ODBORNÝ BANKOVÝ ČASOPIS
FEBRUÁR 1996
ROČNÍK 4

BANKING JOURNAL
FEBRUAR 1996
VOLUME IV

BIATEC

NÁRODNÁ
BANKA
SLOVENSKA

NATIONAL
BANK OF
SLOVAKIA

2

Zomrel tvorca menovej politiky NBS

RNDr. Ing. Štefan Adamec, CSc.

Banková verejnosť prijala s veľkým zármutkom úmrtie člena Bankovej rady a vrchného riaditeľa menového úseku Národnej banky Slovenska Štefana Adamca. Slovenská makroekonómia a peňažníctvo stratili jednu z vedúcich osobností.

Štefan Adamec pôsobil do roku 1990 ako vedecký pracovník v oblasti ekonomického plánovania a automatizácie v riadení. Bol riaditeľom odboru ekonomickej a sociálnej stratégie na Ministerstve pre hospodársku stratégiu SR. Od roku 1991 bol vedúcim oddelenia bankových analýz a prognóz v bývalej Štátnej banke česko-slovenskej, hlavnom ústave pre SR. Stál pri zrode Národnej banky Slovenska.

Od 1. januára 1993 pôsobil ako riaditeľ jej menového odboru. Rozhodujúcou mierou sa pričinil o vybudovanie menovej politiky slovenskej centrálnej banky a o stabilizáciu slovenskej meny. Od 6. apríla 1994 bol členom Bankovej rady Národnej banky Slovenska. Od 1. januára 1995 bol menovaný do funkcie vrchného riaditeľa menového úseku NBS. Štefan Adamec bol aj členom Rady vlády SR pre integráciu Slovenskej republiky do Európskej únie.

Spolupracovníci si vážili Štefana Adamca ako dobrého človeka a vynikajúceho odborníka.

V živote človeka sú chvíle, ktoré prinášajú nástojčivý pocit chcieť zastaviť čas, vrátiť ho do minulosti, aby mohol vnímavejšie chápať a lepšie rozumieť ľuďom a dejom vôkol nás. Takáto chvíľa zastala v nás v okamihu, keď sme sa dozvedeli, že náš kolega Štefan Adamec už nikdy nepríde medzi nás do každodenného sveta.

Zostáva veľmi málo možností a schopností vyjadriť vzťah k tak neobyčajne všestrannému človeku, akým bol Štefan Adamec. Obdivovali sme jeho schopnosť vnímať život vo všetkých jeho dimenziách. Triezve racionálne videnie sveta očami matematika-ekonóma mu nebránilo vyznávať lásku a obdiv k umeniu, histórii, prírode a športu. O jeho širokých záujmoch sme sa dozvedali postupne. Častokrát nás prekvapoval nielen rozsahom vedomostí, ale i hlbokou znalosťou vecí a múdrosťou ich sprostredkovania.

Štefanovi Adamcovi chceme vyjadriť úctu. Úctu k jeho osobným vlastnostiam a postojom. Kultivovaný spôsob jeho komunikácie s okolím nebol iba povrchnou prezentáciou, ale výrazom vnútorne prítomných morálnych princípov. Mal vo veľkej vážnosti hodnoty, akými sú hrdosť, mravnosť, charakter a svedomie. Tieto hodnoty ponúkal i očakával.

Štefanovi Adamcovi chceme vyjadriť poďakovanie. Poďakovanie za jeho schopnosti, ktorými sa výraznou mierou pričinil o pozitívny menový vývoj na Slovensku. Poďakovanie za kultivovanú odbornú prezentáciu Národnej banky Slovenska v zahraničí.

Poďakovanie za zodpovednosť a múdrosť, s akou vykonával úlohy člena najvyššieho orgánu centrálnej emisnej banky. Poďakovanie za skromnosť, náročnosť, usilovnosť, korektnosť a zmysel pre spravodlivosť – vlastnosti a schopnosti, ktoré ponúkal svojim spolupracovníkom.

Náš spolupracovník zanechal po sebe zreteľnú stopu. Nie je predsa málo v živote človeka stať sa uznávaným vedeckým pracovníkom viacerých výskumných pracovísk,

spoluzakladateľom Národnej banky Slovenska, členom Bankovej rady NBS,
tvorcom menovej politiky Slovenskej republiky,
zodpovedným, čestným, harmonickým človekom.

A to je iba časť svedectva, ktoré nám Štefan Adamec zanechal.

S hlbokou úctou a vďakou zostáva v našich mysliach.

Ing. Vladimír Masár
guvernér NBS

Obsah/Contents

NA AKTUÁLNU TÉMU

Ing. Juraj Jánošík
Menové nástroje a niektoré súvislosti s finančným systémom
The Instruments of Monetary Policy Vis-à-Vis The Financial System 2, 31

Ing. Pavol Kyjac
Plnenie dlhovej služby v roku 1995
Debt Servicing in 1995 6,34

Ing. Denisa Grešlíková
Uplatnenie faktoringu pri vývoze
Utilizing the Factoring in Exports 9

ZO ZAHRANIČIA

Doc. Dr. Dušan Mramor
Kapitálový trh v Slovinsku
Capital Market in Slovenia 11

PRÍLOHA

Prof. Ing. Irena Hlavatá,CSc.
Regulovanie ponuky peňazí
Regulating the Money Supply 15

POSTREHY • PODNETY

Ing. Radoslav Tomek
Deriváty hypotekárnych cenných papierov
Derivative Mortgage Backed Securities 23

PLATIDLÁ

Rozália Boskovičová
Nová 100 USD bankovka
The New US$ 100 Bill 26

PAMÄTNÉ MINCE

Ing. Dagmar Flaché
Samuel Jurkovič - v službách národa
Prvá pamätná minca vydaná v roku 1996
Samuel Jurkovič - In the Service of the Nation
The First Commemorative Coin Issued in 1996 28

BIATEC
Odborný bankový časopis
februar 1996

Vydavateľ:
Národná banka Slovenska

Published by
National Bank of Slovakia

Redakčná rada/Editorial Council:
Ing. Vladimír Masár (predseda), Mgr. Soňa Babincová, PhDr. Eva Barlíková, Ing. Adam Celušák, CSc., Prof. Ing. Irena Hlavatá, CSc., Ing. Štefan Králik, Ing. Jozef Kreutz, Doc. Ing. Jozef Makúch, CSc., Ing. Gabriela Miklošová, Doc. Ing. Anna Pilková, CSc. MBA, Ing. Vladimír Valach

Redakcia/Editorial Staff:
šéfredaktorka/Editor in Chief
Mgr. Soňa Babincová ☎ 210 4406
zástupkyňa šéfredaktorky/Editor
Ing. Alica Polónyiová ☎ 210 3400
výtvarná redaktorka/Graphics Editor
Anna Chovanová ☎ 210 4536

Adresa redakcie/Editorial Office:
Národná banka Slovenska
redakcia BIATEC
Štúrova 2, 818 54 Bratislava
tel.: 210 3034, 210 4406, 210 3400,
fax: 210 3035

Objednávky a predplatné
prijíma redakcia: na časopis: ☎ 210 3034
na inzerciu: ☎ 210 4536
Počet vydaní: 12 - krát do roka

Cena jedného výtlačku: 19,10 Sk vrátane DPH

Ročné predplatné: 229 Sk vrátane DPH

Tlač a distribúcia:
Printed and Distributed by:
i + i print, spol. s r.o.
Ondavská 3, 826 47 Bratislava

Termín odovzdania rukopisov:
5. 2. 1996

Dátum vydania: 19. 2. 1996

Podávanie novinových zásielok povolené Riaditeľstvom poštovej prepravy Pošta Bratislava 12 zo dňa 24. 3. 1994 č. j. 290/94

Registračné číslo:
MK SR 698/92
ISSN 1335 - 0900

1. strana obálky/Front Cover:
Strieborná baroková kartuša kremnickej mincovne z roku 1736
The Silver Baroque Cartouche of the Kremnica Mint from 1736

Foto: Mikuláš Červeňanský

MENOVÉ NÁSTROJE A NIEKTORÉ SÚVISLOSTI S FINANČNÝM SYSTÉMOM

Ing. Juraj Jánošík
Národná banka Slovenska

Uchovanie a stabilizácia finančného systému

Menová politika a jej menové nástroje ako ekonomicko-technický spôsob uskutočňovania menovej politiky sa postupne vyvíjajú od začiatku reformy bankového systému. Osobitnou etapou bol rok 1993 súvisiaci s podstatnou zmenou ekonomických a spoločenských podmienok. Začiatok, ale ide takmer o celý rok 1993, bol značne rizikový. Hlavné tendencie v domácom finančnom systéme sa sústreďovali na minimalizáciu problémov, funkčnosť jednotlivých prvkov a zdôrazňovala sa najmä dostatočnosť peňažnej masy na zabezpečenie potrebného reprodukčného procesu a možná neistota rozpočtovej politiky. V tomto období sa Národná banka Slovenska (NBS, centrálna banka) usilovala o zachovanie kontinuity s predchádzajúcim vývojom a uplatňovanie takých postupov, ktoré by v čo najmenšej miere negatívne ovplyvňovali finančný a osobitne bankový systém. Pre externý sektor bola typická zásadná neistota hodnotového vyjadrenia domácej meny odrážajúca politicko-ekonomické vplyvy, ktoré našli vyvrcholenie v devalvácii slovenskej koruny v júli 1993. Nástroje devízovej politiky v podstate plnili ochrannú, pasívnu funkciu, zabraňujúc úbytku devízových rezerv (obmedzenia na devízovom fixingu), sprevádzané aktívnou politikou ich postupného vytvárania (zdroje zo zahraničných medzinárodných a medzivládnych inštitúcií, prípadne kapitálových trhov). V tomto období boli hlavnými nástrojmi centrálnej banky úverové limity, systém refinancovania (reeskont, neskôr eskont exportných zmeniek) a povinné minimálne rezervy. Rok 1993 je rokom uchovania systému a jeho stabilizácie.

Dôraz na stabilitu meny

V nasledujúcom roku dochádza k zásadnej zmene tendencie. Stabilizuje sa vonkajšia a vnútorná menová situácia. Tlaky na devalváciu ustávajú a úvahy o jej primeranosti majú nezanedbateľný politický charakter, dochádza k zásadnému znižovaniu miery inflácie. Výsledkom je vyššia miera stabilizácie domáceho podnikateľského sektora, zvyšujúca sa dôvera v domácu menu, aj keď pochybnosti o ďalšom vývoji logicky pretrvávajú. Centrálna banka sa však dostala do kvalitatívne odlišného prostredia, kde kľúčovú úlohu zohrával vonkajší sektor charakterizovaný čistými zahraničnými aktívami (zmena za rok 1994 52,9 mld. Sk). Toto sa prejavilo v spôsobe financovania štátneho rozpočtu a presmerovaní krytia jeho schodku (22,4 mld. Sk) do štátnych pokladničných poukážok. Súčasne sa zaznamenáva v časti bankovej komunity kritickejší pohľad na úverovanie a hľadisko kvantity, dosť často zdôrazňované v predchádzajúcom období, je čiastočne nahrádzané zásadnou požiadavkou na kvalitu a zabezpečenie projektov. Úverový vývoj v roku 1994 je centrálnou bankou takmer počas celého roku plne akceptovateľný, čo vedie k postupnému obmedzovaniu priamych menových nástrojov, úverových limitov. Súčasne v druhej polovici roka sa končí výraznejšie využívanie refinančných úverov, osobitne aukčného refinančného úveru, ktorý bol niekoľko rokov pre domáci bankový systém mimoriadne dôležitý. Táto situácia svedčí o zvyšujúcej sa peňažnej saturácii ekonomiky, aj keď naďalej zostávajú zachované viaceré disproporcie, ako napr. platobná neschopnosť časti podnikovej sféry, pravdepodobne súvisiaca najmä s jej nedokončenou reštrukturalizáciou.

Z pohľadu menového pôsobenia centrálnej banky možno zvýrazniť popri klasických nástrojoch (povinné minimálne rezervy a úverové limity) využívanie rozpočtových zámerov na plnenie menových cieľov. Išlo o prebiehajúce emisie štátnych cenných papierov a prostredníctvom nich o sťahovanie voľnej likvidity bankového systému. Na peňažnom trhu boli v priebehu roka emitované prostredníctvom 60 emisií krátkodobé štátne pokladničné poukážky so splatnosťou od 28 do 287 dní v celkovej sume 128,9 mld. Sk. Dôležitá bola ale najmä tá skutočnosť, že centrálna banka si v závere roku 1995 vytvorila základné dispozičné portfólio (asi 1,5 mld. Sk) využívané na uskutočňovanie obchodov na voľnom trhu. Kladne možno hodnotiť vytvorenie fungujúceho sekundárneho trhu s týmito cennými papiermi. Štátne dlhopisy boli v roku 1994 predané v sume 8 260,4 mil. Sk, čo je takmer trojnásobný nárast oproti roku 1993. Z hľadiska úrokového

výnosu išlo o vstupné obdobie, o čom svedčí aj vysoký úrokový výnos uskutočnených emisií.

V roku 1994 najmä na základe uspokojivej miery inflácie 11,7 % (v roku 1993 25,1 %), akceptovateľnej peňažnej masy (prírastok 18,8 %), zmeny externej pozície z pasívnej na aktívnu, priaznivého neinflačného vývoja úverov obchodných bánk a vytvorenia predpokladov na využívanie cenných papierov na plnenie menových zámerov sa vytvorili dobré podmienky na uplatňovanie stabilizačnej menovej politiky. Táto skutočnosť našla odraz aj v profilovaní menových nástrojov na rok 1995. Jednoznačne bola potvrdená tendencia trhových postupov pri doplnkovom, výberovom a dočasnom využívaní niektorých špecifických oprávnení (úverové limity uplatňované len pre vybranú skupinu bánk, minimalizácia refinančných úverov od druhej polovice roka). Súčasne sa popri využívaní povinných minimálnych rezerv predpokladalo podstatné posilnenie obchodov na voľnom trhu sprevádzané dynamickejším využívaním úrokových sadzieb centrálnej banky a zväčšením kurzového pásma na devízovom fixingu.

Skutočnosť v plnej miere potvrdila očakávania. Možno hovoriť o viacerých zachovaných tendenciách, medzi ktorými má rozhodujúce postavenie externý sektor priebežne tvoriaci peňažnú likviditu. Predpokladaný prírastok peňažnej masy meraný peňažným agregátom M2 (obeživo, neterminované a terminované vklady vrátane devízových vkladov) je viac ako 20-percentný. Z predbežných prepočtov vyplýva, že podiel zahraničného sektora na jej tvorbe je viac ako dvojtretinový.

Zmeny na finančnom trhu

Významnú úlohu zohrával v roku 1995 finančný trh, na ktorom sa zaznamenali dôležité štrukturálne zmeny. V dôsledku neočakávane dobrého vývoja (štrukturálne dôsledky nie sú predmetom posudzovania) štátneho rozpočtu existovala nižšia ponuka najmä krátkodobých cenných papierov. Počas roku 1995 sa emitovalo 33 emisií štátnych pokladničných poukážok so splatnosťou od 14 do 287 dní. Podstatne vyššia aktivita sa zaznamenala v porovnaní s predchádzajúcim rokom na kapitálovom trhu. Na trh bolo uvedených a predaných dovedna 10 emisií štátnych dlhopisov v menovitej hodnote 38 166 mil. Sk.

Tieto dlhopisy nahradili štátne pokladničné poukážky emitované na bežné financovanie schodku štátneho rozpočtu v roku 1994, avšak došlo aj k zmene štruktúry financovania schodku štátneho rozpočtu ešte za rok 1993 z netrhovej formy na trhovú, t. j. domáci kapitálový trh. Dôsledky tejto transformácie vrátane vplyvu na formujúci sa kapitálový trh, predpoklady vytvárania výnosovej krivky je vhodnejšie zhodnotiť samostatne. I napriek uvedeným skutočnostiam bola úroveň peňažnej masy vyššia, ako umožňovali menové zámery centrálnej banky. Z tohto dôvodu začala NBS výrazne využívať ďalší menový nástroj, emisiu vlastných pokladničných poukážok (PP NBS). Týmto sa vytvoril podstatný a zatiaľ dostatočný intervenčný priestor zahŕňajúci okruh domácej meny, ale aj devízových obchodov. Počas roku 1995 NBS emitovala spolu 21 emisií vlastných pokladničných poukážok, z toho tri emisie s tzv. splatnosťou do vlastného portfólia. Splatnosť týchto emisií bola od 5 do 30 dní. Ich účelom bolo priame protiinflačné pôsobenie, prípadne eliminácia tých faktorov, ktoré by mohli inflačný proces dynamizovať. Toto pôsobenie sa prejavilo vo vplyve na rezervné peniaze s následným ovplyvnením peňažného trhu.

Pre slovenský peňažný trh boli dlhodobo typické popri značnej volatilite nízke úrokové sadzby a veľké rozdiely medzi peniazmi s dlhšou splatnosťou na tomto trhu (graf 1). Táto situácia bola posudzovaná negatívne najmä z hľadiska investičných príležitostí. Nízke a meniace sa úrokové sadzby nemohli byť dostatočne zaujímavé pre krátkodobý zahraničný kapitál, ktorý však každá centrálna banka považuje za problematický. V praxi možno hovoriť o uprednostnení vnútorného menového okruhu pred vonkajším, dôsledkom čoho boli nižšie vytvárané devízové rezervy, nižšie práve o konverzie krátkodobých (špekulatívnych) devízových prostriedkov do domácej meny. I napriek tomu však externý sektor vedený najmä zvyšujúcim sa exportom a aktivitami domácich subjektov na zahraničných finančných trhoch priebežne vytváral ďalšiu peňažnú masu vrátane devízových rezerv a bolo len otázkou času, kedy bude musieť centrálna banka pristúpiť k stabilizačným opatreniam. Dôležitosť tohto pôsobenia zdôrazňoval aj podstatne dynamickejší vývoj úverov v roku 1995 oproti predchádzajúcemu roku. Kým v roku 1994 úvery podnikom a obyvateľstvu vzrástli len o 1,50 %, vývoj v roku 1995 naznačuje viacnásobné zvýšenie.

Zmena situácie na peňažnom trhu nastala v auguste 1995, keď centrálna banka pristúpila k bežnému využívaniu a emitovaniu vlastných pokladničných poukážok. Pre zdokonalenie funkčnosti intervenčného systému sa popri bežných emisiách začali v novembri 1995 využívať aj emisie do vlastného portfólia a tieto sa následne uplatňovali v podobe repoobchodov. Význam tohto postupu je najmä v tom, že takýmto spôsobom mohla centrálna banka veľmi operatívne reagovať na likviditnú situáciu na peňažnom trhu a želateľným spôsobom ovplyvňovať jeho charakteristiky.

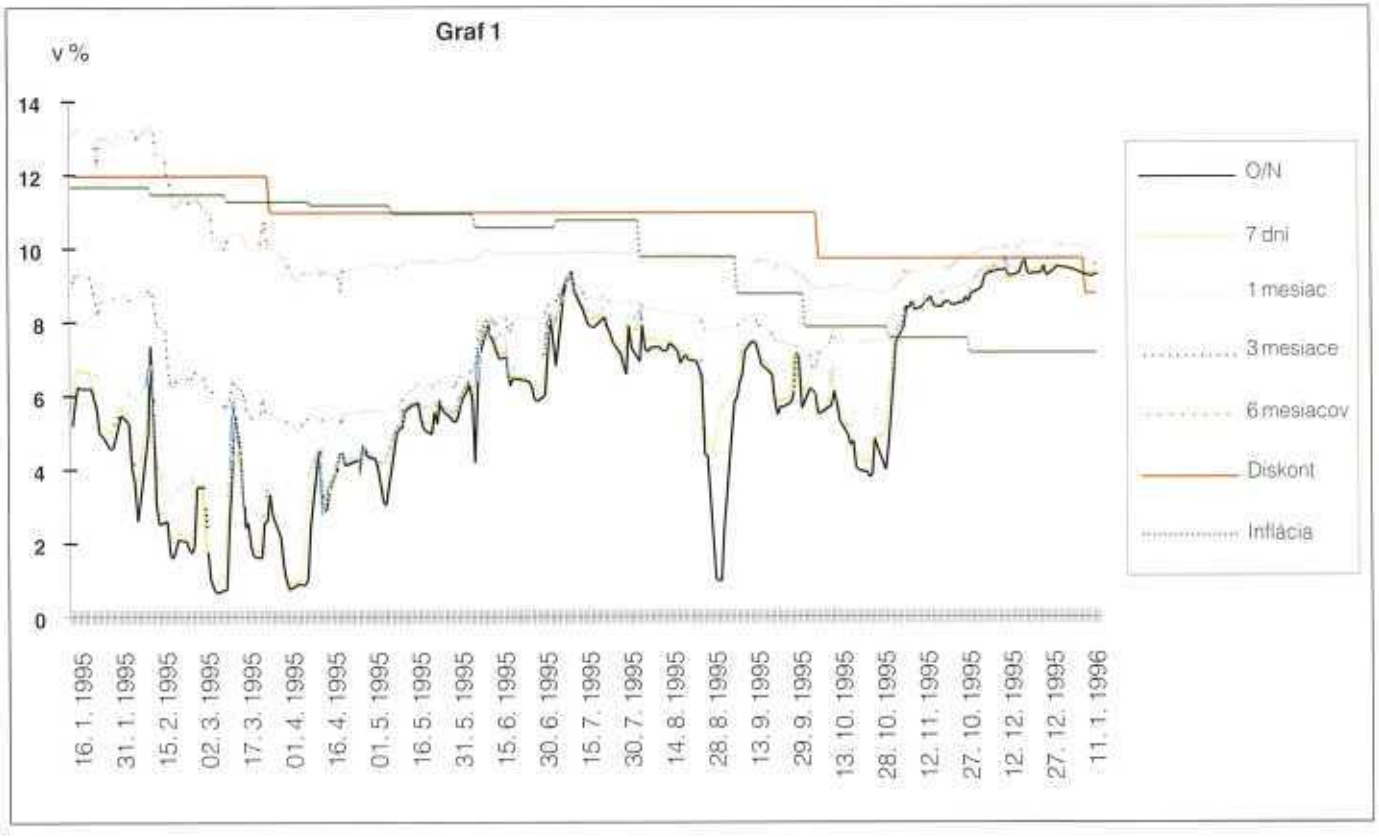
Menový rámec na rok 1996

Uvedená situácia vymedzovala priestor z pohľadu výkonného menového pôsobenia, v rámci ktorého sa pripravovali menové nástroje na rok 1996. Možno ju súhrnne opísať nasledovne:

a) sústavne pokračujúci prírastok peňažnej masy vytváranej najmä externým sektorom, následne neutralizovaný intervenciami centrálnej banky. Súbežné usmerňovanie mimoriadne dynamického vplyvu externého sektora na peňažnú masu primeraným využívaním fluktuačného kurzového pásma na devízovom trhu,

b) neopodstatnenosť časti menových postupov v súvislosti so zmenou pozície bankového systému a dočasne voľnou krátkodobou likviditou. Zmenkové obchody sa stali špecifickým a obmedzeným postupom centrálnej banky pri riešení niektorých štrukturálnych problémov s poddimenzovaným dopytom kvôli nižšej cene trhových zdrojov. Aukčný refinančný úver dokonca nenachádzal ekonomické opodstatnenie práve vďaka dostatočnej likvidite na trhu,

c) systémové nahrádzanie priamych menových nástrojov nepriamymi a optimalizácia výkonných postupov s presúvaním významu na obchody na



voľnom trhu. Úverové limity sa využívali len v časti bankového systému, pričom nie zanedbateľný počet obchodných bánk nepodliehal danému usmerňovaniu počas celého roku 1995,

d) vyžívanie trhovo konformných menových postupov v podobe obchodov na voľnom trhu, liberalizácia vlastných činností a používanie nových techník. Išlo predovšetkým o obchody s cennými papiermi so spätným odkúpením a emisie pokladničných poukážok centrálnej banky,

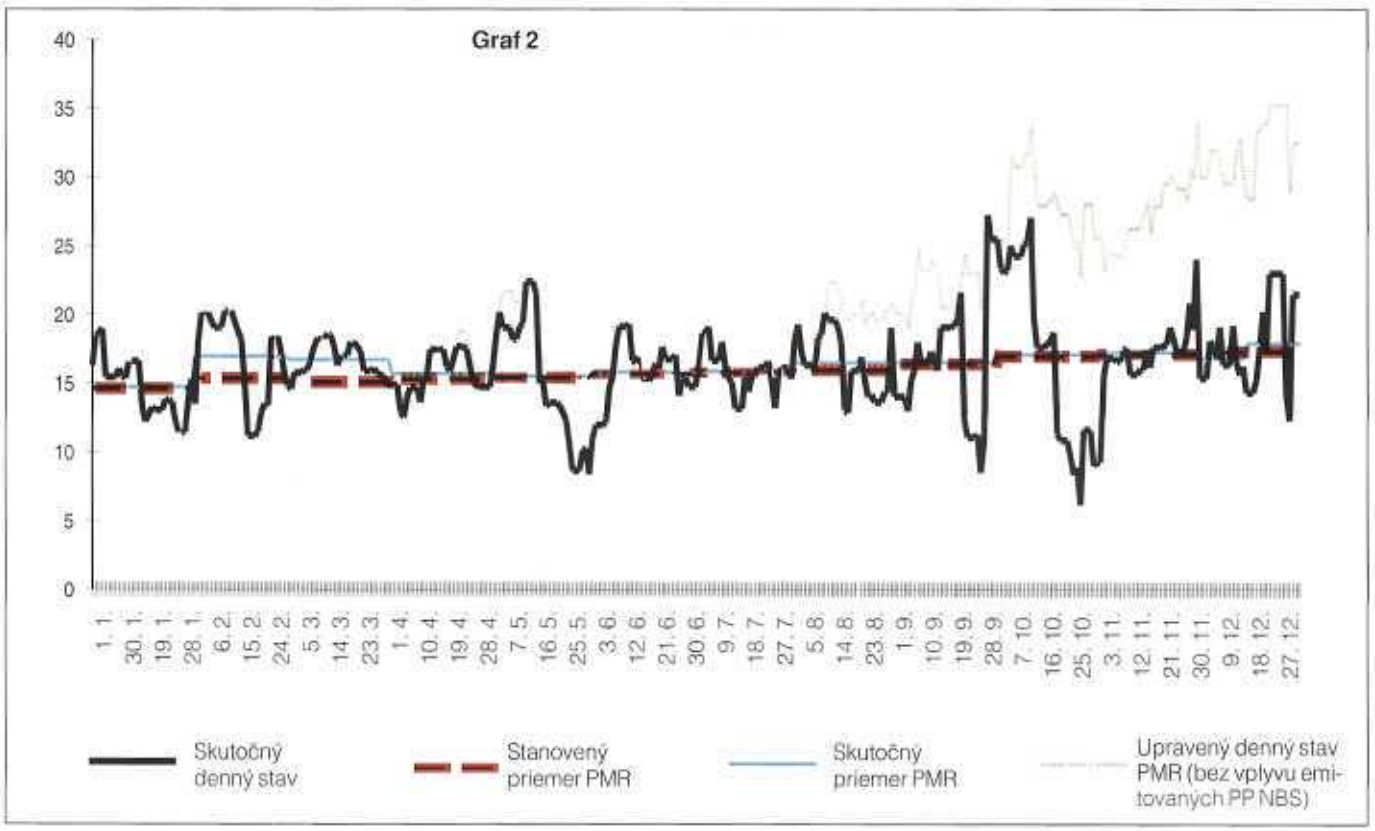
e) zvýrazňovanie kvalitatívneho zamerania cieľov NBS definovaných úrokovými sadzbami a vytváranie predpokladov na budúce usmerňovanie menových veličín prostredníctvom kvalitatívnych hodnôt.

Menové nástroje na rok 1996

Tieto skutočnosti spolu s presvedčením o nevyhnutnosti ďalšieho približovania sa k bežným postupom a štandardným metódam vrátane operatívnejšieho využívania diskontnej úrokovej sadzby ako základnej informácie o predpokladanom vývoji miery inflácie na základe posúdenia aktuálneho stavu viedli k rozhodnutiu zrušiť od 1. januára 1996 úverové limity. Sledovanie vývoja úverov najmä po ich dynamickom vývoji v roku 1995 je dôležité a opodstatnené. Centrálna banka preto bude sledovať a pravidelne vyhodnocovať obchodné plány bánk ako podstatný zdroj potrebných informácií. Úvery sú dôležité nielen ako spôsob financovania hospodárstva, ale majú osobitne v prípadoch výrazných prírastkov významný menový vplyv. Centrálna banka nechce obmedzovať banky pri ich vlastných aktivitách, avšak udržanie zdravého menového prostredia považuje za spoločný a nadradený záujem a cieľ. Vyžaduje to detailnejšiu spoluprácu a domnievame sa, že aj korektný a partnerský prístup na oboch stranách.

Podstatným nepriamym menovým nástrojom sú aj v roku 1996 povinné minimálne rezervy. V prípade ich zásadnej nedostatočnosti z hľadiska menovo neutralizačnej funkcie bude vhodné hlbšie analyzovanie ich účinnosti. Centrálna banka od začiatku chápe povinné minimálne rezervy ako jeden z najstabilnejších menových nástrojov, naviac veľmi citlivý aj pre ekonomiku obchodných bánk, čo sa nakoniec prejavilo v ich nezmenenej miere počas existencie NBS. V súčinnosti s pripravovanou novelou zákona o bankách vstúpi do účinnosti nové opatrenie NBS ustanovujúce držbu likvidných prostriedkov obchodnými bankami, podľa ktorého bude centrálna banka vyhodnocovať povinné minimálne rezervy nie s mesačnou, ale s dvojtýždňovou periodicitou. Od tejto úpravy očakáva zlepšenie riadenia voľných likviditných zdrojov, pretože mesačný interval využívaný počas predchádzajúcich rokov vytváral neprimerane veľký priestor na zabezpečenie ich povinnej držby a nepôsobil dostatočne stabilizačne na peňažný trh (graf 2).

Z dôvodu nedostatočného ekonomického opodstatnenia došlo od 1. 1. 1996 k zrušeniu aukčného refinančného úveru, cena lombardného úveru sa súčasne stanovila vhodnejšie, t. j. úroková sadzba bude individuálna a pevná vo výške 13,0 %. Lombardný úver bude slúžiť ako posledná možnosť krátkodobého financovania na trhu centrálnej banky. Súbežne s predchádzajúcim došlo k spriehľadneniu existujúceho financovania bánk prostredníctvom NBS aj zrušením tzv. núdzového úveru s rovnakým terminom, t. j. od 1. 1. 1996. V obmedzenom rozsahu sa naďalej



predpokladá poskytovanie zmenkových úverov. Podpora poľnohospodárstva a exportu zostala nezmenenou prioritou.

V pravidelnom využívaní obchodov na voľnom trhu chce NBS pokračovať aj naďalej. Existujúci systém bol doplnený metodikou aukčnej formy repoobchodov. V tejto súvislosti možno za najdôležitejšie považovať vytvorenie trhovo stanovenej ceny významného druhu peňazí centrálnej banky. Je vhodné uvedomiť si, že prostredníctvom repoobchodov sa medzi obchodnými bankami a NBS obchodujú denne miliardové čiastky.

Táto informácia môže mať mimoriadny význam nielen pre centrálnu banku, ale aj pre obchodné banky. NBS chce aj naďalej pokračovať v súbežnom emitovaní pokladničných poukážok až s niekoľkomesačnou splatnosťou a operatívnym uskutočňovaním repoobchodov s dňovou, prípadne týždňovou splatnosťou.

Počas roku 1996 sa predpokladá bezproblémové financovanie bežného schodku štátneho rozpočtu prostredníctvom emisií štátnych pokladničných poukážok, kde sa osvedčila štandardná 28-dňová splatnosť, v závere roka predlžovaná v závislosti od procesu schvaľovania štátneho záverečného účtu a transformácie krátkodobých cenných papierov na dlhopisy. NBS nevylučuje čiastočné využívanie ani tohto produktu peňažného trhu, avšak najmä obchodovaním na sekundárnom trhu.

Centrálna banka bude aj naďalej sledovať vývoj a pôsobiť na peňažnom trhu. Prirodzene, že je v záujme bankového systému udržať dostatočne stabilné úrokové sadzby. Zmeny úrokových sadzieb najviac obchodovaných peňazí nemožno vylúčiť v nadväznosti na makroekonomický vývoj a podmienky domáceho bankového systému, ale cieľom musí byť ich prirodzené ustálenie.

Predpokladá sa, že dôjde k postupnému kótovaniu peňazí s dlhšou dobou splatnosti, najskôr šesťmesačných. Následne po získaní potrebnej dôveryhodnosti sa môžu stať sadzby slovenského peňažného trhu dôležitým indikátorom s praktickým využitím nielen pre medzibankové obchodovanie, ale aj úverový trh.

Dôležitý bude vývoj domáceho devízového kurzového systému. NBS usiluje o zachovanie pevného výmenného kurzu, ale aj z dôvodu pokračujúceho prílevu devízových prostriedkov bolo vhodné preventívne vytvoriť systémové predpoklady na možné usmerňovanie vonkajších finančných tokov. Ide predovšetkým o širšie fluktuačné pásmo pri stanovovaní výmenného kurzu Sk (± 3 %), zavedenie kurzového rozpätia pri obchodoch na devízovom fixingu (± 0,25 %) a niektoré ďalšie opatrenia.

Ďalší vývoj menových nástrojov bude závislý od mnohých faktorov. Popri niektorých nových postupoch potenciálne použiteľných v budúcnosti pôjde v najbližšom období skôr o optimalizáciu dnešných postupov. Domnievame sa, že podstatné systémové prvky z hľadiska dnešných praktických potrieb boli vytvorené. Kvalita finančného systému podmieňuje účinnosť postupov centrálnej banky a spätne makroekonomická stabilita vytvára kvalitu celého finančného systému. Vychádzajúc z tejto všeobecne platnej väzby predpokladáme, že výkon menovej politiky bude ovplyvnený napr. liberalizáciou devízového systému, rozpočtovou politikou a samozrejme aj európskymi zjednocovacími procesmi. Cieľom tohto dlhodobého a zložitého snaženia by malo byť vytvorenie dostatočného konkurencieschopného a kooperujúceho ekonomického prostredia.

PLNENIE DLHOVEJ SLUŽBY V ROKU 1995

Ing. Pavol Kyjac
Národná banka Slovenska

Zahraničná zadlženosť SR

Slovenská republika k 31. 10. 1995 vykazovala celkovú hrubú zadlženosť v konvertibilných a nekonvertibilných menách 4,8 mld. USD. Oficiálne zadlženie vlády SR a NBS bolo k ultimu októbra 1995 na úrovni 2,1 mld. USD. Celková vonkajšia (devízová) zadlženosť SR v konvertibilných menách dosiahla 4,6 mld. USD. Rozdiel 0,1 mld. USD tvoril odhadovaný dlh v nekonvertibilných menách zo zadlženia voči bývalej NDR.

Zadlženosť komerčnej sféry, teda komerčných bánk a podnikateľských subjektov, bola ku koncu októbra 1995 na úrovni 2,6 mld. USD.

Najväčšie navýšenie oficiálneho dlhu SR z celkového objemu výpožičiek v minulom roku v sume 82 mil. USD súviselo s prijatím zdrojov od japonskej EXIM Bank z pôžičiek Economic Recovery Loan na podporu ekonomickej transformácie vo výške 5 mld. JPY a z pôžičky Two Step Loan vo výške 2 mld. JPY, čo v prepočte súhrnne predstavuje 72 mil. USD.

Pokles oficiálneho i celkového hrubého vonkajšieho dlhu SR v júli 1995 oproti júnu 1995 bol zaznamenaný predovšetkým v dôsledku splátok istín v rámci bloku CDZ vo výške 107 mil. USD, vrátane splátky istiny z prvej päťročnej emisie dlhopisov ČSOB z roku 1990. Rovnako sa tento pokles prejavil i vo vykázaných hodnotách oficiálneho a celkového dlhu i v októbri, keď bola uhradená istina druhej päťročnej emisie dlhopisov ČSOB, v prepočítanej výške 83 mil. USD.

Najväčšie hodnoty dlhu SR voči zahraničným veriteľom boli vykázané k ultimu júna 1995, keď oficiálna zadlženosť vlády SR a NBS dosiahla polovičnú úroveň celkového hrubého zahraničného dlhu Slovenska, ktorý prvýkrát presiahol štatistickú hodnotu 5 mld. USD. K ultimu júna 1995 bola tiež vykázaná najväčšia doterajšia zahraničná zadlženosť na obyvateľa SR vo výške 952 USD.

Na absolútnom náraste celkovej hrubej devízovej zadlženosti SR sa v jednotlivých mesiacoch podieľal najmä postupný nárast dovozných záväzkov podnikateľských subjektov, ako aj nárast devízových záväzkov komerčných bánk. Výraznejšie zmeny v štruktúre sledovania devízových pasív boli zaznamenané v komerčnej sfére v marci a júni 1995. Po prepočítaní dlhu na bázu USD bol sumárny nárast dlhu komerčnej sféry napr. v júni 1995 oproti máju 1995 vykázaný čiastkou 92,6 mil. USD, pričom v rozhodujúcej miere rástli najmä krátkodobé devízové záväzky (nárast o 71,5 mil. USD). Najvýraznejší nárast zadlženia komerčnej sféry bol však v marci 1995, čo sa následne premietlo i do konečného zvýšeného stavu vonkajšej zadlženosti Slovenskej republiky.

V súvislosti s vývojom vonkajšej zadlženosti je však potrebné zdôrazniť, že vykazované mesačné oficiálne zadlženie vlády SR a NBS i celkové hrubé devízové zadlženie SR ovplyvňoval i pohyb kurzov jednotlivých VZM v prepočtoch príslušných položiek devízových pasív na bázu USD pri ich pravidelnom mesačnom aktualizovaní (preceňovaní).

Dlhová služba SR

Výška uhradených devízových záväzkov, čiže takzvaná hrubá dlhová služba SR, dosiahla za 12 mesiacov roku 1995

Tab. 1 Vývoj zahraničnej zadlženosti

Stav ku dňu	Oficiálny dlh vlády SR a NBS v mld. USD	Celkové hrubé zadlženie Slovenska v mld. USD	Podiel celkového hrubého zahraničného dlhu na obyvateľa SR v USD
31.12.1994	2,3	4,3	808
31.03.1995	2,4	4,8	907
30.06.1995	2,5	5,0	952
30.09.1995	2,1	4,8	900
31.10.1995	2,1	4,8	900

Tab. 2 Prehľad plnenia dlhovej služby za január až december 1995 vrátane splátok MMF

(v USD)

	Dlhová služba spolu	Z toho istina	Z toho úrok
Január	-46 424 578,60	-31 787 954,82	-14 636 623,78
Február	-17 888 351,57	-7 524 595,34	-10 363 756,24
Marec	-19 634 763,19	-8 306 779,74	-11 327 983,45
Apríl	-51 621 059,39	-46 213 964,54	-5 407 094,85
Máj	-21 718 870,27	-7 763 044,92	-13 955 825,36
Jún	-22 675 089,44	-15 315 340,59	-7 359 748,85
Júl	-173 857 485,75	-150 530916,31	-23 326 569,44
August	-19 686 303,60	-7 624 753,94	-12 061 549,66
September	-51 155 518,10	-9 262 568,31	-41 892 949,79
Október	-129 530 867,91	-118 766 286,62	-10 764 581,29
November	-24 890 800,66	-15 852 831,89	-9 037 968,77
December	-23 846 432,47	-20 765 643,37	-3 080 789,10
Spolu	-602 930 120,96	-439 714 680,39	-163 215 440,57

Tab. 3 Prekročenia medzného úveru v rámci platobného styku SR a ČR (vrátane vysporiadania medzného úveru v decembri 1995)

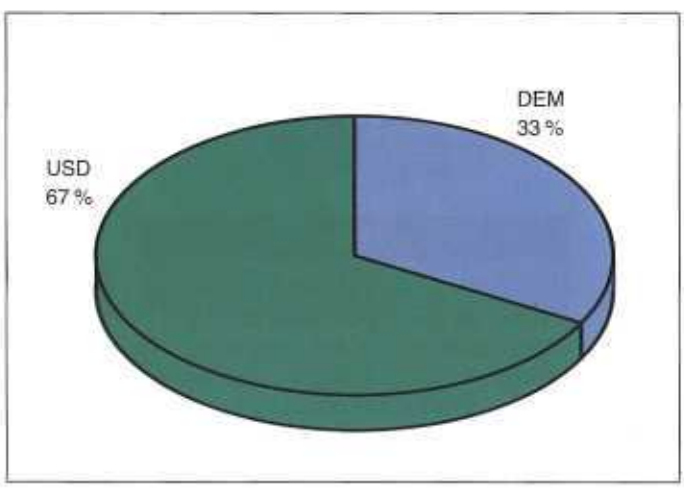
Obdobie	Saldo v XCU	Previs v XCU	Prijatá čiastka	VZM	Prepočet na SKK	Poznámka
31. 07. 1993	155 703 358,26	25 703 358,26	25 703 358,26	XCU	886 740 156,61	Zníž. záv. v starom bloku
31. 12. 1993	-168 914 124,72	-38 914 124,72	-43 498 208,61	USD	-1 520 763 994,50	
31. 01. 1994	-176 137 536,24	-46 137 536,24	-89 656 767,30	DEM	-1 717 913 318,23	
31. 07. 1994	130 064 240,02	64 240,02	64 240,02	XCU	2 455 767,48	
31. 08. 1994	207 998 949,76	77 998 949,76	94 168 132,05	USD	2 977 313 831,02	
30. 09. 1994	209 085 671,74	79 085 671,74	97 710 347,43	USD	3 059 310 978,03	
31. 10. 1994	203 082 529,41	73 082 529,41	92 200 919,10	USD	2 834 717 257,73	
30. 11. 1994	183 948 992,57	53 948 992,57	102 972 442,12	DEM	2 062 846 932,99	
31. 12. 1994	146 719 560,66	16 719 560,66	20 501 525,28	USD	638 786 524,67	
31. 01. 1995	171 270 301,96	41 270 301,96	51 722 005,93	USD	1 595 830 776,96	
28. 02. 1995	172 920 217,97	42 920 217,97	54 489 362,72	USD	1 640 293 285,96	
31. 03. 1995	239 834 407,28	109 834 407,28	145 146 169,22	USD	4 205 174 814,64	
30. 04. 1995	293 375 082,74	163 375 082,74	84 447 297,75	USD	2 460 878 703,73	
			183 450 000,00	DEM	3 863 457 000,00	
31. 05. 1995	330 286 309,68	200 286 309,68	106 212 000,00	USD	3 165 117 600,00	
			221 753 826,21	DEM	4 621 127 984,39	
30. 06. 1995	191 925 604,00	61 925 604,00	82 364 149,60	USD	2 404 374 255,12	
31. 07. 1995	177 598 709,59	47 598 709,59	88 416 983,00	DEM	1 862 503 746,90	
30. 09. 1995	154 500 313,03	24 500 313,03	19 637 592,48	USD	579 642 817,23	
			17 500 000,00	DEM	364 875 000,00	
Ukončenie clearingového platobného styku SR s ČR – vysporiadanie medzného úveru			42 658 296,14	USD	1 265 245 063,51	Vysporiadanie na základe dohody
			120 000 000,00	DEM	2 473 200 000,00	

v prepočte výšku 602,9 mil. USD, z čoho splátky istín predstavujú dovedna 439,7 mil. USD (splátky istín bloku CDZ 235 mil. USD) a celkové splátky úrokov a poplatkov 163,2 mil. USD. Z objemu 602,9 mil. USD boli v hodnotenom období uhradené záväzky voči Medzinárodnému menovému fondu v čiastke v prepočte 232,2 mil. USD, z čoho podiel splátok istín tvoril 201,1 mil. USD.

Najväčšími minuloročnými splátkami devízových záväzkov v rámci plnenia dlhovej služby štátu, zaradenými do bloku CDZ, boli splátky istín z dvoch samostatných emisií päťročných dlhopisov vydaných v celkovom objeme 700 mil. DEM v roku 1990 ČSOB Praha s garanciou bývalej ŠBČS, uhradené v júli a v októbri vo výške po 116,7 mil. DEM, resp. po 83 mil. USD. Splatením týchto istín, príslušných úrokov a poplatkov tento záväzok Slovenska zanikol.

Od januára do októbra 1995 bola na účty NBS prijatá suma 928 mil. USD z prekročenia limitu medzného úveru v rámci clearingového platobného styku SR s ČR. Po započítaní troch štvrtín vysporiadania medzného úveru v prepočte 126 mil. USD (uhradené 19. 12. 1995) v dôsledku zrušenia platobnej dohody SR a ČR a ukončenia clearingového platobného styku medzi oboma krajinami, česká strana sumárne uhradila Slovensku v roku 1995 čiastku v prepočte 1,054 mld. USD.

Podiel USD a DEM na prijatých inkasách z previsov medzného úveru z ČR od júla 1994 do septembra 1995 (prepočet na USD)

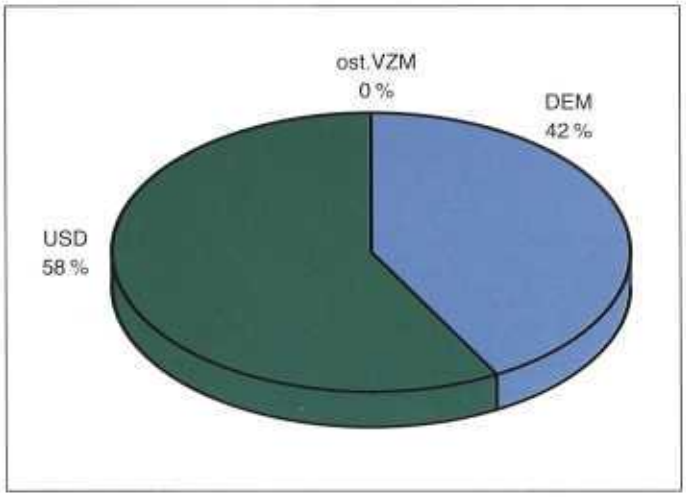


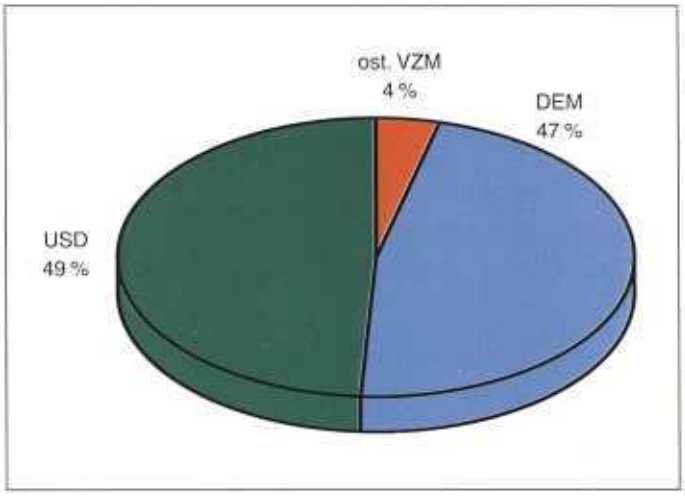
Podrobný vývoj príjmov, resp. úhrad, z prekračovania stanoveného limitu medzného úveru 130 mil. XCU v rámci clearingového platobného styku SR a ČR a menová štruktúra prijatých VZM z prekračovania medzného úveru je v tabuľke č. 3 doplnenej grafom.

V súvislosti s fungovaním clearingového platobného sty-ku SR a ČR možno uviesť, že počas celej existencie clearingového platobného styku medzi SR a ČR, vyrovnávanie mesačného zúčtovania pohľadávok a záväzkov z prekračovania limitu medzného úveru prebiehalo plynule, promptne a bezporuchovo prakticky až do poslednej úhrady previsu medzného úveru za september 1995, ktorý česká strana uhradila na účet NBS vo valutách 2. 10. 1995.

Ostatné devízové inkasá predovšetkým z predaja finančných aktív štátu, výnosy z deblokácií pohľadávok štátu a kladné rektifikácie istín DEM tranží v úhrnnej výške 13,3 mil. USD prijímané od začiatku

Menová štruktúra prijatých devízových inkás a uhradených záväzkov SR v konvertibilných menách v roku 1995





tohto roku do konca decembra 1995 priebežne korigovali stav uhrádzaných devízových záväzkov. Podiel týchto výnosových položiek zodpovedá úrovni 2,21 % z celkového objemu všetkých splatených devízových záväzkov Slovenska v tomto období. Po zohľadnení výnosov z ostatných devízových operácií celkový stav ostatných devízových inkás bol vyčíslený čiastkou 22,6 mil. USD.

Po započítaní všetkých prijatých výnosov vo VZM vo výške 1,077 mld. USD vrátane výnosov z prekročenia medzného úveru a jeho trojštvrtinového vysporiadania v decembri 1995, tzv. čistá dlhová služba Slovenskej republiky dosiahla v hodnotenom období výslednú prepočtovú plusovú hodnotu 474 mil. USD (bez započítania výnosov z clearingového platobného styku SR a ČR plnenie dlhovej služby predstavuje minusovú hodnotu 580 mil. USD).

Na splácaných devízových záväzkoch a prijatých výnosových položkách sa podobne ako v predchádzajúcich dvoch rokoch podieľali dve hlavné voľne zameniteľné meny USD a DEM. Menová štruktúra uhradených devízových záväzkov SR a prijatých čiastok vo VZM v rámci plnenia dlhovej služby je znázornená v grafoch.

Vývoj devízových rezerv SR

Devízové rezervy SR rástli v roku 1995 rýchlejšie ako zahraničná zadlženosť, pričom ich nárast nebol dosahovaný na úkor oficiálneho zadlžovania sa voči zahraničiu. Navyšovanie devízových rezerv z väčšej časti ovplyvňovali devízové položky prijímaných výnosov z prekračovania limitu medzného úveru českou stranou v rámci clearingového platobného styku SR a ČR a jeho decembrovým trojštvrtinovým vysporiadaním vo výške v prepočte 126 mil. USD (spolu prijaté celkové výnosy 1,077 mld. USD).

Tab. 4 Vývoj devízových rezerv bankového sektora

Stav ku dňu	Devízové rezervy NBS v mil. USD	Devízové rezervy komerčných bánk v mil. USD	Devízové rezervy spolu v mil. USD
30.12.1994	1 745,0	1 348,0	3 093,0
29.03.1995	1 964,4	1 550,3	3 514,7
27.06.1995	2 568,8	1 607,4	4 176,2
27.09.1995	2 776,6	1 557,7	4 334,3
29.12.1995	3 424,2	1 599,9	5 024,2

Záver

Celkové plnenie dlhovej služby, t.j. objem splatených devízových záväzkov, dosiahlo v roku 1995 reálne vyššiu úroveň oproti pôvodnému odhadu. Konečný vyšší stav dlhovej služby oproti pôvodnému odhadu 525 mil. USD súvisel najmä so spresnením splatných záväzkov voči MMF prepočítaných na USD, s kurzovými rozdielmi, ako aj s pohybom variabilných úrokových sadzieb, na základe ktorých sa vypočítava, resp. aktualizuje príslušná absolútna výška splatných devízových záväzkov. Do pôvodného odhadu na rok 1995 pôvodne neboli zahrnuté nové aktivity SR a NBS na získanie zdrojov zo zahraničia (pôžička Economic Recovery Loan od Svetovej banky a spätky z pôžičiek Two Step Loan a Economic Recovery Loan od EXIM Bank of Japan). NBS verifikovala pôvodný odhad splatných devízových záväzkov SR v priebehu roku 1995 na sumu 585 mil. USD.

Výška devízových záväzkov SR, ktoré majú byť uhradené v roku 1996 predstavuje sumu 405 mil. USD, z toho splátky istín sa odhadujú v prepočte na 257 mil. USD. Priame devízové pasíva vrátane ostatných devízových záväzkov NBS sa v rámci dlhovej služby Slovenskej republiky budú podieľať na objeme celkových devízových záväzkov splatných v roku 1996 zhruba 15 %.

Celkový odhad dlhovej služby štátu, t.j. objem devízových záväzkov splatných v roku 1996, predstavuje približne dvojtretinový podiel (67,2 %) dosiahnutého plnenia dlhovej služby SR v roku 1995.

Prioritou i v tomto roku však zostáva splatiť všetky devízové záväzky SR v plných objemoch a v určených termínoch ich splatnosti, čiže rovnako ako doposiaľ plynule a bezporuchovo zabezpečovať záväzky Slovenskej republiky voči zahraničným veriteľom.

UPLATNENIE FAKTORINGU PRI VÝVOZE

Ing. Denisa Grešlíková

Jednou z aktivít výrazne orientovaných na podporu exportu je preberanie rizík spojených s vývozom tovaru do zahraničia, tzv. faktoring. Túto službu začala poskytovať ako prvá v Slovenskej republike špecializovaná finančná inštitúcia VÚB Factoring, a. s., a to začiatkom roku 1993. V nasledujúcom príspevku sme čerpali z jej skúseností a pracovných postupov.

Riziká spojené s vývozom

Pod vplyvom mnohých činiteľov sa v posledných rokoch zmenil trh predávajúceho na trh kupujúceho. Kupujúci stanovuje kritériá na kvalitu a cenu tovaru, ako aj na platobné podmienky, za ktorých tovar odoberie. V stále väčšej miere narastá tendencia odberateľov presadzovať krátkodobé, nezaistené úvery u predávajúceho. Vývozy s odloženou splatnosťou sa stali samozrejmosťou. Exportér sa vystavuje riziku, že zahraničný odberateľ prejaví platobnú nevôľu so zjavným úmyslom oddialiť platbu čo najviac alebo nezaplatiť vôbec. Ďalším, nemenej vážnym rizikom sú pre slovenského exportéra prípady platobnej neschopnosti zahraničného odberateľa, ktoré vyúsťujú do vyhlásenia konkurzu. Aj z tohoto dôvodu môžu vývozcovi vzniknúť pohľadávky po lehote splatnosti, ktorých návratnosť je pri nedostatočnom zaistení vývozného prípadu zdĺhavá, a nie je isté, že vývozcovi budú uhradené podobné pohľadávky v plnej výške. Exportér je vystavený finančnému tlaku a riziku, že jeho pohľadávka nebude zaplatená včas alebo vôbec.

Podstata vývozného faktoringu

Jednou z foriem zaistenia obchodných rizík je vývozný, čiže exportný faktoring. V súčasnosti patrí vo svete medzi najrýchlejšie sa rozvíjajúce metódy financovania vývozu. Exportérom umožňuje dostávať sa stále na nové a nové trhy predovšetkým vďaka tomu, že svojim zákazníkom ponúka rovnaké (predovšetkým platobné) podmienky ako domáca konkurencia.

Vývozný faktoring zjednodušene znamená, že dodávateľ (t. j. slovenský vývozca), ktorý je faktoringovou spoločnosťou nazývaný klient, dodá tovar svojmu odberateľovi (t. j. kupujúcemu v zahraničí) označovanému ako zákazník, a túto pohľadávku, ktorá mu v okamihu expedície a vystavenia faktúry na odberateľa vzniká, predá špecializovanej spoločnosti – faktorovi. Faktoringová spoločnosť odkúpením pohľadávky bez regresu voči dodávateľovi preberá na seba riziko neplatenia. Faktor v prípade požiadavky slovenského vývozcu financuje obdobie medzi vystavením dokladov a odovzdaním tovaru špeditérovi a prijatím platby zo zahraničia. Okrem ručenia a poskytovania zálohových platieb na pohľadávky faktor poskytuje predávajúcemu administratívne služby, ktoré mu umožňujú v každom okamihu sledovať vývoj obchodných operácií. Dodávateľovi sa tak dostáva do rúk nástroj, ktorý ho zbavuje rizika neplatenia a umožňuje mu hlbšie sa venovať vlastnej komerčnej práci. Vývozca nemusí strácať čas s vymáhaním pohľadávok, respektíve získavaním úverov na ich financovanie.

Predpoklady na aplikáciu vývozného faktoringu

Pohľadávky, ktoré je možné zaradiť do vývozného faktoringu, musia spĺňať nasledujúce kritériá:

1. Musí ísť o platobnú podmienku, keď si vývozca dohodne nekrytý, čiže nezaistený voľný úver. Predmetom faktoringu nie sú pohľadávky vzniknuté na základe akreditívu s odloženou splatnosťou, poistené bankovou garanciou a pod. Nekrytý úver znamená, že vývozca tovar vyexpeduje, vystaví faktúru na zahraničného odberateľa a čaká v rámci dohodnutej platobnej podmienky na jej úhradu odberateľom, hoci nemá k dispozícii nijaký zaisťovací nástroj.
2. Maximálna dĺžka platobnej podmienky je do 180 dní od dátumu faktúry alebo expedície. Väčšinou však ide o pohľadávku do 90 dní.
3. Vždy musí ísť o pohľadávku, ktorá ešte len vznikne. Zo skúseností vyplýva, že mnoho exportérov sa snaží predať pohľadávky po ich splatnosti, t. j. až v okamihu, keď je zrejmé, že odberateľ sa ju nechystá v najbližšom čase uhradiť. Takéto pohľadávky zásadne nie sú „faktorovateľné". Faktoring je vlastne preventívna metóda, predchádza vzniku splatných nezaplatených pohľadávok.
4. Faktoringové služby sú určené vývozcom s kontinuálnym, čiže dlhodobým vývozom, objem ktorého by v jednom roku mal dosiahnuť aspoň 15 miliónov Sk.

Postup uskutočnenia vývozného faktoringu

Ak exportér spĺňa príslušné kritériá, môže sa bez obmedzenia obrátiť na exportného faktora vo svojej krajine. Potom sa všeobecne zachováva nasledujúci postup:

1. Vývozca sa v prvom rade musí kontaktovať s faktoringovou spoločnosťou, s pracovníkmi z odboru predaja a rozvoja nových obchodov. Ti vykonajú úvodnú návštevu a spolu s účtovníkmi aj audit spoločnosti vývozcu. Paralelne vývozca postupuje faktoringovej spoločnosti kontakt na svojich zákazníkov, u ktorých má záujem na poskytnutí faktoringových služieb. Predloží pritom obchodný názov zahraničného odberateľa, jeho adresu, bankové spojenie, predpokladaný ročný obrat, približný počet faktúr a dobropisov za rok a platobnú podmienku. Tieto údaje slúžia jednak ako základný ukazovateľ pre úverové ohodnotenie odberateľa, jednak ako ukazovateľ prácnosti pre faktora. Tieto dve skutočnosti budú mať neskôr vplyv na výšku provízie faktora.
2. Po predložení príslušných informácií sa exportný faktor obracia na importného faktora, t.j. na faktoringovú spoločnosť v krajine dovozcu, ktorý je s veľkou pravdepodobnosťou členom FCI (Factors Chain International), so žiadosťou o preverenie príslušných odberateľov slovenského vývozcu. Využíva sa teda

systém dvoch faktorov, z ktorých každý zodpovedá za jeden zo subjektov medzinárodného obchodu (t. j. za vývozcu a za dovozcu).

3. Základným kritériom na poskytnutie záruky je bonita kupujúceho. Bonita odberateľov, ktorí sú známi už v čase prerokúvania faktoringovej zmluvy, je posúdená v dohode so záujemcom ešte pred podpisom, aby bola zaistená funkčnosť zmluvy. Posúdenie bonity odberateľov sa uskutočňuje v spolupráci so zahraničnými partnerskými firmami (hlavne z vlastných databáz). Odberateľ sa o tom nedozvie, a teda nemusí mať obavy z indiskrétnosti. Preverovanie bonity kupujúceho trvá zvyčajne 14 dní. V prípade nových klientov alebo nových teritórií môže táto lehota trvať dlhšie, až do jedného mesiaca. V tomto ohľade sú zrejmé rozdiely medzi jednotlivými krajinami. Importný faktor preverí bonitu odberateľov a stanoví úverové limity, do výšky ktorých ručí za jednotlivých odberateľov. Informácia o schválení výšky úverového limitu je v podstate obdobou bankovej informácie. Výhodou tejto informácie je ručenie až do výšky schváleného limitu a jeho aktualizovanie počas platnosti „Zmluvy o exportnom faktoringu". V tejto podobe sa vývozcovi dostávajú do rúk informácie o svojich odberateľoch v zahraničí. Maximálna výška schváleného úverového limitu na konkrétneho odberateľa by mala byť pre dodávateľa signálom, do akého rizika sa môže pri dodávkach pustiť. Aj negatívna informácia o zákazníkovi je pre klienta cennou informáciou. Je to upozornenie, aby zmenil platobné podmienky a prešiel na klasické platobné nástroje typu akreditívu, zmenky, bankovej záruky. Úverový limit má revolvingový charakter. Cedovanou faktúrou sa znižuje a platbou od zákazníka opäť zvyšuje. Môže mať neobmedzenú platnosť alebo môže byť časovo limitovaný.

4. Akonáhle sú známe úverové rámce a z nich vychádzajúce úverové riziká zahraničných odberateľov, informuje exportný faktor vývozcu o výške odmeny. Provízia za faktoring sa pohybuje v rozpätí 1,0 – 1,9 % z hodnoty faktúry.

5. Vývozca a exportný faktor podpíšu „Zmluvu o exportnom faktoringu". Táto zmluva je štandardná a aplikovateľná na všetky teritóriá, kde sa ponúka faktoring. Zodpovedá Kódexu medzinárodného faktoringu, ktorý upravuje základné princípy dovozného a vývozného faktoringu. Okrem technických postupov dohoda upravuje predovšetkým tieto podmienky:

• Aby sa mohol faktoring plne aplikovať, musí vývozca neodvolateľne predať exportnému faktorovi všetky svoje pohľadávky za dodávku tovaru alebo služieb od zákazníkov, ktorých zaradil do faktoringu a u ktorých faktor schválil úverový limit.

Vývozca postupuje faktorovi faktúry určené zahraničnému odberateľovi spolu so sprievodným listom a faktúry súčasne označí klauzulou s informáciami o odkúpení pohľadávky faktoringovou spoločnosťou. Vývozca pošle originál faktúry odberateľovi. Ďalšie dve kópie faktúry a kópie expedičných dokladov zašle faktorovi. Faktúry od klienta sú spracovávané s dennou uzávierkou.

• K faktoringovej zmluve sú vypracované prílohy, ktoré upravujú jednotlivé teritóriá, v ktorých sa vývozný faktoring zaisťuje.

6. V zmluve sa uvádzajú čísla dvoch účtov. Prvý z nich zriaďuje faktor a tento účet je jeho majetkom. O čísle tohto účtu sú informovaní odberatelia a v cedovacej klauzule na faktúrach je uvedené ako číslo účtu, na ktorý má byť smerovaná platba.

Druhý účet je bežný účet klienta, ktorý je určený na príjem platieb faktoringovej spoločnosti. Zahraničný odberateľ platí výlučne na účet importného faktora. Ten potom transferuje peniaze na účet exportného faktora.

7. Vývozca môže predložiť žiadosť o preplatenie odkúpených pohľadávok pred ich splatnosťou. Exportný faktor poskytuje vývozcovi zálohové platby do výšky schváleného limitu, maximálne do výšky 80 % hodnoty cedovaných faktúr do 48 hodín po ich obdržaní a po obdržaní dokladov potvrdzujúcich vývoz tovaru. Prefinancovanie je úročené zmluvne dohodnutou úrokovou sadzbou prepočítanou na dobu splatnosti a hodnotu cedovanej faktúry. Už zálohovaná časť je znížená o faktoringový poplatok. Klient môže dať inštrukciu transferovať ihneď akékoľvek čiastky, na ktoré má nárok, alebo sledovať zo zaslaných tlačív vývoj salda príslušného účtu a odvolávať len čiastky, ktoré skutočne potrebuje, aby nebol zbytočne zaťažovaný úrokmi. Blokovaná časť (rozdiel do 100 %) sa zúčtováva po príchode platby od odberateľa, po odpočítaní úrokov za zálohové platby.

8. Exportný faktor v spolupráci s importným faktorom zabezpečuje inkaso postúpených pohľadávok. Pokiaľ je exportná pohľadávka v poriadku a nie je spochybnená reklamáciou, je jej postúpenie bez regresu. Faktoringová služba zahŕňa prevzatie rizika z nezaplatenia z titulu platobnej neschopnosti odberateľa. V prípade neplatenia pohľadávky zodpovedá faktoringová spoločnosť podľa zmluvy za upomienky a prípadné ďalšie inkasné kroky. Rovnako je oprávnená zapojiť do týchto procesov tretie osoby. Pri vymáhaní pohľadávok sa faktor radí s vývozcom o forme a spôsobe vymáhania, tak aby neboli narušené dobré vzťahy vývozcu s odberateľom v zahraničí. Ak by klient trval na tom, že z komerčných dôvodov nemá byť určitý odberateľ napomínaný vôbec, môže faktor podľa zmluvných podmienok pohľadávku predať späť klientovi a zaťažiť ju v zodpovedajúcej výške. V prípade, že kupujúci nezaplatí ku dňu splatnosti a faktor prevzal za neho záruku, je povinnosťou faktora uhradiť tzv. garančný plat najneskôr do 90 dní po uplynutí lehoty splatnosti pohľadávok.

Výhody exportného faktoringu

Výhody vývozcu pri exportnom faktoringu:

• Vzhľadom na uplatnenie rovnakých platobných, menových a právnych podmienok môže vývozca využívajúci faktoringové služby pri ponuke tovaru rovnakej kvality a ceny získať na zahraničných trhoch podobné podmienky ako domáca konkurencia. Pri poskytnutí voľného nezaisteného úveru so splatnosťou do 90 dní zahraničnému odberateľovi vývozca získa predstih pred inými dodávateľmi požadujúcimi tradičné platobné prostriedky – zmenky, dokumentárne inkaso, akreditívy.

• Faktoringová spoločnosť preveruje v rámci zmluvného vzťahu bonitu zahraničného partnera, takže vývozca nemusí vynakladať ďalšie prostriedky na získanie podobných bankových informácií.

• Vývozca je na 100 % poistený proti platobnej neschopnosti alebo platobnej nevôli zahraničných odberateľov.

• Vývozca má zaistenú úhradu pohľadávok v lehote splatnosti.

• Vývozca nemusí vymáhať neuhradené pohľadávky, keďže sa ich prípadným vymáhaním po lehote ich splatnosti zaoberá faktoringová spoločnosť.

• Vývozca ušetrí bankové výdavky za dokumentárne inkaso, resp. akceptáciu zmeniek.

• Vývozca predíde častým oneskoreniam pri negociácii akreditívov.

• Vývozca si ušetrí administratívne náročnú prácu s klasickými platobnými nástrojmi.

• Vývozca odstráni administratívne náročnú prácu s vymáhaním pohľadávok po lehote splatnosti vrátane úrokov a s preverovaním bonity svojich odberateľov, a tým vytvorí podmienky na efektívnejšie zapojenie svojich pracovníkov do vlastnej komerčnej práce.

• Vývozca si prefinancovaním pohľadávok za vývozy urýchli devízové inkaso zo zahraničia.

• Vývozca si využitím preplatenia odkúpených pohľadávok faktoringovou spoločnosťou pred ich splatnosťou zaistí prístup k alternatívnym formám svojho financovania.

• Keďže faktoringová spoločnosť uhradí exportérovi až 80 % postúpených faktúr do 48 hodín od zrealizovaného vývozu, môže si výrobca vylepšiť cash flow, prípadne získať zľavy u svojich dodávateľov za promptné uhradenie svojich záväzkov.

Zavedenie vývozného faktoringu vývozcom umožňuje zahraničnému odberateľovi:

• Rozšíriť svoj nákupný potenciál bez nutnosti vyčerpať alebo zvyšovať existujúce úverové linky v bankách.

• Nakúpiť tovar bez zdržania a komplikácií s otváraním akreditívov.

• Generovať nové zdroje pre dodávky výrobkov.

KAPITÁLOVÝ TRH V SLOVINSKU

Doc. Dr. Dušan Mramor
Fakulta Ekonómie, Ljubljanská univerzita, Slovinsko

Rozvoj, postavenie a problémy

Rozvoj kapitálového trhu v Slovinsku sa začal po reformách ekonomického systému v rokoch 1988/89[1]. Hlavným cieľom rozvoja kapitálového trhu nebolo umožnenie privatizácie so širokou účasťou obyvateľstva alebo akejkoľvek inej formy privatizácie v jeho prvej fáze, ani znovurozdelenie akcií v jeho druhej fáze. Jeho hlavným cieľom bolo vyvinúť dobre organizovaný, bezpečný, transparentný, nízkonákladový a likvidný kapitálový trh, ktorý by priniesol nové finančné služby a pomohol toku rastúceho množstva úspor do výnosných investícií pred a po privatizácii. A preto sa verejné emisie akcií a dlhopisov, burza cenných papierov a otvorené investičné fondy zaviedli a fungovali už predtým, ako sa v roku 1994 stali funkčnými projekty privatizácie so širokou účasťou obyvateľstva.

Proces privatizácie so širokou účasťou obyvateľstva nevyžaduje v Slovinsku žiadnu formu kapitálového trhu vo svojej prvej kupónovej fáze, keďže kupóny nie sú prevoditeľné. Vo všeobecnosti (nehľadiac na menej dôležité metódy) môžu byť kupóny zamenené za „privatizačné" akcie použitím kombinácie troch metód:

1. zamestnanci, zamestnanci na dôchodku a príbuzní zamestnancov si môžu zameniť kupóny za akcie svojej zamestnávateľskej spoločnosti,
2. občania si môžu zameniť kupóny za verejne ponúkané „privatizačné" akcie spoločností
3. alebo za verejne ponúkané akcie špeciálnych uzavretých investičných spoločností (v texte uvádzaných pod pojmom „privatizačné" investičné fondy).

Hoci okruh ľudí oprávnených použiť prvú metódu je dosť široký, táto metóda sa považuje za súkromnú ponuku. Druhá a tretia metóda sa považujú za bežné verejné ponuky[2].

Odhaduje sa, že počet verejných ponúk spoločností a fondov sa zásluhou privatizácie celkovo zvýšil a ešte zvýši približne o 160, a taktiež sa zvýši aj počet akcií verejne obchodovaných na organizovaných burzách cenných papierov[3]. Privatizačný proces preto predstavuje dôležitý motív pre rozvoj slovinského kapitálového trhu. Na druhej strane však môže privatizačný proces spôsobiť v postprivatizačnom období značnú nerovnováhu kapitálového trhu, pokles celkovej dôvery v kapitálový trh, a tým oneskorenie jeho rozvoja ako riadnej súčasti slovinského finančného systému.[4]

Právne otázky

Hoci bol kapitálový trh pred privatizáciou so širokou účasťou obyvateľstva technicky dobre zorganizovaný a podporovaný (elektronické obchodovanie, viac menej centralizovaný depozitár, výborné vzťahy s verejnosťou, atď.), bol hlavne slabo regulovaný. To viedlo k nerovnováhe na trhu (zapríčinenej tiež istou manipuláciou a obchodmi vykonávanými osobami, ktoré majú prístup k dôverným informáciám (insider trading), ktorá znížila dôveru verejnosti v trh.

Stará juhoslovanská legislatíva regulujúca kapitálový trh od konca 80-tych rokov bola nevhodná a koncom roku 1992 začali dve skupiny ekonómov a právnikov pripravovať nový zákon o trhu cenných papierov a zákon o investičných fondoch. Obidva zákony schválil parlament začiatkom roku 1994. Podstata obidvoch zákonov spočíva v tom, že privatizáciu považujú len za dočasný proces. Preto sú hlavné časti týchto zákonov venované regulácii kapitálového trhu za normálnych (neprivatizačných) okolností, zatiaľ čo privatizačnými otázkami sa zaoberajú „dočasné" články. Tieto „dočasné" články majú obmedzené obdobie platnosti a tým nútia účastníkov trhu, aby sa za určité časové obdobie prispôsobili normálnej prevádzke (t.j. časové obdobie na prispôsobenie sa portfólií privatizačných investičných fondov).

Obidva zákony používajú ako základ anglo-americkú legislatívu, pričom dodržiavajú aj európske direktívy.[5] Podľa toho zahŕňajú bežné oblasti regulácie a požiadavky, ako napr.

- súkromná a verejná ponuka (viac ako 30 akcionárov), postupy pre verejnú ponuku, program, podávanie správ,
- poskytovanie licencií burzám cenných papierov, pravidlá pre obchodovanie a kótovanie na burze, trhové segmenty, podávanie správ,
- pravidlá pre voľný trh s cennými papiermi (OTC-over the counter-market) a podávanie správ,
- zákaz cenovej manipulácie a obchodov vykonávaných osobami, ktoré majú prístup k dôverným informáciám (insider trading),
- účtovacie a vkladové pravidlá,
- poskytovanie brokerských licencií a podávanie správ,
- typy investičných fondov: uzavreté investičné spoločnosti a otvorené investičné fondy,
- postupy pre poskytovanie licencií investičným fondom, štruktúra portfólia, požiadavky na podávanie správ.

Žiaden zo zákonov nereguluje trh derivátov, ktorý práve začal obchodovaním s futures (druh termínových obchodov) a tiež zákon o prevzatí spoločnosti existuje zatiaľ iba v predbežnej forme.

Týmito dvoma zákonmi bola v marci 1994 založená nezávislá Agentúra pre trh s cennými papiermi (SMA – Securities Market Agency) s plnou právomocou tvoriť predpisy, udeľovať licencie, schvaľovať verejné ponuky, dozerať na trh cenných papierov, prešetrovať a podávať

žalobu (alebo súdne stíhať v určitých prípadoch) z dôvodu porušenia zákonov a iných predpisov[6]. Očakáva sa, že zákon o prevzatí spoločnosti udelí SMA (Agentúre pre trh s cennými papiermi) právomoc regulovať proces preberania spoločností z perspektívy ochrany drobných akcionárov. SMA sa delí o svoju právomoc iba so Slovinskou bankou pokiaľ ide o činnosť bánk súvisiacu s cennými papiermi a môže previesť niektoré zo svojich právomocí na samostatne regulované organizácie (t.j. Burza cenných papierov, Združenie brokerov, atď)[7]. Za svoju činnosť SMA zodpovedá parlamentu.

Okrem bežných úprav sú v obidvoch zákonoch určité špecifické úpravy. Ich prvá časť je určená na dosiahnutie najefektívnejšej organizácie kapitálového trhu, napr. dematerializáciou cenných papierov a rovnakým vlastníctvom akcií burzy cenných papierov brokerskými spoločnosťami. Druhá časť špecifických úprav sa týka úrovne rozvoja slovinského kapitálového trhu. Niektoré úpravy, ktoré sú bežné pre veľké, vysoko rozvinuté kapitálové trhy, by spôsobili také vysoké náklady, že by sa slovinský kapitálový trh nerozvíjal (nadmerná regulácia). Preto sú určité riešenia zjednodušené a pre SMA pribudla úloha napomáhať rozvoj trhu s cennými papiermi.

Články, ktoré definujú rozdiely v regulácii kapitálového trhu počas privatizačného procesu, znižujú najmä prísnosť regulácie určenej pre „normálne" okolnosti. Napríklad predaj akcií za kupóny alebo finančnú hotovosť zamestnancov a príbuzných sa nepovažuje za verejnú ponuku a špeciálne uzavreté investičné spoločnosti („privatizačné" investičné fondy) majú výlučné právo investovať do nehnuteľností a 20 % (namiesto 10 %) aktív do akcií jednej spoločnosti. V prvom prípade však akcie nemôžu byť predané na organizovanom kapitálovom trhu, pokým nie sú uspokojené všetky požiadavky na verejnú ponuku, a v prípade privatizačných investičných fondov je časové obdobie zníženej prísnosti obmedzené na dobu do 10 rokov.

Čo sa týka prístupu cudzincov na slovinský kapitálový trh, neexistujú žiadne všeobecné právne obmedzenia a nerozlišuje sa medzi kolektívnym a osobným investovaním. Zahraniční emitenti musia dodržiavať slovinské zákony týkajúce sa súkromnej a verejnej ponuky. Zahraniční investori sú špecificky obmedzení iba vo svojich vkladoch do akciového kapitálu brokerských spoločností (maximálne 24 %), auditorských spoločností (49 %) a takisto ako slovinskí investori, ani cudzinci nemôžu kúpiť viac ako 5 % akcií investičnej spoločnosti alebo kupónov otvoreného investičného fondu.[8]

Okrem toho musia cudzinci dostať špeciálne povolenie na získanie:

- akcií banky – od Slovinskej banky,
- akcií poisťovacej spoločnosti – od Ministerstva financií,
- akcií brokerskej spoločnosti – od SMA,
- viac ako 20 % akcií investičnej manažérskej spoločnosti – od SMA,
- viac ako 10 % akcií privatizačnej investičnej spoločnosti – od SMA a Ministerstva ekonomických vzťahov a rozvoja.

Na všetky obmedzenia sa vzťahuje formulácia „priame alebo nepriame vlastníctvo".

Politické otázky

Rok 1994 a prvý štvrťrok roku 1995 boli rozhodujúcim obdobím pre konečnú úpravu širokého konceptu rozvoja kapitálového trhu v Slovinsku, a takisto obdobím, v ktorom sa začal tento koncept uskutočňovať. Okrem začiatku tvorby vhodnej informačnej základne pre verejné cenné papiere ako dôsledku požiadaviek na zverejnenie a iných zvyčajných činností týkajúcich sa bezpečnosti (poskytovanie licencií, pravidlá obchodovania, dozor, atď.), sa uskutočnili isté dôležité politické opatrenia na zvýšenie nákladovej efektívnosti a likvidity kapitálového trhu.

Aby sa dosiahla lepšia nákladová efektívnosť, kládol sa dôraz na konkurencieschopnosť a automatizáciu priemyslu. Na dosiahnutie najvyššej možnej konkurencieschopnosti medzi brokerskými spoločnosťami Agentúra pre trh s cennými papiermi upravila poskytovanie licencií, podávanie správ a iné požiadavky na brokerské spoločnosti tak, že licenciu dostane dostatočný počet brokerských spoločností, pričom minimálne požiadavky na bezpečnosť budú stále splnené. Počet brokerských spoločností sa znížil zo 63 – pred zavedením požiadaviek na poskytovanie licencií – na 46, čo je vzhľadom na veľkosť slovinského kapitálového trhu a rozptýlený trhový podiel stále veľký počet, pokiaľ ide o zaistenie konkurencieschopnosti.

Nákladovú efektívnosť burzy cenných papierov mal dosiahnuť článok zákona o trhu cenných papierov, ktorý vyžaduje, aby boli členovia burzy cenných papierov rovnakými vlastníkmi akcií burzy. Predpokladalo sa, že takéto nariadenie pre konkurenčné brokerské spoločnosti – ako pre členov burzy cenných papierov – bude vyvíjať neustály tlak na náklady burzy. Okrem toho Ljubljanská burza cenných papierov (LSE – Ljubljana Stock Exchange) zaviedla elektronické obchodovanie, ktoré umožní značné zníženie nákladov na transakcie, keď sa ich počet vďaka privatizácii zvýši.[9] Ljubljanská burza cenných papierov už získala licenciu (v konkurenčných ponukách) na organizovanie voľného trhu s cennými papiermi tým istým elektronickým systémom a momentálne týmto systémom organizuje aj časť peňažného trhu. Najväčšie zníženie nákladov na transakciu sa očakáva vtedy, keď sa začnú vo veľkom obchodovať akcie z privatizácie. Do 10.októbra 1995 sa na burze cenných papierov ani na voľnom trhu s cennými papiermi ešte neobchodovala žiadna z privatizačných akcií.

Na dosiahnutie bezpečnosti, rýchlosti a hlavne zníženia všetkých druhov nákladov sa rozhodlo, že v r.1995 sa začne uskutočňovať kompletná dematerializácia verejne ponúkaných cenných papierov. Všetky privatizačné akcie a takisto niektoré cenné papiere obchodované na organizovaných burzách sú už v zaknihovanej forme, zatiaľ čo zvyšné cenné papiere sú ešte stále vo fyzickej forme – uložené väčšinou v depozitári centrálnej Ljubljanskej burzy cenných papierov (vo forme listiny a registrovaného formuláru). Na tento účel bola v r.1994 založená nová centrálna účtovacia a vkladová inštitúcia (začne fungovať v júni 1995), ktorá je kompatibilná s elektronickým obchodným systémom v Ljubljanskej burze cenných papierov. Bude vykonávať služby pre emitentov, brokerov a ďalších, čo zníži náklady na emisiu, prevod, platby a vedenie evidencie. So zavedenými funkciami ako fixné náklady bude zníženie nákladov na jednotku služieb umožnené relatívne veľkým počtom akcií privatizovaných spoločností a investičných fondov.

SMA zamerala veľa úsilia na dosiahnutie konkurencieschopnosti medzi privatizačnými investičnými fondmi (celkový trh tvoria približne 4 miliardy DEM). Zákon o investičných fondoch už obmedzil veľkosť jedného privatizačného fondu na približne 160 miliónov DEM a Agentúre pre trh s cennými papiermi poskytol možnosť kontrolovať súčet trhových podielov privatizačných investičných fondov jednej manažérskej spoločnosti.[10] SMA využila túto možnosť, a kým pozorne sledovala zmeny trhových

podielov manažérskych spoločností, vydávala schválenia pre nové emisie akcií privatizačných investičných fondov s cieľom dosiahnuť primeraný rozptyl trhových podielov. Ako jeden z nástrojov používala súčet štvorcov trhových podielov (nemohol byť väčší ako 1700). 30.júna 1995 existovalo 61 privatizačných investičných fondov (10 už na hranici 160 miliónov DEM) riadených 24 manažérskymi spoločnosťami, z ktorých najväčšia mala trhový podiel 12,2 %. Môže sa zdať, že dva veľmi veľké vládne fondy (penzijný a reštitučný fond), z ktorých podľa zákona o privatizácii dostane každý 10 % kapitálu privatizovaných spoločností a penzijný fond dostane ešte ďalších max.10 % podľa iných privatizačných právnych predpisov (tretí a šiesty najväčší „privatizačný" investičný fond), budú ohrozovať konkurencieschopnosť v priemysle. Ich oligopol je však obmedzený. Žiaden z fondov sa v budúcnosti nerozhodne pre nový kapitál, zatiaľ čo reštitučný fond sa bude pomaly zmenšovať.

Tiež sa rozhodlo, že za r.1995 sa bude hodnotiť zdanenie odvetvia kapitálového trhu a náklady na platobný systém a navrhnú sa zmeny. Obidve oblasti majú na konkurencieschopnosť kapitálového trhu väčší vplyv než akákoľvek iná časť finančného systému. Momentálne je nulová daňová sadzba z kapitálových ziskov predĺžená do roku 1997.

Boli vykonané aj prvé pokusy o zvýšenie trhovej likvidity. Kapitálový trh je však dosť malý a slabý (1 miliarda DEM kapitalizácia a 1,01 miliardy DEM obrat v r.1994 – 11% HDP (hrubý domáci produkt), napriek rastu likvidity vďaka zavedeniu elektronického obchodného systému a rozsiahleho nepretržitého programu verejnej informovanosti. Takisto bola v r.1994 navrhnutá a 1. januára 1995 zavedená vhodnejšia trhová segmentácia. Predovšetkým má oveľa prísnejšie požiadavky (najväčšie a najrozptýlenejšie problémy) na kótovanie „A" na LSE (Ljubljanská burza cenných papierov) a prísnejšie sú aj požiadavky na kótovanie „B". Okrem toho sa rozvinul nový voľný trh s cennými papiermi s prakticky žiadnymi požiadavkami na kótovanie (okrem právnych požiadaviek na verejne ponúkané cenné papiere), čo pomohlo zvýšiť celkový počet dlhodobých cenných papierov obchodovaných na organizovaných burzách zo 43 dlhopisov a akcií počas r.1994 na 48 dlhopisov a akcií k 30. júnu 1995. Po zmenách zodpovedá rozdelenie obratu úrovni kótovania.

Všetky tieto zmeny s veľkou pravdepodobnosťou pomôžu trhovej likvidite, no mimoriadne výsledky sa neočakávajú. Likvidita sa bude zvyšovať postupne so zvyšujúcim sa počtom obchodovaných cenných papierov – hlavne z privatizácie, zvyšujúcej sa bezpečnosti a nakladovej efektívnosti a s inými opatreniami, napr. s aktívnejšou úlohou objavujúcich sa inštitucionálnych investorov a rozvojom systému tvorby trhu.

Likvidita kapitálového trhu sa v r.1994 a v prvej polovici roku 1995 znížila na určitú mieru kvôli zásahom Slovinskej banky na peňažnom trhu, ktoré boli zamerané na zneutralizovanie veľmi veľkého vplyvu prebytku devízovej bilancie na ponuku peňazí. Slovinská banka vydala vysoko výnosné (nízko rizikové) bankové zmenky so zárukami, ktoré pritiahli väčšinu investorov cenných papierov. Zanechali kapitálový trh a prešli na peňažný trh. Okrem podstatného zníženia likvidity to zapríčinilo aj podstatné zníženie cien cenných papierov na kapitálovom trhu.

Keď bol koncipovaný zákon o investičných fondoch, očakávalo sa, že do konca roka 1994 už bude podstatné množstvo privatizačných akcií obchodovaných na burze cenných papierov. Preto sa vyžadovalo, aby sa dosiahla vhodná diverzifikácia portfólií 18 licenčných otvorených investičných fondov (od 0,5 do 11 miliónov DEM) medzi cenné papiere obchodované na burze do konca r. 1994. Na konci r.1994 však ešte privatizačné akcie neboli obchodované a výber cenných papierov bol stále obmedzený (a ich likvidita dosť nízka), pre otvorené investičné fondy bolo prakticky nemožné vyhovieť presnej interpretácii zákona. Z tohto dôvodu vydala SMA interpretáciu zákona, ktorá umožnila otvoreným investičným fondom investovať vyšší podiel svojich portfólií do nástrojov peňažného trhu (bankové zmenky Slovinskej banky).

Väčšina diskusie bola venovaná vplyvom privatizácie so širokou účasťou obyvateľstva na kapitálový trh. Je tu zhoda názorov na možné bezprostredné vplyvy na sekundárny a primárny kapitálový trh (zvýšená ponuka cenných papierov a zníženie cien cenných papierov, negatívny vplyv na primárny trh, iné makroekonomické vplyvy), no existujú dva protichodné názory týkajúce sa rozvojovej politiky kapitálového trhu v Slovinsku. Prvý názor považuje kapitálový trh viac-menej za nástroj pre (post)privatizačný proces rýchleho znovurozdelenia a sústredenia vlastníctva na základe pôvodne nízkej cenovej úrovne akcií. Druhý názor je za stabilitu kapitálového trhu (a teda za makroekonomickú stabilitu). Stabilita by mala byť zachovávaná postupným a do istej miery kontrolovaným znovurozdelením vlastníctva (autor podporuje tento názor). Prvý názor nevyžaduje špeciálne politické opatrenia, kým druhý názor vyžaduje. Niektoré opatrenia boli uskutočnené v r.1994 (umožnenie penzijnému a reštitučnému fondu vykonávať určité funkcie tvorby trhu) a niektoré opatrenia boli oznámené (osobné zdanenie „rýchlych" predajov a zdanenie kapitálových ziskov z privatizačných akcií), ale ešte neboli uskutočnené.

Počet akcií a dlhopisov obchodovaných na organizovaných trhoch v Slovinsku (30. marca 1995)

Trhový segment	Obyčajné akcie*	Preferenčné akcie	Dlhopisy	Spolu
LSE – A	4		6	10
LSE – B	8	5	5	18
Voľný trh s cennými papiermi	6	5	9	20
Spolu	18	5	9	20

*Privatizačné akcie ešte neboli kótované na burze.

Vývoj verejných ponúk

Primárny kapitálový trh bol v r.1994 a v prvej polovici r.1995 silne ovplyvnený dvoma faktormi: kapitálovými požiadavkami Slovinskej banky na komerčné banky a intenzívnym procesom privatizácie. Na dosiahnutie konsolidácie bankového sektora Slovinská banka nariadila, že banke môže byť udelená plná licencia iba v prípade, že má kapitál 60 miliónov DEM (podľa definície kapitálu Slovinskou bankou). Kapitál väčšiny z 32 bánk nebol dostatočný, no v prvej fáze si banky nevybrali fúzie, ale sa prakticky bez výnimky snažili zvýšiť dodatočný kapitál. Na druhej strane, spoločnosti boli upro-

stred privatizačného procesu, ktorý priniesol pre manažment veľa neistôt týkajúcich sa budúcnosti (vlastníctvo, kontrola, rozsah, atď.). Investičné výdavky boli dosť nízke kvôli nadbytočným kapacitám (stratené trhy) a financované boli hlavne vnútropodnikovými a bankovými fondmi. Preto okrem celého primárneho kapitálového trhu banky verejne ponúkali cenné papiere v celkovej hodnote 136 miliónov DEM a jedna spoločnosť verejne ponúkla cenné papiere v celkovej hodnote 0,4 milióna DEM, no táto ponuka nebola úspešná. Preto neexistoval žiaden primárny trh pre cenné papiere spoločností ani vlády.

Slovinsko malo v r. 1994 a v prvej polovici r.1995 tri začiatočné verejné ponuky za peniaze v hotovosti. Najprv banka ponúkala akcie spoločnosti, ktorú vlastnila, vo výške 18 miliónov DEM. Potom nasledovala začiatočná verejná ponuka akcií spoločnosti, ktorú vlastnil Slovinský rozvojový fond, v celkovej hodnote 38 miliónov DEM – toto bola privatizačná verejná ponuka za peniaze v hotovosti. Posledná bola verejná ponuka 15 miliónov DEM v dlhopisoch Slovinského národného úverového fondu, ktorá nebola úspešná.

Začiatočné ponuky za privatizačné kupóny,[11] ako už bolo vyššie uvedené, pozostávajú zo súkromných a verejných ponúk. No keďže tieto „privatizačné súkromné ponuky" nemusia prejsť procesom zverejnenia a na ich obchodovanie sú uložené obmedzenia, nepovažujeme ich za verejné ponuky napriek tomu, že vlastníctvo akcií môže byť veľmi rozptýlené'[12]. Začiatočné verejné ponuky akcií 44 spoločností, ktoré boli privatizované, a 61 privatizačných investičných spoločností za kupóny dosiahli v r.1994 a v prvej polovici r.1995 celkovú hodnotu 4,9 miliardy DEM.

Ako je zrejmé z vyššie uvedených informácií, primárny trh, ktorý by nebol uvedený do chodu parlamentom, vládou alebo Slovinskou bankou, a ktorý by priniesol do firiem nový kapitál, v spomínanom období neexistoval. Aj sekundárny kapitálový trh bol slabý a žiadne privatizované spoločnosti na základe zákona o privatizácii (najvýznamnejšieho v Slovinsku) ešte nie sú obchodované.

V budúcnosti môžeme očakávať naďalej neaktívny primárny trh vďaka vybratej privatizačnej metóde. Sekundárny trh bude totiž oveľa aktívnejší vďaka nevyhnutnému znovurozdeleniu privatizačných akcií, ale to s veľkou pravdepodobnosťou nepomôže jeho dlhodobému rozvoju, pretože veľké zmeny cien ho urobia nestabilným a rizikovým. To negatívne ovplyvní aj primárny trh. Hlavnou otázkou týkajúcou sa rozvoja kapitálového trhu v Slovinsku je: ako sa vysporiadať s následkami privatizácie. Na jednej strane kupónová privatizácia vo veľkom zaviedla korporácie, akcie a investičné fondy a vyžaduje aktívne obchodovanie, aby bola dosiahnutá želaná podniková správa, no na druhej strane to bude mať veľmi negatívny dopad na jeho dlhodobý rozvoj (a na iné časti hospodárstva).

POZNÁMKY

[1] Termín „kapitálový trh" sa používa pre primárny a sekundárny trh verejne ponúkaných dlhodobých cenných papierov.

[2] Odhaduje sa, že viac ako polovica dvoch miliónov obyvateľov Slovinska bude vlastniť akcie verejných združení, bánk alebo privatizačných investičných fondov na konci prvej privatizačnej fázy (koncom roku 1995). Ostatní obyvatelia budú vlastniť akcie uzavretých združení alebo (verejných obchodných) spoločností.

[3] Do 30. marca 1995, 54 privatizačných investičných fondov a 20 spoločností verejne ponúklo svoje privatizačné akcie. Do konca prvej privatizačnej fázy sa očakáva, že ďalších 86 spoločností a privatizačných investičných fondov verejne ponúkne svoje akcie za kupóny.

[4] Niektoré z možných aspektov nerovnováhy sú vysvetlené pod titulkom „Politické otázky".

[5] Slovinské univerzálne banky sa môžu s určitými menšími obmedzeniami zapájať do všetkých aktivít súvisiacich s cennými papiermi, okrem priameho riadenia investičných fondov (avšak môžu vlastniť investičnú manažérsku spoločnosť). Tieto ich aktivity regulujú a kontrolujú spoločne Agentúra pre trh s cennými papiermi a Slovinská banka (centrálna banka).

[6] Do marca 1995 SMA poskytla licencie 186 brokerom a 154 investičným poradcom.

[7] Zatiaľ v zákonoch nie sú žiadne špeciálne články týkajúce sa právomoci SMA na získavanie a poskytovanie informácií zahraničným regulačným úradom.

[8] Podľa Rezolúcie stratégie Slovinska v zahraničnom investovaní prijatej parlamentom v r. 1994 možno očakávať, že zahraničné investície nebudú povolené v oblasti základného vzdelávania, penzijného poistenia a zbrojárskeho priemyslu a budú zavedené niektoré ďalšie obmedzenia vo forme povolenia v určitom veľmi malom počte priemyselných odvetví. Rezolúcia je totiž rámcom pre zákony, ktoré budú prijaté.

[9] Ljubljanská burza cenných papierov zaviedla plne elektronický on-line (v reálnom čase) obchodný systém navrhnutý firmou EFA Software Services (softwarové služby) z Cagary v Kanade. Systém pozostáva z piatich modulov: obchodný systém, trhový dozor, korporačný profil, registrácia brokerov a účtovanie, vysporiadanie a depozitár. Systém poskytuje aj oficiálny cenový zoznam (najvyššiu a najnižšiu cenu, denný vážený priemer), obchodné správy, štatistiku, informácie o stave akciového kapitálu atď. Raz týždenne je však elektronické obchodovanie nahradené klasickým burzovým obchodovaním (floor trading), hlavne kvôli propagačným účelom. Účtovanie a vysporiadanie nasledujú v čase T+2.

[10] SMA môže odmietnuť udeliť povolenie na založenie nového „privatizačného" investičného fondu alebo na novú emisiu akcií už existujúceho fondu, ak celkový trhový podiel privatizačných investičných fondov jednej manažérskej spoločnosti presiahne 10 %.

[11] Podľa zákona môžu byť tieto akcie kúpené aj za peniaze v hotovosti. Celková hodnota nákupu za peniaze v hotovosti je zanedbateľná. Príjmy v hotovosti idú vláde.

[12] Predtým, ako sa povolí obchodovanie týchto akcií na organizovaných sekundárnych trhoch, musia tieto akcie splniť požiadavky na zverejnenie – musia byť najprv verejne ponúknuté.

REGULOVANIE PONUKY PEŇAZÍ

MECHANIZMUS PEŇAŽNEJ ZÁSOBY A MONETÁRNEJ BÁZY

Prof. Ing. Irena Hlavatá, CSc.
Ekonomická univerzita Bratislava

Vychádzame z toho, že hlavným cieľom menovej politiky je udržiavanie stability meny, a to v rozsahu jej vnútornej i vonkajšej kúpnej sily. Avšak tento cieľ menovej politiky je cieľom „konečným", strategickým, sledovaným za určité dlhšie časové obdobie. Rozloženie tohto cieľa na kratšie, permanentne sledovateľné časové úseky v rámci dlhodobejšieho obdobia sa spája so stanovovaním a sledovaním tzv. menových medzicieľov. Tieto medziciele menovej politiky sú vyjadrené určitými ukazovateľmi menového vývoja, ktoré sa dotýkajú viacerých menových premenných. Jednou z najdôležitejších je ponuka peňazí a jej vývoj vo vzťahu najmä k veličinám tzv. magického štvorca, a to k vývoju GNP, cenového pohybu, nezamestnanosti a vývoju platobnej bilancie (najmä k vývoju vonkajšej zadlženosti, vývoju devízových rezerv a pohybu kapitálu).

Regulovanie ponuky peňazí sa považuje v teórii za najdôležitejšiu oblasť pôsobenia emisných bánk pri uskutočňovaní menovej, ale aj celkovej národohospodárskej politiky. **Ponuka peňazí** sa však považuje za **kvalitatívny pojem** (vyjadrený terminom money supply), ktorého kvantitatívnym vymedzením **je peňažná zásoba** (money stock - ako pojem kvantity peňažnej ponuky).

Z hľadiska vzniku a akejsi chronologickej postupnosti problémov spojených s regulovaním peňazí bude užitočné si pripomenúť, čo sme už pomerne podrobne rozviedli pri problematike vzniku peňazí, že tieto sú v súčasnosti moderným prostriedkom výmeny tovarov a služieb, uznávanou hodnotovou jednotkou (menou), v ktorej sa vyjadrujú ceny a záväzky a ďalej fungujú ako depozitný prostriedok. Vieme, že ako prostriedok výmeny sa využívali a doteraz využívajú aj rôzne tovary ako tzv. tovarové peniaze (commodity money), z ktorých sa najlepšie osvedčili drahé kovy, najmä zlato. Keď boli v ďalšom vývoji tovarové peniaze nahradené papierovými, tieto spočiatku fungovali ako zástupcovia drahých kovov (celkove alebo čiastočne nimi kryté) a boli za ne vymeniteľné v bankách, ktoré vydávali papierové peniaze. V súčasnosti však už väzba peňazí na drahé kovy neexistuje. Doposiaľ poslednou etapou vo vývoji peňazí bol vznik bankových peňazí (nazývané tiež depozitné alebo žírové peniaze). V danom prípade ide o bezhotovostné peniaze, ktoré existujú v podobe šekovateľných bankových účtov.

Po uvedenom zopakovaní si monetárnych pojmov môžeme spresniť vo vzťahu k peniazom chápanie, resp. vymedzenie ich ponuky. **Ponuku peňazí tvoria všetky druhy peňazí,** ktoré sa z technického hľadiska rozlišujú na drobné mince, papierové - emitované emisnou bankou na základe napr. obchodných zmeniek (zmenkové krytie emisie). Žiadne z týchto peňazí nie sú kryté zlatom - ide o tzv. nekryté peniaze, resp. peniaze s núteným obehom (fiat money). Tieto peniaze s tzv. núteným obehom sú stanovované zákonom a vláda stanoví, že sú zákonným platidlom (legal tender), ktoré sa musí ako peniaze prijímať. Ďalším druhom peňazí sú bankové (depozitné, žírové) peniaze a ide o depozity na požiadanie (demand deposits) a iné šekovateľné depozity, ktoré je možné tak ako predchádzajúce druhy peňazí využívať pomocou šekov alebo platobných kariet na platenie, alebo je možné ihneď ich premeniť na hotovosť.

Hotovostné peniaze (cash) a bankové peniaze (demand depozits) vytvárajú súčasť ponuky peňazí nazývanej obeživo (currency), ktoré predstavuje určitú časť peňažnej zásoby nazývanú **agregát peňažnej zásoby M1.** Tento agregát peňažnej zásoby sa nazýva aj peniazmi v užšom slova zmysle a tiež tzv. transakčnými peniazmi. Vo vyspelých štátoch predstavujú pritom bankové peniaze asi 2/3 z M1 .

V ponuke peňazí, a tým aj v peňažnej zásobe sa ďalej rozlišujú terminované vklady (time deposits) s určitou výpovednou lehotou, ako aj rôzne druhy úsporných vkladov (savings deposits) v bankových a iných peňažných inštitúciách.

Agregát peňažnej zásoby M1
+ terminované vklady
+ úsporné vklady

= agregátu peňažnej zásoby M2 , tzn. určitej veličine „pohotovosti" na platenie.

Agregát peňažnej zásoby M2 sa líši oproti agregátu M1 nižším stupňom likvidity, pretože platenie z prostriedkov vkladov si vyžaduje určitý čas, aby sa z funkcie peňazí ako depozitného prostriedku stali peniaze promptným prostriedkom platenia. Agregát peňažnej zásoby M2 je súčasťou ponuky peňazí nazývanej tzv. kvázi peniaze, teda ako „skoro-peniaze" (near money).

Ponuka peňazí v zmysle kvázi peňazí sa však rozširuje aj

na agregát peňažnej zásoby M3. Tento agregát peňažnej zásoby M3 zahrňuje aj určité druhy štátnych cenných papierov, napr. štátne obligácie, pokladničné poukážky štátu a podobne. Týmito cennými papiermi nie je, pochopiteľne, možné platiť ihneď, ale treba počkať na ich preplatenie alebo na ich predaj na trhu cenných papierov. To znamená, že v agregáte peňažnej zásoby M3 sa ráta aj s uvedenými aktívami v podobe cenných papierov ako s peniazmi. To znamená, že agregát peňažnej zásoby M3 = M2 + cenné papiere a ďalšie aktíva.

Ponuka peňazí je teda **kvantitatívne vyjadrená agregátmi peňažnej zásoby**. Agregáty peňažnej zásoby však nie sú v hospodárskej medzinárodnej praxi normatívne určené. Ale vo všeobecnosti, ak nie je uvedené inak, ponukou peňazí sa chápe predovšetkým agregát peňažnej zásoby M1.

Dopyt po peniazoch je podmienený viacerými požiadavkami držať určité množstvo peňazí. Avšak dopyt po peniazoch vyplýva aj z potreby realizácie peňažných funkcií, či už prostriedku výmeny (medium of exchange), uchovávateľa hodnoty (store of value), ale aj účtovnej jednotky (unit of account), ktorou je mena, resp. menová jednotka.

Držba peňazí je spojená s určitými nákladmi. Pritom však majetok, ktorý sa drží v inej forme ako vo forme transakčných peňazí prináša spravidla úrok (interest). Z hľadiska držby peňazí sa preto úrok považuje za náklad tejto držby. Avšak z iného hľadiska je úrok definovaný ako cena peňazí, a to vtedy, ak je spojený s aktívnymi bankovými operáciami poskytovania úverov.

Menová teória poskytuje poznatky, že dopyt a ponuka po peniazoch majú byť vyrovnané, a to tak ako globálne veličiny, ako aj v štruktúre. So štrukturálnou vyrovnanosťou dopytu a ponuky po peniazoch je spojená predovšetkým problematika bankovej likvidity.

Vráťme sa však ešte k otázke vytvárania dopytu po peniazoch. Pripomeňme si, že tento sa tvorí transakčným dopytom (transaction demand) motivovaným najmä bežnými nákupmi, pri ktorých je potrebné, aby peniaze plnili funkciu prostriedku výmeny. Dopyt po peniazoch sa však tvorí aj majetkovým dopytom (assed demand), ktorý je motivovaný držbou peňazí za účelom realizovania budúcich výdavkov a tiež snahou diverzifikovať majetok (keď peniaze plnia funkciu uchovávateľa hodnôt).

Domnievame sa, že niet sporu o tom, že dôležitým poslaním menovej politiky je dôsledné sledovanie toho, či sa darí peniazom (mene) bezporuchovo plniť svoje funkcie v ekonomike.

Avšak moderná ekonómia sa orientuje v menovej politike predovšetkým na regulovanie globálnej ponuky peňazí cez riadenie dynamiky celkovej peňažnej zásoby, ale zasahuje pritom, samozrejme, aj do jej štruktúry, a to nepriamo stanovovaním určitých požiadaviek a kritérií dodržiavania bankovej likvidity.

Vzhľadom na to, že hlavnou súčasťou ponuky peňazí sú hlavne bankové (depozitné) peniaze, ktoré sú vytvárané obchodnými bankami, je nutné, aby si emisná banka pri regulovaní peňažnej zásoby všímala, ako banky vytvárajú svoje aktívne operácie (sledovanie poskytovania úverov) i pasívne operácie (prijímaním vkladov, resp. vytváraním depozitov, a to aj prijímaním úverov od iných bankových subjektov vo vnútri ekonomiky i zo zahraničia, ako aj od emisnej banky, prípadne vydávaním vlastných akcií). Súčasťou problematiky ponuky peňazí sú operácie sprostredkovateľské, ktoré súvisia s účtovnými prevodmi, platobným stykom i rôznymi ďalšími bankovými službami klientom. Avšak z hľadiska regulovania ponuky peňazí je veľmi dôležité poznať, ako prebieha tvorba depozitných peňazí v obchodných bankách, keďže tieto peniaze predstavujú podstatnú časť peňažnej zásoby. Poznať tieto mechanizmy vlastne znamená nutnosť poznať mechanizmus vytvárania peňažnej zásoby i monetárnej bázy, aby sa aj zvládnutím sledovania a „navigovania" peňažnej zásoby v rámci tohto mechanizmu mohla ovplyvniť ponuka peňazí ekonomicky žiaducim smerom.

Ako pôsobí mechanizmus peňažnej zásoby

Vychádzame zo všeobecnej definície peňažnej zásoby ako východiskového základu pochopenia mechanizmu jej pohybu. Vieme, že peňažnou zásobou sa vo všeobecnosti rozumie veličina agregátu M1 = hotovosti + šekovateľné vklady (v literatúre najčastejšie označené ako M1 = C + D). Vklady sa však rozlišujú na šekovateľné (D) a na terminované (T), čo má význam pre prax v tom, že sa v nej akcentuje z hľadiska riadenia menovej politiky v praxi veličina peňažnej zásoby M2 = C + D + T, ktorej vývoj sa sleduje spravidla ako menový „medzicieľ" vo vzťahu k hlavnému cieľu menovej politiky – stabilizácii meny, resp. stabilnej mene.

Mechanizmus peňažnej zásoby úzko súvisí s tvorbou depozitných peňazí v obchodných bankách. Skôr ako rozvedieme túto problematiku, je potrebné si uvedomiť, že o peňažnú zásobu „hrajú" v ekonomike viaceří „hráči". Je to predovšetkým emisná banka, ktorá dohliada na celý bankový systém a je zodpovedná za uskutočňovanie menovej politiky. Hráčmi o peňažnú zásobu sú aj obchodné banky, resp. iné depozitné inštitúcie, ktoré sú predovšetkým finančnými spostredkovateľmi - prijímajú vklady a poskytujú pôžičky. Avšak „hráčmi" o peňažnú zásobu sú aj vkladatelia, ktorí držia svoje vklady v bankách a sú nimi tak jednotlivci (tvoriaci spravidla národohospodársky sektor, obyvateľstvo, resp. domácnosti), ako aj inštitúcie, a to či už ide o podniky (resp. podnikový či podnikateľský sektor) alebo iné inštitúcie, ktoré držia vklady v bankách (napr. inštitúcie štátnej správy, resp. celého sektora rozpočtová sústava).

Dôležitými „hráčmi" o peňažnú zásobu sú tiež bankovi dlžníci. Môžu byť nimi opäť tak jednotlivci, ako aj inštitúcie, ktorí si vypožičiavajú od bánk, resp. iných depozitných inštitúcií. Je však potrebné poznať, akú „úlohu" hrajú jednotliví „hráči" v „hre o peňažnú zásobu". Pritom obsadenie „úloh" v tejto hre je podmienené funkciami jednotlivých hráčov, ktoré majú v národnom hospodárstve.

Funkcie emisnej banky v mechanizme peňažnej zásoby

Emisná banka hrá dôležitú úlohu v mechanizme peňažnej zásoby. Pritom je irelevantné, či táto funguje ako „sólo banka", alebo ide o určitý systém rezervných bánk (ako napr. v USA). Charakteristickým spoločným prvkom všetkých organizačných foriem emisnej banky (resp. emisného systému) je, že je riadený určitými formami bankovej rady, ale to sú už viac-menej otázky technicko-ekonomického obsahu.

Z hľadiska sledovania postavenia emisnej banky v mechanizme penažnej zásoby treba vychádzať z jej funkcií v národnom hospodárstve. Ako základné funkcie sa v literatúre uvádzajú nasledovné tri:

a) uskutočňovať emisno-menovú politiku prostrednictvom regulovania peňažnej zásoby, a to predovšetkým ovplyvňovaním chovania sa bánk konkrétnymi nástrojmi emisnej politiky,
b) presúvať peňažné prostriedky medzi bankami najmä umorovaním šekov (aby sa vyrovnali nároky, ktoré vznikajú z toho, že v jednej banke je uložený šek, ktorý je vypísaný na účet v inej banke),
c) regulovať činnosť bánk prostrednictvom stanovovania pravidiel činnosti obchodných bánk.

Vidíme, že hlavné funkcie emisnej banky spočívajú v agregovanej podobe vo funkci uskutočňovania peňažnej emisie.

Zároveň je známe, že ekonomickým priestorom, v ktorom sa táto agregovaná funkcia emisnej banky uskutočňuje, je priestor vzťahu: emisná banka – obchodné banky. Z tohto hľadiska sa v literatúre často uvádza ako funkcia emisnej banky to, že je bankou bánk. Ide však v danom prípade skôr o postavenie emisnej banky v celom bankovom systéme. Z hľadiska sledovania postavenia emisnej banky v mechanizme peňažnej zásoby je už z predchádzajúceho výkladu zrejmé, že pôsobenie emisnej banky na vývoj peňažnej zásoby sa z ekonomického hľadiska musí diať prostredníctvom vzťahu emisnej banky ku komerčným bankám.

Vychádzajúc z definovania peňažnej zásoby ako M = C + D môžeme dedukovať, že emisná banka môže ťažko ovplyvňovať peňažnú zásobu M priamo ovplyvňovaním hotovosti C alebo vkladov D, ktoré držia jednotlivci alebo inštitúcie okrem obchodných bánk. Ak má emisná banka ekonomický priestor pôsobenia v mechanizme peňažnej zásoby len vo vzťahu k obchodným bankám, je potrebné tento priestor vymedziť pôsobením na konkrétne monetárne veličiny, ktoré majú bezprostredný vzťah k veličinám peňažnej zásoby.

Emisná banka má vo vzťahu ku komerčným bankám možnosť ovplyvňovať ich rezervy, bezprostredne súvisiace s celkovým úverovým potenciálom obchodných bánk a jeho vývojom. Rezervy však nenachádzame v definícii peňažnej zásoby. Rezervy obchodných bánk nie sú súčasťou peňažnej zásoby, ale sú súčasťou monetárnej bázy (B), ktorá je definovaná ako súčet hotovostného obeživa (C) a rezerv (R), teda ako B = C + R .

Priame ekonomické možnosti emisnej banky sa takto v hre o peňažnú zásobu vlastne vyčerpávajú predovšetkým v jej pôsobení na rezervy.

Ostatné menové veličiny peňažnej zásoby i monetárnej bázy sa dotýkajú pôsobenia nástrojov celej hospodárskej politiky, a to tak makroekonomickej, ako aj mikroekonomickej. Preto je dôležité a nutné prepojenie emisnej politiky so všetkými súčasťami hospodárskej politiky z hľadiska dosahovania cieľov stabilnej meny. Preto je aj nutné, aby všetky súčasti hospodárskej politiky boli synchronizované menovou politikou a jej menovými cieľmi. Preto medziciele menovej politiky treba považovať aj za medziciele národohospodárskej politiky.

Povedali sme, že určitý vývoj peňažnej zásoby je dôležitým medzicieľom menovej politiky. Z toho dôvodu je dôležité poznať, ako funguje mechanizmus peňažnej zásoby a ktoré faktory a ako ho najviac ovplyvňujú.

Faktory pôsobenia mechanizmu peňažnej zásoby

Za základný faktor mechanizmu peňažnej zásoby sa považuje tvorba depozitných penazí, ktorá prebieha ako tzv. multiplikovaná expanzia bankových depozitov. S ňou súvisí multiplikácia vkladov v obchodných bankách. Táto však nie je len problematikou regulovania peňažnej zásoby, ale aj zabezpečovania úverovej rovnováhy v celom bankovom systéme, ktorá je ďalej dôležitým prvkom zabezpečovania bankovej likvidity.

Multiplikácia vkladov ako dôležitý faktor mechanizmu vytvárania peňažnej zásoby prebieha nasledovne: obchodná banka získava depozity, z ktorých musí držať časť vo forme povinných minimálnych rezerv (legal reserve requirements, ktoré sú – ako vieme – dôležitým nástrojom emisno-menovej politiky). Ich výška sa stanovuje percentuálnym pomerom k depozitom (t.j. reserve ratio v %). Obchodné banky po „odvedení" PMR na účet v emisnej banke môžu zostávajúcu časť depozitov (vkladov) rozpožičať vo forme úverov, ako aj investovať do cenných papierov. Avšak tieto prostriedky sa vypožičaním v jednej banke dostávajú zväčša na účty do inej banky, alebo aj na účty iného klienta v pôvodnej obchodnej banke ako depozit, ktorý je opäť „zaťažený" povinnými minimálnymi rezervami a z ďalšej jeho časti sa opäť poskytnú úvery, alebo sa nakúpia cenné papiere. A takto celý proces multiplikatívnej tvorby vkladov pokračuje dovtedy, kým sa celý pôvodný vklad (vytváraný emisiou peňazí pôsobiacou na tvorbu rezervy v obchodných bankách) nerovná sume povinných minimálnych rezerv.

Multiplikáciou vkladov tak dochádza k rastu (ale môže ísť aj o mutiplikatívny úbytok) depozitov (teda bankových peňazí), ktoré sú súčasťou ponuky peňazí a v kvantitatívnom vyjadrení aj peňažnej zásoby. Avšak tak rozšírenie, ako aj zníženie depozitov v celom bankovom systéme závisí predovšetkým od stanovenia povinných minimálnych rezerv (PMR) emisnou bankou.

Tento multiplikátor sa v literatúre rozvádza aj ako multiplikátor ponuky peňazí (money-supply multiplier), ktorý vyjadruje vzťah medzi prírastkom bankových peňazí (depozitov) a prírastkom rezerv.

Multiplikatívnu tvorbu vkladov uvádzame v príklade vyjadrenom v tabuľke č. 1.

Tabuľka č. 1: Multiplikatívna tvorba vkladov za predpokladu 10%-nej miery povinných minimálnych rezerv a prírastku rezerv o 100 Sk. v mil.Sk

Banka	Zmena vkladov	Zmena pôžičiek	Zmena rezerv
A	+ 100,00	+ 90,00	+ 10,00
B	+ 90,00	+ 81,00	+ 9,00
C	+ 81,00	+ 72,90	+ 8,10
D	+ 72,90	+ 65,61	+ 7,29
E	+ 65,61	+ 59,05	+ 6,56
F	+ 59,05	+ 53,14	+ 6,91
atď			
Celkove pre všetky banky	+ 1000,00 Sk	+900,00 Sk	+ 100,00 Sk

Z príkladu je vidieť, že z celkového zvýšenia rezerv o 100 Sk tvorilo celkové zvýšenie vkladov o 1000 Sk. (Nevšímali sme si zatiaľ to, akým spôsobom došlo k zvýšeniu rezerv u banky A. Mohlo však k tomu dôjsť buď formou diskontnej pôžičky od emisnej banky, alebo kúpou cenných papierov emisnou bankou od obchodnej banky.)

V súvislosti s multiplikatívnou tvorbou vkladov je aktuálna aj otázka, koľko úverov môže celkove prirásť v bankovej sústave, ak prirastú určité rezervy do bankovej sústavy a emisná banka určí určité percento povinných rererv.

Vychádzajúc z vyššie uvedeného príkladu by bola odpoveď na uvedenú otázku nasledovná: Ak sa zvýšili celkové rezervy do bankovej sústavy diskontnou pôžičkou emisnej banky o 100 Sk a PMR činili 10 %, mohli by sme určiť tak celkovú výšku multiplikovaných vkladov, ako aj celkovú výšku možného prírastku bankových úverov.

Pri výpočte budeme vychádzať z jednoduchého multiplikátora depozitov, ktorý možno zovšeobecniť do kvantitatívnej podoby prevrátenej hodnoty miery povinných minimálnych rezerv, teda

$$10\,\% = \frac{10}{100} = \frac{1}{10}$$

Jednoduchý multiplikátor depozitov pritom súvisí so zmenou rezerv bankového systému (a to vplyvom rozličných foriem emisie peňazí emisnou bankou) a mierou povinných rezerv (stanovených taktiež emisnou bankou ako nástrojom jej emisno-menovej politiky).

Multiplikatívnu tvorbu depozitov vo všeobecnosti vyjadríme ako:

$$\Delta D = \frac{1}{r_D} \times \Delta R$$

kde:

ΔD – zmena celkových šekovateľných vkladov v bankovom systéme

r_D – miera povinných rezerv (napr. 10 %), vyjadrená ako $\frac{1}{10}$

ΔR – zmena rezerv v bankovom systéme (v našom prípade to bolo 100 Sk).

Ak teda chceme zodpovedať vyššie položenú otázku: koľko úverov môže prirásť do ekonomiky pri raste rezerv o 100 Sk a pri PMR 10 % zo šekovateľných vkladov, budeme pri výpočte postupovať nasledovne:

a) najprv vyrátame prírastok šekovateľných vkladov,

b) odpočítame od veličiny šekovateľných vkladov výšku PMR,

c) a tak stanovíme ako rozdiel [(a) mínus (b)] veličinu možného prírastku úverov v bankovej sústave.

Vychádzajúc z nášho príkladu to bude:

a) prírastok šekovateľných vkladov $= \frac{1}{\frac{1}{10}} \times 100 = 1000$ Sk

c) predpokladaný prírastok úverov = 1000 – 100 = 900 Sk.

Teda odpoveď na otázku bude nasledovná : Za uvedeného predpokladu zvýšenia emisie (prírastok rezerv) vo výške 100 Sk sa môžu úvery obchodných bánk zvýšiť o 900 Sk.

Uvádzaný prepočet môže poslúžiť aj na posúdenie stavu úverovej rovnováhy v bankovej sústave, ktorú možno tiež regulovať emisnou bankou tak, aby sa zachovával kvantitatívny vzťah rovnosti medzi celkovými rezervami, ktoré získali obchodné banky rozličnými formami emisie od emisnej banky a sumou povinných minimálnych rezerv komerčných bánk na účtoch v emisnej banke.

Regulovanie úverovej rovnováhy sa teda koná na národohospodárskej úrovni na základe vzťahu: R = RR ,

kde : R = rezervy vytvorené emisiou peňazí emisnou bankou, vo vzťahu k obchodným bankám,

RR = suma povinných minimálnych rezerv obchodných bánk, ktoré držia v emisnej banke.

Monetárna báza a jej vplyv na peňažnú zásobu

Predovšetkým si budeme všímať, aké sú rozdiely a vzťahy medzi peňažnou zásobou a monetárnou bázou z hľadiska riadenia menovej politiky a akým ekonomickým mechanizmom sú prepojené.

Monetárna báza na rozdiel od peňažnej zásoby predstavuje bankové peniaze a hotovosť. Ide o tzv. vysoko aktívne peniaze (high-povered money), ktoré vytvárajú práve peňažnú základňu, nazývanú monetárnou bázou. Práve od monetárnej bázy a vplyvu na jej vývoj sa odvíja aj vplyv na vývoj ponuky peňazí a jej kvantitatívny rozmer – vývoj peňažnej zásoby.

Kvantitatívne vzťahy medzi monetárnou bázou a peňažnou zásobou sú prepájané tzv. peňažným multiplikátorom. Peňažný multiplikátor je určitou premennou, prostredníctvom ktorej možno určiť, aký násobok monetárnej bázy sa transformuje do peňažnej zásoby. Ide teda o premennú, ktorá vypovedá o tom, o koľko sa zmení peňažná zásoba pri danej zmene monetárnej bázy.

Vzťah medzi monetárnou bázou a peňažnou zásobou môžeme pomocou peňažného multiplikátora kvantitatívne určiť ako:

$$M = m \cdot B,$$

kde:

M – peňažná zásoba,

B – monetárna báza,

m – peňažný multiplikátor.

Peňažný multiplikátor býva väčší ako 1 (teda m > 1), pretože zmena monetárnej bázy, napr. o 1 Sk vedie ku zmene peňažnej zásoby o viac ako o 1 Sk. Práve z toho dôvodu, že zvýšenie monetárnej bázy o 1 má silu zvýšiť peňažnú zásobu o viac ako 1, nazýva sa monetárna báza aj tzv. „mocnými peniazmi".

Ak sa má kvantitatívne vyjadriť, aký je vzťah medzi monetárnou bázou a peňažnou zásobou, treba určiť, aká je veľkosť peňažného multiplikátora. To však vyžaduje vymedziť činitele, ktoré tento multiplikátor ovplyvňujú. Týmito činiteľmi sú najmä:

a) rozhodnutia majiteľov vkladov o tom, či si budú svoje peňažné prostriedky držať vo forme hotovosti, alebo vo forme šekovateľných alebo terminovaných vkladov,

b) povinné rezervy, ktoré určuje obchodným bankám emisná banka osobitne na šekovateľné a osobitne na termi-

nované vklady. Pritom sú povinné rezervy zo šekovateľných vkladov vždy vyššie ako z vkladov terminovaných. A preto šekovateľné vklady multiplikujú menej ako terminované vklady.

Zohľadňovanie vplyvu rozhodnutí vkladateľov na peňažný multiplikátor závisí od toho, ako ovplyvnia pomer hotovosti ku šekovateľným vkladom (C/D) a ako pomer terminovaných vkladov ku šekovateľným vkladom (T/D).

Podrobnejší postup prepočtov prepojenia monetárnej bázy a peňažnej zásoby je skôr predmetom menovej analýzy. Z pohľadu menovej teórie stačí si uvedomiť, že peňažná zásoba reaguje predovšetkým na zmeny monetárnej bázy, ako aj na zmeny v povinných minimálnych rezervách tak zo šekovateľných vkladov, ako aj z vkladov terminovaných a ďalej to, ako sa vyvíjajú pomery

(C/D) a (T/D).

Ako reaguje peňažná zásoba na zmeny týchto činiteľov, uvádzame nižšie.

Tabuľka č. 2 Reakcia peňažnej zásoby B, r_D, r_T, (C/D) a (T/D)

Zmena premennej	Pohyb	Reakcia peňažnej zásoby	Pohyb
B zvýšenie	↑	zvýšenie	↑
rD zvýšenie	↑	zníženie	↓
rT zvýšenie	↑	zníženie	↓
C/D zvýšenie	↑	zníženie	↓
T/D zvýšenie	↑	zníženie	↓

Do mechanizmu tvorby peňažnej zásoby vo vzťahu k monetárnej báze zasahuje aj rozhodovanie bánk. Týka sa to najmä ich rozhodnutí o tom, či budú držať aj tzv. prebytočné rezervy (prevyšujúce držbu emisnou bankou požadovaných PMR), ako aj o pôžičkách od emisnej banky. Ak by sa banky rozhodli držať prebytočné rezervy (čo môže byť motivované ich rozličnými záujmami, často podmienenými aj menovou politikou emisnej banky, najmä diskontnou politikou, ale často aj vývojom podmienok na finančnom trhu, ako aj očakávaniami vývoja vkladov i určitými špekulačnými zámermi), narušala by sa tým žiaduca úverová rovnováha, ktorú sme už vyššie vyjadrili rovnicou R = RR. Lebo ak sa obchodné banky rozhodnú držať prebytok rezerv, brzdi to multiplikatívnu tvorbu vkladov, teda nevytvárajú sa vklady v takej miere, ako by bolo možné vzhľadom na vytváranie rezerv komerčných bánk emisnou bankou, najmä jej nástrojov poskytovania diskontných pôžičiek.

Teda, ak emisná banka „dodá" bankovému systému rezervy, ale banky ich nerozpožičajú a budú ich držať ako prebytočné rezervy v emisnej banke, nebude mať takýto postup rozšírenia rezerv emisnou bankou žiaduci účinok na vývoj peňažnej zásoby. Ale k tomu by dochádzalo práve preto, že sa obchodné banky rozhodli držať prebytočné rezervy. Z toho zároveň vyplýva pre emisnú banku poznatok, že do jej pozornosti by mal patriť ako najúčinnejší priestor pôsobenia na vývoj peňažnej zásoby práve priestor pôsobenia na nevypožičanú bázu obchodných bánk.

Peňažná zásoba je teda ovplyvňovaná predovšetkým skutočným objemom monetárnej bázy, ktorý možno vyjadriť ako B – ER (nevypožičaná báza) a vzťah peňažnej zásoby k monetárnej báze bude mať podobu M = m . (B – ER),

kde: M – peňažná zásoba,
m – peňažný multiplikátor,
B – monetárna báza,
ER – prebytok rezerv.

Pre potreby regulovania peňažnej zásoby emisnou bankou sa preto rozlišuje tzv. vypožičaná a nevypožičaná monetárna báza. Emisná banka môže pritom práve dôslednou kontrolou a ovplyvňovaním nevypožičanej monetárnej bázy regulovať vývoj peňažnej zásoby, a tým pôsobiť aj na vývoj ponuky peňazí v ekonomike. Uvádzané vzťahy možno kvôli prehľadnosti zobraziť nasledovne:

Obrázok 1 Vzťah monetárnej bázy a peňažnej zásoby

Vzhľadom na to, že obeživo (C), ktoré je súčasťou tak peňažnej zásoby, ako aj monetárnej bázy nemultiplikuje, neovplyvňuje ani vývoj vkladov, ale ovplyvňuje ich multiplikáciu pomerom k nim, a to (C/D). Možno však konštatovať, že každá zmena obeživa ovplyvní tak peňažnú zásobu, ako aj monetárnu bázu rovnako. Zložitejší, ale aj dôležitejší je vzťah medzi vývojom bankových rezerv a depozitov, a preto najmä týmto vzťahom venuje emisná banka veľkú pozornosť pri regulovaní ponuky peňazí.

Peňažná zásoba v SR

Peňažná zásoba SR je definovaná Národnou bankou Slovenska v dvoch agregátoch (ak sa nepovažuje za jej agregát obeživo mimo pokladníc bánk, nazývané ako MO), ktoré sú vymedzené (podľa Výročnej správy NBS za rok 1994) nasledovne:

Menový agregát M1 = obeživo mimo pokladníc bánk (MO)
+ neterminované vklady
+ úsporné vklady bez výpovednej lehoty držané domácimi nebankovými subjektami (rezidenti a nerezidenti v Sk) vo vzťahu k domácej bankovej sústave s výnimkou prostriedkov ústredných a miestnych orgánov.

Peňažná zásoba M2 = Menový agregát M1
+ terminované vklady s výpovednou lehotou (rezidenti a nerezidenti, v Sk) vrátane vkladových certifikátov
+ vklady v konvertibilnej mene neterminované a terminované (rezidenti) vo vzťahu k domácej bankovej sústave s výnimkou prostriedkov ústredných a miestnych orgánov.

Vklady sa v rámci agregátov peňažnej zásoby sledujú ako:
- vklady v Sk a cudzej mene, ktoré zahrňujú vklady bankového systému a NBS od nebankových subjektov vrátane mimorozpočtových vkladov ústredných a miestnych orgánov, a okrem toho osobitne
- vklady v cudzej mene zahrňujúce vklady v konvertibilných menách (prepočítané bežným kurzom) rezidentov a nerezidentov.

Terminované vklady obyvateľstva, podnikov a poisťovní a vklady v cudzej mene obyvateľstva a podnikov sa sledujú v NBS ako veličina tzv. „kvázipenazí", ktoré sú súčasťou agregátu peňažnej zásoby M2, ktorá bola napr. ku koncu roka 1994 (podľa Výročnej správy NBS za rok 1994) nasledovná:

Tabuľka č. 3 Peňažná zásoba k 31. 12. 1994

v mld.Sk

	Ročná zmena 31. 12. 94–1. 1. 94	Index 31. 12.94–1. 1. 94
Peňažná zásoba M2	**47,7**	**118,8**
PENIAZE M 1	*13,0*	*111,2*
OBEŽIVO	9,0	135,9
NETERMINOVANÉ VKLADY	4,0	104,4
- obyvateľstvo	0,2	100,6
- podniky	3,2	105,4
- poisťovne	0,6	160,0
KVÁZIPENIAZE	34,6	125,3
TERMINOVANÉ VKLADY	24,7	122,8
- obyvateľstvo	15,8	119,2
- podniky	8,5	172,0
- poisťovne	0,4	102,8
VKLADY V CUDZEJ MENE	9,9	134,7
- obyvateľstvo	8,2	134,0
- podniky	1,7	138,6

Uviedli sme už vyššie, že agregáty peňažnej zásoby nie sú striktne vymedzené, čo sa napr. prejavuje aj pri sledovaní menovej politiky v krajinách s transformujúcimi sa ekonomikami. Hoci spoločným znakom menovej politiky centrálnych bánk transformujúcich sa ekonomík krajín strednej Európy v deväťdesiatych rokoch je orientácia na dosahovanie stabilizácie meny, (a to najmä na zmierňovanie inflácie, udržanie vonkajšej rovnováhy a upevňovanie platobnej schopnosti krajiny), predsa konkrétna realizácia menovej politiky sa rôzni. Ovplyvňujú to aj rozhodovania o priorite najmä medzicieľov menovej politiky centrálnych bánk jednotlivých ktrajín. Avšak tieto medziciele menovej politiky by mali vychádzať tiež z určitých všeobecne platných zásad. Medziciele menovej politiky by mali byť:
a) kompatibilné s konečnými cieľmi menovej politiky,
b) kontrolovateľné, čo si vyžaduje ich jednoduchú vyčísliteľnosť,
c) ovplyvniteľné nástrojmi menovej politiky centrálnych bánk.

Pochopiteľne, že rozdielnosť medzicieľov menovej politiky transformujúcich sa krajín bola ovplyvnená rozdielnosťami v ekonomickom vývoji a z toho vychádzajúcimi rozdielnosťami základných makroekonomických cieľov. Samotný transformačný proces spomínaných krajín bol a vlastne aj doposiaľ je podmienený základnými východiskovými podmienkami, ako aj reálnym vývojom v jednotlivých transformujúcich sa ekonomikách. Ide teda o určité špecifiká, ktoré sa prejavili aj pri rozhodovaní a konkretizácii medzicieľov menovej politiky emisných bánk v jednotlivých krajinách.

Medziciele menovej politiky v niektorých transformujúcich sa krajinách

Budeme si všímať stanovenie medzicieľov menovej politiky centrálnymi bankami v transformujúcich a regionálne k nám najbližších krajinách, a to v Maďarsku, Poľsku a Českej republike.

Maďarská národná banka (MNB) začala uskutočňovať svoju menovú politiku (aj keď s obmedzeniami) už po oddelení emisnej banky od komerčného bankovníctva koncom osemdesiatych rokov, a tak bola relatívne najlepšie pripravená uskutočňovať reálnu menovú politiku a stanovovať si dosiahnuteľné menové ciele i medziciele. Menová politika MNB však bola „poznačená" východiskovou pozíciou vysokej zahraničnej zadlženosti, (čo bolo charakteristické aj pre roky 1990–1994), existovala nízka exportná výkonnosť ekonomiky a silné inflačné tlaky. Prioritným cieľom menovej politiky MNB bolo preto zabezpečenie vonkajšej ekonomickej rovnováhy. Hlavný dôraz sa kládol na zabezpečovanie relatívnej **stability devízového kurzu.** (Volila sa napr. stratégia postupnej miernej devalvácie kurzu forintu s cieľom zabezpečiť stabilitu reálneho kurzu.) Tým sa stabilita reálneho devízového kurzu stala aj medzicieľom menovej politiky MNB, dopinená **reguláciou vývoja úrokov,** ktorá sa od roku 1992 stala jedným z rozhodujúcich medzicieľov menovej politiky MNB.

Pri stanovovaní medzicieľov menovej politiky sa stavala MNB dosť skepticky k určovaniu vývoja peňažnej zásoby ako medzicieľa. Pripúšťalo sa, že peňažná zásoba je len fak-

torom ovplyvňujúcim vývoj inflácie. Napriek tomu však MNB robila aj prognózy vývoja peňažnej zásoby a dokonca stanovila aj limity jej možných zmien. Dokonca od druhej polovice roku 1993 využíva MNB agregát „širokých peňazí" – M2 a prisudzuje mu signalizačnú úlohu pri rozhodovaní o potrebe uplatnenia niektorých menových nástrojov tak, aby sa zabezpečila vonkajšia rovnováha, pokles inflácie a aby sa ekonomika vyhla príliš veľkým výkyvom úrokov.

V Poľsku bola orientácia priorít cieľov menovej politiky Národnej banky Poľska (NBP) poznačená východiskovými podmienkami transformačného procesu. Úpadok ekonomiky v osemdesiatych rokov, silná inflácia, vysoká zahraničná zadlženosť a veľká vonkajšia i vnútorná platobná neschopnosť ekonomiky Poľska predurčili orientáciu medzicieľa menovej politiky NBP na regulovanie ponuky peňazí tak, aby sa brzdila inflácia. **Boj s infláciou** sa stal zároveň prvoradým cieľom menovej politiky NBP, v ktorej sú charakteristické hlavne dve etapy. Jedna (roky 1990-1991) bola charakteristická tým, že menová politika bola silne reštriktívna a nadväzovala na stabilizačný makroekonomický program stabilizácie a transformácie. Druhá etapa (začala rokom 1992) je charakteristická orientáciou menovej politiky na **podporu konjunkturálnych a štrukturálnych podmienok transformácie** poľskej ekonomiky.

Tieto etapy poznačili cieľovú orientáciu menovej politiky NBP v tom smere, že v prvej etape sa orientácia uprela na zastavenie inflačného vývoja a v druhej etape sa orientácia posunula na cieľ postupného znižovania inflácie (z 585,8 % miery inflácie v roku 1990 na asi 27 % v prvej polovici roku 1995). Avšak aj keď za rozhodujúci medzicieľ menovej politiky NBP možno považovať **stabilizáciu devízového kurzu**, hlavne reálneho, stanovila si NBP aj ďalšie medziciele menovej politiky, a to **vývoj peňažnej zásoby** (v agregáte M2) a znižovanie úrokových mier.

Menová politika Českej národnej banky (ČNB) nadväzovala na menovú politiku ŠBČS ako emisnej banky bývalej ČSFR (po rozpade federácie) a od roku 1993 pokračovala v protiinflačnej politike uplatňovanej už v predchádzajúcom období, a to s cieľom zabezpečiť stabilitu českej koruny. Rozdelenie štátu (bývalej ČSFR), menová odluka i nová daňová sústava ovplyvnili orientáciu menovej politiky ČNB, ktorá bola hneď od začiatku roku 1993 koncipovaná ako mierne reštriktívna s postupným uvoľňovaním reštrikcie.

Východisková pozícia ČR (s prihliadnutím na východiská bývalej ČSFR) bola od začiatku transformačného procesu výhodnejšia v porovnaní s ostatnými krajinami. Išlo o nízku vonkajšiu a vnútornú zadlženosť, nízku mieru inflácie a relatívne vysokú ekonomickú úroveň. V menovej politike sa hierarchia cieľov prispôsobila základným národohospodárskym cieľom zabezpečenia ekonomickej stability charakterizovanej aj cieľmi stability meny. Týmto požiadavkám sa prispôsobili aj medziciele menovej politiky. Išlo najmä o **reguláciu peňažnej zásoby** vymedzenej agregátom M2, a to **v intenciách určitej prípustnej miery inflácie** a vývoja GNP.

Pri regulácii peňažnej zásoby vychádza ČNB z analýzy monetárnej bázy a používa prevažne nepriame nástroje riadenia. Ako ďalšie medziciele menovej politiky ČNB možno uviesť stabilitu fixného a nominálneho kurzu, ale ako medzicieľ sa objavuje aj vývoj čistých zahraničných aktív i vývoj úverov.

Menová politika Národnej banky Slovenska (NBS) po menovej odluke vo februári 1993 tiež nadviazala na menovú politiku ŠBČS uplatňovanú v bývalej ČSFR, a to čo sa týka tak jej cieľov i medzicieľov, ako aj využívania nástrojov. Základným medzicieľom je **regulácia peňažnej zásoby** v menovom agregáte **M2**. Po rozpade ČSFR a menovej odluke Slovenská republika však mala sťaženejšiu východiskovú ekonomickú situáciu ako ČR. To si vyžadovalo uplatňovať podstatne opatrnejšiu menovú politiku. NBS však tieto náročné úlohy zvládla, čoho dôkazom je v súčasnosti podstatne stabilizovaný menový vývoj. Pod vplyvom už spomínaných podmienok sa musel meniť menový program NBS na základe reálneho prehodnotenia vývoja ekonomiky, a to najmä v súvislostiach vývoja deficitu štátneho rozpočtu a zadlženosti. Pri regulovaní peňažnej zásoby sa tiež vychádza z analýzy monetárnej bázy a používajú sa tak priame, ako aj nepriame nástroje menovej politiky. Ďalším medzicieľom menovej politiky je **dosahovanie stability nominálneho menového kurzu.** V oblasti kurzovej politiky však možno za významnú zmenu považovať devalváciu Sk oproti voľne zameniteľným menám v roku 1993 o 10 %. V ďalšom období sa však už vyznačuje vývoj menového kurzu svojou stabilitou a politika fixného kurzu ostáva dôležitou súčasťou a medzicieľom menovej politiky Národnej banky Slovenska.

Ponuka peňazí a úverová politika

Úverová politika je dôležitým činiteľom menovej politiky. Veď ňou sa v konečnom dôsledku „dofahuje" menová politika vo vzťahu ku konkrétnym potrebám peňazí v ekonomike. Tieto potreby predstavujú vlastne dopyt po peniazoch a jeho zosúladenie s ponukou peňazí. Je to dôležitým predpokladom úspešnosti menovej politiky. Emisné banky preto venujú pomerne veľkú pozornosť sledovaniu, na aký účel budú v ekonomike peniaze slúžiť, koľko peňazí ekonomika potrebuje „dodať" formou úveru a z akých zdrojov ich bude splácať. Avšak tento záujem emisných bánk o dodržiavanie súladu dopytu po peniazoch s ich ponukou sa posudzuje aj v súvislostiach úverových a realizácii týchto súvislostí prispievajú v podstatnej miere obchodné banky aj svojou úverovou politikou.

Úverové súvislosti menovej politiky sa spravidla posudzujú ako časové a štrukturálne súvislosti medzi zdrojmi a potrebami úverov. Tieto vychádzajú z veľmi jednoduchých, ale pritom nutných požiadaviek, aby sa na krátkodobé účely používali krátkodobé peniaze a na účely dlhodobé by mali slúžiť peniaze dlhodobé. Tieto požiadavky premietnuté do vzťahov medzi zdrojmi a potr[illegible] úzko súvisia s požiadavkami bankovej likvi[illegible] banky sú povolané venovať po[illegible] likvidity. Osobitnú pozornosť [illegible] v hotovosti.

Potreba peňazí v ekonomik[illegible] potrebami predovšetkým po[illegible] dobé alebo dlhodobé. Krát[illegible] dobu kratšiu ako jeden rok. [illegible] sú dlhodobé. V celom nárc[illegible] byť dopyt a ponuka peňaz[illegible] globálna rovnováha . K [illegible] v štruktúre tak, že krátkod[illegible]

[illegible] vše [illegible] aplikov[illegible] konštru[illegible] nejších je[illegible] uplatenia. [illegible] nárušovaním [illegible] model PSA 100 z nutnosti uplat[illegible] osiation). Tento úverov. Pri úverov[illegible] nesačnú mieru pred- veriteľmi a dlžníkmi [illegible] iesiac existencie poolu

22

sa mali rovnať krátkodobým peniazom a dlhodobým peniazom.

Ak platí, že podmienkou globálnej peňažnej rovnováhy je rovnováha medzi globálnym dopytom po peniazoch (D) a ich globálnou ponukou (S), teda:

$$D = S$$

potom musí platiť, že suma dopytu po krátkodobých peniazoch (Ds) a dlhodobých peniazoch (Dl) sa musí rovnať sume krátkodobých (Ss) a dlhodobých peňazí (Sl), teda :

$$Ds + Dl = Ss + Sl$$

Z uvedených súvislostí možno dedukovať teoretické požiadavky štrukturálnej rovnováhy ako vyrovnanosť Ds = Ss a Dl = Sl . Ale v reálnej hospodárskej praxi táto teoretická podmienka spravidla neplatí. Ako podmienka rovnováhy však musí platiť, že rozdiel medzi dopytom po krátkodobých peniazoch a ich ponukou sa musí rovnať rozdielu medzi dopytom po dlhodobých peniazoch a ich ponukou. Teda musí byť splnená podmienka:

$$Ds - Ss = Dl - Sl$$

To teda znamená, že emisné banky sledujú veličinu krátkodobých peňazí na dlhodobé použitie, ako aj veličinu dlhodobých peňazí na krátkodobé použitie. Obe tieto veličiny sa v literatúre zvykli označovať ako tzv. „politické premenné", lebo môžu byť dosť podstatne ovplyvnené prípadnou benevolentnejšou hospodárskou a menovou politikou.

Uvedené súvislosti peňažnej rovnováhy majú však aj svoju „úverovú" alternatívnu rovnováhy. Dlhodobé úvery by sa mali kryť dlhodobými úverovými zdrojmi a krátkodobé úvery krátkodobými zdrojmi. „Politickou premennou" by potom boli veličiny krátkodobých zdrojov na dlhodobé použitie, alebo dlhodobých zdrojov na krátkodobé použitie. Obidve uvedené premenné by však mohli signalizovať aj poruchy pri zabezpečovaní peňažnej rovnováhy, ktoré by sa prejavovali aj sprievodnými javmi vo vývoji cenovej hladiny a ekonomického rastu.

Menové otázky dopytu a ponuky peňazí možno i treba vidieť aj v súvislostiach úverových. Ak existujú určité pravidlá peňažnej emisie, ktoré je nutné uplatniť pri regulovaní peňažnej ponuky, teória učí aj o pravidlách poskytovania úverov. Možno však nie je najsprávnejšie hovoriť o pravidlách poskytovania úverov, pretože to zvádza pri ich chápaní k tomu, ako by išlo predovšetkým o určitý technický problém. Avšak v praxi sa ukázalo dôležitejším držať sa zdravého rozumu pri poskytovaní úverov, ako riadiť sa všeobecnými pravidlami.

Prax preukázala, že s každým prípadom pôžičky je potrebné sa zaoberať podľa jeho skutkovej podstaty, ktorá je zväčša pre každý prípad úveru iná a preto sa ťažko možno riadiť vždy rovnakými pravidlami. Avšak existuje niekoľko všeobecných princípov, ktoré je nielen možné, ale aj nutné aplikovať na všetky prípady úverovania. Jedným z najzávažnejších je menový princíp nenarušovania menovej stability narušovaním úverovej rovnováhy. Tento princíp vychádza z nutnosti uplatňovania peňažných aspektov poskytovnia úverov. Pri úveroch ide o pôžičkové peňažné vzťahy medzi veriteľmi a dlžníkmi. Pri úverovej politike je preto nutné vychádzať z rešpektovania peňažného princípu, že veriteľ peniaze nerozdáva, ale požičiava. Tento princíp platí vo všeobecnosti pre každého veriteľa. Veriteľ musí byť zároveň presvedčený, že mu dlžník úver splatí vrátane úrokov a v určenom čase. To ale znamená, že veriteľ musí pozerať niekedy až ďaleko do budúcnosti, aby si overil predpoklady spatenia pôžičky, a to s prihliadnutím na všetky druhy rizík, že dlžník nebude schopný pôžičku vrátiť.

Cieľom každého veriteľa by preto malo byť, aby sa zredukovala miera rizika na minimum. Avšak hoci existujú určité zásady, ktorých je možné sa pri odhade rizika pridržať, neexistuje doposiaľ žiaden zázračný recept, ktorého sa stačí vo všeobecnosti držať a všetko riziko sa stratí.

Predchádzaniu úverovému riziku v obchodných bankách však čelia aj emisné banky tým, že uplatňujú také nástroje monetárnej politiky, ktoré sa dotýkajú regulovania likvidity obchodných bánk. Uplatňujú sa aj v praxi NBS. Ide najmä o stanovenie pravidiel likvidity, ktorými NBS pôsobí na komerčné banky, aby nedošlo k ich zlyhaniu v tom, že by neboli schopné splniť svoje záväzky. Týmto smerom sú orientované aj ďalšie opatrenia NBS, ktoré sa týkajú kapitálovej primeranosti bánk, úverovej angažovanosti bánk, ako aj regulovania ich menových pozícií. Pritom ide o nástroje regulácie úverov, ktoré taktiež ovplyvňujú v konečnom dôsledku ponuku peňazí v ekonomike a umožňujú jej zosúlaďovanie s ich dopytom.

DERIVÁTY HYPOTEKÁRNYCH CENNÝCH PAPIEROV

Ing. Radoslav Tomek
Inštitút menových a finančných štúdií NBS

Na stránkach nášho časopisu sa čitatelia mohli zoznámiť so základnými charakteristikami hypotekárneho trhu v USA. V krajine s rozvinutým hypotekárnym bankovníctvom sa celý proces hypofinancovania nekončí na primárnom trhu, teda jednoduchým poskytnutím hypotekárneho úveru. Hypotekárni veritelia majú dve možnosti, ako naložiť s poskytnutými úvermi: môžu si ich podržať vo svojom portfóliu alebo ich predať na sekundárnom trhu. Práve existencia sekundárneho trhu s hypotékami umožnila rýchly rozvoj tohto nástroja a bežná americká rodina si už svoj život bez hypotéky azda ani nevie predstaviť.

Princíp sekundárneho trhu hypoték je založený na jednom z významných trendov druhej polovice 20. storočia – na procese „zlikvidňovania" aktív, tzv. sekuritizácii aktív. Zmyslom tohto procesu je pretvoriť aktíva považované za nelikvidné a nezaujímavé pre investorov (napr. pôžičky z kreditných kariet alebo pôžičky na zakúpenie auta) na likvidné, na sekundárnom trhu obchodovateľné cenné papiere. Možno to dosiahnuť vytvorením poolov (resp. fondov) pôžičiek a predajom ich podielov. Pri dostatočnom počte jednotlivých pôžičiek možno pomerne presne predpovedať správanie celého poolu, a tým cash-flow cenného papiera, ktorý si investor zakúpi na základe štatistických zákonitostí.

Rezidenčné hypotéky v USA sú veľmi štandardizované. To vo veľkej miere zjednodušuje ich sekuritizáciu. Z jednotlivých rezidenčných hypoték sa začali vytvárať tzv. pass-through pooly. Hypotekárne banky predávajú podiely v pooloch poskytnutých hypoték na sekundárnom trhu. Tam sú hypotéky pretransformované na množstvo druhov menej rizikových cenných papierov. Cenou za menšie riziko je nižší výnos.

Sekundárny trh s hypotékami, resp. hypotekárnymi cennými papiermi (mortgage backed securities – MBS), sa v USA naplno rozbehol v 70-tych rokoch, a to hlavne zásluhou pôsobenia vládnych agentúr: Federálnej národnej hypotekárnej asociácie (FNMA, alebo familiárne Fannie Mae), Vládnej národnej hypotekárnej asociácie (GNMA, resp. Ginnie Mae) a Federálnej bytovej úverovej hypotekárnej korporácie (FHLMC, alebo Freddie Mac). Ich činnosť a štruktúra boli podrobnejšie vysvetlené v časopise Biatec, č. 12/1995. Tieto agentúry boli zákonom poverené skupovať hypotéky od ich primárnych poskytovateľov a emitovať podiely v takto vytvorených pooloch hypoték na sekundárnom trhu. Štát si tak pomáhal zabezpečovať svoju politiku bývania. Z týchto troch agentúr si osobitnú pozornosť zaslúži GNMA. Jej certifikáty sú i v súčasnosti voči nesplneniu plne garantované vládou USA.

Pass-trough však nemohol odstrániť primárne riziko spojené s investíciou do hypoték, riziko predplatenia.

Riziko predplatenia

Každý vypožičiavateľ hypotéky má zo zákona právo splatiť hypotéku predčasne. Dôvodov na predplatenie hypotéky je niekoľko. Sťahovanie, vyšší príjem spojený s túžbou kúpy lepšieho (drahšieho) domu a napokon zmena úrokovej miery. Väčšina hypoték je poskytnutá na 30 rokov s pevnou úrokovou sadzbou. Ak sa úroková sadzba zníži o určité percento, majiteľ domu môže ušetriť splatením svojej pôvodnej hypotéky a vstúpením do novej hypotéky s výhodnejšou úrokovou sadzbou. Tento proces sa nazýva refinancovanie hypotéky. Faktory ovplyvňujúce predplatenie sa dajú zosumarizovať nasledovne:

1. Zmena úrokovej miery – pokles úrokovej miery spôsobí väčšiu mieru refinancovania a tak predstavuje vysoké riziko predplatenia. Na základe empirického pozorovania možno povedať, že nárast predplatenia je zrejmý pri poklese úrokových sadzieb o viac ako 200 bázických bodov (basis points, b. p.).

2. Zmena úrovne príjmu vypožičiavateľov alebo všeobecná úroveň vývoja ekonomiky krajiny – vyšší príjem znamená pravdepodobnejšie predplatenie. Na zakomponovanie tohto faktora do modelov predplatenia sa používajú rôzne makroekonomické premenné.

3. Charakteristika hypoték v poole – geografická štruktúra poolu, priemerný kupón hypoték, priemerná hodnota pomeru poskytnutej hypotéky k hodnote domu (tzv. loan-to-value pomer) a priemerný vek hypoték (čas zostávajúci do doby ich splatnosti).

4. Sezónny faktor – súvisí hlavne s prirodzenou ľudskou preferenciou sťahovať sa v teplejších mesiacoch.

Na základe týchto faktorov sú skonštruované jednotlivé modely predplatenia. Najjednoduchším z nich je model PSA 100 (Public Securities Assosiation). Tento model predpokladá mesačnú mieru predplatenia v prvý mesiac existencie poolu

30-ročných hypoték 0,2 %. Každý ďalší mesiac sa táto miera zvyšuje o 0,2 %, až kým v 30. mesiaci nedosiahne hodnotu 6 %. Od tohto okamihu je miera predplatenia stála a rovná sa šiestim percentám. Model PSA 200 predpokladá dvojnásobnú mieru preplatenia, PSA 50 polovičnú a pod.

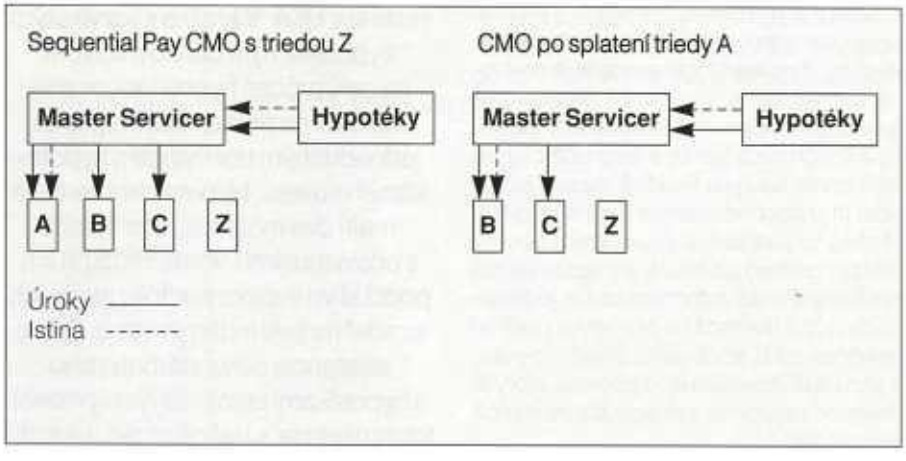
Existencia preplatenia je pri investícii do pass-trough hypoték základným odstrašujúcim faktorom. Celá investícia, ktorá bola kúpená s cieľom zaistiť určitý relatívne stabilný príjem po určité obdobie (teoreticky 30 rokov, čo je obvyklý čas splatnosti hypoték, v skutočnosti sa pri každom poole stanovuje určitá očakávaná doba životnosti), sa môže vo svojej nominálnej hodnote teoreticky vrátiť na druhý deň. Investor sa tak nepripraví o nominálnu hodnotu, získa však podstatne menšiu časť úrokov, ako predpokladal a za ktorých súčasnú hodnotu pri kúpe tohto nástroja aj zaplatil. S cieľom modifikovať toto riziko boli v roku 1983 vytvorené zaručené hypotekárne obligácie (collateralized mortgage obligation, CMO).

Štruktúra CMO

Zaručené hypotekárne obligácie sú odvodené z poolov hypoték (napr. pass-throug) redistribuovaním ich cash-flow s cieľom modifikovať riziko predplatenia. Vytvorenie CMO však riziko predplatenia nemôže eliminovať. Tak ako pri iných derivátnych finančných nástrojoch ho iba redistribuuje. Okrem rizika sú redistribuované aj platby z jednotlivých hypotekárnych poolov, a to do niekoľkých tried, takže jednotlivé obligácie, z ktorých sa CMO skladá, môžu mať a aj majú kupónové sadzby odlišné od kupónu samotného pass-through. Zmyslom CMO je znížiť neistotu o dobe splatnosti a priemernej životnosti hypotekárneho cenného papiera.

Hlavným rozdielom medzi CMO a tradičným pass-through je spôsob, akým sa narába so splatenými časťami istiny hypoték, ktoré slúžia ako kolaterál. Pri investícii do pass-through je každému investorovi vyplácaná pomerná časť úroku a istiny, prijatých od hypotekárnych dlžníkov a znížených o náklady na spravovanie poolu (tzv. pro rata princip). Pri CMO je na distribúciu istiny vytvorená určitá schéma. Formálne sa teda CMO skladá z jednotlivých tried obligácií s rôznou a vopred stanovenou dobou splatnosti. Platby istiny hypoték sa používajú na splatenie týchto obligácií podľa schémy, ktorá stanovuje prioritu jednotlivých tried a uvádza sa v prospekte sprevádzajúcom emisiu CMO. CMO je dôležitou inováciou na finančnom trhu, keďže rozširuje investičné možnosti, ktoré sa dajú dosiahnuť investíciou do hypoték. A navyše, na trhu nie je veľký výber relatívne kvalitných dlhopisov s výnosom vyšším, ako je výnos štátnych cenných papierov.

Záujem investorov o CMO postupne narastal. V roku 1985 existovalo na trhu zhruba 500 jednotlivých tried CMO. V roku 1994 toto číslo narástlo na 50 000. Približne tri štvrtiny vytvorených rezidenčných hypoték bolo transformovaných do CMO. Aj keď v roku 1994 v dôsledku zníženia záujmu investorov, ktorý bol spôsobený veľkými stratami, tento podiel klesol na približne 15 %, možno predpokladať, že v budúcnosti sa vráti naspäť na predošlú úroveň.



Prvým druhom CMO boli tzv. plain-vanilla alebo sequential-pay CMO (CMO s postupným vyplácaním). Jednotlivé triedy obligácií boli vytvorené tak, aby sa zaručilo ich postupné splatenie. V jednom z prvých CMO boli očakávané doby životnosti tried od 3 do 21 rokov a konečné doby splatnosti od 5 do 25 rokov.

Príkladom plain-vanilla CMO je CMO so štyrmi triedami (bežne sa triedam hovorí aj tranše): A, B, C a Z. Prvé tri triedy dostávajú periodické úrokové príjmy zo základného poolu, pričom trieda A predstavuje obligáciu s najkratšou dobou splatnosti, najdlhšiu dobu splatnosti má trieda C. Trieda Z predstavuje narastajúcu obligáciu (accrual bond), ktorá dovtedy nedostáva žiaden podiel na úroku ani istine, kým nie sú tri predchádzajúce triedy splatené, jej úrok sa iba akumuluje. Keď správca CMO obdrží splátky istiny hypoték v sume, ktorá prevyšuje úroky splatné držiteľom obligácií ostatných tried (čo je spojené s rýchlejším predplácaním), tento nadbytok najskôr použije na splatenie triedy A, čiže triedy s najkratšou dobou splatnosti. Po jej splatení začnú tieto „nadbytočné" splátky slúžiť na splatenie triedy B, po splatení triedy B sa použijú na splatenie triedy C a napokon, keď sú predchádzajúce tri triedy úplne splatené, putujú všetky príjmy zo zostávajúcich hypoték do triedy Z. Trieda Z sa charakterom svojho cash-flow do momentu splatenia triedy C podobá obligácii s nulovým kupónom. Môže byť príťažlivá pre investorov, ktorí chcú minimalizovať reinvestičné riziko a poskytuje aj mierne väčšiu ochranu proti riziku predplatenia. Charakter splácania CMO v období tesne po emisii a po splatení triedy A je znázornený na obrázku.

Každá z tried má teda rôznu predpokladanú dobu splatnosti a s ňou súvisiaci rôzny kupón a takisto aj rôznu cenu. Navyše aj nominálna hodnota obligácií každej z tried môže byť odlišná. Emitent CMO, buď niektorá zo spomenutých vládnych agentúr alebo veľký finančný dom, ako je napr. Merril Lynch alebo Paine Webber, použije na výpočet niektorý z modelov predplatenia, ktoré sú, samozrejme, omnoho zložitejšie ako modely PSA.

Od uvedenia prvého CMO na trh prešlo len niekoľko rokov, klasické plain-vanilla CMO sa však už stalo dávnou minulosťou. Treba povedať, že v prvých CMO sa nevyskytovala ani trieda Z. Jej uvedenie bolo jedným z množstva inovácií, ktoré postihli CMO. CMO v súčasnosti pozostáva z množstva tried (výnimkou nie sú ani CMO s 20 triedami) niekoľkých druhov. Práve pri tomto deriváte možno pozorovať, ako rýchlo reaguje trh svojimi inováciami na jednotlivé požiadavky investorov.

Dôležitou vlastnosťou CMO je možnosť vytvorenia množstva tried so zníženým rizikom predplatenia, ktorých obligácie môžu slúžiť ako bezriziková investícia.

Cenou za to je však existencia triedy (alebo niekoľkých tried), ktorá zákonite musí pohltiť všetko zvýšené riziko. Takejto vysoko rizikovej triede sa vo finačnom slangu hovorí toxický odpad. Treba si však uvedomiť, že ak sa emitentovi CMO podarí umiestniť povedzme (v nominálnej hodnote) 10 mil. toxického odpadu, môže to mať za následok vytvorenie napr. 100 mil. USD bezpečných cenných papierov. Do rizikových tried by teda mal investovať len investor, ktorý si je vedomý rizika a navyše ho chce pri možnosti nadpriemerného výnosu zvýšiť. To sú napríklad tzv. hedge fondy. Žiaľ, rok 1994 sa smutne preslávil nekalými predajnými praktikami niektorých brokerov, ktorí vedome dezinformovali svojich klientov a predali im obligácie vysoko rizikových tried CMO. Pri raste úrokových sadzieb tak investori utrpeli obrovské straty.

Na ilustráciu možno uviesť niekoľko najpoužívanejších tried:

• Triedy s pohyblivým kupónom, ktoré prvýkrát uviedol finančný dom Shearson Lehman Brothers v roku 1986. Kupón tejto triedy sa mení v závislosti na zmene určitej úrokovej miery, napr. LIBOR. Aby sa zaručila schopnosť CMO splniť si všetky svoje záväzky, musel byť na kupón stanovený strop, čo do určitej miery znížilo jeho atraktívnosť.

• Na eliminovanie tejto nevýhody boli takisto v roku 1986 uvedené triedy s opačne sa pohybujúcim kupónom, tzv. inverse floaters (kupón inverse floater triedy sa pohybuje opačným smerom ako dohodnutá úroková miera). Napr. emisia FHLMC Series 128 CMO z januára 1990 obsahovala tieto dve triedy: 64 mil. USD triedy, ktorej kupón bol stanovený ako LIBOR plus 0,65 a inverse floater s nominálnou hodnotou 16 mil. USD a kupónom 42,4 minus 4-krát LIBOR. Vážený priemer kupónov je 9. Aj tu sa musia stanoviť limity kupónov. Kupón inverse floater nemôže byť menej ako nula. Z toho vyplýva limit pre kupón pohyblivej triedy 11,25. Existenciou inverse floater sa tento limit mohol zvýšiť, čím sa trieda stala pre investora atraktívnejšou. V prípade kupónu inverse floater je úroková miera LIBOR vynásobená číslom 4. Tomuto faktoru sa hovorí kupónová páka (coupon leverage). Obe triedy sa tak môžu využiť na zaisťovanie (alebo špekuláciu o vývoji) úrokových sadzieb.

• Triedy superfloater obsahujúce kupón, ktorý rovnako ako pri pohyblivo úročenej triede rastie spolu s rastom úrokovej sadzby. Na začiatku je však stanovený pod hodnotou úrokovej sadzby, napr. LIBOR, a so zmenou LIBOR sa mení o niekoľkonásobok jej zmeny. Príkladom môže byť takýto vzťah: LIBOR v čase emisie mínus 50 b. p. plus 2-krát zmena LIBOR.

• Trieda s plánovanou amortizáciou (PAC – Planned Amortization Class) a jej podporná trieda – pri plain-vanilla CMO sa nemohla zaručiť doba splatnosti jednotlivých tried. Zaručená bola len postupnosť, s akou boli jednotlivé triedy splácané. PAC trieda zaručuje (s určitými výnimkami) svoju dobu splatenia. Na to využíva podpornú triedu, ktorá jej slúži ako nárazník v prípade zrýchleného predplácania. Vtedy sú všetky neplánované platby istiny pohltené podpornou triedou, ktorá sa nakoniec môže splatiť skôr ako PAC trieda, aj keď ich doby splatnosti sú stanovené opačne. Pri typickej PAC triede môže investor očakávať, že cash flow takejto investície bude zodpovedať plánovanému scenáru vtedy, ak rýchlosť predplácania neprekročí určité extrémne hodnoty, konkrétne nebude menšia ako 50 percent PSA, ani väčšia ako 350 percent PSA. PAC trieda má navyše pri kratšej dobe splatnosti aj nižší kupón, čo je cena za väčšiu stabilitu tejto triedy.

Cash flow PAC triedy možno ilustrovať na nasledujúcom príklade. Predpokladajme, že CMO obsahuje PAC triedu a držitelia jej obligácií by mali podľa plánu po určitý čas dostávať 1 mil. USD štvrťročne. Táto suma pochádza z cash flow generovaného kolaterálom CMO a PAC trieda má na ňu oproti ostatným triedam zabezpečené prioritné právo. Ak sa istina spláca podľa plánu, nech je ním PSA 175, a za štvrťrok sú tak splatené 2 mil. USD, polovicu obdrží trieda PAC a zvyšok tá trieda CMO, ktorá sa v súčasnosti spláca. Ak je však rýchlosť predplácania nižšia a namiesto 2 mil. USD je vyplatených len 1,5 mil. USD, polmiliónový výpadok nepostihne PAC triedu – tá i v takom prípade dostane predpokladaný 1 mil., jej podporná trieda však dostane len 500 000 USD. Ak by sa rýchlosť predplácania spomalila tak, že by bolo splatených menej ako 1 mil. USD istiny, ide celá suma istiny do PAC triedy a ostatné triedy CMO z nej nedostanú nič. Trieda PAC má v nasledujúcom období navyše prednostné právo na nedoplatený zvyšok do 1 mil. USD. Pri rýchlejšom ako plánovanom predplácaní, napríklad 3 mil. USD istiny, dostane trieda PAC naďalej iba plánovaný 1 mil USD. Nadbytočný 1 mil. USD ide do podpornej triedy, ktorá tak znáša riziko predplácania. Ak rýchlosť predplácania nadobudne extrémne hodnoty, napr. viac ako 375 percent PSA, budú ostatné triedy splatené skôr a je tak možné, že nadbytočné splátky istiny bude pri absencii „nárazníka" v podobe podpornej triedy musieť prijať aj samotná trieda PAC. To by malo za následok jej rýchlejšie splatenie.

Ústrižkové hypotekárne cenné papiere

Paralelne s CMO sa na finančných trhoch v USA vyvíjal ďalší druh cenného papiera primárne odvodený z rezidenčných hypoték. Ide o ústrižkové hypotekárne cenné papiere, tzv. stripped mortgage pass-throughs. Slovo STRIP znamená doslova „vyzliecť". Podstatou „vyzliekania" cenných papierov je ich rozdelenie na poukážku oprávňujúcu na získanie úrokového (resp. kupónového) príjmu, tzv. interest only (IO), a poukážku, ktorá vyjadruje právo na istinu cenného papiera - principal only (PO). Na pravidelné kupónové platby obligácie i na záverečnú výplatu istiny sa totiž možno pozerať ako na sériu samostatných obligácií s nulovým kupónom. V roku 1982 začali veľké maklérske domy oddeľovať tieto dve súčasti obligácií a tomuto procesu sa začalo hovoriť vyzliekanie kupónov.

Prvé ústrižkové cenné papiere na hypotekárnom trhu sa objavili v roku 1986, boli to certifikáty FNMA „so syntetickým kupónom". Obe časti cash-flow, úrok a istina, však neboli v týchto emisiách ešte úplne oddelené. Až neskôr sa tento proces zavŕšil úplnou separáciou úroku a istiny, čím sa na sekundárny hypotekárny trh zaviedli IO a PO. Ich existencia ponúkla investorom dve výhody: jednou z nich je účinný spôsob, ako sa vysporiadať s rizikom predplatenia. Držiteľovi PO sa pri rýchlejšom predplatení celá nominálna hodnota vráti skôr, a preto privíta rýchle predplácanie. Opačne je to u investora, ktorý si zakúpil IO, pretože prichádza o úrokové platby z refinancovaných hypoték. Treba si uvedomiť, že cash-flow týchto cenných papierov veľmi silne závisí od vývoja úrokových sadzieb a z toho vyplýva ich druhá výhoda - je to jedinečný nástroj na zabezpečenie sa voči vývoju úrokových sadzieb.

Použitá literatúra:

1. Frank J. Fabozzi, Franco Modigliani: Mortgage and Mortgage-Backed Securities Markets, 1992 Harvard Business School Press, USA.
2. Frank J. Fabozzi (editor): The Handbook of Fixed Income Securities, c 1991 Richard D. Irwin, Inc.
3. David Lewov: Derivative Products (študijné materiály kurzu), 1989 Lewov Information Systems, USA.
4. Radoslav Tomek: Finančné deriváty, diplomová práca, FNH EU, 1995.

NOVÁ 100 USD BANKOVKA

POMÔŽU NOVÉ OCHRANNÉ PRVKY NA AMERICKÝCH DOLÁROCH ZNÍŽIŤ VÝSKYT FALZIFIKÁTOV?

Počnúc bankovkou 100 USD v roku 1996 začínajú USA vydávať bankovky s novými a zlepšenými ochrannými prvkami. Tieto ochranné prvky budú chrániť menu USD pred falšovaním súčasnými modernými technickými prostriedkami. Staršie typy bankoviek USA nestrácajú platnosť ani nebudú povinne vymieňané. Výmena starých bankoviek za nové sa bude vykonávať v bankách Federal Reserve System tak, že staršie série budú priebežne sťahované z obehu a budú nahradené novými bankovkami. Bez ohľadu na to, či ide o starú alebo novú bankovku, vždy bude mať hodnotu označenú jej nominálnou hodnotou.

Americký dolár ako hlavná rezervná mena medzinárodného menového systému a menová jednotka USA bol doposiaľ najmenej chránený pred falšovaním. V roku 1989 sa objavili prvé falzifikáty bankoviek 100 USD vytlačené hĺbkotlačou, ktorých sa obávajú aj odborníci a hovoríme im „superdoláre". Aj na území Slovenska dominujú vo falzifikátoch USD.

Ako prvá uzrie svetlo sveta 100 dolárová bankovka, ktorá bude uvedená do obehu v prvom štvrťroku 1996. Spojené

štáty americké už dlhšie obdobie pociťovali nátlak centrálnych bánk, aby uplatnili ďalšie ochranné prvky na amerických bankovkách. Bolo vypracovaných a podaných na Ministerstvo financií niekoľko návrhov na úpravu ochrany amerických bankoviek. Zvíťazil ten návrh, ktorý sa najviac približoval k pôvodnému dizajnu súčasných bankoviek. Nové bankovky USD si zachovávajú tzv. americký vzhľad. Mnohé ochranné prvky sa vôbec nezmenili. Sú to:

Známe ochranné prvky

1. Rozmery bankoviek 156x66 mm,
2. Hĺbkotlačové farby – zelená a čierna,
3. Bankovkový papier – bavlna, ľan a ostatné prímesi,
4. Nápisy na bankovkách,
5. Historické osobnosti a hlavné motívy na rubovej strane,
6. Heslo „IN GOD WE TRUST",
7. Ochranné vlákna – modré a červené.

Pri sérii 1990 pribudol polyesterový ochranný prúžok s pozitívnym mikrotextom a mikrotext okolo medailónu na lícnej strane bankovky.

V roku 1996 sa dizajn bankoviek USD zmenil po zakomponovaní nových ochranných prvkov, medzi ktoré patria:

1. **Väčší portrét** vysunutý mimo stredu bankovky, čím sa získalo miesto pre vodoznak a zároveň sa zníži opotrebovanie portrétu preložením bankovky.

2. **Vodoznak** – je umiestnený v pravej časti bankovky, pričom zobrazuje rovnakú historickú osobnosť ako portrét. Vodoznak je viditeľný v priehľade proti svetlu a nie je kopírovateľný farebnými prístrojmi alebo počítačovými skenermi.

3. **Pečať FRB** – Systém Federal Reserve ako celok symbolizuje jediná pečať. Písmeno a číslica pod ľavým sériovým číslom označuje príslušnú emisnú banku.

4. **Podtlač z jemných liniek** – tieto jemné linky je veľmi ťažké reprodukovať pomocou farebných kopírovacích strojov alebo inou tradičnou tlačovou technikou. Tlač je použitá na obidvoch stranách: v pozadí za portrétom Benjamina Fraklina a v pozadí za Independence Hall.

5. **Mikrotlač** – text vytlačený mikrotlačou je veľmi ťažko kopírovateľný. Na lícnej strane bankovky je text „USA 100" vytlačený v nominálnej hodnote 100 v ľavom dolnom rohu bankovky a text „The United States of America" je vytlačený v golieri Franklinovho plášťa.

6. **Opticky premenlivý prvok** – nominálna hodnota v pravom dolnom rohu bankovky pri čelnom pohľade má zelenú farbu po sklopení bankovky sa zmení na čiernu. Opticky premenlivý prvok je vytlačený technológiou tlače z hĺbky s použitím špeciálnych pigmentov s premenlivými optickými vlastnosťami. Efekt je viditeľný pri sklopení bankovky a závisí od intenzity osvetlenia.

7. **Ochranný prúžok** – zvislý, polymérový ochranný prúžok je vložený do bankovkového papiera a svojim jednoznačným umiestnením označuje nominálnu hodnotu. Text „USA 100" je čitateľný v priehľade bankovky proti svetlu z obidvoch strán. Pre zvýšenie bezpečnosti bude ochranný prúžok svietiť červenou farbou pod ultrafialovým svetlom. V novej sérii bude mať bankovka každej nominálnej hodnoty svoje špecifické miesto ochranného prúžku, čo umožní ľahšiu kontrolu pravosti bankovky.

8. **Sériové číslo** – je tvorené kombináciou jedenástich číslic a písmen v ľavom hornom rohu a v pravom spodnom rohu lícnej strany bankovky.

Zmeny na bankovkách USA

Séria nových bankoviek predstavuje snahu zvýšiť ochranu meny USA. Platidlá USA sa vo svojej histórii viac razy podstatne zmenili. Od začiatku je pre bankovky USA charakteristický špeciálny bankovkový papier, zelená a čierna hĺbkotlačová farba a jemná rytina. V rokoch 1861–1865 boli zavedené veľké formáty amerických dolárov a v roku 1928 došlo zjednoteniu rozmerov všetkých bankoviek a začali sa používať ľahko identifikovateľné portréty osobností a ďalšie hlavné obrazce.

V roku 1990 sa bankovky doplnili novými, dôležitými ochrannými prvkami, a to zvislým polyesterovým ochranným prúžkom s pozitívnym mikrotextom v ľavej časti bankovky a mikrotextom okolo medailónu na lícnej strane bankovky, pričom celkový vzhľad bankoviek sa skoro vôbec nezmenil. Teraz je to štvrtá zmena, keď sa bankovky USA podstatnejšie menia. Je dôležité si uvedomiť, že všetky bankovky USA zostávajú v platnosti. Neuvažuje sa so zrušením platnosti bankoviek alebo s ich povinnou výmenou. Súčasne ako sa budú dávať do obehu nové bankovky, FRB bude postupne sťahovať z obehu staré bankovky, ktoré sa dostanú do jej trezorov. Znamená to, že nie je určený žiaden časový interval alebo požiadavka na výmenu predchádzajúcich sérií bankoviek USA.

Po bankovke 100 USD budú postupne nasledovať asi v ročnom intervale bankovky s nižšou nominálnou hodnotou 50 USD, 20 USD, 10 USD atď. Úroveň ochrany bankoviek sa bude znižovať s ich klesajúcou nominálnou hodnotou. Snahou USA bolo použiť v dizajne nových amerických bankoviek niekoľko rôznych ochranných prvkov, ktoré by spolu dosahovali veľmi priaznivý efekt a ochránili bankovky USD pred falšovaním.

Rozália Boskovičová
Národná banka Slovenska

SAMUEL JURKOVIČ – V SLUŽBÁCH NÁRODA

PRVÁ PAMÄTNÁ MINCA VYDANÁ V ROKU 1996

Emisia pamätných strieborných mincí v roku 1996 začína vydaním mince pri príležitosti 200. výročia narodenia Samuela Jurkoviča, jedného z najvýznamnejších buditeľov slovenského národa, zanieteného a neúnavného bojovníka za duchovné i hmotné povznesenie slovenského ľudu.

Samuel Jurkovič sa narodil 9. februára 1796 v Brezovej pod Bradlom. Po štúdiu na lýceách v Bratislave, Banskej Bystrici a Banskej Štiavnici sa v roku 1817 stal učiteľom v Novom Meste nad Váhom, v rokoch 1849–1859 pôsobil v Sobotišti.

Povolanie učiteľa bolo základom jeho mnohostrannej osvetovej činnosti. Staral sa o zvýšenie úrovne dedinských škôl, vypracoval návrh reorganizácie najnižšieho školstva, písal učebnice, vyrábal učebné pomôcky, rozpracoval metodiku vyučovania nadväzujúc na

1. cena
Patrik Kovačovský

2. cena
Mária Poldaufová

3. cena
Hieroným Balko

didaktické zásady Komenského. Zakladal učiteľské a čitateľské spolky, školské knižnice, organizoval nedeľné školy zamerané na výchovu negramotných roľníkov. Propagoval pestovanie nových plodín, ovocinárstvo a modernizáciu poľnohospodárstva.

Jurkovičove aktivity presvedčeného a zapáleného národovca ho doviedli k úzkej spolupráci so štúrovcami. Mladá revolučná inteligencia organizovaná okolo Ľudovíta Štúra stála na čele slovenského národného hnutia v čase jeho vyvrcholenia od polovice 30-tych rokov 19. storočia. Hnutie malo silný protifeudálny charakter, bojovalo za národnú rovnoprávnosť, rešpektovanie základných občianskych slobôd a zlepšenie sociálneho postavenia ľudu. Svojím pôsobením výrazne prispelo k završeniu formovania moderného slovenského národa. O niečo starší Jurkovič bol oddaným spolupracovníkom a prívržencom štúrovcov, morálne i hmotne podporoval stredisko hnutia, bratislavské lýceum a jeho Spoločnosť česko-slovanskú. Podieľal sa i na činnosti spolku Tatrín, prvej celonárodnej kultúrnej inštitúcie, na dedičstvo ktorej od roku 1863 nadviazala Matica slovenská. V zmysle štúrovských literárnych názorov sa pokúšal i o básnickú tvorbu, patril medzi propagátorov a dopisovateľov prvých politických Slovenských národných novín, vydávaných Ľudovítom Štúrom.

V roku 1841 založil v Sobotišti Slovenské národné divadlo nitranské, ktoré bolo skromným združením ochotníkov. Napriek tomu dosiahlo pozoruhodné úspechy i v podmienkach tvrdého národnostného útlaku a poddanstva a bolo vzorom pre rozvíjajúce sa ochotnícke divadlo na Slovensku. Osobitný význam malo i pre udomácňovanie sa spisovnej slovenčiny. Jurkovič sa zaslúžil o prevratnú zmenu v obsadzovaní rolí keď súhlasil, aby v divadle účinkovali jeho dcéry, pretože v tom čase bolo ešte obvyklé obsadzovanie ženských rolí mužmi.

V celoeurópskom kontexte je významným počinom založenie Spolku gazdovského v Sobotišti v roku 1845, prvého družstva na európskom kontinente, čím sa Jurkovič natrvalo zapísal do dejín družstevníctva. Pohnútkou na založenie tohto svojpomocného úverového družstva bola snaha čeliť biede a nedostatku, ochrániť ľud pred úžerníctvom a podporiť racionálne hospodárenie. Finančné prostriedky spolku pozostávali z podielového kapitálu, vytvoreného z jednorazového vkladu 30 grajciarov v striebre na člena, ďalej z týždenných vkladov po 3 grajciaroch na člena a z úhrady úrokov z pôžičiek vo výške 6 percent. Spolok sa neobmedzil len na hospodársku a podnikateľskú stránku, od svojich členov vyžadoval striezlivosť a mravnosť a kládol si tiež výchovné ciele. Pôsobenie spolku vyvolalo veľký ohlas. Podľa jeho vzoru vznikali svojpomocné družstvá i v ďalších oblastiach Slovenska. Činnosť spolku bola prerušená v revolučnom roku 1848, neskôr sa ju už nepodarilo v plnom rozsahu obnoviť a v roku 1851 bola ukončená.

Jurkovič sa aktívne zapojil i do udalostí revolučných rokov 1848–1849. Bol členom Slovenskej národnej rady, vrcholného národného orgánu Slovákov v období revolúcie, ktorý vyzval ľud do ozbrojeného povstania za oslobodenie Slovenska. Bol i spoluorganizátorom tohto povstania a spolutvorcom tzv. Nitrianskych žiadostí slovenského ľudu, ktoré sa zasadzovali o spravodlivé riešenie politických, jazykových, kultúrnych a sociálnych požiadaniek nášho národa. Po porážke povstania a následnom prenasledovaní slovenských vlastencov a najmä po nastolení Bachovho absolutizmu sa národné hnutie dostalo do izolácie. V tomto období bol Jurkovič nútený uchýliť sa na čas do Prahy, neskôr pôsobil ako notár v Brezovej a vo Vrbovom. Po penzionovaní v roku 1859 odišiel k dcére na Turú Lúku. Ani v posledných rokoch života nestrácal záujem o národobuditeľskú prácu. V roku 1863 bol spoluzakladateľom a neskôr neúnavným podporovateľom Matice slovenskej. Zomrel 13. júla 1873 v Turej Lúke.

Jurkovič nepatril medzi výrazné vodcovské typy, akými boli Štúr či Hurban, zostával skôr v úzadí, čo však neznižuje význam jeho obetavej, všestrannej a priekopníckej práce pre národné hnutie, ako i pre zlepšenie sociálneho postavenia ľudu. Sám svoju činnosť charakterizoval slovami: „...čo môžem, robím rád a rád sa namáham, trebárs mi to žiaden ani neuzná, tým mieň odplatí, tak ako rosa ovlažuje byliny, trebárs ju nevidieť."

Na umelecký návrh pamätnej mince pri príležitosti významného jubilea Samuela Jurkoviča vypísala NBS verejnú anonymnú súťaž. Na súťaži s uzávierkou 10. 7. 1995 sa zúčastnilo sedem autorov s desiatimi výtvarnými prácami. Komisia NBS na posuzovanie návrhov mincí, ktorá je poradným orgánom guvernéra NBS, po zhodnotení predložených návrhov neodporučila žiaden z nich na realizáciu. Odporučila vypísať užšiu súťaž na návrh mince a na účasť vyzvať troch autorov najlepších odmenených návrhov Máriu Poldaufovú, Hieronýma Balku a Patrika Kovačovského.

Uzávierka užšej súťaže bola 4. 9. 1995 a zúčastnili sa na nej všetci traja vyzvaní autori. Komisia po dôkladom posúdení výtvarnej stránky jednotlivých návrhov, ako i po zohľadnení úrovne zobrazenia myšlienkového odkazu Samuela Jurkoviča odporučila na udelenie 1. ceny a na realizáciu návrh Patrika Kovačovského, ktorý je úspešným autorom už dvoch mincí vydaných v minulom roku, prvej s námetom P. J. Šafárika, druhej s námetom 1. električky na Slovensku. Komisia pri víťaznom návrhu zohľadnila najmä kompozičnú vyváženosť a jednotu averzu a reverzu návrhu mince, netradičnosť výtvarného vyjadrenia zadanej tematiky, ako aj vysoku profesionálnu úroveň spracovania.

Na reverze mince je zobrazený portrét Samuela Jurkoviča vytvorený z pozitívne vyvýšenej plochy a negatívnej kresby liniek. Časť portrétu prechádza do vodorovných liniek vo forme obdĺžnika, ktoré v rovnakom tvare pokračujú i na averze. Linky vychádzajú z portrétu a symbolicky zobrazujú šíriace sa myšlienky Samuela Jurkoviča. Na averze linky obklopujú štátny znak Slovenskej republiky. Návrh na averze i reverze dopĺňa abstraktná kruhová líniová kompozícia na averze doplnená motívom obilného klasu.

Vzhľadom na to, že aj ostatné predložené návrhy boli zaujímavé obsahom i formou a mali vysoku výtvarnú úroveň, bola autorke Márii Poldaufovej udelená druhá cena a autorovi Hieronýmovi Balkovi tretia cena.

Minca v hodnote 200 Sk s priemerom 34 mm a hmotnosťou 20 g je vyrazená zo striebra s rýdzosťou 750/1000 v Štátnej mincovni Kremnica v počte 26 000 kusov v bežnej kvalite a 1 500 kusov vo hotovení „Proof". Na hrane mince sú nápisy „V službách národa", medzi ktorými sú umiestnené ornamenty habánskej keramiky.

Veríme, že zaradením uvedenej mince do emisného plánu Národná banka Slovenska prispeje k pripomenutiu si tejto, širšej verejnosti menej známej, no významnej osobnosti našich národných dejín.

Ing. Dagmar Flaché
Foto: Ing. Štefan Fröhlich

Delegácia z Banky Slovinska

V dňoch 17. až 19. 1. 1996 navštívila Národnú banku Slovenska delegácia Banky Slovinska, ktorú viedol viceguvernér Banky Slovinska Marko Kranjec (vľavo). Hostí prijal guvernér NBS Vladimír Masár. Rozhovory boli zamerané predovšetkým na výmenu skúseností v oblasti bankového dohľadu a platobného styku. Preto sa Marko Kranjec stretol aj so zástupcami úseku informatiky, bankového dohľadu a navštívil Inštitút menových a finančných štúdií NBS a Bankové zúčtovacie centrum Slovenska. Marko Kranjec rokoval aj s oboma viceguvernérmi NBS Mariánom Juskom a Jozefom Mudrikom.

Predstavitelia oboch centrálnych bánk sa dohodli na užšej vzájomnej spolupráci ale aj v rámci CEFTY, ktorej členom je Slovinsko od 1. 1. 1996.

Text a foto: PhDr. Ivan Paška

Semináre skončili, spolupráca pokračuje

V dňoch 23. až 25. januára 1996 sa konala v Inštitúte bankového vzdelávania NBS v Bratislave druhá časť seminára Spravovanie úverov, organizovaného v rámci projektu Reštrukturalizácia poľnohospodárstva a poľnohospodárskeho obchodu (RAAPS), ktorý na Slovensku realizuje Nadácia Iowskej štátnej univerzity a sponzoruje ho Agentúra USA pre medzinárodný rozvoj. Témou seminára bol proces rozhodovania o poskytnutí či neposkytnutí úveru. Zúčastnilo sa na ňom 21 pracovníkov Slovenskej záručnej banky, š. p. ú., Všeobecnej úverovej banky, a. s., a Poľnobanky, a. s., ktorí pracujú najmä s klientami z oblasti poľnohospodárstva. Prednášateľský tím bol zložení zo slovenských bankových odborníkov, profesora ekonomiky Iowskej štátnej univerzity R. Stovera a pracovníka amerického ministerstva poľnohospodárstva A. Seehusena. Ukončením druhého cyklu seminárov sa končí aj trojročná spolupráca slovensko-amerického pracovného tímu pre poľnohospodárske financie a úver v rámci projektu RAAPS. Ako nám však povedal profesor R. Stover, rád by sa na Slovensko vrátil a uskutočnil aj plánovanú druhú časť seminárov - školenia žiadateľov o úver. Ani spolupráca slovenských bankových odborníkov, ktorí sa stretli v pracovnom tíme, sa nekončí. Skúsenosti získané v rámci projektu RAAPS chcú aplikovať vo svojich bankách.

■ Prvé tohtoročné rokovanie Bankovej rady Národnej banky Slovenska sa konalo 12. januára. Banková rada rozhodla, že s platnosťou od 13. januára 1996 sa znižuje diskontná sadzba z doterajších 9,75 % na 8,8 %. Toto zníženie bolo okrem iného výsledkom priaznivého vývoja inflácie v roku 1995 (napr. ročná miera inflácie na báze október 1995-október 1994 klesla za posledné tri mesiace daného roka z 8,8 % na 7,2 %).

Banková rada NBS prerokovala Správu o výsledkoch kategorizácie pohľadávok bánk SR, tvorba a potreba zdrojov na ich krytie. V súvislosti s prerokovaným materiálom členovia tohto orgánu konštatovali potrebu rýchlejšieho postupu zainteresovaných subjektov riešení legislatívnych podmienok reštrukturalizácie bánk.

Na tomto rokovaní bol schválený Návrh vyhlášky NBS o vydaní pamätných striborných mincí v hodnote 200 Sk pri príležitosti 200. výročia narodenia Samuela Jurkoviča.

■ Členovia Bankovej rady NBS na jej druhom rokovaní dňa 15. januára 1996 rozhodli o pozastavení výkonu všetkých činností Ekoagrobanky, a. s., Ústí nad Labem, pobočka Piešťany, okrem zriaďovania úložiek na clearingovom účte Národnej banky Slovenska a prijímania splátok úverov. Toto opatrenie bolo uložené z dôvodu, že pobočka Ekoagrobanky v Piešťanoch porušila podmienky ustanovené v povolení pôsobiť ako banka.

■ Banková rada NBS rozhodla na svojom treťom rokovaní dňa 16. januára 1996 o zavedení nútenej správy na slovenskú časť Ekoagrobanky. Dôvodom tohto rozhodnutia bolo zavedenie nútenej správy Českou národnou bankou na centrálu tejto banky a porušenie podmienok, ktoré boli stanovené pri udelení povolenia pôsobiť ako banka.

■ Štvrté rokovanie Bankovej rady NBS sa konalo 18. januára 1996. Na tomto rokovaní bolo rozhodnuté o zrušení opatrenia Bankovej rady NBS z 15. januára 1996. Dňom 19. januára 1996 bola otvorená pobočka Ekoagrobanky v Piešťanoch, ako aj všetky nižšie organizačné zložky tejto banky na území Slovenskej republiky. Rozsah poskytovaných služieb bol identický s výkonom činností tejto banky v Českej republike.

Pripravil: Ing. Ján Onda

THE INSTRUMENTS OF MONETARY POLICY VIS-À-VIS THE FINANCIAL SYSTEM

Juraj Jánošík
National Bank of Slovakia

Formation and Stabilization of the Financial System

The monetary policy of the National Bank of Slovakia (NBS) and the instruments applied in the course of its implementation have been under constant development since the beginning of bank reform in the country. A special stage of this development occurred in the year 1993, which witnessed fundamental changes in the economic and social conditions of Slovakia. The year 1993, and especially its beginning, involved numerous risks. The main trends of development in the country's financial system were aimed at the solution of pressing problems such as the functioning of the system's individual elements, while significant emphasis was placed on the creation of an adequate money supply for the revitalization of production, and the possible uncertainties of the government's budgetary policy. During this period, the National Bank of Slovakia (central bank) tried to maintain continuity between the country's previous and current development, and to use only measures that had no serious effects on the financial and banking system in particular.

The external sector was generally characterized by considerable uncertainty about the value of domestic currency resulting from the political and economic situation in the country. This uncertainty resulted in a devaluation of the Slovak crown in July 1993. The instruments of foreign exchange policy actually had a passive function: to prevent the outflow of foreign exchange reserves (through restrictions on NBS foreign exchange fixing). This was supported by an active policy aimed at the creation of forex reserves (resources from foreign-based international and inter-governmental institutions, or foreign capital markets). During this period, the central bank applied the following instruments of monetary policy: credit limits, refinancing (rediscounting and later discounting of bills of exchange for export promotion), and minimum reserve requirements. The year 1993 saw the formation and stabilization of the financial system in Slovakia.

Stability of the Domestic Currency

In the following year, a principal change was recorded in the main trend of development. The country's financial position stabilized both domestically and internationally. Pressures on devaluation eased and considerations about the necessity of devaluation undoubtedly had a political nature. The rate of inflation fell considerably. As a result of this development, the position of the domestic enterprise sector further stabilized and people's trust in the domestic currency increased, though doubts about its future development persisted. However, the central bank found itself in a qualitatively different economic environment, in which the lead was played by the external sector (Slovakia's net foreign assets increased in 1994 by Sk 52.9 billion). This was reflected in the method of financing the State budget and the issue of State Treasury bills to cover the deficit of Sk 22.4 billion. At the same time, a part of the banking community adopted a more cautious view on bank lending and credit exposure. Although credit exposure had been a barometer of lending in the past, it was partially replaced by requirements on the quality and management of projects. Development in bank lending in 1994 was fully acceptable for the central bank throughout the whole year; consequently, the use of direct monetary-policy instruments (i.e. credit limits) was gradually restricted. At the same time, the volume of refinancing loans was considerably reduced in the second half of the year, especially that of auction refinance loans which had been used for years as an important form of providing refinancing funds to the domestic banking system. This development was an indication of the fact that the economy was becoming saturated with money, even though some economic irregularities persisted, e.g. insolvency of a part of the corporate sector, which probably resulted from the fact that the sector had not been fully restructured.

In meeting the goals of monetary policy, the central bank used traditional monetary-policy instruments (minimum reserve requirements and credit limits) as well as budgetary instruments. To reduce the surplus liquidity of the banking system, the central bank made use of the current issues of government securities. Over the course of the year, 60 issues of short-term State Treasury bills were placed on the money market in the total amount of Sk 128.9 billion, with maturities ranging from 28 to 287 days. An important achievement was that, by the end of 1995, the central bank had created a basic portfolio of securities (with an approximate value of Sk 1.5 billion) earmarked for open-market operations. Another positive result was the formation of a functional secondary market for trading in these securities. The volume of government bonds sold in the course of 1994 reached Sk 8,260.4 milli-

on, representing almost a threefold increase compared with the figure for 1993. The high yields of interest earned on these issues indicate that the period under consideration was a start-up period from the perspective of interest yields.

The satisfactory rate of inflation in 1994 (11.7%, compared with 25.1% in 1993), acceptable level of the money supply (increased by 18.8%), change in Slovakia's external position (from unfavourable to favourable), favourable non-inflationary development in bank lending, and the favourable conditions for the utilization of securities in meeting the goals of monetary policy have created excellent conditions for the application of a stabilization policy in Slovakia. This fact was also reflected in the design of monetary-policy instruments for 1995. The trend of using market-oriented techniques, with some supplementary, selective, and temporary measures (credit limits applied only to a selected group of banks, minimizing the volume of refinancing loans from the second half of the year). Apart from the application of minimum reserve requirements, open-market operations were expected to be strengthened considerably, central bank rates were to be utilized more dynamically, and the band of exchange rates used in NBS foreign exchange fixing was to be expanded.

The expectations were fully confirmed by actual developments. Several tendencies were preserved: the dominant position continued to be held by the external sector, which functioned as a permanent source of liquid funds. The growth in money supply in terms of the M2 monetary aggregate (currency in circulation, demand and time deposits including foreign-currency deposits) was expected to exceed 20%. Preliminary calculations indicate that the foreign sector had a more than two-thirds share in the creation of the money supply.

Changes in the Financial Market

A significant role was played in 1995 by the financial market, which underwent important structural changes in this period. Owing to the unexpectedly favourable performance (structural consequences are not subject to this evaluation) of the State budget, the supply of short-term securities fell short of the required level. In the course of 1995, 33 issues of State Treasury bills were launched with maturities of 14 to 287 days. Activity on the capital market increased considerably in comparison with the previous year. A total of 10 government bond issues were traded on the market in the total amount of Sk 38,166 million.

These bonds were designed to replace the State Treasury bills issued to cover the 1994 State budget deficit; however, the form of financing the deficit of the State budget had been changed in 1993 from a non-market form to a market-oriented one, i.e. domestic capital market. It is more advantageous to evaluate the consequences of this transformation, its effects on capital market developments, and the course of the yield curve separately. In spite of the above facts, the quantity of money exceeded the figure set forth in the monetary programme of the central bank. For this reason, the NBS started to apply another monetary-policy instrument: the issue of its own Treasury bills (NBS Treasury bills). In this way, the Bank created significant and sufficient room to date for intervention both in domestic currency and foreign exchange transactions. Over the course of 1995, the NBS launched a total 21 issues of NBS Treasury bills, of which three were so-called issues payable into the Bank's own portfolio. These issues had maturities of 5 to 30 days. They were designed to exert a direct anti-inflationary influence, or to eliminate factors that could speed up the process of inflation. This influence was reflected in the development of money reserves with subsequent effects on the behaviour of the money market.

Apart from a considerable degree of volatility, the Slovak money was characterized by low interest rates and big differences between funds with longer maturities (Graph 1 on page 4). This situation was regarded as unfavourable with regard to the development of foreign investment. The low and fluctuating rates of interest did not attract short-term foreign capital, which is considered to be problematic by most central banks. In practice, preference was given to the internal rather than external monetary concerns. As a result of this, the level of foreign exchange reserves were lower owing to the conversion of short-term (speculative) foreign exchange instruments into the domestic currency. In spite of this, the external sector (recording increases in both exports and the activities of domestic entities on foreign financial markets) created further stocks of money including foreign exchange reserves; so it was only a question of time as to when the central bank would have to introduce stabilization measures. The importance of stabilization was emphasized by the accelerated rate of development in bank lending in 1995 compared with that of the previous year. While loans to households and enterprises recorded only a 1.5% growth in 1994, they increased several times in the course of 1995. The situation in the money market changed in August 1995, when the central bank started to issue and utilize Treasury bills of its own. To improve the functioning of the intervention system, the NBS started to launch issues of Treasury bills for its own portfolio in November 1995, in addition to ordinary issues. Subsequently, these issues were utilized in the form of REPO operations. The significance of this method lies in the fact that the central bank could respond very flexibly to liquidity conditions in the money market while exerting proportional influence.

Monetary Conditions in 1996

This situation resulted in the establishment of parameters on monetary operations, within which the instruments of monetary policy were set for 1996. The following adjustments were made:

a/ A continuous increase in the quantity of money generated mostly by the external sector and its subsequent neutralization by central bank interventions. Simultaneous regulation of the extremely powerful influence of the external sector on the money supply by making use of the fluctuation band in the foreign exchange market.

b/ The application of some of the monetary-policy techniques was not commensurate with the change in the position of the banking system and the temporarily free short-term liquidity. Bills of exchange transactions became a specific and limited form of refinancing used by the central bank in solving some of the structural problems arising from the undervalued demand in connection with the lower prices of market resources. The use of auction refinance loans was not economically justified, due to the adequate level of liquidity in the market.

c/ A systemic replacement of direct monetary instruments by indirect ones and the optimizing of monetary techniques by shifting the emphasis on open-market operations. Credit limits were applied only to a part of the banking system, while a significant number of commercial banks were not subject to these

regulations during the whole of 1995.

d/ The utilization of market-oriented monetary instruments in the form of open-market operations, the liberalization of the Bank's own activities, and the introduction of new techniques. The methods in question included trading in securities with their subsequent repurchase, and Treasury bills issued by the central bank.

e/ Emphasizing the qualitative orientation of the goals of NBS monetary policy, defined by interest rates and the creation of conditions for the future control of monetary-policy variables through qualitative values.

Instruments of Monetary Policy for 1996

These facts, together with the Bank's conviction of the necessity to adapt its techniques to the usual procedures and standard methods including a more flexible utilization of the discount rate (relaying basic information about the expected course of inflation), based on the evaluation of the actual situation, led to the decision to cancel the credit limits with effect from 1 January 1996. The monitoring of bank lending, with regard to its dynamic development in 1995, is important and justified. For that reason, the central bank will monitor and regularly evaluate the business plans of commercial banks, which represent a significant source of relevant information. Apart from being a significant form of financing, bank loans exert an important influence on monetary development, especially in cases of considerable increases. The central bank has no intention of restricting the activities of commercial banks; however, it regards the task of maintaining a healthy financial system as a superior goal and common interest. The achievement of this goal requires close co-operation and a fair approach by both partners.

Minimum reserve requirements continue to be applied in 1996 as a major indirect instrument of monetary policy. If the required reserves of commercial banks fail to produce an adequate neutralising effect on monetary development, it will be necessary to perform an in-depth analysis of their efficiency. The central bank has always viewed required minimum reserves as one of the most effective instruments of monetary policy, having a very pervasive effect on the economic performance of commercial banks as evidenced by the fact that the rates of commercial banks have remained unchanged since the NBS commenced operations. With the prepared amendment to the Banking Act of 1993, the NBS will issue a new decree governing the holding of liquid assets by commercial banks, according to which the fulfilment of minimum reserve requirements will be evaluated by the central bank at two-week intervals, instead of on a monthly basis. The Bank believes that these regulations will improve the management of free liquid assets, because the monthly intervals used during the previous year created prime conditions for ensuring their compulsory holding and failed to have an adequate stabilizing effect on the money market (Graph 2 on page 5).

Due to a lack of economic efficacy, the auction refinance loan was cancelled with effect from 1 January 1996. At the same time, a more attractive price was set for the Lombard loan, i.e. the rate of interest on Lombard loans will be individual and fixed at the level of 13.0%. Lombard loans will serve as the last means of obtaining short-term refinancing funds from the central bank. At the same time, the NBS made the current structure of refinancing more transparent by cancelling the stand-by loan with effect from 1 January 1996. The Bank expects to lend a limited amount of funds in the form of bills of exchange. The support of agriculture and export trade has remained a priority.

The NBS will continue to make regular use of open-market operations. The existing system has been extended by the auction forms of REPO transactions. In this connection, the most important achievement was the setting of a market price for this significant source of central bank financing. Billions of crowns are traded daily between commercial banks and the NBS in the form of REPO operations. This information may be of great importance not only for the central bank, but also for commercial banks. The NBS will continue to issue Treasury bills maturing in several months and to conduct REPO operations with a one- day or one-week maturity.

In 1996, the deficit of the State budget is expected to be financed by issues of State Treasury bills with a 28-day maturity, which may be prolonged at the end of the year, depending on the approval of the closing account of the State budget and the conversion of short-term securities into bonds. The NBS does not exclude the possibility of using this product for trading on the secondary market.

The central bank will continue to conduct operations on the money market and monitor its development. Naturally, in the interest of the banking system, it will make every effort to maintain the stability of interest rates. Changes in the rates of interest on the most traded resources cannot be excluded with regard to the macroeconomic development and the behaviour of the domestic banking system. However, efforts must be made for their natural stabilization. Funds with longer maturities (above six months) are expected to be listed gradually on the money market. Subsequently, after gaining the necessary credibility, Slovak money market rates may become important indicators for trading on both the interbank market and the lending market.

Development in the domestic system of foreign-currency exchange rates will be of great importance. The NBS is making every effort to maintain a stable rate of exchange of the Slovak crown. With regard to the continuing inflow of foreign exchange assets, it would be suitable to create systemic conditions for the prudent control of external financial flows. First of all, it would be suitable to use a wider fluctuation band for the setting of the Slovak crown's exchange rate (± 3.0%), to introduce a band of exchange rates for trading in NBS foreign exchange fixing (± 0.25%), and to adopt some other measures.

The further development of monetary-policy instruments will depend on a number of factors. Apart from several new measures, the currently used methods are expected to be optimized in the nearest future. We assume that the essential elements of the financial system have already been created with regard to the existing needs and requirements. The viability of the financial system is a prerequisite for the efficiency of central bank measures; and conversely, it is the macroeconomic stability that creates the necessary conditions for the viability of the whole financial system. Based on this generally valid relationship, we may assume that the effectiveness of monetary policy will be influenced by factors such as the liberalization of the country's foreign exchange system, government budgetary policy, and the European trends towards unification. The aim of this long-term and rather complicated endeavour is the creation of a well-functioning and highly competitive economic environment.

DEBT SERVICING IN 1995

Ing. Pavol Kyjac
National Bank of Slovakia

Forein Debt of the Slovak Republic

The total gross debt of the Slovak Republic both in convertible and non-convertible currencies amounted to USD 4.8 billion as of October 31, 1995. As of the same date, the official debt of the Slovak government and the National Bank of Slovakia amounted to USD 2.1 billion. The hard currency debt amounted to USD 4.6 billion. The remainder of the external debt is attributable to the estimated debt in non-convertible currency stemming from the trade transactions with the former German Democratic Republic.

The total debt of the commercial sector (which includes commercial banks and the entrepreneurial sector) as of the end of October amounted to USD 2.6 billion.

Over the course of 1995, the national debt of the Slovak Republic grew by USD 82 million with the majority increase stemming from the inflow of resources from the Japanese EXIM Bank. These resources include both the Economic Recovery Loan amounting to JPY 5 billion and the Two-Step Loan amounting to JPY 2 billion. When taken together, the two loans amount to an equivalent of USD 72 million.

The decrease in the total gross external debt of the Slovak Republic in July 1995 compared with June 1995 is a result of the repayment of principals within the CDZ block amounting to USD 107 million including repayment of the principal from the first issue of CSOB bonds in 1990. Obviously these bonds matured in 5 years. Moreover, a decrease both in official and total debts in October is a consequence of the principal repayment of the second issue of CSOB bonds amounting to USD 83 million.

The highest level of the foreign debt of the Slovak Republic was recorded at the end of June 1995, when the national debt of the Slovak Government and the National Bank of Slovakia exceeded USD 5 billion, thereby representing half of the total gross foreign debt of the Slovak Republic. At the same time, the highest level of foreign debt per capita amounting to USD 952 was recorded.

The growth in the total gross hard currency debt of the Slovak Republic was a result of the gradual growth in the import liabilities of individual entrepreneurs as well as the rise in the hard currency liabilities of commercial banks. Substantial changes in the structure of hard currency liabilities were recorded in the commercial sector in March and June 1995. For example, the total increase in the debt of the commercial sector in June 1995 compared to May 1995 amounted to USD 92.6 million, while short-term hard currency liabilities recorded the highest growth amounting to USD 71.5 million. The highest increase in the debt of the commercial sector was recorded with March 1995, resulting in the growth in the external debt of the Slovak Republic.

Concerning the development of external debt, it is obvious that the monthly national debt of the Government and the National Bank of Slovakia as well as the total gross hard currency debt of the Slovak Republic was influenced by the exchange rates of individual convertible currencies and the conversions of individual items of hard currency liabilities to the dollar base.

Table 1 Development of foreign debt

As of	National debt of the Slovak Government and the National Bank of Slovakia in billions USD	Total gross debt of the Slovak Republic in billions USD	The portion of total gross foreign debt per capita in USD
31.12.1994	2.3	4.3	808
31.03.1995	2.4	4.8	907
30.06.1995	2.5	5.0	952
30.09.1995	2.1	4.8	900
31.10.1995	2.1	4.8	900

Table 2 Overview of debt servicing from January to December 1995 including installments paid to the International Monetary Fund (in USD)

	Debt Servicing Total	Principal	Interest
Januar	-46 424 578.60	-31 787 954.82	-14 636 623.78
Februar	-17 888 351.57	-7 524 595.34	-10 363 756.24
Marec	-19 634 763.19	-8 306 779.74	-11 327 983.45
April	-51 621 059.39	-46 213 964.54	-5 407 094.85
Mai	-21 718 870.27	-7 763 044.92	-13 955 825.36
Jun	-22 675 089.44	-15 315 340.59	-7 359 748.85
Jul	-173 857 485.75	-150 530916.31	-23 326 569.44
August	-19 686 303.60	-7 624 753.94	-12 061 549.66
September	-51 155 518.10	-9 262 568.31	-41 892 949.79
Oktober	-129 530 867.91	-118 766 286.62	-10 764 581.29
November	-24 890 800.66	-15 852 831.89	-9 037 968.77
December	-23 846 432.47	-20 765 643.37	-3 080 789.10
Total	-602 930 120.96	-439 714 680.39	-163 215 440.57

Debt Servicing of the Slovac Republic

The volume of repaid debt, also refeffed to as the debt servicing of the Slovak Republic, amounted to USD 602.9 million in 1995. Principal repayments totalled USD 439.7 million (principal repayments in the CDZ block amounted to USD 235 million) and total interest payments amounted to USD 163.2 million. Payments for liabilities against the International Monetary Fund represented USD 232.2 million (principal repayment of USD 201.1 million) out of the total payments of USD 602.9 million.

The highest volume of payments for hard currency liabilities in 1995 is attributable to the principal repayments of two independent issues of 5-year bonds amounting to DEM 700 million by CSOB Praha in 1990 (both issues were guaranteed by the former State Bank of Czechoslovakia). The repayments in July and October amounted to DEM 116.7 million (which is equal to USD 83 million). The principal repayment and interest payments resulted in the full payment of this liability by the Slovak Republic.

From January to October 1995, the National Bank of Slovakia recorded an inflow of USD 928 million into its accounts which was a result of exceeding the limit on the boundary loan within the clearing payment system between the Slovak Republic and the Czech Republic. After crediting three quarters of the boundary loan in the amount of USD 126 million on December 19, 1995, owing to the termination of the payment agreement between the Slovak Republic and the Czech Republic and the termination of the clearing payment system between both republics, the Czech Republic paid a total of USD 1,054 billion to the Slovak Republic in 1995.

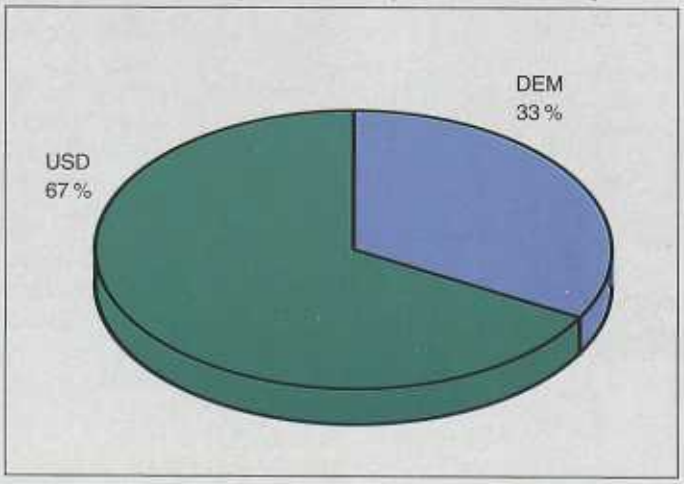
The detailed development of income payments stemming from exceeding the limit on the boundary loan of XCU 130 million within the clearing payment system between the Slovak Republic and the Czech Republic in addition to the currency structure of the inflow of convertible currencies as a result of exceeding the boundary loan is presented in the Table No.3 and in the attached Diagram.

Regarding the clearing payment system between the Slovak Republic and the Czech Republic, clearing the monthly receivables and

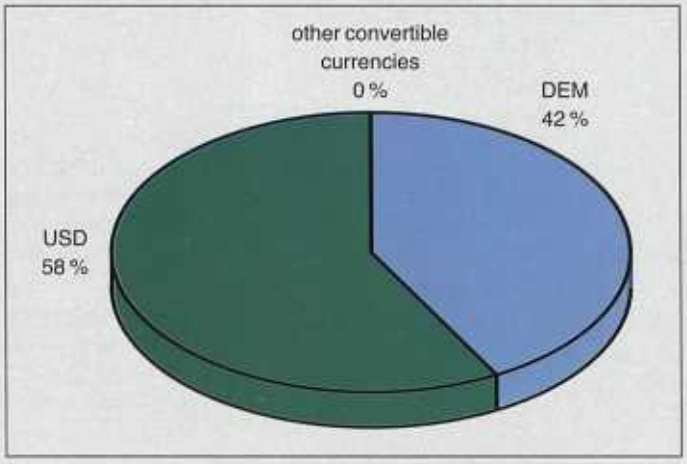
Table 3 Exceeding the boundary loan within the payment system between the Slovak Republic and the Czech Republic (including the settlement of the boundary loan in December 1995)

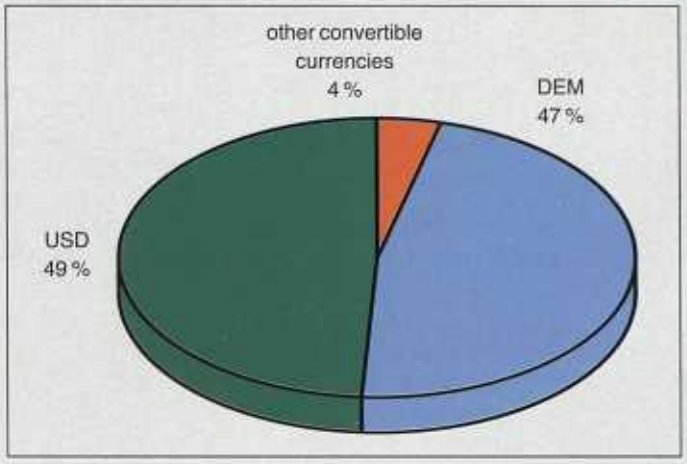
Period	Balance in XCU	Carry-over in XCU	Inflow	Convertible Currency	Conversion to SKK	Note
31. 07. 1993	155 703 358.26	25 703 358,26	25 703 358,26	XCU	886 740 156,61	Decrease in the Liabilities in the Old Block
31. 12. 1993	-168 914 124.72	-38 914 124.72	-43 498 208,61	USD	-1 520 763 994,50	
31. 01. 1994	-176 137 536.24	-46 137 536.24	-89 656 767,30	DEM	-1 717 913 318,23	
31. 07. 1994	130 064 240.02	64 240.02	64 240.02	XCU	2 455 767.48	
31. 08 .1994	207 998 949.76	77 998 949.76	94 168 132.05	USD	2 977 313 831.02	
30. 09. 1994	209 085 671.74	79 085 671.74	97 710 347.43	USD	3 059 310 978.03	
31. 10. 1994	203 082 529.41	73 082 529.41	92 200 919.10	USD	2 834 717 257.73	
30. 11. 1994	183 948 992.57	53 948 992.57	102 972 442.12	DEM	2 062 846 932.99	
31. 12. 1994	146 719 560.66	16 719 560.66	20 501 525.28	USD	638 786 524.67	
31. 01. 1995	171 270 301.96	41 270 301.96	51 722 005.93	USD	1 595 830 776.96	
28. 02. 1995	172 920 217.97	42 920 217.97	54 489 362.72	USD	1 640 293 285.96	
31. 03. 1995	239 834 407.28	109 834 407.28	145 146 169.22	USD	4 205 174 814.64	
30. 04. 1995	293 375 082.74	163 375 082.74	84 447 297.75	USD	2 460 878 703.73	
			183 450 000.00	DEM	3 863 457 000.00	
31. 05. 1995	330 286 309.68	200 286 309.68	106 212 000.00	USD	3 165 117 600.00	
			221 753 826.21	DEM	4 621 127 984.39	
30. 06. 1995	191 925 604.00	61 925 604.00	82 364 149.60	USD	2 404 374 255.12	
31. 07. 1995	177 598 709.59	47 598 709.59	88 416 983.00	DEM	1 862 503 746.90	
30. 09. 1995	154 500 313.03	24 500 313.03	19 637 592.48	USD	579 642 817.23	
			17 500 000.00	DEM	364 875 000.00	
Cessation of the clearing payment system between the Slovak Republic and the Czech Republic			42 658 296.14	USD	1 265 245 063.51	Settlement on the Basis of Agreement
			120 000 000.00	DEM	2 473 200 000.00	

Portion of USD and DEM in the inflow of resources resulting from carry-overs of the boundary loan from the Czech Republic from July 1994 to September 1995 (Conversion to USD)



Currency structure of repaid hard currency debt of the Slovak Republic and of the inflow of resources in convertible currencies.





payables was carried out continuously till the last repayment by the Czech Republic on October 2, 1995, owing to exceeding the limit on the boundary loan in September 1995.

Other hard currency resources in the amount of USD 13.3 million were obtained mainly through the sale of the financial assets of the state, yields from the collection of the Government receivables and the positive rectification of principals related to DEM tranches. These resources represent 2.21% of the total volume of repaid hard currency debt of the Slovak Republic. The volume of hard currency inflow from other hard currency operations amounts to USD 22.6 million. By including all inflows in convertible currencies in the amount of USD 1,077 billion, which also includes inflow resulting from exceeding the boundary loan, the net debt servicing of the Slovak Republic for the period totalled USD 474 million (if the inflow resulting from the clearing payment system between the Slovak Republic and the Czech Republic were not included, debt servicing would record a negative value of USD 580 million).

Both the hard currency liabilities and asset items were represented in two major convertible currencies - USD and DEM as was the case over the course of the two previous years. The currency structure of the repaid debt of the Slovak Republic and the inflow of convertible currency resources is presented in diagrams.

Development of Hard Currency Reserves

Hard currency reserves of the Slovak Republic in 1995 grew faster than the foreign debt. The total growth in the hard currency reserves was supported mainly by the inflow of resources resulting from exceeding the limit on the boundary loan by the Czech Republic within the clearing payment system between the Slovak Republic and the Czech Republic and by the settlement of three quarters of this liability amounting to USD 126 million in December.

Table 4 Development of hard currency reserves of the banking sector (in million USD)

As of	Hard Currency Reserves of the National Bank of Slovakia	Hard Currency Reserves of the Commercial Banks	Hard Currency Total
30.12.1994	1 745.0	1 348.0	3 093.0
29.03.1995	1 964.4	1 550.3	3 514.7
27.06.1995	2 568.8	1 607.4	4 176.2
27.09.1995	2 776.6	1 557.7	4 334.3
29.12.1995	3 424.2	1 599.9	5 024.2

Conclusion

Total debt servicing, i.e. the volume of repaid hard currency liabilities was higher in 1995 than was expected. The higher level of debt servicing compared with the expected USD 525 million is attributable to the clarification of mature liabilities against the International Monetary Fund, exchange rate differences, as well as development of variable interest rates that are used in the calculation of the volume of repaid hard currency debt. The new undertakings of the Slovak Republic and the National Bank of Slovakia aimed at the acquisition of foreign resources (such as the Economic Recovery Loan from the World Bank and repayment of the Two Step Loan and the Economic Recovery Loan from the EXIM Bank of Japan) were not considered in the original forecast for 1995. The National Bank of Slovakia verified its original estimate of the repaid hard currency debt of the Slovak Republic in 1995 such that the final total was USD 585 million.

The volume of the hard currency debt of the Slovak Republic that is to be repaid in 1996 amounts to USD 405 million. Principal repayments are estimated at the volume of USD 257 million. Direct hard currency liabilities including other hard currency liabilities of the National Bank of Slovakia will represent approximately 15% of the total volume of hard currency liabilities maturing in 1996.

The total debt servicing of the Slovak Republic, i.e. the volume of hard currency liabilities maturing in 1996 represents approximately two-thirds (67.2%) of the debt servicing in 1995.

The primary goal is to repay all hard currency liabilities in full when they are due, thereby supporting the continuous and smooth debt servicing of the Slovak Republic.