk	78 € = 2 349,83 Sk
4 € = 120,50 Sk	29 € = 873,65 Sk	54 € = 1 626,80 Sk	79 € = 2 379,95 Sk
5 € = 150,63 Sk	30 € = 903,78 Sk	55 € = 1 656,93 Sk	80 € = 2 410,08 Sk
6 € = 180,76 Sk	31 € = 933,91 Sk	56 € = 1 687,06 Sk	81 € = 2 440,21 Sk
7 € = 210,88 Sk	32 € = 964,03 Sk	57 € = 1 717,18 Sk	82 € = 2 470,33 Sk
8 € = 241,01 Sk	33 € = 994,16 Sk	58 € = 1 747,31 Sk	83 € = 2 500,46 Sk
9 € = 271,13 Sk	34 € = 1 024,28 Sk	59 € = 1 777,43 Sk	84 € = 2 530,58 Sk
10 € = 301,26 Sk	35 € = 1 054,41 Sk	60 € = 1 807,56 Sk	85 € = 2 560,71 Sk
11 € = 331,39 Sk	36 € = 1 084,54 Sk	61 € = 1 837,69 Sk	86 € = 2 590,84 Sk
12 € = 361,51 Sk	37 € = 1 114,66 Sk	62 € = 1 867,81 Sk	87 € = 2 620,96 Sk
13 € = 391,64 Sk	38 € = 1 144,79 Sk	63 € = 1 897,94 Sk	88 € = 2 651,09 Sk
14 € = 421,76 Sk	39 € = 1 174,91 Sk	64 € = 1 928,06 Sk	89 € = 2 681,21 Sk
15 € = 451,89 Sk	40 € = 1 205,04 Sk	65 € = 1 958,19 Sk	90 € = 2 711,34 Sk
16 € = 482,02 Sk	41 € = 1 235,17 Sk	66 € = 1 988,32 Sk	91 € = 2 741,47 Sk
17 € = 512,14 Sk	42 € = 1 265,29 Sk	67 € = 2 018,44 Sk	92 € = 2 771,59 Sk
18 € = 542,27 Sk	43 € = 1 295,42 Sk	68 € = 2 048,57 Sk	93 € = 2 801,72 Sk
19 € = 572,39 Sk	44 € = 1 325,54 Sk	69 € = 2 078,69 Sk	94 € = 2 831,84 Sk
20 € = 602,52 Sk	45 € = 1 355,67 Sk	70 € = 2 108,82 Sk	95 € = 2 861,97 Sk
21 € = 632,65 Sk	46 € = 1 385,80 Sk	71 € = 2 138,95 Sk	96 € = 2 892,10 Sk
22 € = 662,77 Sk	47 € = 1 415,92 Sk	72 € = 2 169,07 Sk	97 € = 2 922,22 Sk
23 € = 692,90 Sk	48 € = 1 446,05 Sk	73 € = 2 199,20 Sk	98 € = 2 952,35 Sk
24 € = 723,02 Sk	49 € = 1 476,17 Sk	74 € = 2 229,32 Sk	99 € = 2 982,47 Sk
25 € = 753,15 Sk	50 € = 1 506,30 Sk	75 € = 2 259,45 Sk	100 € = 3 012,60 Sk

