



## Obsah

### NA AKTUÁLNU TÉMU

- Stratégia prijatia eura v SR / 2  
Ing. Tibor Lalinský / **Hodnotenie reálnej konvergencie ekonomiky SR k ekonomike EÚ** / 5  
Ing. Pavol Kyjac / **Zhodnotenie zahraničnej zadliženosti SR a plnenia dlhovej služby v roku 2002** / 9  
Ing. Stanislav Neumann / **Perspektívy vývoja zahraničného dovytu** / 14

### FINANČNÝ TRH

- Božena Chovancová, Tomáš Gregor / **Mimoburzové trhy a ich úloha vo finančnom systéme** / 15

### POSTREHY – PODNETY

- prof. Ing. Vladimír Mokry, CSc. / **Charakter mondializačných procesov v ekonomike** / 17

### PROFILY SVETOVÝCH EKONÓMOV

- doc. Ing. Marta Martinová, PhD. / **Joseph Stiglitz** / 21

### EURÓPSKA ÚNIA

- Ing. Ivana Šikulová / **Diskusia o vstupe Slovenska do Európskej únie sa zintenzívňuje** / 24

### Z HISTÓRIE

- doc. Dr. Ing. Vladimír Valach / **35 rokov bankových služieb pre zahraničný obchod na Slovensku** / 25

### TEÓRIA

- doc. Ing. Tatiana Varcholová, CSc., Ing. Marián Rimarčík / **Metódy a modely VALUE-AT-RISK a ich aplikácia** / 27

### Z ARCHÍVU NBS

- Mgr. Andrea Leková / **Banskoštiavnická sporiteľňa** / 29

### INFORMÁCIE

- Z rokovania Bankovej rady NBS / **Tlačové správy** / 30 – 31

### VYBRANÉ UKAZOVATELE HOSPODÁRSKEHO A MENOVÉHO VÝVOJA SR / 32

**Redakcia časopisu BIATEC oznamuje svojim čitateľom a odberateľom, že vzhľadom na zvýšenie DPH upravuje od januára 2004 cenu časopisu. Cena jedného výtlačku: 21 Sk + poštovné, ročné predplatné: 252 Sk + poštovné.**

#### BIATEC

Odborný bankový časopis  
október 2003

Vydavateľ: Národná banka Slovenska

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

Redakcia: šéfredaktorka: Mgr. Soňa Babincová

☎ 5787 2150, fax: 5787 1127

zástupkyňa šéfredaktorky: Ing. Alica Polónyiová

☎ 5787 2153

výtvarná redaktorka: Anna Chovanová

☎ 5787 2152

Adresa redakcie: Národná banka Slovenska

redakcia BIATEC, Imricha Karvaša 1, 813 25 Bratislava

Objednávky na inzerciu prijíma redakcia: ☎ 5787 2152

e-mail: [biatec@nbs.sk](mailto:biatec@nbs.sk)

Počet vydaní: 12-krát do roka

Cena výtlačku: 19,10 Sk + poštovné

Ročné predplatné: 229 Sk + poštovné

Tlač: i + i print, spol. s r. o.

Mlynské Luhy 27, 821 05 Bratislava

Objednávky na predplatné v SR a do zahraničia,

reklamácie, distribúcia: ☎ 5024 5239

PONS, a. s., Záhradnícka 151, 821 08 Bratislava

Termín odovzdania rukopisov: 6. 10. 2003

Dátum vydania: 20. 10. 2003

Registračné číslo: MK SR 698/92

ISSN 1335 - 0900

Foto na obálke: Mikuláš Červeňanský – 10. výročie slovenskej meny

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

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

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

## STRATÉGIA PRIJATIA EURA V SR

Pokračovanie z čísla 9/2003

### 4. Perspektíva ďalšieho vývoja reálnej a nominálnej konvergencie

#### 4.1. Reálna konvergencia

##### Integrácia slovenskej ekonomiky s EÚ

Naša zahraničnoobchodná orientácia na EÚ môže v budúcnosti akcelerovať, a to dvoma spôsobmi. Montážne výroby a reprocessing budú ďalej akcelerovať zahraničnoobchodný obrat. Súčasne s tým sa dá očakávať aj postupný rozvoj subdodávateľských činností, čo vo svojom úhrne spôsobí, že otvorenosť ekonomiky smerom k EÚ vzrastie a súčasne sa prehĺbi vnútroodvetvový obchod. Predpokladáme, že podobné procesy budú prebiehať v stále väčšom rozsahu aj v iných sektoroch ekonomiky, napríklad aj vo finančnom sektore. Dôležité v tomto smere bude tiež prehlbovanie integrácie najmä formou vnútroodvetvovej medzinárodnej delby práce a rozvíjanie výroby s vyššou pridanou hodnotou.

Ukotvenie budúcnosti ekonomiky SR v eurozóne môže, nadväzne na pozitívny vplyv členstva v EÚ, tieto tendencie ešte viac posilniť vďaka ďalšiemu zníženiu investičného rizika a transakčných nákladov obchodu. Tu bude dôležité vyslanie jasných signálov v podobe programu vstupu do menovej únie s jasne určeným horizontom plnenia vstupných kritérií.

#### 4.2. Nominálna konvergencia

Splnenie maastrichtských kritérií bude závisieť od viacerých rozhodnutí a ich načasovania.

##### Inflácia

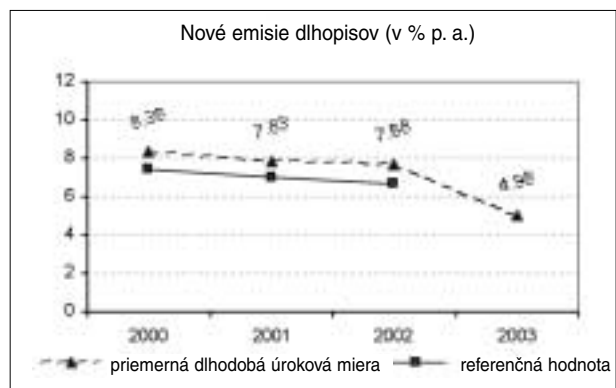
Inflácia, po prechodnom spomalení v roku 2002, vzrástla v roku 2003 na úroveň okolo 8%. Súčasnú odhadu pre rok 2004, ktoré vychádzajú z dokončenia deregulácií (až na malé výnimky) a z predpokladaného zvýšenia nepriamych daní, hovoria o možnej inflácii na úrovni blízkej úrovni roku 2003. Následne by sa mala inflácia znížiť, pričom jej ďalší vývoj by mal byť ovplyvnený len v malej miere dokončením deregulácií (vodné a stočné) a postup-

nou trhovou nápravou cenových relácií. Proces dezinflácie by prípadne mohla urýchliť nominálna apreciacia kurzu, ak sa ukáže ako potrebná a ak sa na ňu vytvorí priestor. Potrebné je, aby obdobie deregulácií a iných inflačných tlakov trvalo čo najkratšie a aby tieto impulzy boli čo najnižšie. Mali by byť doprevádzané neinflačnou mzdovou a prísnu fiškálnou politikou – len tak sa vytvorí priestor pre výrazný pokles inflácie po roku 2004.

##### Dlhodobé úrokové sadzby

Nadväzne na vývoj inflácie a s ohľadom na vývoj rovnovážneho kurzu a obchodnej bilancie sa postupne vytvorí priestor na pokles úrokových sadzieb. Dlhodobé úrokové sadzby by sa mohli stabilizovať na úrovni blízkej sadzbám v krajinách eurozóny. Rozhodujúcim faktorom by tu mali byť klesajúce inflačné očakávania a najmä dôveryhodné ukotvenie budúceho menového vývoja a dlhodobých očakávaní v menovej únii. Túto tendenciu je možné pozorovať už v súčasnosti (graf 1)<sup>1</sup>.

Graf 1 Dlhodobá úroková miera



Zdroj: vlastný výpočet

Kľúčom pre takýto výhľad je priaznivý vývoj verejných financií. Dôvera v deklarovaný zámer vlády, konsolidovať verejné financie do r. 2006 (prípadne skôr) môže byť rozhodujúca pre realizáciu uvedeného vývoja. V tomto zámere sa predpokladá, že

<sup>1</sup> Priemerný výnos emisií realizovaných v r. 2003 (do konca marca) bol 4,98 % p. a. a najnižší dosiahol 4,90 % p. a. – pri sústavných poklese rizikovej prirážky.



deficit verejných sa v roku 2003 zníži pod 5 %, v roku 2004 (podľa východísk SR) sa ďalej zníži pod 4 % a do roku 2006 sa dostane pod hranicu maastrichtského kritéria 3 %. Ak vyjdeme z dnešného stavu zadlženosti verejných financií, a z očakávaného poklesu úrokových sadzieb, uvedený vývoj by znamenal aj konsolidáciu verejného zadlženia<sup>2</sup>.

### Výmenný kurz

V období pred vstupom do ERM II by mal kurz SKK/EUR smerovať k úrovni, ktorá je pre ekonomiku výhodná z hľadiska stredno až dlhodobej rovnováhy. Podstatou členstva v ERM II je udržanie nominálneho kurzu na úrovni dohodnutej parity, resp. v určenom fluktuáčnom pásme. Keďže v období členstva v ERM II už menová politika funguje s týmto kurzovým obmedzením, o to väčší význam nadobúda fiškálna politika. Je preto nevyhnutné, aby v období fungovania v ERM II bola situácia v rozpočte už konsolidovaná do takej miery, že v prípade potreby budú rozpočte potrebné rezervy pre koordinovaný postup menovej a fiškálnej politiky na udržanie stability kurzu.

### Fiškálny deficit a dlh

Súčasná situácia naznačuje, že proces konsolidácie verejných financií predstavuje kľúčový moment v prístupovom procese do menovej únie. Je zrejmé, že na naplnenie zámeru znížiť do r. 2006 fiškálny deficit pod 3% HDP sú nevyhnutné reformy zamerané predovšetkým na novú kvalitu výdavkovej strany rozpočtu. Výsledkom reforiem musí byť udržateľná pozícia verejných financií z hľadiska požiadaviek Paktu stability a rastu. Reformy je treba realizovať tak, aby sa znižovalo zahraničné zadlžovanie. To by malo prispieť k zníženiu nákladov menovej politiky na sterilizáciu nadbytočnej likvidity. V opačnom prípade môže dôjsť k monetizácii znížených nákladov dlhovej služby a súčasne k prehľbovaniu (nerealizovanej) straty centrálnej banky. Z analýzy vyplýva<sup>3</sup>, že proces konsolidácie rozpočtu by mal byť sústredený na čo najkratšie obdobie (do obdobia troch, najviac štyroch rokov) a mal by sa opierať o zásadné reformy, ktoré zmenia charakter výdavkovej strany rozpočtu, a to aj presunom niektorých výdavkov do súkromnej sféry.

<sup>2</sup> Odhady MF SR hovoria, že zadlženie verejných financií (v metodike ESA 95) by malo byť v pásme pod 50 % HDP.

<sup>3</sup> Podrobnejšie pozri Prílohu 5.

## 5. Celkové závery a časový a vecný rámec stratégie

Slovenská ekonomika sa svojimi reálnymi i nominálnymi charakteristikami približuje ekonomikám svojich budúcich európskych partnerov a vstupom do EÚ sa celý proces urýchli a prehĺbi. Prijatie spoločnej meny bude zavŕšením integračného procesu.

Na druhej strane nevyhnutným predpokladom pre udržateľné zavedenie spoločnej meny a menovej politiky sú také systémové zmeny v ekonomike SR, ktoré zvýšia jej flexibilitu – schopnosť pružne reagovať na prípadné asymetrické šoky. Významnú úlohu hrajú najmä reformy trhu práce a konsolidácia verejných financií.

Tieto skutočnosti vedú k nasledujúcim záverom:

- ku vstupu do eurozóny sa SR zaviazala podpísaním prístupovej zmluvy do EÚ. Súčasne vláda SR a NBS považujú prijatie spoločnej meny za vyvrcholenie integračného procesu, ktoré má ten význam, že až v tejto fáze dôjde k čerpaniu všetkých efektov integrácie,
- SR by sa mala stať členom menovej únie čo najskôr, to znamená hneď po tom, keď slovenská ekonomika bude schopná udržateľným spôsobom spĺňať maastrichtské kritériá. Vyplýva to najmä z možného prínosu, ktoré bude mať členstvo v eurozóne pre ekonomický rast a pre vytvorenie stabilného ekonomického prostredia,
- reformy, ktoré je potrebné uskutočniť v záujme splnenia kritérií pre vstup do eurozóny, sú nevyhnutné bez ohľadu na vstup. Efektívne verejné financie, školský a zdravotnícky systém, ako aj pružný pracovný trh sú predpokladom bezporuchového fungovania ekonomiky v akomkoľvek režime,
- dôležitým argumentom pre čo najrýchlejšie členstvo je tiež potreba zafixovania pozitívnych dlhodobých inflačných a úrokových očakávaní. Jasná a dôveryhodná stratégia je dôležitým prvkom ich zafixovania a udržania s pozitívnym efektom pre celé spektrum oblastí ekonomiky,
- konsolidovaná rozpočtová situácia zohráva kľúčovú úlohu pri stabilizácii ekonomiky v priebehu realizácie stratégie vstupu do eurozóny. Je preto potrebné, aby sa situácia v rozpočte udržateľne konsolidovala už pri vstupe do ERM II,
- pri formovaní konkrétnych krokov stratégie vstupu do menovej únie je treba realisticky posúdiť otázku času, ktorý je potrebný na realizáciu nevyhnutných reforiem, ako aj nákladov (sociálnych, fiškálnych a iných), ktoré je potrebné v tejto súvislosti vynaložiť.



Uvedené poznatky vedú k niektorým odporúčaniam, ktoré by mala vláda a centrálna banka prijať na podporu predloženej stratégie:

- všetky opatrenia, ktoré by mohli zvýšiť infláciu, realizovať čo najskôr a v potrebnom rozsahu,
- v kolektívnom vyjednávaní naďalej presadzovať úpravy miezd s ohľadom na budúcu (klesajúcu) infláciu (vývoj miezd v rozpočtovej sfére by pritom nemal vytvárať priestor pre tlaky na rast miezd v podnikateľskom sektore). Nepripustiť rýchlejší rast reálnej mzdy ako bude rast produktivity práce. Podobne pôsobiť, aby aj ďalšie náklady čo najviac anticipovali budúce zníženie inflácie,
- ďalšiu konsolidáciu rozpočtu a znižovanie deficitu realizovať najmä znížením výdavkov a zlepšením výberu daní,
- vstup do menovej únie načasovať tak, aby rozhodujúce reformy (deregulácie, daňové a ďalšie opatrenia, reformy s dopadom na výdavkovú stranu rozpočtu) boli už realizované,
- pre NBS vyplýva v celom období kľúčová úloha pri formovaní (dez)inflačných očakávaní.

Dôveryhodná vládna politika, najmä reformy, smerujúce k udržateľnej konsolidácii verejných financií, mzdové dohody anticipujúce dezinfláciu a dôveryhodné ukotvenie dlhodobých očakávaní k dátumu vstupu do eurozóny, budú rozhodujúce pre dezinflačnú politiku a stabilitu kurzu.

Reformy spojené so vstupom do menovej únie sú predpokladom nastolenia stabilného ekonomického prostredia, zníženia finančných a menových rizík a zvýšenia prílevu zahraničného kapitálu. V tomto smere majú kľúčový význam reforma verejných financií a reforma dôchodkového systému, ako aj reformy zdravotníctva a školstva. Ich cieľavedomé a včasné uskutočnenie je nevyhnutné bez ohľadu na naše členstvo v eurozóne a ich odkladanie by znamenalo zvýšenie nákladov s tým spojených. Realizácia reforiem v programe plnenia maastrichtských kritérií je navyše výhodná z toho dôvodu, že si vynucuje zabezpečenie konzistentného rámca relevantných politík.

Z hľadiska celkového procesu smerovania do menovej únie je kľúčové rozhodnutie o vstupe do mechanizmu výmenných kurzov ERM II. V ňom počas najmenej dvoch rokov má ekonomika SR preukázať schopnosť udržiavať stabilitu kurzu koruny voči euru pri dohodnutej parite. Je potrebné, aby už pred vstupom do ERM II boli ukončené rozhodujúce reformy a nepôsobili tie opatrenia, ktoré by výrazne zvyšovali infláciu (deregulácie) a aby bola ukončená konsolidácia rozpočtu. Ostatné reformy

by mali byť dôveryhodne naštartované, s jasným obsahom a časovým horizontom realizácie. Hoci stabilita kurzu v tomto období bude podporená aj intervenčnou politikou ECB<sup>4</sup>, je nevyhnutné, aby aj fiškálna a menová politika postupovali v tomto období koordinovane na podporu stability kurzu. Obdobie fungovania v ERM II by malo byť čo najkratšie. Každý odklon politik od vopred určeného smeru by znamenal v tomto období vážne ohrozenie plnenia stabilizačných kritérií (najmä kurzového kritéria).

Hoci v tejto fáze prípravy stratégie nášho vstupu do menovej únie je predčasné hovoriť o presných časových rámcoch a horizonte vstupu<sup>5</sup>, orientačne ho možno umiestniť do obdobia rokov 2008 – 2010. Ak sa naplní programové vyhlásenie vlády, ako aj predpoklady NBS ohľadom plnenia nominálnych kritérií vstupu a do vysokého štádia realizácie sa dostanú potrebné reformy, ako najskorší reálny termín vstupu prichádza do úvahy rok 2008. Vzhľadom na to, že celý proces vstupu do menovej únie trvá približne 4 roky, negociácie o centrálnej parite Sk pred vstupom do ERM II by sa museli začať pri vstupe SR do EÚ a vstup do ERM II sa mohol uskutočniť v r. 2005.

Dôležitým aspektom úvah o o rýchlosti nášho smerovania do menovej únie je postup ďalších krajín, najmä našich bezprostredných susedov (ČR, MR a PR). Je zrejmé, že naše prípadné zaostávanie v tomto smere by bolo negatívnym signálom pre finančné trhy a investorov. K tomu by mohlo dôjsť aj z toho dôvodu, ak by stratégia vstupu bola nedôveryhodná, resp. by dochádzalo zo subjektívnych príčin k problémom v jej napínaní. V tomto smere by bolo splnenie predpokladov o plnení maastrichtských kritérií v r. 2006 významným pozitívnym signálom pre podnikateľskú sféru i pre zahraničných investorov o dôveryhodnosti programu vstupu do eurozóny, ako aj jasným ukazovateľom napredovania prístupového procesu. Na druhej strane predĺženie prístupového procesu, ktoré by malo za následok neskorší vstup v porovnaní so susednými štátmi by znamenal významnú nevýhodu z hľadiska zvýšených nákladov, resp. nečerpania pozitívnych efektov zo vstupu ako aj z hľadiska celkového imidžu krajiny (s dôsledkami napr. na nižší prílev PZI v porovnaní so vstupujúcimi krajinami).

<sup>4</sup> Nemožno však rátať s tým, že ECB bude intervenciami korigovať výkyvy spôsobené nesprávnym domácim policy-mixom.

<sup>5</sup> Ilustratívny časový rozvrh priebehu prístupového procesu do menovej únie je znázornený v Prílohe 1.

# HODNOTENIE REÁLNEJ KONVERGENCIE EKONOMIKY SR K EKONOMIKE EÚ

Ing. Tibor Lalinský, Národná banka Slovenska

V súvislosti s nedávnym predstavením Stratégie prijatia eura v SR zintenzívnili diskusie o nominálnej a reálnej konvergencii. Nominálna konvergencia zahŕňa plnenie maastrichtských kritérií pre vstup do EMU, pričom ide o päť konkrétnych kritérií (kritérium fiškálneho deficitu, vládneho dlhu, dlhodobej úrokovej miery, inflácie a výmenného kurzu). Reálna konvergencia však nie je nevyhnutnou podmienkou na vstup do EMU, preto obsah jej hodnotenia nie je jednotný.

Všeobecne možno reálnu konvergenciu SR k EÚ chápať ako približovanie reálnych parametrov a podmienok našej ekonomiky k parametrom a podmienkam ekonomiky EÚ. Sledujeme výkonnosť, efektívnosť, konkurencieschopnosť ekonomiky a jej subjektov, ale aj ich vzťahy s EÚ a celkovú pripravenosť na fungovanie v rámci EÚ. Na makroekonomickej úrovni si všímame predovšetkým rozdiely v HDP na obyvateľa, v cenových hladinách, v produktivite práce, ale aj konvergenciu v oblasti zahraničného obchodu, prípadne štruktúru hospodárstva z hľadiska zamestnanosti a podielu jednotlivých sektorov na tvorbe HDP. Ukazovatele týkajúce sa štruktúry hospodárstva a štruktúry zahraničného obchodu sú však často sledované v rámci samostatnej oblasti tzv. štruktúrálnej konvergenencie, ktorá sa opiera predovšetkým o poznatky teórie optimálnej menovej oblasti.

Tradičný prístup k vzájomnému vzťahu medzi nominálnou a reálnou konvergenciou vychádza z predpokladu, že vyšší reálny rast možno dosiahnuť len za cenu vyššej inflácie a fiškálneho deficitu. Analýza vývoja vo viacerých súčasných krajinách EÚ pred a po ich vstupe do EÚ však potvrdzuje, že tento predpoklad nie je opodstatnený. Nominálna konvergencia vytvára predpoklady na úspešné napredovanie v reálnej konvergencii, pokiaľ sa opiera o dôsledne pripravené a realizované reformy, prebieha primeraným tempom a za predpokladu vzájomnej koordinácie čiastkových politík.

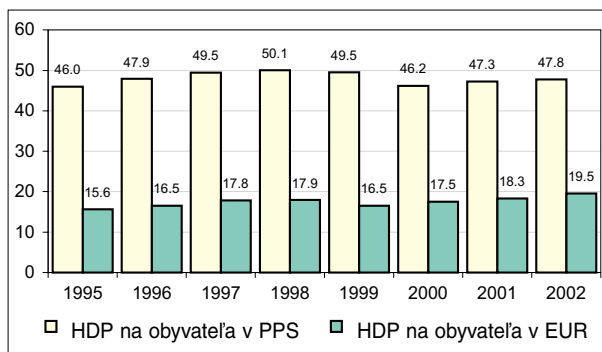
## Vývoj reálnej konvergenencie ekonomiky SR k ekonomike EÚ

Hodnotenie reálnej konvergenencie vychádza z hodnotenia približovania sa výkonu ekonomiky SR k výkonu ekonomiky EÚ. HDP na obyvateľa v parite kúpnej sily možno pokladať za najvýznamnejší ukazovateľ na hodnotenie reálnej konvergenencie. Podľa tohto ukazovateľa

dosahuje Slovensko v súčasnosti stále menej ako 50 % výkonnosti EÚ.

Keďže tento ukazovateľ je konštruovaný pre potreby komparatívnej analýzy výkonnosti ekonomík v danom časovom okamihu, na analýzu výkonnosti ekonomiky v čase je vhodnejšie použiť HDP na obyvateľa v EUR. Napriek tomu, že vývoj HDP na obyvateľa v parite kúpnej sily sleduje okrem rokov 1999 a 2000 vývoj HDP na obyvateľa v EUR, druhý z ukazovateľov nám jasnejšie dokumentuje nárast výkonnosti ekonomiky SR v porovnaní s výkonnosťou ekonomiky EÚ. Na základe HDP na obyvateľa v EUR výkonnosť ekonomiky SR v porovnaní s ekonomikou EÚ vzrástla za posledných osem rokov o jednu štvrtinu, aj napriek stagnácii v rokoch 1999 a 2000, ktorá súvisela predovšetkým s pomalým rastom HDP na Slovensku.

Graf 1 Vývoj HDP na obyvateľa v SR (EÚ = 100)



Zdroj: Eurostat, NBS

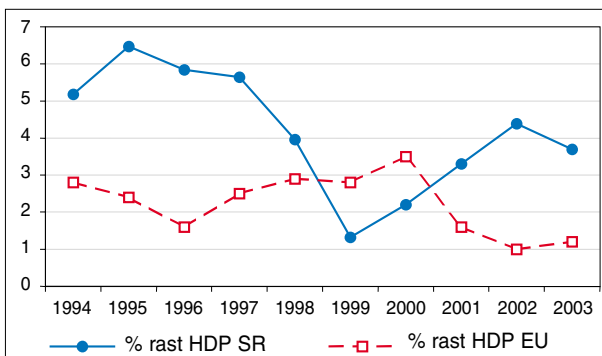
V súčasnosti sa diskutuje o potrebe prehodnotenia metodiky výpočtu HDP používanej v Českej republike. V súvislosti s prípadným následným zosúladením s metodikou používanou v EÚ sa očakáva korekcia výšky HDP o 5 až 8 %, pričom táto korekcia sa týka hlavne započítania výnosov z prenájmu domov a bytov a prehodnotenia ocenenia ciest a diaľnic. Metodika výpočtu HDP v ČR však nie je totožná s metodikou používanou u nás, preto zatiaľ nie je známe, či zosúladenie našej metodiky výpočtu HDP s metodikou EÚ povedie k takej korekcii výšky HDP ako v ČR. V prípade, že by zosúladenie metodiky výpočtu HDP na Slovensku viedlo ku korekcii HDP v takej miere, ako sa predpokladá v ČR, výkonnosť slovenskej ekonomiky meraná HDP na obyvateľa v parite kúpnej sily by mierne prekročovala polovicu výkonnosti ekonomiky EÚ.



Približovanie sa výkonnosti dvoch ekonomík môže prebiehať dvoma spôsobmi, buď rozdielnym rastom produkcie v týchto ekonomikách, alebo zmenami v reálnej výmennej hodnote. Približovanie sa výkonnosti ekonomiky SR k výkonnosti ekonomiky EÚ prebiehalo spočiatku prostredníctvom rýchlejšieho rastu HDP v SR ako v EÚ a v poslednom období zase predovšetkým apreciáciou reálneho výmenného kurzu.

Z porovnania rastu reálneho HDP na Slovensku a v EÚ vyplýva, že rast HDP v SR prevyšoval rast HDP v EÚ hlavne v prvých rokoch, čo nasvedčuje tomu, že konvergencia prebiehala v tomto období prevažne prostredníctvom rýchlejšieho rastu produkcie v SR ako v EÚ. Vplyv rastu HDP na približovanie sa našej ekonomiky k ekonomike EÚ opätovne vzrastá v posledných rokoch. V roku 2002 prekročil rast reálneho HDP na Slovensku rast reálneho HDP v EÚ o viac ako tri percentuálne body. Na základe predpokladaného vyššieho rastu HDP v SR ako v EÚ možno očakávať, že výkonnosť našej ekonomiky sa bude výraznejšie približovať výkonnosti ekonomiky EÚ prostredníctvom rýchlejšieho rastu HDP aj v nasledujúcich rokoch.

Graf 2 Tempá rastu HDP v SR a EÚ



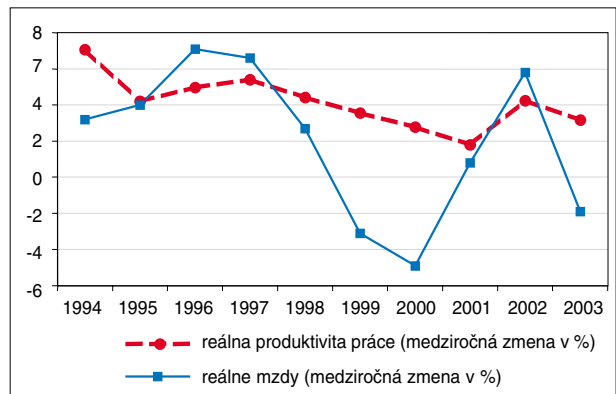
Zdroj: NBS, Eurostat

V súvislosti s rastom HDP si treba uvedomiť, že je nevyhnutné, aby tento rast bol podložený rastom produktivity pri udržaní si kontroly nad nákladovými faktormi. Z grafu č. 3 vyplýva, že rast nákladov práce prevyšil rast produktivity práce v roku 1996, 1997 a 2002 hlavne vďaka nízkej miere inflácie. V priemere bola za sledované obdobie (1994 až 2002) dosiahnutá ročná miera rastu reálnej produktivity práce vo výške 4 % a ročná miera rastu reálnych miezd vo výške 2 %, čo dostatočne korešponduje s podmienkou dlhodobého rýchlejšieho rastu produktivity výrobného faktora ako rastu nákladov výrobného faktora.

K približovaniu výkonnosti ekonomiky SR k výkonnosti ekonomiky EÚ dochádzalo aj cestou vyrovnávania cenových hladín. I napriek tomu, že nominálny výmenný kurz SKK/EUR<sup>1</sup> za posledných desať rokov

<sup>1</sup>Do r. 1999 SKK/ECU.

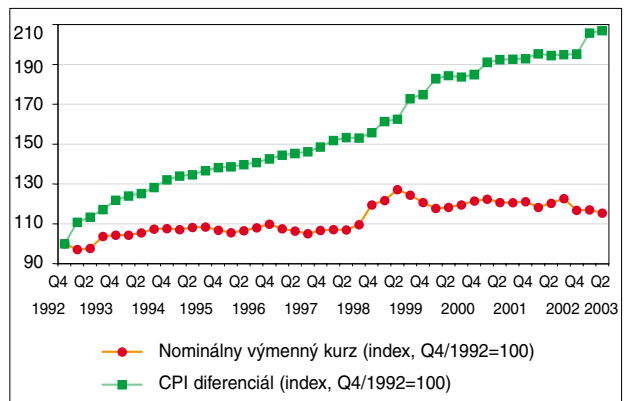
Graf 3 Tempá rastu reálnej produktivity a miezd v SR



Zdroj: NBS

deprecioval o takmer 20 %, rýchlejšie rastúci inflačný diferenciál viedol k výraznej apreciácii reálneho výmenného kurzu a teda k pomerne značnému vyrovnávaniu cenových hladín.

Graf 4 Vývoj nominálneho výmenného kurzu a relatívneho CPI



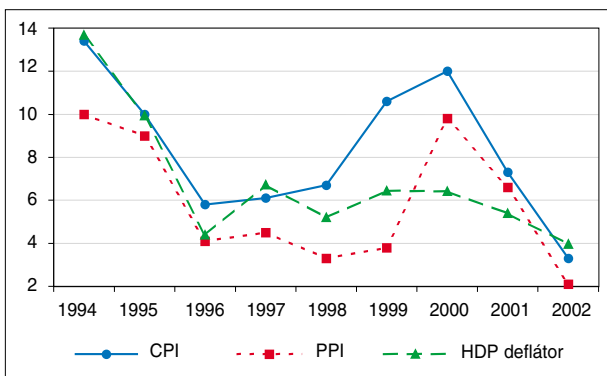
Zdroj: NBS, vlastný výpočet

Vývoj jednotlivých zložiek inflácie na Slovensku mal z dlhodobého hľadiska veľmi podobný priebeh (graf č. 5), aj keď v prípade deflátoru HDP boli zaznamenané v posledných rokoch menej významné výkyvy vo vývoji ako v prípade spotrebiteľských cien a cien priemyselných výrobcov. Rast spotrebiteľských cien ovplyvnený úpravami regulovaných cien prevyšoval z dlhodobého hľadiska rast cien priemyselných výrobcov v rokoch 1996 až 2000, pričom v roku 1999 dosiahol rast spotrebiteľských cien takmer trojnásobok rastu cien priemyselných výrobcov. V roku 2002 bol zaznamenaný rekordne nízky nárast cien vo všetkých oblastiach. Miera inflácie, meraná rastom spotrebiteľských cien, klesla prevažne v dôsledku poklesu cien potravín a nižšieho medziročného tempa rastu cien trhových služieb.

Napriek rastu inflácie, ako aj čiastočnému rastu inflačného diferenciálu dochádza v rokoch 1998 a 1999 k deprecii reálneho výmenného kurzu zapríčinennej



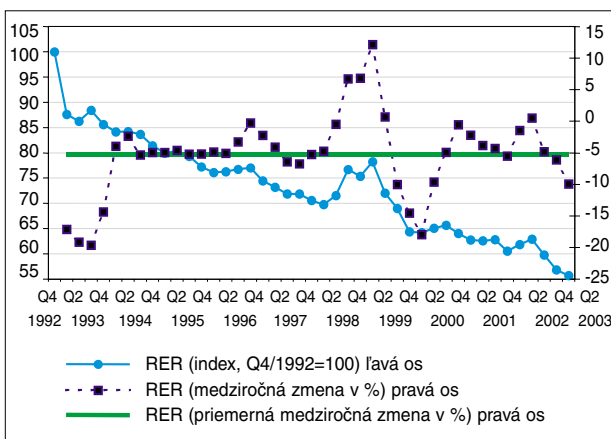
Graf 5 Vývoj inflácie v SR



Zdroj: NBS

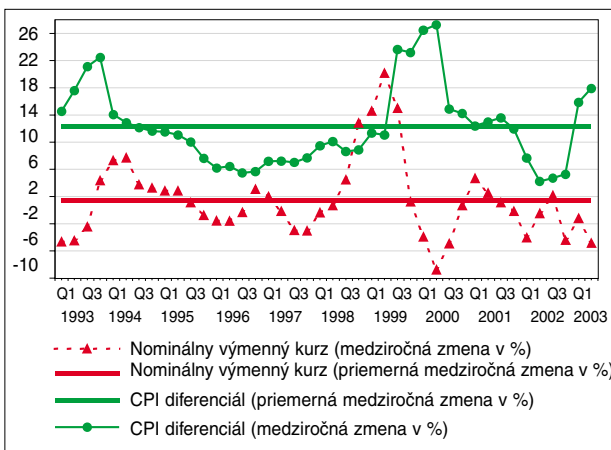
depreciáciou nominálneho výmenného kurzu vyplývajúcou zo zmeny kurzového režimu. V dôsledku zmien regulovaných cien začiatkom roku 2003 bola za prvý polrok 2003 zaznamenaná inflácia 8,4 %, ktorá pri súčasnom poklese inflácie v EÚ viedla k prehĺbeniu inflačného diferenciálu a k opätovnej výraznej apreciacii reálneho výmenného kurzu (graf č. 6 a 7).

Graf 6 Vývoj reálneho výmenného kurzu v CPI



Zdroj: NBS, vlastný výpočet

Graf 7 Vývoj inflačného diferenciálu CPI a CPI-EU15 a zmien nominálneho výmenného kurzu



Zdroj: NBS, vlastný výpočet

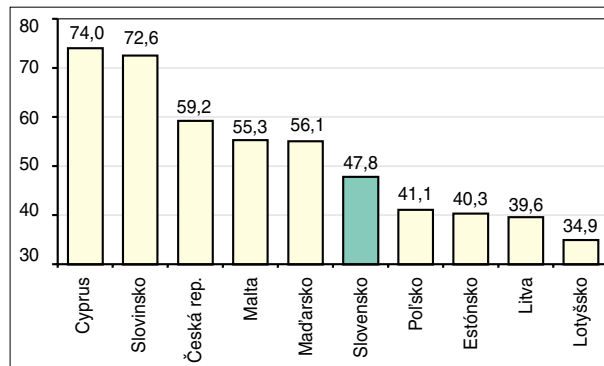
I keď k apreciacii reálneho kurzu v poslednom období došlo prevažne z titulu rastu inflačného diferenciálu, určitú úlohu zohrala aj apreciacia nominálneho výmenného kurzu. V súvislosti s predpokladaným zvýšením prílevu priamych zahraničných investícií a s tým súvisiacim rastom objemu zahraničného obchodu možno očakávať, že apreciačné tlaky na nominálny kurz vedúce k vyrovnávaniu cenových hladín SR a EÚ budú pretrvávať aj v budúcnosti.

### Reálna konvergencia SR v porovnaní s ostatnými kandidátskymi krajinami

Na základe HDP na obyvateľa v parite kúpnej sily dosahuje Slovensko v porovnaní s ostatnými kandidátskymi krajinami priemernú úspešnosť v reálnej konvergencii. Najúspešnejšie krajiny – Cyprus a Slovinsko – dosahujú viac ako 70 % výkonnosti ekonomiky EÚ. Nižšia reálna konvergencia bola do roku 2002 zaznamenaná v Poľsku a pobaltských krajinách (graf č. 8).

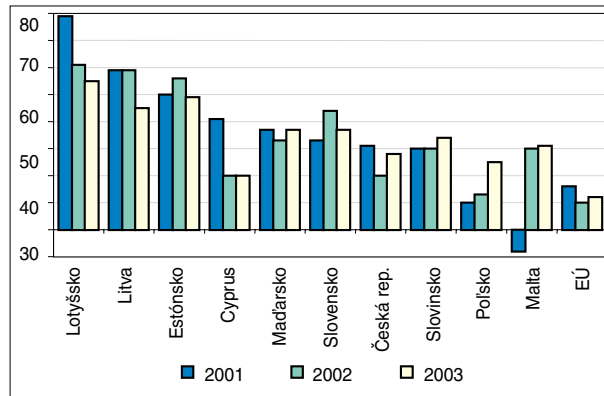
Rýchle tempo hospodárskeho rastu, napomáhajúce približovanie sa výkonnosti jednotlivých ekonomík k ekonomike EÚ, bolo v posledných dvoch rokoch dosiahnuté nielen na Slovensku, ale aj v ostatných kandi-

Graf 8 Pomer HDP/obyvateľa v kandidátskych krajinách v roku 2002 (PPS, EÚ = 100)



Zdroj: Eurostat

Graf 9 Vývoj tempa rastu v kandidátskych krajinách a EÚ (v % p. a.)



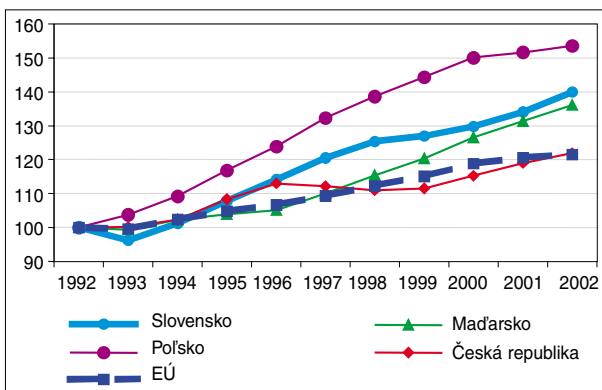
Zdroj: Eurostat



dátskych krajinách (graf č. 9). Okrem Poľska a Malty tempo rastu HDP v posledných dvoch rokoch výrazne prevyšovalo tempo rastu HDP v EÚ, a teda vo väčšine kandidátskych krajín dochádzalo k procesu ekonomického dobiehania k EÚ. Slovensko sa tempom rastu HDP radilo k najdynamickejším ekonomikám, pričom odhady pre rok 2003 zaraďujú Slovensko na štvrté miesto spomedzi všetkých kandidátskych krajín, rýchlejšie tempo rastu sa predpokladá len v pobaltských krajinách.

Z analýzy kumulatívneho rastu HDP krajín V4 za posledných desať rokov (graf č. 10) vyplýva, že okrem Českej republiky všetky krajiny zaznamenali výrazne vyššie tempo hospodárskeho rastu ako krajiny EÚ. Na Slovensku bol za posledných desať rokov dosiahnutý o 20 % vyšší nárast HDP ako v EÚ, čo predstavuje v priemere 2 % ročne. Pri zachovaní tohto trendu do budúcnosti a za predpokladu apreciácie reálneho rovnovážneho kurzu 1 až 2 % ročne možno predpokladať, že 75 % priemeru výkonnosti ekonomiky EÚ dosiahneme za 10 až 15 rokov.

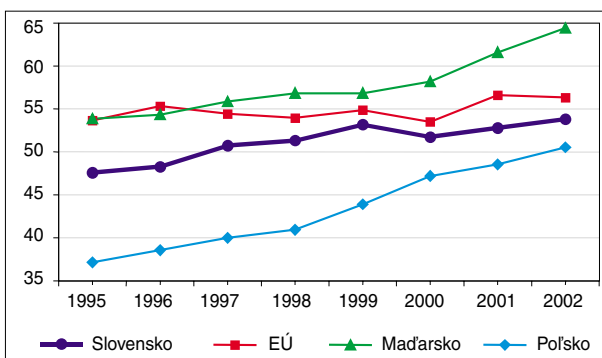
**Graf 10 Vývoj úrovne HDP v stredoeurópskych kandidátskych krajinách** (1992 = 100)



Zdroj: NBS, Eurostat

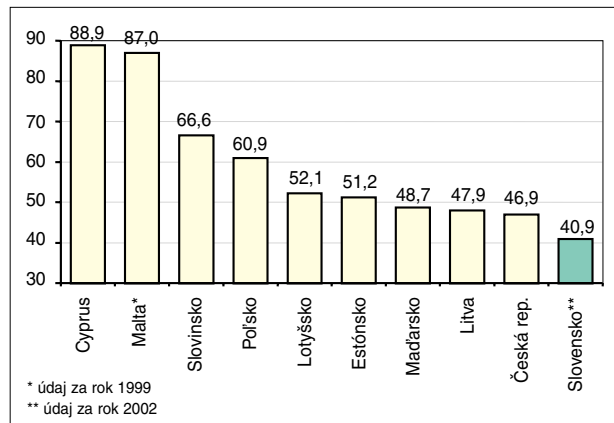
Rast HDP bol vo väčšine prípadov podložený rastom produktivity práce. Vývoj relatívnej úrovne produktivity práce voči EÚ naznačuje, že kandidátske krajiny sa

**Graf 11 Úroveň produktivity práce** (PPS, EÚ = 100)



Zdroj: Eurostat

**Graf 12 Úroveň cenových hladín v kandidátskych krajinách v roku 2001** (PPS, EÚ = 100)



Zdroj: Eurostat

postupne približujú ku krajinám EÚ. Najvýraznejší pokrok v raste relatívnej úrovne produktivity dosiahol Maďarsko a Poľsko. Produktivita práce na Slovensku sa za posledných sedem rokov priblížila produktivite práce v EÚ o viac ako 7 % (graf č. 11).

Napriek zvyšujúcemu sa inflačnému diferenciu medzi SR a EÚ a teda postupnému zblíživaniu sa cenových hladín dosahuje Slovensko stále najnižšiu cenovú hladinu v porovnaní s ostatnými kandidátskymi krajinami. Jedným z dôvodov je aj zaostávanie v cenovej deregulácii v predchádzajúcich rokoch (graf č. 12).

### Očakávaný vývoj reálnej konvergenencie v budúcnosti

V súvislosti s plánovanými reformami, ktoré vytvoria nevyhnutné podmienky na formovanie stabilného ekonomického prostredia, atraktívneho pre zahraničný kapitál, je reálne, že sa zvýši konkurencieschopnosť Slovenska a tým aj predpoklady udržania si súčasného vysokého tempa rastu hospodárstva v budúcnosti. Kvôli očakávanému rastu cien, vychádzajúceho z úprav regulovaných cien, bude v nasledujúcich dvoch rokoch dochádzať k približovaniu sa našej cenovej hladiny cenovej hladine EÚ prevažne z titulu inflačného diferenciu. V záujme plnenia nominálneho inflačného kritéria pre vstup do eurozóny sa bude inflačný diferenciu v ďalšom období (po roku 2005) postupne znižovať. Rast zahraničného obchodu a priamych zahraničných investícií bude vytvárať tlaky na zhodnocovanie domácej meny a reálna konvergenca bude preto prebiehať hlavne cestou apreciácie nominálneho kurzu, ale tiež prostredníctvom rastového diferenciu medzi SR a EÚ. Po vstupe SR do mechanizmu výmenných kurzov ERM II sa však vplyv inflačného diferenciu opäť zvýrazní, pretože významnejšia apreciácia nominálneho výmenného kurzu už nebude možná.





# ZHODNOTENIE ZAHRANIČNEJ ZADLŽENOSTI SR A PLNENIA DLHOVEJ SLUŽBY V ROKU 2002

Ing. Pavol Kyjac, Národná banka Slovenska

## Vývoj zahraničnej zadlženosti Slovenskej republiky v roku 2002

Slovenská republika vykázala k 31. decembru 2002 celkový hrubý zahraničný dlh vo výške 13,188 mld. USD, čo v porovnaní so stavom k 1. 1. 2002 predstavuje nárast o 1,808 mld. USD. Historicky prvýkrát tak výška hrubého zahraničného dlhu prekročila hranicu 13 mld. USD. Na jeho zvýšení sa podieľal predovšetkým pohyb krížového výmenného kurzu EUR voči USD, t. j. posilňovanie kurzu EUR voči USD. Podiel EUR/USD k ultimu roku 2001 bol 0,88225, k ultimu roku 2002 1,04211. K ultimu predchádzajúce roku kurz USD výrazne oslabil aj voči SKK, pričom dosiahol 82,60 % úrovne kurzu platného k ultimu roku 2001. Kurz SKK voči EUR v hodnotenom období nezaznamenal dramatické zmeny.

Zahraničný dlh vlády SR a NBS, vrátane zahraničného dlhu vládných agentúr a obcí (107 mil. USD), bol k 31. 12. 2002 na úrovni 3,740 mld. USD, čo predstavuje oproti stavu k 1. 1. 2002 nárast o 115,1 mil. USD. Súčasťou vykazovania zahraničnej zadlženosti SR sú v zmysle novej metodiky od začiatku roku 2002 zahra-

ničné záväzky vyplývajúce zo zlatých swapov (súčasť dlhodobého zahraničného dlhu) a REPO obchodov (súčasť krátkodobého zahraničného dlhu) NBS. Celková zahraničná zadlženosť komerčnej sféry, t. j. komerčných bánk a podnikateľských subjektov (vrátane zahraničných dlhových záväzkov voči nerezidentom v Sk) dosiahla ku koncu minulého roku 9,448 mld. USD (k ultimu roku 2001 bola na úrovni 7,587 mld. USD) a medziročne vzrástla o 1,861 mld. USD.

Dlhodobé zahraničné záväzky ku koncu roku 2002 predstavovali stav 8,952 mld. USD. Celkový krátkodobý zahraničný dlh dosiahol v roku 2002 čiastku 4,237 mld. USD, čo je zvýšenie oproti 1. januáru 2002 o takmer 1 mld. USD. Podiel celkového hrubého zahraničného dlhu na obyvateľa SR dosiahol na konci minulého roku 2 452 USD (k 1. 1. 2002 to bolo 2 116 USD).

Podiel celkového krátkodobého dlhu na celkovom hrubom zahraničnom dlhu SR bol v roku 2002 na úrovni 32,12 %, k 1. 1. 2002 bol tento podiel 28,45 %. Na zvýšenie krátkodobého zahraničného dlhu malo čiastočne vplyv i zhoršenie obchodnej bilancie SR v posledných mesiacoch roku 2002. Prechodné zvýšenie krátkodobého dlhu bolo ovplyvnené i transakciami niektorých obchodných bánk voči svojim dcérskym spoločnostiam.

Krátkodobé zahraničné záväzky komerčných bánk a nebankových podnikateľských subjektov oproti roku 2001 vzrástli o 1,168 mld. USD a k ultimu roku 2002 dosiahli 4,237 mld. USD. Z uvedenej čiastky krátkodobé zahraničné záväzky komerčných bánk predstavovali 1,290 mld. USD (z toho krátkodobé korunové záväzky komerčných bánk 351,2 mil. USD) a krátkodobé zahraničné záväzky nebankových podnikateľských subjektov 2,947 mld. USD. Prevažná časť krátkodobých zahraničných záväzkov podnikateľských subjektov sa však týka záväzkov z dodávateľských úverov (2 494,0 mld. USD). Zahraničné záväzky z finančných úverov predstavovali z celkových krátkodobých záväzkov podnikateľských subjektov 431,6 mil. USD.

Dôležitý je aj vývoj ukazovateľa zahraničné záväzky vlády denominované v Sk, ktorý

### Hrubý zahraničný dlh SR k 31. 12. 2001 a 31. 12. 2002 (v mil. USD)

	31. 12. 2001	01.01.2002	31. 12. 2002
Celkový zahraničný dlh SR	11 042,5	11 380,5	13 188,2
Celkový dlhodobý zahraničný dlh	7 969,5	8 143,1	8 951,5
– z toho oficiálny dlh vlády SR a NBS	2 780,5	3 305,9	3 633,2
vládne agentúry	574,1	222,3	0,0
obce	96,9	96,9	107,0
Zahraničný dlh komerčnej sféry	4 517,9	4 517,9	5 211,3
– z toho komerčné banky	95,2	95,2	245,7
nebankové podnikateľské subjekty	4 422,7	4 422,7	4 965,6
Celkový krátkodobý zahraničný dlh	3 073,0	3 237,5	4 236,6
– z toho vláda SR a NBS	4,1	168,6	0,0
komerčné banky	779,6	779,6	1 289,5
nebankové podnikateľské subjekty	2 289,3	2 289,3	2 947,1


**Prehľad vývoja celkového hrubého zahraničného dlhu SR**  
(v mld. USD)

Obdobie	Celkový hrubý zahraničný dlh SR	Dlhodobý dlh	Krátkodobý dlh
XII/2001	11,042	7,969	3,073
I/2002	11,380*	8,143	3,237
I/2002	11,308	8,306	3,002
II/2002	11,499	8,370	3,129
III/2002	11,220	8,198	3,022
IV/2002	11,297	8,194	3,103
V/2002	11,479	8,295	3,184
VI/2002	12,032	8,718	3,314
VII/2002	12,210	8,626	3,584
VIII/2002	11,974	8,543	3,431
IX/2002	11,881	8,594	3,287
X/2002	12,200	8,546	3,654
XI/2002	12,170	8,434	3,736
XII/2002	13,188	8,951	4,237

\* nová metodika

predstavuje nákupy štátnych dlhopisov (súčasť dlhodobého zahraničného dlhu) a štátnych pokladničných poukážok (krátkodobé zahraničné záväzky) denominované v Sk zahraničnými investormi. Z nasledujúcej tabuľky vyplýva, že zahraniční investori vlastnili najviac štátnych dlhopisov denominovaných v Sk v mesiacoch február a december 2002. O nákup štátnych pokladničných poukážok bol medzi zahraničnými investormi v roku 2002 postupne stúpajúci záujem od apríla do júla.

**Nákup štátnych dlhopisov a štátnych pokladničných poukážok zahraničnými investormi**  
(v mil. USD)

Obdobie	Štátne dlhopisy	Štátne pokladničné poukážky
december 2001	390,9	4,1
január 2002	394,4	4,1
február 2002	485,8	4,1
marec 2002	444,0	0,0
apríl 2002	277,2	10,8
máj 2002	228,9	21,4
jún 2002	238,0	33,4
júl 2002	357,4	86,1
august 2002	273,6	0,0
september 2002	327,7	0,0
október 2002	293,8	0,0
november 2002	301,4	11,3
december 2002	485,2	0,0

**Plnenie zahraničnej dlhovej služby v roku 2002**

Celková zahraničná dlhová služba (súkromný a verejný sektor) v roku 2002 dosiahla 2,010 mld. USD, čo je približne o 195 mil. USD menej ako v roku 2001. Z tejto sumy splátky istín predstavujú 1,396 mld. USD a zvyšok 614,0 mil. USD sú splátky úrokov.

Celková zahraničná dlhová služba vlády SR a NBS za 12 mesiacov roku 2002 dosiahla 591,7 mil. USD. Zahraničné záväzky NBS boli 40,8 mil. USD, z čoho splátky istín predstavovali 32,2 mil. USD. Uhradené záväzky vlády SR boli 550,8 mil. USD, z čoho splátky istín boli 343,6 mil. USD. Najväčšími splátkami boli úhrady fiduciárneho úveru FNM (vládne agentúry) vo výške 100 mil. EUR a 6,5 mld. SKK, realizované v 4. štvrtroku 2002.

**Krátkodobá predikcia vývoja zahraničného dlhu a dlhovej služby SR v roku 2003**

V rámci predikcie vývoja zahraničného dlhu a zahraničnej dlhovej služby, ktorá je plne v súlade s predikciou vývoja platobnej bilancie na rok 2003, bola uplatnená podobne ako v minulých rokoch v prípade komerčného sektora (podnikateľských subjektov) metóda kvalifikovaného odhadu. Podkladom na vypracovanie celkovej projekcie vývoja zahraničnej zadlženosti SR a zahraničnej dlhovej služby štátu vrátane vládneho sektora boli predovšetkým splátkové kalendáre a dostupné informácie

**Prehľad vývoja zahraničného dlhu a dlhovej služby v roku 2002 s predikciou na rok 2003**  
(v mil. USD)

	2002	2003*
Celkový zahraničný dlh (PS)	11 380,5	13 188,2
– z toho dlhodobý dlh (PS)	8 143,0	8 951,5
Celková dlhová služba **	2 010,0	2 914,0
– z toho istina	1 396,0	2 270,6
úroky	614,0	643,4
Nové pôžičky	1 962,6	2 172,6
Krátkodobý dlh (PS)	3 073,1	4 236,7
Zmena stavu krátkodobého dlhu	526,3	390,0
Upravujúca položka	1 052,9	173,60**
Celkový zahraničný dlh (KS)	13 188,2	13 653,8
z toho dlhodobý dlh (KS)	7 969,5	8 287,1
krátkodobý dlh (KS)	4 236,7	4 626,7

\*Predikcia

\*\*osobitná upravujúca položka vzťahujúca sa na začiatok roku 2002 (2003). Predstavuje odhad nárastu dlhodobého zahraničného dlhu NBS o 173,6 mil. USD z dôvodu zmeny metodiky vykazovania devízových rezerv a zahraničných záväzkov NBS.

PS – počiatkový stav

KS – konečný stav

**Porovnanie vývoja zahraničného dlhu s vývojom devízových rezerv v mil. USD**

Obdobie	Devízové rezervy NBS	Devízové rezervy komerčných bánk	Devízové rezervy spolu	Celkový zahraničný dlh
december 2001	4 188,7	1 249,5	5 438,2	11 042,5
január 2002	4 688,8	1 775,1	6 463,9	11 307,5
február 2002	4 651,6	1 766,2	6 417,8	11 499,0
marec 2002	4 735,2	1 575,1	6 310,3	11 220,1
apríl 2002	4 845,9	1 571,7	6 417,6	11 297,4
máj 2002	4 906,3	1 584,8	6 491,1	11 479,0
jún 2002	4 780,9	1 899,4	6 680,3	12 032,0
júl 2002	7 544,8	2 079,9	9 624,7	12 209,9
august 2002	7 544,4	1 950,2	9 494,6	11 973,6
september 2002	7 907,9	1 772,8	9 680,7	11 881,1
október 2002	8 058,6	1 586,4	9 645,0	12 199,7
november 2002	8 790,9	1 212,2	10 003,1	12 169,8
december 2002	9 195,5	1 116,4	10 311,9	13 188,2

o zámeroch výpožičnej stratégie vlády SR a centrálnej banky v roku 2003. V roku 2003 očakávame nárast celkového hrubého zahraničného dlhu o 465,6 mil. USD na celkových 13,654 mld. USD. Podstatnú časť tvorí i predpokladané zvýšenie krátkodobých záväzkov komerčných bánk a podnikateľských subjektov.

Krátkodobá predikcia zahraničnej zadlženosti SR na rok 2003, jej jednotlivé zverejnené štruktúrované údaje, ako i celkový projektovaný stav môžu byť upravené v súvislosti s vývojom kurzu EUR voči USD a na základe spresňujúcich informácií o výpožičných zámeroch štátu.

Najväčšími splátkami v rámci zahraničnej dlhovej služby štátu na rok 2003 sú eurodlhopisy MF SR vydané v roku 1998 vo výške 1 mld. DEM a 300 mil. USD. Časť týchto záväzkov MF SR refinancovalo (splátilo) vydaním nových dlhopisov v čiastke 500 mil. EUR.

Dlhodobý zahraničný dlh dosiahne v roku 2003 podľa predbežného odhadu hodnotu 9,027 mld. USD. Predpokladáme, že zahraničný dlh vlády SR by po zohľadnení splátok istiny zahraničných záväzkov (1,0 mld. USD), zohľadnení uskutočnenej novej emisie dlhopisov na zahraničnom kapitálovom trhu a čerpaní ohlásených zahraničných zdrojov od Svetovej banky (pôžička EFSAL) mal dosiahnuť na konci roku 2003 sumu 3,226 mld. USD. V tejto predikcii sú však zohľadnené i zahraničné záväzky vlády SR vyplývajúce z vlastníctva štátnych dlhopisov denominovaných v Sk cudzozemcami.

V predikcii zahraničnej dlhovej služby NBS na rok 2003 je okrem pravidelných splátok splátok istín a úrokov z úverov zahrnuté i predčasné splatenie časti poskytnutých pôžičiek od JBIC (pôžičky Two Step Loan I až III) a EIB (pôžička Apex Global Loan II) vo výške 170 mil. USD.

Zvýšenie krátkodobého dlhu predpokladáme vo výške 390 mil. USD. Ku koncu roku 2003 odhadujeme výšku celkového krátkodobého zahraničného dlhu vrátane krát-

kodobého oficiálneho dlhu vlády SR a NBS v sume 4,627 mld. USD.

Celková zahraničná dlhová služba na rok 2003 sa odhaduje na 2,914 mld. USD. Celkové splátky istiny by pritom mali dosiahnuť 2,271 mld. USD, z čoho zhruba 1 mld. USD splatí priamo vláda SR.

Súčasťou predikovanej sumy dlhovej služby vlády SR nie je prípadné splácanie zahraničných záväzkov z dôvodu realizácie štátnych záruk. Tieto splátky sú súčasťou odhadu dlhovej služby podnikovej sféry. Odhadovaná celková výška splatných úrokov vrátane úrokov z krátkodobých zahraničných úverov je 643,4 mil. USD.

Celková zahraničná dlhová služba vlády SR a NBS (v prepočte 591,7 mil. USD) nemala v roku 2002 výraznejší vplyv na úroveň oficiálnych devízových rezerv SR.

### Strednodobá predikcia vývoja zahraničného dlhu a dlhovej služby SR na roky 2004 – 2006

Celková projektovaná amortizácia zahraničného dlhu SR v roku 2004 vrátane splatenia istiny päťročných štátnych dlhopisov v sume 500 mil. EUR predstavuje 1,6 mld. USD (pokles o 0,7 mld. USD oproti roku 2003), v rovnakej výške i v roku 2005. Celkové splácanie dlhu (istina) by malo dosiahnuť v roku 2006 1,1 mld. USD. V položke nové dlhodobé výpožičky sa v roku 2004 očakáva v porovnaní s rokom 2003 pokles na 1,1 mld. USD, pričom mierne klesajúca tendencia v tejto položke je projektovaná i v nasledujúcich dvoch rokoch.

Predikcia vývoja zahraničného dlhu a zahraničnej dlhovej služby bola rovnako ako predikcia platobnej bilancie zostavená s prihliadnutím na prílev priamych zahraničných investícií do ekonomiky SR. Významnú úlohu bude naďalej zohrávať reálne použitie výnosov z očakávaných privatizačných predajov.

### Záver

Z predchádzajúceho hodnotenia vývoja zahraničnej zadlženosti a dlhovej služby vyplýva, že na zvýšení stavu zahraničnej zadlženosti vykázananej k ultimu roku 2002 sa v značnej miere podieľali kurzové rozdiely vyplývajúce z pohybu krížového výmenného kurzu EUR voči USD (zhruba 60 %). K určitému zhoršeniu došlo ku koncu minulého roka v prípade pomerového ukazovateľa podiel krátkodobého zahraničného dlhu na celkovom krátkodobom zahraničnom dlhu na úroveň 32,12 % (za všeobecne akceptovateľnú hranicu sa považuje 30 %), avšak vzhľadom na štruktúru slovenského krátkodobého zahraničného dlhu nemožno toto prekročenie pova-



žovať za dramatické. Ako vcelku priaznivé možno hodnotiť aj niektoré ďalšie pomerové ukazovatele zahraničnej zadlženosti, napr. podiel celkového hrubého zahraničného dlhu k hrubému domácemu produktu vo výške 49,2 %, podiel celkového hrubého zahraničného dlhu k exportom 81,1 % ako aj podiel dlhovej služby k exportom, ktorý v roku 2002 dosiahol 11,4 %.

Z hľadiska budúceho vývoja existujú však viaceré riziká, koncentrujúce sa predovšetkým do verejných financií, keď najmä mikroekonomika nie vždy dokáže vytvárať dostatočné zdroje. Uvedené skutočnosti môžu v nasledujúcom období viesť k zvyšovaniu zahraničnej zadlženosti. Výraznejšie zvyšovanie zahraničnej zadlženosti SR bolo zaznamenané v roku 2003 v dôsledku vývoja kurzu EUR voči USD.

Pokiaľ však ide o platobnú schopnosť Slovenskej republiky, s prihliadnutím na očakávanú celkovú zahraničnú službu štátu, ako aj na potenciálne refinancovanie dlžných súm možno konštatovať, že všetky splatné oficiálne záväzky voči zahraničným veriteľom budú rovnako ako doposiaľ plynulo a bezporuchovo uhrádzané.

Slovenská republika od svojho vzniku v roku 1993 do roku 1995 vykazovala len mierne narastanie celkového hrubého zahraničného dlhu, ktorý z počiatočnej úrovne 3,0 mld. USD k 1. januáru 1993 dosiahol 5,8 mld. USD ku koncu roku 1995. V porovnaní s ostatnými krajinami strednej a východnej Európy bola zahraničná zadlženosť SR v tomto období relatívne nízka, a to nielen čo sa týka jej absolútnej výšky, ale aj podielu na obyvateľa či úrovne k vytvorenému HDP a exportu.

Od roku 1996 bol zaznamenaný dynamický nárast zahraničného dlhu komerčného sektora ako dôsledok dynamiky investičných procesov a akcelerácie domáceho dopytu. Celková hrubá zahraničná zadlženosť SR sa ku koncu roku 1998 zvýšila medziročne o 2 mld. USD, pričom k ultimu roka dosiahla 11,9 mld. USD. Nárast zahraničného dlhu v roku 1998 výraznejšie ovplyvnilo vydanie dlhopisov MF SR v prepočtovej výške 1 mld. USD.

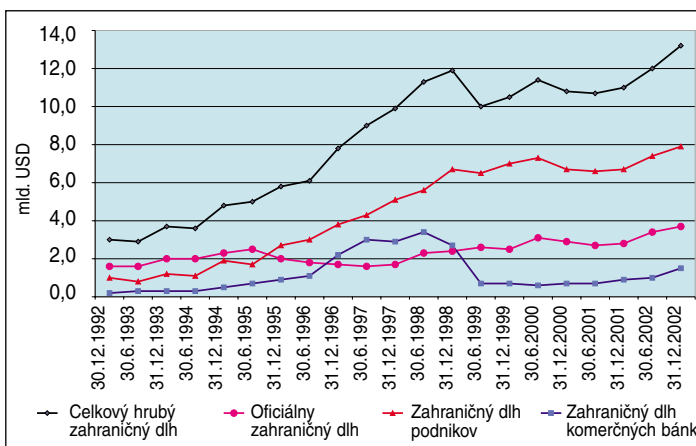
V roku 1999 došlo k podstatnej kvalitatívnej zmene vo vykazovaní štatistiky zahraničného dlhu. Hlavným kritériom na zaradenie záväzku do kategórie zahraničného dlhu je od 1. januára predovšetkým jeho dlhový charakter, ako i skutočnosť, že predstavuje vzťah medzi tuzemcom (rezidentom) a cudzozemcom (nerезidentom). Od 1. januára 1999 je v rámci vykazovania zahraničného dlhu SR plnohodnotne zaradené i vykazovanie korunových záväzkov voči nerezidentom – bankám, štátne dlhopisy a štátne pokladničné poukážky vo vlastníctve nerezidentov. Druhou významnou skutočnosťou, ktorá mala vplyv na stav zahraničného dlhu SR bolo oznámenie NBS o zrušení koeficientu otvorenej deví-

zovej pozície na menové účely, v dôsledku čoho došlo k zníženiu najmä krátkodobých zahraničných záväzkov komerčných bánk zhruba o 2,2 mld. USD. Táto zmena v roku 1999 spôsobila i podstatnú redukciu celkového hrubého zahraničného dlhu na úroveň 10,5 mld. USD. V roku 1999 MF SR emitovalo eurodlhopisy vo výške 500 mil. EUR.

V roku 2000 došlo medziročne k nárastu hrubého zahraničného dlhu o 0,3 mld. USD na 10,8 mld. USD k ultimu roka. Na tomto náraste sa podieľala vláda SR emisiou 10-ročných štátnych dlhopisov vo výške 500 mil. EUR, vládne agentúry a štátne podniky. NBS splatením 7-ročných dlhopisov vo výške 10 mld. JPY a zostatkového záväzku voči MMF v prepočte 127 mil. USD znížila ku koncu roku 2000 stav svojich zahraničnodlhových záväzkov na historicky najnižšiu hodnotu 324 mil. USD.

Zahraničná zadlženosť vykázaná v roku 2001 vo výške 11,0 mld. USD bola považovaná za primeranú a stabilizovanú, čo bolo preukázané i pomerovými ukazovateľmi merajúcimi zahraničný dlh. Prehľad vývoja hrubého zahraničného dlhu SR v rokoch 1993 – 2002 je znázornený v grafe.

**Vývoj celkového hrubého zahraničného dlhu v rokoch 1993 – 2002**



V období 1993 – 2002 bola prostredníctvom NBS uhradená v rámci plnenia zahraničnej dlhovej služby štátu suma v prepočte 4,5 mld. USD.

Jednotlivé štruktúrované údaje zahraničnej zadlženosti SR sú od roku 2002 zverejňované i na internetovej stránke NBS <http://www.nbs.sk>. Tieto údaje sú v súlade s požiadavkou Medzinárodného menového fondu v rámci projektu tzv. špeciálneho štandardu zverejňovania údajov (SDDS – Special Data Dissemination Standard). Celkový hrubý zahraničný dlh SR je rozdelený na sektor vlády, sektor menových inštitúcií (NBS), bankový sektor, ostatné sektory a na priame investície, ktoré zahŕňajú podnikové a medzipodnikové pôžičky (pasíva voči priamym investíciám v zahraničí a pasíva voči priamym zahraničným investorom) – pozri tabuľku na nasledujúcej strane.



## Hrubá zahraničná zadlženosť v roku 2002

(mil. USD)

	31. 3. 2002	30. 6. 2002	30. 9. 2002	31. 12. 2002*
<b>I. Vláda:</b>	<b>2 856,8</b>	<b>2 907,1</b>	<b>2 902,7</b>	<b>3 305,5</b>
<i>Krátkodobý dlh</i>	<b>0,0</b>	<b>33,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Nástroje peňažného trhu	0,0	33,4	0,0	0,0
Pôžičky	0,0	0,0	0,0	0,0
Obchodné úvery	0,0	0,0	0,0	0,0
Ostatné pasíva	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Dlhodobý dlh</i>	2 856,8	2 873,7	2 902,7	3 305,5
Dlhopisy a zmenky	2 069,1	2 028,8	2 106,8	2 361,5
Pôžičky	787,7	844,9	795,9	944,1
Obchodné úvery	0,0	0,0	0,0	0,0
Ostatné pasíva	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>II. Centrálna banka (NBS):</b>	<b>509,3</b>	<b>449,7</b>	<b>448,8</b>	<b>434,7</b>
<i>Krátkodobý dlh</i>	<b>86,5</b>	<b>0,0</b>	<b>19,6</b>	<b>0,0</b>
Nástroje peňažného trhu	0,0	0,0	0,0	0,0
Pôžičky	86,5	0,0	19,6	0,0
Hotovosť a vklady	0,0	0,0	0,0	0,0
Ostatné pasíva	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Dlhodobý dlh</i>	<b>422,8</b>	<b>449,7</b>	<b>429,2</b>	<b>434,7</b>
Dlhopisy a zmenky	0,0	0,0	0,0	0,0
Pôžičky	249,2	276,1	255,6	261,1
Hotovosť a vklady	0,0	0,0	0,0	0,0
Ostatné pasíva	173,6	173,6	173,6	173,6
<b>III. Banky:</b>	<b>793,7</b>	<b>962,5</b>	<b>825,3</b>	<b>1 535,2</b>
<i>Krátkodobý dlh</i>	<b>645,2</b>	<b>819,3</b>	<b>687,4</b>	<b>1 289,5</b>
Nástroje peňažného trhu	0,0	0,0	0,0	0,0
Pôžičky	33,0	35,2	53,4	60,6
Hotovosť a vklady	577,5	667,8	540,0	901,1
Ostatné pasíva	34,8	116,2	94,0	327,8
<i>Dlhodobý dlh</i>	<b>148,5</b>	<b>143,2</b>	<b>137,9</b>	<b>245,7</b>
Dlhopisy a zmenky	1,1	3,5	6,0	1,2
Pôžičky	44,0	47,0	47,3	75,7
Hotovosť a vklady	44,5	52,0	52,0	64,4
Ostatné pasíva	58,9	40,8	32,5	104,4
<b>IV. Ostatné sektory:</b>	<b>5 593,5</b>	<b>6 167,8</b>	<b>6 100,4</b>	<b>6 050,1</b>
<i>Krátkodobý dlh</i>	<b>1 619,3</b>	<b>1 856,4</b>	<b>1 925,7</b>	<b>2 183,5</b>
Nástroje peňažného trhu	8,9	1,6	1,9	5,0
Pôžičky	166,3	198,9	206,1	241,0
Hotovosť a vklady	0,0	0,0	0,0	0,0
Obchodné úvery	1 444,1	1 655,9	1 717,7	1 937,4
Ostatné pasíva	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Dlhodobý dlh</i>	<b>3 974,2</b>	<b>4 311,4</b>	<b>4 174,7</b>	<b>3 866,7</b>
Dlhopisy a zmenky	222,9	398,9	408,1	422,3
Pôžičky	3 678,5	3 834,9	3 678,5	3 351,6
Hotovosť a vklady	0,0	0,0	0,0	0,0
Obchodné úvery	72,8	77,6	88,1	92,7
Ostatné pasíva	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>V. Priame investície: medzipodnikové pôžičky</b>	<b>1 466,7</b>	<b>1 545,0</b>	<b>1 603,9</b>	<b>1 862,7</b>
Pasíva voči podnikom priamej investície v zahraničí	1,1	1,6	1,4	1,5
Pasíva voči priamym zahraničným investorom	1 465,6	1 543,4	1 602,5	1 861,2
<b>HRUBÝ ZAHRANIČNÝ DLH</b>	<b>11 220,0</b>	<b>12 032,1</b>	<b>11 881,1</b>	<b>13 188,2</b>

\* predbežný údaj

# PERSPEKTÍVY VÝVOJA ZAHRANIČNÉHO DOPYTU

Ing. Stanislav Neumann  
Ministerstvo financií Slovenskej republiky

Vzhľadom na otvorenosť slovenskej ekonomiky má zahraničný dopyt kľúčový význam pre jej vývoj. Podľa údajov ŠÚ SR v roku 2002 60,5 % z celkového vývozu tovaru zo SR smerovalo do krajín EÚ a 28,3 % do krajín CEFTA. V podstate do budúcej rozšírenej EÚ tak smeruje takmer 90 % z celkového vývozu tovaru. Spomedzi krajín EÚ najdôležitejším obchodným partnerom SR je Nemecko, ktoré sa v roku 2002 podieľalo približne 26 % na celkovom vývoze zo SR a v rámci krajín CEFTA dominuje Česká republika s podielom 15,2 %. Vzhľadom na pretrvávajúcu dovoznú náročnosť produkcie vyrábanej na Slovensku tieto krajiny tvoria dominantný podiel aj na celkovom dovoze tovaru do SR.

Ekonomika eurozóny v roku 2002 medziročne vzrástla o 0,9 % po 1,5 % raste v roku 2001. Nové odhady medzinárodných ekonomických inštitúcií predpokladajú ekonomický rast eurozóny na rok 2003 v intervale 0,5 až 1 %\*. Významný vplyv na revíziu prognóz má vývoj v najväčšej ekonomike eurozóny – Nemecku, kde vnútorné problémy vyúsťujúce do deficitu verejných financií sa prehlbovali v dôsledku zhoršovania vonkajších podmienok. Nepriaznivý účinok na vývozcov mal predovšetkým rýchly rast výmenného kurzu eura oproti doláru a nižší rast americkej ekonomiky, kam smeruje približne 10 % nemeckého vývozu. V súčasnosti pokračuje prehodnocovanie prognóz vývoja nemeckej ekonomiky na rok 2003 od v podstate stagnácie – 0,2 % až po rast 0,75 %.

Nemecká ekonomika ovplyvňuje prostredníctvom zahraničnoobchodnej výmeny českú ekonomiku. Do Nemecka smeruje približne 40 % českého vývozu. Podľa ČSÚ HDP v roku 2002 medziročne vzrástol o 2 % po 3,1 % raste v roku 2001. Na českú ekonomiku v roku 2002 negatívne vplývali podľa analytikov okrem stagnácie nemeckej ekonomiky aj zhodnocovanie českej koruny a pokles príjmov z cestovného ruchu v dôsledku letných záplav.

Podľa prognóz ekonomických inštitúcií rast českej ekonomiky v roku 2003 by sa mal pohybovať v intervale od 2,3 do 3 %.

## Znehodnocovanie dolára

Proces znehodnocovania dolára významne ovplyv-

\*Napríklad Európska komisia zverejnila odhad na úrovni 0,7 %

ňoval globálny ekonomický vývoj. Bol logickým vyústením problémov americkej ekonomiky, ktoré sa dostavili po prepade akciových trhov, teroristických útokoch, účtovných škandáloch a oboch vojnách s dopadom na pokles dôvery investorov a spotrebiteľov aj v eurozóne. Reakcie prostredníctvom znižovania základných úrokových sadziieb oboch centrálnych bánk mali snahu riešiť negatívne dosahy zhodnocujúceho sa eura na európskych vývozcov a prispieť k procesu oživenia ekonomík.

Na druhej strane postupné zlacňovanie dovozov do eurozóny z dolárovej oblasti (predovšetkým energie) a tlaky na znižovanie nákladov v podnikovej sfére pôsobili na pokles cenovej hladiny a do určitej miery zachraňovali konkurencieschopnosť. Ak by v strednodobom horizonte nenastalo globálne oživenie ťahané americkou ekonomikou, pokračovanie tohto vývoja by mohlo naplniť deflačné riziká.

## Priaznivejší výhľad

Priaznivejšie prostredie pre export tovarov z eurozóny sa formuje na rok 2004. Séria poklesov základnej úrokovvej sadzby Fed, schválenie redukovaných daňových úľav americkým Senátom v spojitosti so slabým dolárom vytvárajú priestor na zrýchlenie rastu americkej ekonomiky, stabilizovanie hospodárenia firiem a zatraktívnenie ich účastín na akciových trhoch. Už v súčasnosti možno pozorovať proces zastavenia oslabovania amerického dolára a jeho postupné posilňovanie. Tento vývoj by mohol pretrvávať aj v roku 2004 s pozitívnym dopadom na ekonomiky hlavných obchodných partnerov Slovenska. Dosiahnutiu parity by však mal brániť dvojitý deficit USA a postupné oživenie ekonomiky eurozóny.

Tento výhľad by mal pomôcť najmä Nemecku realizovať plánované reformy verejných financií a znížiť riziko nestlačenia deficitu pod 3 % HDP v roku 2004.

V závere je potrebné uviesť, že prítomnosť strategických zahraničných investorov na Slovensku a ich zahranično-obchodné vzťahy realizované na základe dlhodobých dohôd doteraz eliminovali nepriaznivý vývoj v krajinách obchodných partnerov. V tejto súvislosti pozitíva do budúcnosti predstavujú plánované aktivity spoločnosti Volkswagen na roky 2004 – 2005, ako aj výstavba novej automobilky francúzskeho koncernu PSA.

# MIMOBURZOVÉ TRHY A ICH ÚLOHA VO FINANČNOM SYSTÉME

Božena Chovancová, Tomáš Gregor

## Špecifiká mimoburzového trhu

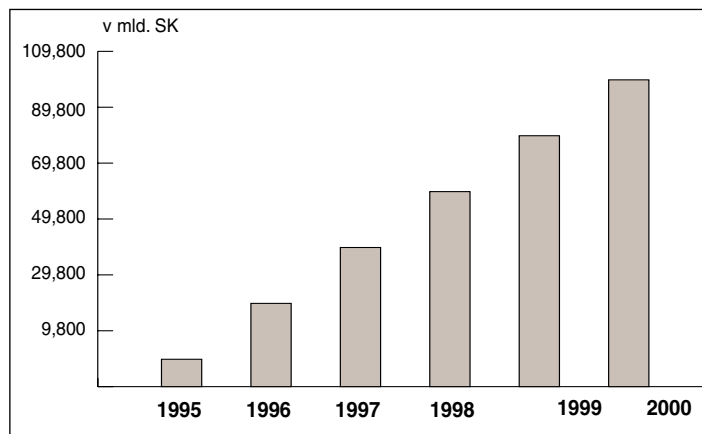
S pojmom mimoburzový trh sa v súčasnosti spája viacero charakteristík. Môžeme ich zhrnúť do nasledujúcich bodov:

- ako vyplýva z názvu, je to trh mimo burzy, t. j. nemá žiadne vyhradené centralizované fyzické umiestnenie, kde sú zhromaždení obchodníci alebo špecialisti ako v prípade klasických búr,
  - často sa označuje aj ako „mimo parketový trh“ (off board) trh, na ktorom nedochádza k fyzickej prítomnosti kupujúcich a predávajúcich,
  - je to sieť nezávislých burzových obchodníkov (brokerov), ktorí medzi sebou uskutočňujú nákupné a predajné transakcie prostredníctvom telefónnej alebo počítačovej siete bez sprostredkovateľov,
  - jeho pomenovanie Over the counter (OTC) trh – trh cez priehradku je historicky odvodené od toho, že najväčšiu časť týchto obchodov realizovali banky cez bankové priehradky,
  - umožňuje registráciu cenných papierov aj malých a nových spoločností, ktoré nespĺňajú náročné kritéria búr,
  - súčasná úroveň elektronického vybavenia umožňuje obchodovať 24 hodín denne, čo je nespornou výhodou v porovnaní s burzou a pri časových posunoch medzi kontinentmi nespôsobuje obchodníkom žiadne problémy.

Obrovskú dimenziu nadobudol mimoburzový trh najmä v USA, pretože dával priestor pre ďalších často aj vysokorizikových emitentov vstúpiť na trh, čo by im burza neumožňovala. Umiestňovanie emisií na burze sa stalo tiež z hľadiska poplatkov finančne náročným. Veľkosť burzových poplatkov odrádzala mnohých investorov a obchodníkov od obchodovania na burze.

Presun mnohých obchodov na mimoburzový trh dokumentuje aj tá skutočnosť, že dnes už OTC tržmi prechádza 13-krát viac obchodov v porovnaní s najväčšou burzou New York Stock Exchange. Uvedená skutočnosť je zachytená aj na nasledujúcom grafe, ktorý zachytáva historicky objem obchodov od roku 1995.

Objem zobchodovaných akcií (1995 – 2000)<sup>1</sup>



Zdroj:

<http://www.otcbb.com/dynamic/tradingdata/sharedollarvolume/share.htm>

<sup>1</sup> Uvedené údaje sa týkajú len trhu OTCBB (počet zobchodovaných akcií)

## Vývoj mimoburzových trhov a jeho štruktúra v USA

Historicky sa mimoburzové trhy začali formovať na začiatku 20. storočia. Tento trh bol však značne fragmentovaný a neefektívny. Obligačné domy (bond houses), investori, investiční dileri a brokeri obchodovali prostredníctvom oznamov vo finančných publikáciách alebo dennej tlači. Takisto svojim klientom a ostatným investičným firmám distribuovali obežníky s ponukami. V roku 1904 Roger W. Babson založil štatistickú organizáciu zameranú na zber takýchto informácií so sídlom vo Wellesley Hills, MA. Tieto boli po systematizácii vydávané prostredníctvom mesačníka.

V roku 1911 Arthur F. Elliot, vydavateľ finančných publikácií v Bostone, založil na Manhattane prvú službu podávania správ o denných kotáciách investičných dílerov a brokerov na mimoburzovom trhu. Obidve spomenuté služby sa vzájomne dopĺňali a ich následná kombinácia bola prirodzeným krokom. Ich konsolidáciou v októbri 1913 vznikol Národný kótovací úrad (National Quotation Bureau – NQB).

V tomto čase boli denne podávané správy o trhových kotáciách firiem v piatich mestách na východnom pobreží. NQB za pár rokov rozšíril svoje služby prostredníctvom využívania najmodernejšej telekomunikačnej a tlačiarne-



skej technológie na viac ako 50 miest medzi obidvoma pobrežiami. Privilégium vydávania kotácií bolo vždy vyhradené registrovaným brokerom a dilerom. Títo museli splniť štandardy týkajúce sa finančnej sily a transparentnosti. Zriadenie Komisie pre cenné papiere prostredníctvom zákonov Securities Act 1933, Securities Exchange Act 1934 a zriadenie Národnej asociácie obchodníkov s cennými papiermi prostredníctvom dodatku Maloney Act k zákonu Exchange Act v roku 1938 vytvorilo systém regulácie a dohľadu nad brokermi, dílermi a OTC trmi. NQB najskôr zaviedol pre OTC market makerov vyššie štandardy ako Komisia pre cenné papiere a burzy (Securities and Exchange Commission – SEC) alebo Národná asociácia obchodníkov s cennými papiermi (National Association of Securities Dealers, Inc. – NASD). Začiatkom 60-tych rokov sa táto kótovacia služba otvorila pre akéhokoľvek brokera/dílera registrovaného komisiou a následne pre akéhokoľvek člena NASD.

V roku 1963 bol NQB kúpený konglomerátom nazývaným Commerce Clearing House. CCH bol vydavateľom referenčných kníh a takto videl aj produkty NQB, t.j. ako knižné publikácie, a preto nechcel investovať do nových technológií. Z tohto dôvodu a v náväznosti na potreby trhu založila NASD trh s cennými papiermi Nasdaq (The Nasdaq Stock Market), systém pracujúci v reálnom čase. Využívaním technológií s cieľom zefektívnenia trhu sa stretol Nasdaq s veľkým úspechom. NQB pokračoval vo svojej činnosti ako vydavateľ publikácií na papier, pričom jej rozsah sa z roka na rok zmenšoval.

V roku 1997 prešiel NQB do rúk novému manažmentu ktorý podporoval využívanie najnovších technológií a zlepšovanie služieb ponúkaných zákazníkom. Ako výsledok týchto snáh NQB v septembri 1999 predstavil systém elektronickej kotácie (Electronic Quotation Service), založený na internete a obchodovaní v reálnom čase pre akcie a dlhopisy obchodované na mimoburzových trhoch. V júni 2000 sa zmenilo pomenovanie NQB na Pink Sheets LLC a následne bol predstavený prvý finančný webový portál s informáciami o OTC cenných papieroch a emitentoch.

V súčasnom období mimoburzové obchody v USA sa rozdeľujú hlavne medzi:

- dílerov a brokerov, ktorí sú sústredení v národnom združení a využívajú systém automatického kótovania Nasdaq,
- účastníkov trhu Bulletin Board (OTCBB),
- trh Pink Sheets,
- trhy Grey market (ostatné trhy pre cenné papiere, ktoré nie sú umiestnené na predchádzajúcich trhoch).

### Nasdaq

Vzhľadom na to, že na OTC trhoch sa značne živelne obchodovalo s akciami rôznych spoločností, ktoré

neboli kótované na burze, poverila americká vláda SEC (Komisiu pre cenné papiere a burzy) vypracovať analýzu kapitálového trhu, ktorej výsledkom bolo odporúčenie pre automatizáciu OTC trhu. Touto úlohou bola poverená už vtedy fungujúca Národná asociácia obchodníkov s cennými papiermi (National Association of Securities Dealers – NASD), ktorá v roku 1971 zaviedla automatický systém obchodu a kotácie mimoburzových obchodov National Association of Securities Dealers Automated Quotation – NASDAQ.

Hlavnou úlohou tohto systému je vyvíjať a riadiť systémy, služby a produkty pre rôzne trhy s cennými papiermi. Nesie zodpovednosť aj za formuláciu regulačných politík, nariadení a registračných kritérií pre všetky trhy, ktoré prevádzkuje. Spravuje aj komplexnú technologickú infraštruktúru na zber, spracovanie a distribúciu obchodných a kurzových informácií. Má zavedené oddelenie on-line MarketWatch, ktoré zodpovedá aj za prerušenie obchodovania. Prevádzkuje najväčší trh cenných papierov pod spoločnosťou Nasdaq Stock Market. Popri cenných papieroch, ktoré sú súčasťou mimoburzového trhu, registruje a obchoduje dnes Nasdaq viac ako polovicu spoločností, ktoré sú kótované na burzách. Rôzna úroveň a kvalita cenných papierov viedla k tomu, že boli vytvorené v rámci Nasdaq dva samostatné akciové trhy, a to:

- Národný trh Nasdaq (Nasdaq National Market – Nasdaq NM), kde sú zaregistrované najväčšie spoločnosti sveta. Popri tradičných odvetviach sú tu aj nové rýchlo rastúce a prosperujúce firmy v najrozličnejších odvetviach priemyslu,
- Nízkokapitalizovaný trh Nasdaq (Nasdaq SmallCap Market – Nasdaq SCM), ktorého súčasťou sú najmä nové firmy s malým podielom na trhu. Pri zlepšení svojej trhovej pozície a ak spoločnosť splní aj ostatné potrebné kritériá, môže sa presunúť na kvalitatívne vyššiu úroveň Nasdaq NM).

Kým v minulosti boli pravidlá na obchodovanie, kontrolný a regulačný mechanizmus, ako aj legislatívny rámec pre fungovanie mimoburzových trhov oveľa liberálnejšie, dnes sa stierajú rozdiely medzi obchodovaním na Nasdaq a New York Stock Exchange. Dnes sa preto Nasdaq v mnohých odborných prácach označuje za burzu, aj keď organizuje a realizuje najväčší podiel mimoburzových obchodov na svete.

V rámci globalizačných procesov je cieľom Nasdaqu vytvoriť a rozšíriť živé lokálne trhy v jednotlivých regiónoch sveta. Snahou je tak vytvoriť jeden globálny trh. Z toho dôvodu vytvoril Nasdaq zastupiteľské úrady v Ázii, Kanade a Európe.

**Pokračovanie v č. 11/2003**





# CHARAKTER MONDIALIZAČNÝCH PROCESOV V EKONOMIKE

prof. Ing. Vladimír Mokry, CSc.

Národohospodárska fakulta Ekonomickej univerzity v Bratislave

Mondializácia<sup>1</sup> je proces, prostredníctvom ktorého sa permanentne rozvíjajú a rastú prúdy, toky myšlienok, osôb, statkov (investičných a spotrebných), služieb, kapitálu, informácií, všetko čo vo finálnom vyústení vedie k integrácii ekonomík a spoločností a prináša prosperitu a prospech krajinám, ktoré na mondializácii bezprostredne participujú. Podporuje rast peňažných príjmov, prispieva k rastu životnej úrovne obyvateľstva v jednotlivých regiónoch sveta, konkrétne využívaním prístupných komplexných technológií osobitne v menej vyspelých krajinách. Napríklad od roku 1960 v Indii dĺžka veku dožitia sa predĺžila o viac ako 20 rokov, miera analfabetizácie v Kórei, ktorá dosahovala 30 %, je v súčasnosti skoro rovná nule. Tieto zlepšenia, pokroky, boli dosiahnuté pôsobením mnohých faktorov, ale treba zdôrazniť, že by neboli možné pri absencii procesov mondializácie. Okrem toho pokročilá integrácia ako prejav mondializácie prispieva k slobode ľudí rozširovaním informácií a rozmnožením voľby, výberu. V posledných rokoch sa však objavili určité problémy, pokiaľ ide o negatívne aspekty procesov mondializácie a osobitne o poznanie, že najchudobnejšie skupiny obyvateľstva na tejto planéte – ide o 1,2 mld. osôb, ktoré môžu minúť na svoju životnú úroveň menej ako 1 dolár denne – sa nedostatočne (alebo vôbec nie) podieľajú na pozitívnych dopadoch mondializácie. Presvedčenie, že iba bohaté štáty, bohaté ekonomiky profitujú z procesov voľnej výmeny a že rozvojové ekonomiky sú obeťou procesov mondializácie spôsobilo, že sa združili určité skupiny aktivistov, ktoré vytvorili protimondializačné hnutie. Vyčítajú týmto procesom, že rýchle ekonomické zmeny sú nákladné, kontrola nad realizáciou týchto zmien je nedostatočná, v jednotlivých ekonomikách zanikajú tradičné odvetvia a podobne. Súčasne vyčítajú medzinárodným organizáciám veľmi pomalé reagovanie na tieto procesy a problémy.

<sup>1</sup>Slovo, resp. termín mondializácia má svoj pôvod vo francúzštine. Le monde znamená svet, mondial znamená svetový a v tejto súvislosti slovo mondialisation možno preložiť ako nadobudnutie svetového charakteru, dosiahnutie svetovej úrovne, z čoho analogicky vyplýva, že sloveso mondialiser možno preložiť ako urobiť niečo (ekonomiku, národné hospodárstvo) svetovým. Z uvedených príčin sme nepoužili termín globalizácia, ktorý sa nám vidí značne všeobecný, tým aj menej presný v tom zmysle, že umožňuje viacero výkladov a interpretácií. Z definície mondializácie možno vyrozumieť, že ide o svetové procesy a prístupy k riešeniu politických, ekonomických, ekologických, technických, technologických a iných problémov.

V roku 2001 však diskusia o týchto problémoch nabrala iný tón. Oponenti procesov mondializácie sa zriekli svojej pôvodnej vízie, ktorá spočívala v tom, že mondializácia je dobrá pre jedných a zlá pre druhých, čo sa postupne ukázalo ako veľmi zjednodušujúce.

Stúpenci procesov mondializácie i oponenti týchto procesov pochopili, že diskusie o nich je potrebné viesť iným smerom, a síce k optimalizácii riadenia týchto procesov, pričom optimalizácia spočíva v tom, aby zisky z procesov mondializácie boli rozdelené medzi účastníkov týchto procesov a náklady spojené s mondializačnými procesmi obmedzené na minimum, pokiaľ to bude možné. Optimalizácia procesov mondializácie sa vzťahuje tak na národnú, ako aj medzinárodnú úroveň. Mondializácia a otváranie sa jednotlivých ekonomík a spoločností ostatným kultúram ponúka lepšiu budúcnosť a môže byť zároveň aj najlepšou cestou k zaisteniu bezpečnosti vo svete.

## Aktuálne otázky mondializácie

Je zrejmé, že procesy mondializácie sa citlivo dotýkajú osudu všetkých. Nedá sa však zabezpečiť, aby všetky procesy, ktoré sú jej prejavom, boli iba pozitívne. Štúdie dokazujúce, že priemerný a primeraný ekonomický rast ide ruka v ruku s poklesom chudoby vo svete, sú nesporné povzbudzujúce. Na druhej strane však tieto priemery zakrývajú negatívne dopady na určité krajiny a určité skupiny obyvateľstva. Vzťahy medzi politikou vôbec a národohospodárskou politikou špeciálne a dosiahnutými ekonomickými výsledkami, konkrétne dopadmi na štrukturálne reformy a riešenie problémov chudoby vo svete vyvolávajú určité otázky, ktoré sa pokúsime formulovať a v prípade niektorých ponúknuť riešenie. Ide o nasledujúce otázky:

- kedy z ekonomického rastu profitujú špeciálne chudobné skupiny obyvateľstva,
- ako medzinárodná výmena v najširšom slova zmysle môže prekážať ekonomickému rastu,
- či je zahraničný kapitál za každých okolností faktorom ekonomického rastu,
- akým spôsobom možno zabezpečiť, aby medzinárodné kapitálové toky redukovali škodlivé efekty,
- či mondializácia pomáha, je na prospech chudobným skupinám obyvateľstva,



- či redukuje (odstraňuje) nerovnomernosti medzi jednotlivými ekonomikami a v rámci nich medzi regiónmi.

Vzhľadom na široký rozsah tejto problematiky nebudeme venovať pozornosť všetkým otázkam, podrobnejšie sa vyjadríme k posledným trom.

Odpoveď na otázku, či mondializácia zvyšuje životnú úroveň obyvateľstva v princípe môže byť z dlhodobého aspektu kladná, z krátkodobého aspektu sa však môžu prejavíť medzi určitými krajinami participujúcimi na procesoch mondializácie isté diferencie. V zásade ale možno konštatovať, že expanzia medzinárodných tokov a procesov výmeny a kapitálu je zdrojom ekonomického rastu; primeraný a trvalý ekonomický rast je základný predpoklad rastu súkromnej spotreby obyvateľstva ako podstatnej zložky životnej úrovne. Štatistické ukazovatele dokazujú, že krajiny, ktoré sa otvorili svetu – pričom stupeň otvorenosti je kvantifikovateľný ako podiel sumy exportných a importných operácií na hrubom domácom produkte – dosahujú podstatne lepšie výsledky ako ostatné krajiny. Krajiny, ktoré dosahujú primeraný a trvalý ekonomický rast, vysoký stupeň otvorenosti ekonomiky v už uvedenom zmysle dosahujú aj vyšší hrubý domáci produkt v prepočte na jedného obyvateľa. Týmto konštatovaním však nechceme povedať, že všetky takpovediac „mondializované“ krajiny prosperujú, pretože ďalšie faktory ako národohospodárska a sociálna politika a jej výsledky vplývajú na ekonomický rast a na ďalšie z toho odvodené rozdeľovacie procesy, teda aj na životnú úroveň obyvateľstva. V tejto súvislosti možno uviesť makroekonomické údaje za Juhokórejskú republiku a Čínu. Ide o údaje za roky 1960 – 1999. Juhokórejská republika: miera otvorenosti ekonomiky v roku 1999 60 – 65 %, reálny hrubý domáci produkt na 1 obyvateľa v roku 1999 12 000 až 12 500 USD, pričom vo východiskovom roku 1960 miera otvorenosti ekonomiky 15 % a reálny hrubý domáci produkt v prepočte na 1 obyvateľa 1 600 až 1 700 USD. Čína: miera otvorenosti ekonomiky v roku 1999 40 – 45 %, reálny hrubý domáci produkt v prepočte na 1 obyvateľa 800 USD, pričom v roku 1960 miera otvorenosti ekonomiky do 5 % a reálny hrubý domáci produkt v prepočte na 1 obyvateľa bol menší ako 100 USD.

Skúmanie vplyvu mondializačných procesov na svetovú chudobu je zásadným problémom. V roku 1996 Organizácia pre spoluprácu a rozvoj (OECD) uverejnila správu nazvanú „Úloha spolupráce pre rozvoj na úsvite 21. storočia“ (francúzsky názov *Le rôle de la coopération pour le développement à aube du XXIe siècle*). V tejto správe je špecifikovaných 7 medzinárodných cieľov, ktoré treba dosiahnuť pri riešení problému chudoby vo svete do roku 2015. Tieto ciele sú zakomponované aj do Deklarácie tisícročia OSN, ktorú podpísali šéfovia štátov a predsedovia vlád. Ukazuje sa však, že bez zabezpečenia trvalého a primeraného ekonomického rastu svetovej ekonomiky en bloc ako aj jednotlivých ekonomík nebude

možné tieto ciele dosiahnuť. Z toho vyplýva, že mondializácia musí stimulovať ekonomický rast, bez ekonomického rastu nemožno dosiahnuť redukciiu chudoby. Okrem toho mondializácia uľahčuje rozširovanie technológií, ktoré prispievajú k zlepšovaniu zdravia, k predlžovaniu ľudského života, k znižovaniu analfabetizácie v krajinách a komunitách kde tieto ukazovatele boli alebo sú doposiaľ nepriaznivé.

Ak v tejto stati akcentujeme ukazovateľ tempo ekonomického rastu ako strategický parameter každej ekonomiky, robíme tak preto, aby sme s týmto ukazovateľom v medzinárodných makroekonomických komparatívnych analýzach, ktoré mimochodom patria k charakteristike a analýze mondializačných procesov, vecne a funkčne narábali. K skúmaniu ekonomického rastu nemožno totiž pristupovať autonómne, to znamená skúmať ho izolovane ako problém *sui generis*, ale je potrebné skúmať tento ukazovateľ v súvislosti s kľúčovými makroekonomickými javmi a procesmi, ako sú napríklad vzťah medzi mierou inflácie a mierou nezamestnanosti, odvetvová (sektorová) štruktúra hrubého domáceho produktu, štruktúra zamestnanosti, vzťah medzi štruktúrnymi a konjunktúrnymi zmenami, rovnováha v platobnej bilancii a ďalšie makroekonomické javy a procesy. Tempo ekonomického rastu sa vyjadruje tempom rastu hrubého domáceho produktu, ktorý sa prepočítava na 1 obyvateľa, a touto veličinou sa, zjednodušene povedané, charakterizuje ekonomická úroveň príslušnej krajiny, resp. národného hospodárstva. Z tohto pohľadu je teda dôležité nie percento, ktoré tempo ekonomického rastu charakterizuje, ale úroveň hrubého domáceho produktu na 1 obyvateľa, do ktorej príslušné tempo vyúsťuje.

Na ilustráciu, v roku 2001 tempo ekonomického rastu v Číne bolo 9,9 %, ale hrubý domáci produkt na 1 obyvateľa bol 800 USD. Naproti tomu krajiny, ktoré mali nižšie tempá ekonomického rastu, majú už trvale podstatne vyšší hrubý domáci produkt na 1 obyvateľa. Z toho vyplýva, že utešovať sa iba vysokým percentom tempa rastu bez toho, aby sme uvádzali dosiahnutú ekonomickú úroveň a ďalšie ukazovatele, je otvorene povedané neseriózne. Navyše pri tomto probléme je potrebné rešpektovať skutočnosť, že trend ekonomického rastu nie je lineárnym, ale vlnovitým trendom z jednoduchého dôvodu, pretože v systéme trhovej ekonomiky je inherentne zabudovaný konjunkturálny cyklus, ktorý tento vlnovitý trend vyvoláva.

Vzniká ďalšia otázka – do akej miery a akým spôsobom mondializácia môže obmedziť, prípadne zmenšiť alebo odstrániť nerovnomernosti medzi jednotlivými krajinami a v rámci jednotlivých krajín. Mondializácia preferuje a akcentuje procesy konvergenie príjmov v prepočte na 1 obyvateľa medzi jednotlivými krajinami. Faktom zostáva, že príjmy na 1 obyvateľa rastú rýchlejšie v rozvojových krajinách, ktoré odstránili prekážky pre medzinárodnú výmenu, pohyb kapitálu a pracovných síl, ako



v bohatých krajinách. Za roky 1995 – 1999 kvantitatívny pomer v tomto smere je 5 % oproti 2,2 %. Príjmy na 1 obyvateľa rastú aj vo vyspelých krajinách. Rozvojové krajiny, ktoré sa neintegrujú do svetovej ekonomiky, resp. neparticipujú na procesoch mondializácie, zostávajú pozadu, oneskorujú sa.

Vo vyspelých, industrializovaných krajinách, pre ktoré je charakteristická vysoká miera otvorenosti ekonomiky, sa ale nezdá, že by tento jav bol významnou príčinou väčšej nerovnomernosti. Je síce pravda, že nerovnomernosti v určitých vyspelých krajinách stúpajú, pričom sa ale na základe analýz ukazuje, že príčinou tohto javu je evidentný, výrazný rozdiel medzi mzdami kvalifikovaných a menej kvalifikovaných, resp. nekvalifikovaných pracovných síl, čo je spôsobené technickým a technologickým pokrokom a nie kvantitou a kvalitou výmeny statkov a iných komponentov s krajinami, kde sú mzdy podstatne nižšie.

V rozvojových krajinách nerovnomernosti vzrástli, aj keď príjmy bohatých aj chudobných zaznamenali evidentný vzostup. Príčinou tohto vývoja nie sú procesy mondializácie, ale skutočnosť, že na nerovnomernosti v ekonomikách pôsobia mnohé faktory, ekonomické aj mimoekonomické. Niektoré faktory sú špecifické, napríklad vojna, prírodné katastrofy, iné všeobecné, ako napríklad technický a technologický pokrok vyvolaný tokom inovácií do národného hospodárstva.

Samozrejme, mondializácia sa musí vysporiadať s určitými problémami, pričom zástož pri riešení týchto problémov musí prevziať verejná moc, teda vláda zodpovedná za koncipovanie a realizáciu národohospodárskej politiky.

### Mondializácia vo finančnom sektore

Dôležitú úlohu a funkcie zohráva proces mondializácie v oblasti financií a vo finančnom sektore vôbec. Možno identifikovať v podstate štyri faktory, ktoré proces mondializácie permanentne sprevádzajú. Pokroky v oblasti informácií a informatiky umožňujú účastníkom finančných a bankových operácií ľahšie a rýchlejšie zhromažďovať a spracúvať informácie, ktoré potrebujú na posúdenie prípadného finančného rizika, na uzatváranie zmlúv a dohôd a na riadenie nespočetných medzinárodných finančných transakcií. Mondializácia národných ekonomík umocňuje aktivity podnikateľských subjektov v oblasti produkcie, spotreby, investícií. Krajiny, ktoré odstránili prekážky v oblasti medzinárodnej výmeny statkov a služieb a pohybov medzinárodného kapitálu si vytvárajú dobré predpoklady na svoju prosperitu nielen z krátkodobého, ale aj z dlhodobého hľadiska. Svetové exporty statkov a služieb, ktoré dosiahli v priemere 2,3 mld. USD za rok v období 1983 – 1992 sa stonásobili a v roku 2001 dosiahli objem 7,6 mld. USD. Tento vývoj pôsobil stimulačne na dopyt po medzinárod-

nom financovaní, uprednostňoval tvorbu kapitálových rezerv a dopyt po pôžičkách. Procesy liberalizácie národných finančných a kapitálových trhov kombinované s rýchlym pokrokom informatiky a pochopiteľne mondializácia národných ekonomík stimulovali inovácie v oblasti financií a rast medzinárodných kapitálových tokov. Mondializácia finančného sprostredkovania ako konkrétny prejav inovácie v oblasti financií je sčasti reakciou na dopyt po mechanizmoch finančného sprostredkovania na jednej strane a sčasti reakciou na pokles prekážok pri výmene statkov, služieb a kapitálu, flexibilitu pravidiel upravujúcich prístup zahraničných finančných inštitúcií na národné finančné trhy na druhej strane. V dôsledku týchto skutočností hrubé (brutto) toky medzinárodného kapitálu dosiahli 7,5 bilióna USD v roku 2000 a boli štyrikrát väčšie ako v roku 1990. Čisté (netto) medzinárodné kapitálové toky vzrástli tiež, kým v roku 1990 dosahovali 500 mld. USD, v roku 2000 tento objem predstavoval už 1,2 bilióna USD. Konkurencia medzi inštitúciami poskytujúcimi už spomínané intermediačné finančné služby sa tiež výrazne zintenzifikovala práve vplyvom mondializácie národných ekonomík, technologického pokroku, liberalizácie finančných a kapitálových trhov. V mnohých krajinách boli modifikované zásady a pravidlá upravujúce finančné intermediačné (sprostredkovateľské) služby, čo podnietilo vznik nových inštitúcií bezprostredne sa zaoberajúcich problematikou finančných služieb. Nové typy finančných inštitúcií nebankového charakteru, domy cenných papierov, poisťovacie spoločnosti, špeciálne finančné spoločnosti, arbitrážne fondy, podniky telekomunikácií a iné subjekty začali poskytovať finančné intermediačné služby, ktoré predtým ponúkali a poskytovali výlučne len banky.

Mondializačné procesy majú svojich oponentov, ako napríklad dokazujú protesty a antimondializačné demonštrácie v Seattle, Quebecu a inde proti Medzinárodnému menovému fondu, Svetovej banke, Organizácii pre svetový obchod. Treba ale konštatovať, že v poslednom období sa situácia začína pomaly, ale evidentne meniť. Môžeme preto položiť otázku: Ako sa vyvíjajú názory a posudzovanie procesov mondializácie?

a) Je jasne dokázané, že diskusie musia byť orientované na základné (kľúčové) otázky mondializácie. Ukazuje sa, že nie je správne oponovať proti mondializácii ako takej. Je žiaduce orientovať diskusie na identifikáciu efektívnych prostriedkov a spôsobov, ako zvýšiť a rozdeliť pozitíva procesov mondializácie pri súčasnom maximálnom znížení nákladov, ktoré sú s nimi spojené.

b) Dôležitosť medzinárodnej spolupráce vyplýva zo samotného dlhého zoznamu svetových problémov a otázok. Zdá sa, že pokiaľ ide o svetovú ekonomickú spoluprácu a špeciálne o spoluprácu s Medzinárodným menovým fondom, nepriamym dôsledkom môže byť nové hodnotenie úlohy a funkcií inštitúcií Bretton-Woodských dohôd.



c) Stalo sa ešte akútnejším pripomenúť slová Horsta Köhlera, generálneho riaditeľa MMF: „...nemôže existovať šťastná budúcnosť pre bohatých, ak nebude existovať nádej zlepšiť budúcnosť pre chudobných“. Z pozície tohto morálneho aspektu redukcia chudoby vo svete je nevyhnutnou podmienkou bezpečnosti sveta.

d) Spomalenie ekonomického rastu v svetovej ekonomike, ktoré sa prejavilo na začiatku roku 2001 a zostrilo po teroristických útokoch 11. septembra, odhalilo a upozornilo na krehkosť ekonomickej prosperity.

Niekoľko môže prekvapiť, že v bode b) sa objavuje požiadavka určitého nového zhodnotenia Bretton-Woodských dohôd. V tejto súvislosti je užitočné pripomenúť, že 44 krajín zastúpených na Monetárnej a finančnej konferencii Spojených národov v Bretton-Woods (štát New Hampshire) v roku 1944 si dalo za cieľ rekonštruovať zásadným spôsobom medzinárodný ekonomický systém, ktorého zručenie dalo do pohybu veľkú depresiu svetovej ekonomiky v rokoch 1929 – 1933 a následne druhú svetovú vojnu. Preto bolo navrhnuté založiť (vytvoriť) Medzinárodný menový fond a Svetovú banku a neskôr Svetovú organizáciu pre obchod.

Vo veľmi stručnej podobe preto uvedieme prvé ciele MMF zakotvené do 1. článku Štatútu, ktoré zostali v zásade identické od 40-tich rokov, nie sú kontradiktórne s procesmi mondializácie, ba naopak s nimi harmonizujú:

- podporovať medzinárodnú monetárnu spoluprácu ako prostriedok, ako inštitúciu, ktorá permanentne poskytuje konzultačný mechanizmus a spoluprácu pri riešení medzinárodných monetárnych problémov,
- uľahčovať expanziu a harmonický rast medzinárodného obchodu a prispievať takýmto spôsobom k zvyšovaniu úrovne zamestnanosti a reálnych príjmov,
- podporovať stabilitu výmenných relácií (terme of trade, les taux de change) medzi členskými štátmi s cieľom chrániť túto stabilitu pred znehodnocujúcimi konkurenčnými vplyvmi,
- podieľať sa na vytváraní multilaterálneho reglementačného systému bežných transakcií medzi členskými štátmi a eliminovať súčasne reštrikcie, ktoré môžu negatívne vplyvať na rozvoj svetového obchodu,
- zvýšiť dôveru členských štátov poskytnutím zdrojov MMF na dočasné používanie jednotlivými členskými štátmi za adekvátne záruky, poskytnúť im možnosť korigovať nerovnováhy v platobných bilanciách členských štátov bez toho aby museli pristúpiť k opatreniam, ktoré by škodili ekonomickej prosperite na národnej a medzinárodnej úrovni,
- v súlade s predchádzajúcim textom skrátiť lehoty redukcie dopadov nerovnováh platobných bilancií na ekonomiky členských štátov.

Čo je potrebné urobiť v najbližšom období, aby procesy mondializácie mohli úspešne pokračovať? Po prvé treba nielen identifikovať (pomenovať) problémy, ktoré

treba riešiť, ale paralelne nájsť dostatočné finančné prostriedky na ich efektívne riešenie, pričom je žiaduce rešpektovať medzinárodnú dimenziu jednotlivých problémov. Čisto národný prístup k riešeniu určitých problémov môže spôsobiť ich prenesenie za hranice bez toho, aby boli na národnej úrovni trvale a úspešne riešené. Po druhé je mimoriadne žiaduce, aby prijaté opatrenia na riešenie problémov boli adekvátne stanoveným cieľom nielen z národného, ale aj medzinárodného aspektu. Napríklad, ak je stanovený cieľ znížiť svetovú chudobu do roku 2015 na polovicu, potom je potrebné na dosiahnutie tohto cieľa urobiť tieto opatrenia: znížiť dlhy, pretože najchudobnejšie krajiny sú mimoriadne zadlžené, vytvoriť systém sociálnych opatrení na zmiernenie (tlmenie) dopadov krátkodobého charakteru vyplývajúcich z ekonomických reforiem na zraniteľné skupiny obyvateľstva, zvýšiť sociálne výdavky, konkrétne do školstva a zdravotníctva. Osobitne dôležité je pripraviť a realizovať dohodu v súvislosti s požiadavkou OSN, aby bohaté krajiny prispievali 0,7 % zo svojho hrubého domáceho produktu na rozvojovú pomoc chudobným krajinám. Po tretie sa žiada prehodnotiť aktivity inštitúcií, ktoré rozhodujúcim spôsobom ovplyvňujú vývoj a trendy svetovej ekonomiky, aby vytvorili a aplikovali vlastné mechanizmy na riešenie svetových, nielen ekonomických problémov. Čo sa týka ekonomických problémov, dôležitá úloha pripadá v podstate trom inštitúciám: Medzinárodnému menovému fondu, Svetovej banke a Medzinárodnej organizácii pre obchod. Tieto tri inštitúcie spravujú a rozhodujú o širokej a kľúčovej palete ekonomických problémov. Existujú ale naliehavé problémy, ktoré nepatria do ich kompetencie, ale zasluhujú si oprávnenú pozornosť iných národných a medzinárodných spoločenstiev a inštitúcií. Ide o problémy ako ekológia, právo na prácu, medzinárodná a miestna migrácia, ľudské práva a pod. Aby sme sa plne zmocnili výzvy mondializácie, aby sa tento proces stal realitou, musíme nájsť aj prostriedky na rozvážne riadenie tohto procesu.

Existujú určité javy, ktoré priebeh ekonomického rozvoja a ekonomického rastu v jednotlivých krajinách vážne narúšajú a tým aj negatívne pôsobia na mondializačné procesy. Ide o zlé spravovanie a riadenie vecí verejných a korupciu. Tieto javy vytvárajú vážne problémy vo viacerých krajinách, pretože znižujú, skracujú verejné príjmy, vedú k nehospodárnosti a vo finálnom vyústení oslabujú ekonomickú situáciu danej krajiny a podkopávajú dôveru obyvateľstva voči verejným inštitúciám a činom vlády. Tu zohráva dôležitú úlohu Medzinárodný menový fond, ktorý podnecuje dobré spravovanie verejných vecí v členských krajinách tým, že podporuje realizáciu národohospodárskej politiky a štruktúrne reformy, že akcentuje transparentnosť finančných operácií vo verejnom sektore, poskytuje technickú pomoc pri zdokonaľovaní spravovania verejných zdrojov a uskutočňuje výskumné práce v týchto oblastiach.

## JOSEPH STIGLITZ

doc. Ing. Marta Martincová, PhD., Ekonomická univerzita v Bratislave

**Joseph Stiglitz, profesor na Columbia University, presvedčený novokeynesovec, dostal Nobelovú cenu (spolu s G. A. Akerlofom a A. M.**



**Spencerom v roku 2001 za výskum „informačnej asymetrie na trhu“, ako aj za analýzy „morálneho hazardu“ v ekonomike.**

Narodil sa 9. februára 1943 v Gary, štát Indiana v USA. Zaujímavosťou v tejto súvislosti je fakt, že v tomto meste sa narodil aj ďalší veľmi významný nositeľ Nobelovej ceny za ekonomiu Paul Samuelson.

Joseph E. Stiglitz navštevoval štátne školy. Počas rokov 1960 – 1963 študoval na Amherst college, malej vysokej škole v Novom Anglicku. Na ekonomiu sa zamerl v treťom ročníku štúdia. Amherst college opustil v poslednom ročníku štúdia, pretože dostal štipendium na MIT (Massachusettský technologický inštitút). Až neskôr mu bol udelený dodatočne absolventský diplom a neskôr aj čestný doktorát.

Štúdium na MIT bolo významné pre rozvíjanie jeho profesie ekonóma. Na MIT strávil dva roky ako študent a potom tam pokračoval v doktorandskom štúdiu. Vyučovali ho vynikajúci učitelia, z ktorých boli minimálne štyria laureáti Nobelových cien – Samuelson 1970; Solow – 1987; Modigliani – 1985; Arow – 1972. Jeho prvý referát prezentovaný na akademickom podujatí bol zostavený spoločne s Georgom Akerlofom, s ktorým sa delí aj o Nobelovú cenu. Po skončení prvého roku štúdia na MIT mu bolo ponúknuté oponovať články Paula Samuelsona. Aj po odchode z MIT bol ešte dlho známy ako najlepší oponent Samuelsonových článkov.

V rokoch 1965 – 1966 získal Stiglitz štipendium na univerzite v Cambridze. Z Cambridgu sa vrátil na MIT a po roku odišiel vyučovať na univerzitu Yale, okrem iného aj preto, že mu to zabezpečovalo odklad narukovania do vojny vo Vietname. Počas tohto obdobia pokračoval v práci o dynamike (prispôsobenia sa) ekonomík a začal sa zaoberať problémom neistoty v ekonomike, čo ho priviedlo k práci o úlohe informácií v ekonomike.

Hlavným predmetom záujmu J. Stiglitz pri skúmaní dynamiky (prispôsobenia sa) bola stabilita trhovej ekonomiky. Spolu s Karlom Shellom poukázal na to, že konkurencieschopná ekonomika s budúcimi, stále pribúdajúcimi trhmi vo všeobecnosti bude vystavená nestabilite dynamiky (prispôsobenia sa). Podľa Stiglitz len v prípade, že uvažujeme variant predpokladu racionálnych očakávaní, ak vytvoríme jednoduché modely s dlhým časovým horizontom, tak zistíme, že problémy s nestabilitou a neefektívnosťou nenastanú.

Stiglitzová práca o neistote v ekonomike ho priviedla k výskumu informačných asymetrií a ďalej všeobecne k práci o nedokonalnej informovanosti subjektov na trhu. Stiglitz poukázal na dôsledky ekonomického správania subjektov na

trhu. Prvý kurz, kde pôsobil ako vyučujúci, bola štatistika, a to konkrétne používanie teórie pravdepodobnosti pri vysvetľovaní štatistických nepresností.

Ďalšou kľúčovou prácou bola kniha o verejných financiách „Ekonomika verejného sektora“, v ktorej objasňuje zásady fungovania správne riadeného a šetrného štátu. Vo svojej prednáške pri príležitosti udeľovania Nobelovej ceny sa vyjadril, že informácia je z rôznych hľadísk ako verejný statok a je preto nepravdepodobné, že privátny trh zabezpečí efektívne alokovanie zdrojov, keď je informácia endogénnou veličinou. Aj jeho ďalšie práce boli zamerané na presnejšie zadefinovanie pôvodu zlyhania trhu.

Pre vývoj myslenia J. Stiglitz týkajúceho sa ekonomiky informácií bol významný jeho pobyt v Keni. Pomohlo mu to pochopiť od základu problémy, s ktorými musí zápasiť chudobná krajina. Takto mal možnosť poznať problémy ekonomiky, ktorá sa veľmi líšila od fungujúcej trhovej ekonomiky. Podobne aj skutočnosť, že vyrastal v Gary, štát Indiana mu pomohla pochopiť napr. problém mzdovej diskriminácie, čo ho viedlo k poznatku, že určité predpoklady fungujúceho trhu v praxi neboli dôsledne splnené.

Aj keď J. Stiglitz venoval väčšinu svojho profesionálneho úsilia výučbe ekonomie a ekonomickému výskumu, krátko sa zaoberal aj poradenskou činnosťou. Za veľmi dôležité považoval problémy verejnej politiky. Jeho prvý veľký konzultačný projekt bol priamym následkom jeho práce o nedokonalých informáciách, bol orientovaný na informačné externality, ktoré nastali v čase ropného rozmachu. Ďalšie konzultácie spojené prevažne s porušením antitrustových pravidiel, alebo s otázkami úlohy centrálnej vlády dali Stiglitzovi podnety na objasnenie ako v skutočnosti fungujú trhy a ako sa správajú firmy na týchto trhoch. Joseph Stiglitz v súčasnosti vyučuje ekonomiu a financie na Columbia University, dostal Nobelovú cenu za analýzy „morálneho hazardu“ v ekonomike.

V roku 1993 sa stal šéfom ekonomických poradcov Billa Clintona. Presadil zníženie verejného dlhu a rozpočtového deficitu. V roku 1997 ho vymenovali do funkcie hlavného ekonóma a viceprezidenta Svetovej banky, čo mu umožnilo priamy prístup k informáciám o rozvojevej pomoci. V roku 2001 sa svojej funkcie vzdal.

J. Stiglitz sa zamýšľal aj nad novými výzvami a problémami globalizácie. Je autorom knihy „Globalizácia a ňou rozla-



dení“ (*Globalization and its Discontents*), kde kladie architektom globalizácie zásadnú otázku: Prečo USA, keď im hrozí recesia, reagujú primeraným uvoľnením monetárnej a fiškálnej politiky a zároveň MMF radí, ba priam vnucuje rozvojovým krajinám úplný opak? Tieto Stiglitzove argumenty vyvolali veľkú diskusiu v radoch zástancov i odporcov globalizácie.

### Informačná asymetria na trhu

Stiglitzova vedecká práca o neistote v ekonomike ho priviedla k poznatkom o informačných asymetriách a vo všeobecnosti nedokonalnej informovanosti na trhu, čo bolo už len krôčik k zovšeobecneniu, že trh nie je ideálny. Stiglitz a jeho kolegovia G. A. Akerlof a A. M. Spencer sú presvedčení, že už dokonca malé odchýlky od racionality vo vzťahoch medzi jednotlivými subjektmi v hospodárstve vyvolávajú makroekonomické poruchy. V klasických, resp. neoklasických ekonomických modeloch je kľúčovým prvkom predpoklad, že trh je dokonalý. Kupujúci i predávajúci majú rovnakú silu aj šancu dosiahnuť uspokojivú cenu. Majú dokonalé informácie, vedia, kto predáva najlacnejšie aj kto kupuje najdrahšie. Skutočný trh však nie je dokonalý, na jednej strane sú subjekty, ktoré majú privilégia, na druhej strane sú účastníci, ktorí sú ukrivdení. Sú firmy, ktoré môžu s predajom počkať, pretože majú rezervy, iné musia predávať za každú cenu. Jedni vedia veľa o tovaroch a podmienkach na trhu, iní nevedia nič.

Podľa Stiglitz (a vôbec novokeynesovcov) je nerovnaký prístup k informáciám a nerovnaká pozícia subjektov pre reálny trh príznačná.

Ak teda zohľadníme tento predpoklad, je vcelku zřejmé, že trh neprispieva k optimálnemu prerozdeleniu zdrojov, ktorými spoločnosť disponuje. Inak povedané: teória ekonómie potrebuje doplnenie. Rovnováha dopytu a ponuky ako základná téza každej zo štandardných učebníc ekonómie je iba teoretickou hypotézou. Na trhu by jednoznačne mali profitovať dobre riadené podniky, firmy zamestnávajúce vysokokvalifikovaných pracovníkov. V skutočnosti je to oveľa komplikovanejšie. Vŕhá ten, kto porušujú zákony ničí etiku obchodovania, pretože tým eliminuje konkurenciu.

Joseph Stiglitz si uvedomoval, že klasický, resp. neoklasický model trhu nezohľadňoval predpoklad prístupu k informáciám, ale taktiež úplne ignoroval technický pokrok. Stal sa stúpencom Josepha Schumpetera zdôrazňujúceho význam inovácií, poukázal však aj na to, že raz založený monopol môže pretrvať, nemusí to byť krátkotrvajúca záležitosť.

Začiatkom 70-tych rokov Stiglitz zaujali alternatívne prístupy k fungovaniu trhu založené na evolučnej báze Hayeka. Zaujímal sa o hodnotenie evolučného procesu. Za kľúčovú považoval otázku, či sa môžu slobodne fungujúce trhy dostať bez vonkajšieho pričinenia do efektívnej želannej evolúcie, či sú možné intervencie na týchto trhoch, ktoré by spôsobili, že sa evolúcia vyformuje tak, že dôjde k lepšiemu výsledku. Táto otázka podľa Stiglitz ešte nie je dostatočne prebádaná. Vo svojej prednáške pri udelení Nobelovej ceny sa vyjadril, že existujú limity evolúcie voľného trhu. Iba časť tohto problému spočíva v nedokonalostiach kapitálového trhu.

J. Stiglitz argumentuje: Súkromný vlastník spravuje majetok lepšie ako štát, pričom odstránenie reštrikcie v hospodárstve podporuje rozvoj. Ale zároveň je potrebné mať na zreteli: v krajinách, kde sa trhový systém iba konštituuje a začína sa rozbiehať, má táto zásada mnohé výnimky. Človek, ktorý o týchto výnimkách vie veľmi veľa je Joseph Stiglitz.

Stiglitzove názory na neadekvátnosť štandardného modelu sa naplno prejavili pri diskusii o procese transformácie bývalých socialistických ekonomík na trhové ekonomiky. V tomto procese zdôrazňoval dôležitosť konkurencie, centrálnej vlády, financií a v širšom meradle aj inštitucionálnej (vrátane právnej) infraštruktúry. Nezodrazňoval však veľmi privatizáciu. Bol súčasťou skupiny odborníkov, ktorým sa niekedy hovorí „gradualisti“ ako protikladu ku teórii šokovej terapie, ktorá sa sústredila na rýchle zmeny s rýchlou privatizáciou. Stratégia transformácie, ktorej bol Stiglitz zástancom bola zreteľne odlišná od tej, ktorú presadzoval MMF a jeho stúpenci. Zlyhania mnohých krajín pri pokuse o úspešný prechod k trhovej ekonomike poskytovali nový pohľad na to, čo ovplyvňuje fungovanie trhových ekonomík. Jeden z týchto pohľadov mal Stiglitz možnosť skúmať v období, keď pôsobil ako hlavný ekonóm Svetovej banky. Postupne sa však vytvorila široká zhoda v názore na dôležitosť inštitucionálnej infraštruktúry a nebezpečenstva rýchlej privatizácie v procese transformácie na trhové ekonomiky. Stiglitz bol hlboko presvedčený, že v ekonomike má vláda zohrávať dôležitú úlohu. Snažil sa objasniť vo svojej práci o ekonomike verejného sektora, ako môže vláda zastávať túto svoju úlohu čo možno najefektívnejšie. Jednou z dôležitých otázok, ktorými sa v tejto súvislosti zaoberal bol problém ako dosiahnuť prerozdelenie príjmov tak, aby minimalizovali straty efektívnosti, ktorým sa nedá zabrániť a súvisia s daňovými poruchami.

Ďalším dôležitým bodom v Stiglitzovej vedeckej práci v oblasti nedokonalých informácií je organizácia trhov. Trhy, v ktorých sú nedokonalé informácie, sa tiež zvyknú označovať ako monopolistická konkurencia.

### Ekonómia verejného sektora

Nová etapa v profesionálnom živote J. Stiglitz začala začiatkom 90-tych rokov. Stal sa členom administratívy vtedajšieho amerického prezidenta Clintona, neskôr predsedom rady ekonomických poradcov. Rozsah právomocí súvisiaci s touto funkciou nezahŕňal len makroekonomické opatrenia, ale aj čiastkové politiky takmer každej sféry ekonomiky. Podrobne sa zaoberal aj environmentálnymi problémami. Za jeden z významných prínosov tejto etapy profesionálnej cesty J. Stiglitz je podľa jeho vlastných slov zedefinovanie novej ekonomickej filozofie tzv. „tretej cesty“, ktorá zdôrazňovala dôležitú, ale limitovanú úlohu vlády, a ďalej, že nenasýtené trhy často nefungovali dobre, ale aj vláda nebola vždy schopná napraviť obmedzenie na trhu (limitáciu trhu). Výskum, na ktorom sa Stiglitz podieľal počas 25-tych rokov poskytol intelektuálne zázemie pre túto „tretiu



cestu“. Aj jeho práca o informačných asymetriách zdôrazňovala dôležitosť podnetov a rozporov medzi vládnymi úradníkmi a obzvlášť profesionálnymi politikmi a tými, ktorým majú slúžiť, teda občanmi.

Keď znovu zvolili do úradu prezidenta Clintona, požiadal Stiglitz, aby zostal na poste predsedu rady ekonomických poradcov na ďalšie obdobie. On však už prijal ponuku Svetovej banky na post „senior vice president“ pre rozvojovú politiku, ako aj na post hlavného ekonóma.

### Stiglitzov prínos k monetárnej teórii

Stiglitz zazlieva MMF, že mechanicky presadzuje liberalizáciu kapitálových tokov, zároveň svoje názory presadzuje akoby boli Pareto dominantné (t. j., že sú to politiky, ktoré by každému umožnili vyšší životný štandard tak, aby neboli žiadne kompromisy).

Škodlivý je najmä krátkodobý kapitál, ktorý preferuje krajiny, kde má záruky vyšších ziskov. Dôsledkom toho je, že domáca mena nezdravo zosilnie, ale kapitál vzápätí krajiny opúšťa, pretože nechce doplatiť na finančnú krízu.

Stiglitz upozorňuje, že zahraničný kapitál najradšej priteká tam, kde ho najmenej potrebujú. Investorov láka najmä hospodársky boom. Keď začne recesia, kapitál odchádza, kríza sa prehĺbi a kapitál konjunktúrne cykly posilňuje.

MMF analyzuje predovšetkým makroekonomické ukazovatele: infláciu, rozpočtový deficit a deficit platobnej bilancie. Ak krajine hrozí kríza, fond odporúča zaviesť reštriktívnu antiinflačnú politiku znižovania výdavkov a reformovať finančný systém. Stiglitz tento recept považuje za škodlivý. Najškodlivejšie sú podľa neho záchranné aktivity fondu. Pomoc ohrozeným krajinám umožní udržať vysoký kurz meny dovtedy, kým bohatí investori svoje peniaze nevyzdvihnú a neuložia na bezpečnejšom mieste. Krízou vo východoázijských ekonomikách sa Stiglitzov nesúhlas s takouto politikou MMF ešte viac vyhrotil. Postup MMF pri riešení tejto krízy nebol v súlade s jeho poznatkami z oblasti informačných asymetrií a bankrotov, centrálnej vlády a financií.

J. Stiglitz analyzoval príčiny vzniku argentínskej finančnej krízy a aj v tomto prípade kritizoval odporúčania MMF. V tomto prípade kritizoval zavedenie systému „currency board“ (menového výboru) nasledovnými výrokmi:

- fixácia k mene ako dolár je veľmi riskantná záležitosť. Argentína mala tento spôsob menovej fixácie opustiť už pred rokmi;
- jednostranný pohľad na infláciu – bez záujmu o vývoj nezamestnanosti alebo ekonomického rastu – je riskantné;

- Argentína bola chválená za to, že umožnila zahraničným subjektom vlastniť banky. Na krátku dobu síce vznikol stabilnejší bankový systém, lenže nepožičiaval malým a stredným firmám. Rast sa nezaobíde bez finančných inštitúcií, ktoré požičiavajú domácim firmám;
- MMF nesie veľkú časť viny za argentínsku krízu zotrvaním na reštriktívnej politike. Aj keď Stiglitz predpokladá aj reakciu MMF – obvinenie z korupcie a nepresadenia nutných opatrení.

Ďalšou myšlienkou, ktorú J. Stiglitz vniesol do diskusie o hľadaní nových inovačných prístupov k financovaniu ekonomického rozvoja, je nová podoba globálneho platidla, podobného zvláštnym právom čerpania (SDR). SDR sú globálnymi peniazmi, ktoré vydáva MMF, a ktoré členské krajiny prijímajú a vymieňajú za doláre a iné tvrdé meny. Podstata systému by podľa Stiglitzu bola jednoduchá: Krajiny sveta si každý rok odkladajú finančné rezervy pre nepredvídateľné prípady. Tieto prostriedky nemôžu byť využité pre financovanie investícií, ktoré chudobné krajiny potrebujú. Keby bola zavedená nová „globálna mena“ mohli by krajiny svoje rezervy držať namiesto v dolároch v tejto mene. Tieto peniaze by podľa Stiglitzu mohli byť presunuté do rozvojových krajín na financovanie rozvojových programov. Tieto „globálne peniaze“ by mohol vydávať MMF (ktorý vydáva aj SDR), alebo nejaká nová inštitúcia. Súčasne s ňou by sa vytvoril aj súbor správcofských fondov pre oblasť školstva, zdravotníctva. O projekty by krajiny súťažili.

Táto schéma by nebola inflačná. Globálne peniaze by kompenzovali inflačné predsudky, ktoré sú dôsledkom toho, že tá časť štátnych príjmov, ktorá je uložená ako rezerva sa nikdy neodrazí v celkovom globálnom dopyte.

Záverom možno zhrnúť, že vedecký výskum J. Stiglitzu bol do veľkej miery ovplyvnený jeho životnými skúsenosťami. Dominantnou témou jeho vedeckých prác sú implikácie ekonomiky informácií pre makroekonómiu a monetárnu teóriu obzvlášť.

Ďalšia hlavná oblasť jeho výskumu zahŕňa aj v súčasnosti pokračujúce analýzy primeranej úlohy štátu v ekonomike, najmä kombinácia opatrení vlády v oblasti ekonomickej efektívnosti, sociálnej spravodlivosti, individuálnej zodpovednosti a iných liberálnych hodnôt.

Sám sa nepovažuje za nepriateľa slobodného trhu. Bráni pred týmto obvinením aj svojho duchovného otca Johna Maynarda Keynesa. Píše: Keynes bol predovšetkým radikálny konzervatívce. Trhu veril fundamentálne, pravda s pripomienkou, že trh bude efektívny iba vtedy, keď vláda dokáže opravovať jeho chyby.

#### Najdôležitejšie práce:

- The Roaring Nineties, W. W. Norton & Company, forthcoming in October 2003.
- Towards a New Paradigm in Monetary Economics, with Bruce Greenwald, Cambridge University press, forthcoming in May 2003.
- Globalization and Its Discontents, W.W. Norton & Company, June 2002.

- Economics, Third Edition, with Carl E. Walsh, W.W. Norton & Company, April 2002.
- Principles of Macroeconomics, Third Edition, with Carl E. Walsh, W.W. Norton & Company, March 2002.
- The Rebel Within. Joseph Stiglitz and the World Bank, edited by Ha-Yoon Chang, Authem Press, February 2002.

## DISKUSIA O VSTUPE SLOVENSKA DO EURÓPSKEJ ÚNIE SA ZINTENZÍVŤUJE

Ing. Ivana Šikulová, Ústav slovenskej a svetovej ekonomiky SAV

***Už len necelých sedem mesiacov nás delí od dlho očakávaného vstupu do Európskej únie. Informovanosť obyvateľstva o tomto integračnom zoskupení sa síce vďaka aktivitám uskutočneným pred všeľudovým hlasovaním o začlenení Slovenska do EÚ zvýšila, no naďalej v nej treba pokračovať.***

Úrad vlády SR otvoril konferenciou Ekonomické a sociálne súvislosti integrácie Slovenska do Európskej únie, ktorá sa konala dňa 4. septembra 2003 a bola zorganizovaná v spolupráci so Slovenskou akadémiou vied (SAV) svoju oficiálnu informačnú kampaň.

Konferencia bola zameraná na prezentáciu rovnomennej dosahovej štúdie, ktorú vypracoval Ústav slovenskej a svetovej ekonomiky SAV (ÚSSE). V kongresovej sále historickej budovy Národnej rady SR v Bratislave sa zišli pozvaní poslanci NR SR, predsedovia výborov NR, predsedovia politických strán zastúpených v NR SR, členovia vlády SR, zástupcovia výskumu, vysokých škôl, štátnej správy a regionálnej samosprávy, predstavitelia rôznych záujmových zväzov a združení, mimovládnych organizácií a masmédií.

Na úvod vystúpili podpredseda vlády SR pre európsku integráciu Ing. Pál Csáky a predseda SAV prof. Ing. Štefan Luby, DrSc. Obaja ocenili kvalifikované spracovanie štúdie a vyjadrili jej autorom poďakovanie. Pál Csáky zdôraznil cieľ konferencie, ktorým bolo iniciovať celospoločenskú diskusiu o členstve našej krajiny v Európskej únii.

Štúdiu uviedol vedúci autorského kolektívu a riaditeľ ÚSSE SAV doc. Ing. Milan Šíkula, DrSc., ktorý prítomných oboznámil i s hlavnými črtami externého prostredia v etape integrácie Slovenska do EÚ.

Vplyv vstupu našej krajiny do EÚ na zahraničný obchod a prílev priamych zahraničných investícií zhodnotil Ing. Richard Outrata, CSc. a Ing. Daneš Brzica, PhD. sa vo svojom príspevku venoval inštitucionálnym otázkam. Ing. Karol Morvaj, PhD. sa zaoberal hlavnými úlohami hospodárskej politiky a prof. Ing. Milan Buček, DrSc. regionálnym aspektom integrácie do EÚ. Perspektívami podnikovej sféry v súvislosti so začlenením SR do EÚ sa zaoberal doc. Ing. Peter Staněk, CSc., problematikou poľnohospodárstva Ing. Marián Božík, PhD., trhom práce a sociálnymi dimenziami integrácie Ing. Ján Košta, CSc. Hodnotenie výkonnosti slovenskej ekonomiky a predpokladané trendy jej vývoja do roku 2010 prezentoval doc. RNDr. Viliam Páleník, PhD., a doc. Ing. Jan Iša, DrSc. vystúpil na záver s príspevkom o príprave SR na vstup do Európskej menovej únie.

Konferencia vytvorila medzi jednotlivými blokmi dostatok priestoru na diskusiu. Pútavá bola výmena názorov

týkajúca sa Írska ako krajiny, ktorá môže byť vzorom pre Slovensko v mnohých ohľadoch. Zástupcovia podnikovej sféry vyjadrili záujem o výmenu praktických skúseností s tvorbou projektov a veľký ohlas vyvolala problematika voľby stratégie regionálnej politiky.

Diskusia však bude pokračovať i vo verejnoprávnom rozhlase a televízii, ktoré spolu s kontaktovanými pracovníkmi niektorých ministerstiev poskytnú občanom, firmám a samospráve cenné informácie o EÚ.

Počas celej konferencie sa zdôrazňovalo, že členstvo v tomto integračnom zoskupení prináša so sebou na jednej strane príležitosti, šance a výhody, ktorých sa treba vedieť chopiť, a na druhej strane je spojené i s určitými rizikami, ohrozeniami a nevýhodami, ktoré je potrebné vedieť včas identifikovať a minimalizovať. Integračné výhody a nevýhody nie sú teda ničím statickým, ale predstavujú dynamický proces, ktorý vo veľkej miere závisí od schopností integrujúcich sa subjektov reagovať na ne.

Nevyhnutnosťou v príprave na vstup do EÚ je participácia všetkých hierarchických úrovní a subjektov na integračnej stratégii Slovenska, a to primerane ich miestu a úlohám. Medzi centrálnymi orgánmi, regionálnymi orgánmi, podnikateľskými subjektmi, odvetvovými a zamestnaneckými združeniami, ako i ďalšími záujmovými zoskupeniami by nemala chýbať komunikácia, vzájomná koordinácia postupov a zladovanie záujmov. To im následne umožní vymedziť integračnú stratégiu vo svojej sfére pôsobnosti a participovať na tvorbe celkovej národohospodárskej stratégie začleňovania sa do európskych štruktúr. Tieto požiadavky vyvolávajú potrebu uplatňovať systematickejší prístup v priebehu prípravy našej krajiny na vstup do Európskej únie.

Uvedená dosahová štúdia ÚSSE SAV, ktorej štandardná vedecká oponentúra sa konala koncom júna, nadväzuje na výsledky minuloročnej štúdie a určite nie je poslednou. Jej základným cieľom bolo prehĺbiť vedeckú argumentáciu nárokov na prointegračnú adaptáciu našej ekonomiky. Možno skonštatovať, že je skutočne vhodným odrazovým mostíkom pre kampaň vlády, ktorej informačné aktivity budú pokračovať i po završení integračného procesu Slovenska.



# 35 ROKOV BANKOVÝCH SLUŽIEB PRE ZAHRANIČNÝ OBCHOD NA SLOVENSKU

## ODKAZY A PODNETY

doc. Dr. Ing. Vladimír Valach

Pred 35. rokmi hŕstka bankových nadšencov začala pripravovať vecné, personálne organizačné i materiálnotechnické predpoklady bankových služieb na Slovensku. Tento významný počin v dejinách moderného bankovníctva na Slovensku by nemal zapadnúť do prachu zabudnutia. Jeho význam a obsah si plnšie uvedomíme, ak si pripomenieme aj celkový kontext, v ktorom s udial. Tým zvýrazníme aj jeho odkaz, posolstvá a podnety pre dnešok.

### Politicko- ekonomický kontext päťdesiatych a šesťdesiatych rokov

Poverenie financí ešte v januári 1948 súhlasilo s koncentráciou všetkých obchodných bánk Slovenska do dvoch centier, ktorými sa stali Tatra banka a Slovenská banka. Po politickom prevrate vo februári 1948 krátko po uskutočnení vládneho programu koncentrácie prišlo nariadenie o zlúčení dvoch zostávajúcich ústavov Slovenskej banky a Tatra banky do jedného celoslovenského komerčného peňažného ústavu – Slovenskej Tatra banky. Ani tu sa proces koncentrácie a radikalizácie v názoroch na postavenie bankovníctva nezastavil. A tak v júni 1950 sa Slovenská Tatra banka stala súčasťou Štátnej banky československej. Kruh sa uzatvára. Na 40 rokov dochádza k monopolu jednej banky, k monopolu zahraničného obchodu a k devízovému monopolu.

V druhej polovici šesťdesiatych rokov dochádza k určitému „oteplňovaniu“ v politickej atmosfére najprv v Bratislave, a potom s „Pražskou jarou“ aj v hlavnom meste Československa, čo nemohlo nemať určitý pozitívny dopad aj v ekonomike. V roku 1965 sa z tzv. SOZA (Správa operácií so zahraničím) v ŠBČS vytvára samostatná Československá obchodná banka so sídlom v Prahe. Na jej čele stál od začiatku Ľudovít Kováčik, významná osobnosť, rodák z Horehronia. Vďaka Ľ. Kováčikovi a vďaka niektorým progresívnym a pragmatickým predstaviteľom na Slovensku, ako aj vďaka celkovému priaznivejšiemu politickému kontextu bolo prijaté na jeseň v r. 1967 rozhodnutie o vytvorení pobočky ČSOB aj v Bratislave. Za týmto zdanlivo suchým kon-

štatovaním sa skrýva nová kvalitatívna zmena s významnými ďalšími dopadmi na prienik do monopolu jednej banky, do monopolu zahraničného obchodu a devízového monopolu, ale aj z hľadiska personálnej a vecnej prípravy na bankovú reformu a ekonomickú reformu na Slovensku po roku 1989.

### Začiatky neboli ľahké

Dvadsať rokov byrokraticko-prikazovacieho modelu riadenia ekonomiky sa plne prejavilo v absolútnom nedostatku profesionálne pripravených ľudí, ale aj v nedostatku kancelárskych priestorov a materiálnotechnického vybavenia. Príznačná v tomto smere bola odpoveď, ktorú vtedy dostal Vladimír Valach, prvý riaditeľ ČSOB, keď sa opýtal, či nemajú niekoho plne odborne pripraveného na tento post. Odpoveď bola, že „za obdobie posledných dvadsať rokov odborníci na bankové služby v devízovej oblasti buď vymreli, alebo sú už tak vysoko, že nechcú začínať znova od nuly“.

A tak nastalo od 4. marca 1968 – od dňa stretnutia V. Valacha s Jozefom Hudákom a Pavlom Varsíkom – obdobie 12-hodinového pracovného dňa, týždňov bez víkendov a rokov bez dovolenky. Bolo treba súčasne vyjašňovať a rozpracovávať koncepciu, aktívne sa zúčastňovať v procese vytvárania novej siete subjektov zahraničného obchodu aj na Slovensku, veľa, veľa študovať, organizovať sťažie v Prahe i v zahraničí, vybavovať náročné administratívne rokovania, zabezpečovať vybavenie kancelárií, a to všetko v podmienkach neraz neprekonateľných investičných a prevádzkových limitov. Všetko vtedy šlo omnoho ťažšie a pomalšie ako dnes, keď prevláda ponuka nad dopytom a sú možnosti vyberať medzi konkurujúcimi si dodávateľmi.

V prvých troch rokoch existencie pobočky ČSOB bola postupne preberaná agenda platobného styku vývozu aj dovozu v celej škále platobných inštrumentov od clean payment, cez dokumentárne inkasá až po náročné akreditívy a garancie, ďalej učitárske operácie, smenárenskú činnosť a príslušné ekonomické agendy. Na konci tejto prvej etapy bola delimitovaná z Prahy prakticky celá agenda potrebná na korunové aj devízo-



**Záber z pracovnej porady v ČSOB z r. 1969 na zabezpečenie ďalšej delimitácie zahraničného obchodu na Slovensko.**

vé služby, platobné i ekonomické služby pre podniky zahraničného obchodu s výnimkou činností, ktoré museli zostať centralizované v ústredí. Pri tejto príležitosti dovoľte malé ex tempore: tento dlh priateľom z Prahy sme splatili po roku 1989, keď preberali od nás skúsenosti pri budovaní ich Záručnej a rozvojovej banky, pretože naša v Bratislave bola prvá v celej strednej a východnej Európe.

Ale vráťme sa ešte o 30 rokov dozadu. V roku 1972 boli s dokončením novej budovy doriešené dizlokačné problémy a v nadväznosti na to dobudovaná aj základná organizačná štruktúra pobočky.

Dnes už nepredstaviteľné ťažkosti pri budovaní nových bankových služieb v devízovej oblasti na Slovensku bolo možné prekonať predovšetkým vďaka obrovskému nasadeniu, nadšeniu a obetavosti desiatok a desiatok pracovníkov pobočky ČSOB. Ich zoznam by si vyžadoval na tomto mieste niekoľko strán. Spomeniem za všetky príklady obetavosti aspoň jeden: keď ma Štefan Žiak, generálny riaditeľ Kerametalu informoval, že z Metalimexu z Prahy majú delimitovať ďalšiu jednu miliardu dovozov v zložitých platobných podmienkach, odpovedal som mu, že pre ČSOB v Bratislave to nebude prekážka i keď som vedel, že nemáme dobudovaný ani útvar platobného styku ani účtáreň a chýbajú nám aj miestnosti. Moji spolupracovníci reagovali na túto správu nasledujúco: „ale veď ešte máme soboty a nedele, niekoľko mesiacov do získania nových priestorov ešte vydržíme“.

Takto sa postupne vytvárala aj nová sieť subjektov zahraničného obchodu na Slovensku so širokou paletou komodít a širokým teritoriálnym rozptylom. Patrili medzi ne Kerametal, Patrimex, Technopol, Slovart, Omnia, Drevouňa, Interccop, Incheba i ďalšie. Odborne i osobnostne vyrastali v nich stovky a stovky nových profesionálov v zaujímavej oblasti. Vďaka ich dobrým kontaktom bolo možné aj v podmienkach monopolu

zahraničného obchodu „prepašovať“ do výroby podnety zo zahraničia, čo sa pozitívne prejavilo aj v oblasti chémie, hutníctva, ale aj spotrebného priemyslu, poľnohospodárstva i v ďalších sektoroch.

Podnety a skúsenosti z ČSOB v Bratislave a v Žiline boli cenné aj pre ďalších partnerov v Obchodnej komore, ale aj inštitúcie v oblasti riadenia a výchovy. Veľmi úzka spolupráca existovala v tom čase s obchodnou a národohospodárskou fakultou Vysoké školy ekonomickej, so strednými ekonomickými školami v Bratislave, v Trenčíne a v Banskej Bystrici, s Inštitútom riadenia, Inštitútom zahraničného obchodu i ďalšími.

Postupne, najmä v osemdesiatych rokoch, keď už spoločnosť bola „tehotná“ na zmeny, sa do ekonomického myslenia „prepašovali“ také pojmy a kategórie ako je podnikanie, riziko, konjunktúra a kríza, platobné podmienky, rozpočet a pod.

### Aké je poslanstvo pre dnešok?

Snáď dnes, v období prudkých zmien, v predvečer vstupu do EÚ, v období konkurencie a stabilizácie bánk na Slovensku sa niekomu môžu zdať spomienky na 35 rokov budovania bankových služieb pre zahraničný obchod banálne a malicherné. Naopak, práve dnes je dobré zastaviť sa a uvedomiť si, čo tomuto celému procesu predchádzalo a čo umožnilo rýchlejšie a účinnejšie realizovať nevyhnutné reformy a zmeny.

Aké je teda poslanstvo výročia spred 35 rokov, aké sú podnety z roku 1968 v bankovníctve na Slovensku?

1. Spôsob, akým sme budovali bankové služby v rámci ČSOB na Slovensku znamenali síce skrytý, ale veľmi výrazný prienik do monopolu zahraničného obchodu spolu s prienikom aj do výrobnjej sféry a do ekonomického myslenia, čo v osemdesiatych rokoch pripravilo pôdu v ekonomickom myslení na zmeny v bankovej a ekonomickej reforme po roku 1989.

2. Nová generácia odborníkov na devízovú oblasť v ČSOB a na zahraničný obchod v subjektoch ZO (zahraničného obchodu) na Slovensku umožnila rýchlejšie realizovať bankovú reformu v nových bankách a rýchlejšie prenikať na zahraničné trhy v novej vlně novozakladaných firiem na Slovensku. Možno zdôrazniť, že v nových bankách bez pracovníkov, ktorí prešli z ČSOB, by budovanie nových produktov, najmä v náročnom platobnom styku so zahraničím, ale aj v ekonomickej sfére bolo pomalšie a náročnejšie.

3. Významným poslanstvom z roku 1968 v bankovníctve, z obdobia budovania bankových služieb pre zahraničný obchod, je aj pre dnešok poznatok, že i v súčasnosti, v období konkurencie a stabilizácie bánk netreba zabúdať na ľudský faktor, na jeho motiváciu a pokiaľ je to možné aj na zánietenie, nadšenie a získanie ľudí pre dobrú myšlienku.

# METÓDY A MODELY VALUE-AT-RISK A ICH APLIKÁCIA

doc. Ing. Tatiana Varcholová, CSc., Ing. Marián Rimarčík  
Ekonomická univerzita v Bratislave, Podnikovohospodárska fakulta v Košiciach

Koncepcia a použitie Value-at-Risk (VaR) boli prvýkrát použité veľkými finančnými inštitúciami ku koncu 80-tych rokov na meranie rizika ich portfólií. Toto obdobie bolo charakteristické obrovskou volatilitou menových kurzov a prudkým nárastom použitia derivátov užitočných na riadenie menových a úrokových rizík. Moderné deriváty ako forwardy, futurity swapy a opcie pomáhajú manažmentu volatility menových kurzov a úrokových mier. Od tých čias došlo k explózii používania VaR, ktorý prestal byť iba vnútornou záležitosťou finančných inštitúcií – o VaR sa začali zaujímať aj regulačné úrady. V apríli 1995 Bazilejský výbor bankového dohľadu navrhol, aby bankám bolo umožnené pri výpočte kapitálovej primeranosti pre trhové riziko aplikovať ich vlastné modely VaR s použitím určitých parametrov určených výborom. Podobné opatrenia zaviedli v tom istom roku aj v USA: Federálny rezervný fond a Komisia pre cenné papiere a burzu. Direktíva Európskej komisie o Kapitálovej primeranosti, ktorá platí od roku 1996, umožnila použitie VaR modelov na výpočet kapitálovej primeranosti pre pozície držané v zahraničných menách, pritom sa počítalo z rýchlym rozšírením použitia VaR aj na výpočet kapitálovej potreby pre ostatné trhové riziká.

## Metódy VaR

Finančné modely zahrňujú množstvo spôsobov na vyjadrenie rizika, ktoré je možné použiť na meranie trhového rizika banky, investičného portfólia alebo finančných nástrojov. Medzi najvýznamnejšie spôsoby patria najmä tieto: rozptyl minulých výnosov, smerodajná odchýlka výnosov za určité predchádzajúce obdobie, maximálna strata v súbore možných scenárov, počítačová simulácia Monte Carlo a modely VaR. Štandardne modely VaR spravidla zahrňujú všetky druhy trhových rizík, t. j. úrokové, akciové, komoditné a menové riziká. Vyspelé svetové banky v súčasnosti používajú modely VaR aj na meranie úverového rizika. Ďalší vývoj aplikácií týchto modelov predpokladá ich rozšírenie aj na meranie operačných a právnych rizík.

Modely VaR umožňujú odhadnúť hodnotu rizika v portfóliu ako maximálny objem straty v prípade, ak by sa portfólio muselo zdržiavať na určitú pevne stanovenú dobu podľa skúsenosti z minulosti s určitou mierou istoty (spravidla 95 alebo 99 %). Inými slovami, ak bude budúcnosť taká ako minulosť, objem straty odhadnutý

modelmi rizika bude každých 20 dní alebo každých 100 dní, v závislosti od stanovenej miery istoty, samozrejme iba vtedy, ak spoločnosť nedokáže uskutočniť zábranné opatrenia na zníženie straty.

V súčasnosti existujú viac metód stanovenia VaR, medzi ktorými sa za najvýznamnejšie považujú: variančno-kovariančná metóda (nazýva sa aj analytická metóda), metóda historickej simulácie a metóda pravdepodobnostných simulácií Monte Carlo.

**Metóda variancií a kovariancií** umožňuje odhad potenciálnych budúcich strát portfólia využitím štatistiky o volatilitách hodnôt v minulosti a korelácií medzi zmenami hodnôt. Volatilita a korelácie rizikových faktorov sa počítajú pre zvolenú dobu zdržania portfólia a historické obdobie využitím historických údajov. VaR odvodzuje od rozdelení pravdepodobnosti faktorov rizika zmeny hodnoty portfólia, pričom najjednoduchšie modely predpokladajú normálne rozdelenie rizikových faktorov a ich stabilnú koreláciu. Pri použití tejto metódy treba brať do úvahy najmä skutočnosť, že:

- pohyby trhovej ceny nemajú vždy normálne rozdelenie – vykazujú tzv. „ťažké chvosty“, čo znamená tendenciu mať relatívne častejši výskyt extrémnych hodnôt ako má normálne rozdelenie,
- modely nemôžu adekvátne zachytiť trhové riziko vyplývajúce z mimoriadnych udalostí,
- minulosť nie je vždy dobrým priblížením budúcnosti, napríklad korelačné predpoklady sa môžu zrušiť.

**Metóda historickej simulácie** vychádza z údajov strát, ktorá by banka mala v minulom období v danom portfóliu. Táto metóda je jednoduchšia v porovnaní s predchádzajúcou, pretože nevyžaduje náročnú prácu s rozdeleniami pravdepodobnosti faktorov rizika a stanovením korelácií medzi rizikovými faktormi. Nevýhodou je potreba dostatočného počtu historických simulácií.

Metóda Monte Carlo je založená na generovaní veľkého počtu simulácií (scenárov) vývoja hodnoty portfólia. Každá simulácia je tvorená kombináciou náhodne vygenerovaných hodnôt faktorov rizika z ich rozdelení pravdepodobností. Výsledkom simulácií je generovanie pravdepodobnostných odhadov VaR.

Je dôležité poznamenať, že všetky modely merania rizika sa zakladajú na odlišných matematických modeloch a štatistických vzťahoch s rôznou mierou spoľahlivosti. Preto v súčasnosti neexistujú žiadne predpoklady pre definíciu jediného „správneho“ modelu merania rizi-

ka. Je však dôležité pochopenie celkových charakteristík a vlastností modelov ako aj ich náročnosť na vstupné údaje, pretože od korektnosti zadania napr. typov rozdelení pravdepodobnosti ako aj parametrov týchto rozdelení závisí správnosť stanovenia VaR a kvalita prijatých rozhodnutí manažmentu.

Využitie informačných technológií poskytuje v súčasnosti takmer neobmedzené možnosti programovej tvorby stále dokonalejších modelov. Pretože veľa bánk pristúpilo len nedávno priamo k využitiu špeciálnych programových systémov pre riadenie rizika, neexistuje zhodnotenie výsledkov aplikácií nových informačných technológií v tejto oblasti. Centrom pozornosti manažérov sa stávajú tie programové systémy, ktoré umožňujú zvyšovanie kvality manažmentu rizika v rámci integrovaných informačných systémov finančných inštitúcií.

### Aplikácia historickej simulácie

Použitie historickej simulácie demonštrujeme na príklade forwardového kontraktu, ktorý podnik uzatvoril s bankou 11. februára 2003 a ktorým si za jeden mesiac zabezpečí prísun 100 000 Eur, pričom sa zaväzuje zaplatiť 42,16 Sk za euro, teda 4 216 000 Sk. Súčasná hodnota forwardového kontraktu sa vypočíta podľa vzorca:

$$SH = S_{SKK/EUR} \cdot \frac{100\,000 \text{ EUR}}{1 + r_{EUR}(1/12)} - 42,16 \cdot \frac{100\,000 \text{ EUR}}{1 + r_{EUR}(1/12)}$$

Kde:

$S_{SKK/EUR}$  – spotový kurz koruny

$r_{EUR}$  – úroková miera na euro (LIBOR)

$r_{SKK}$  – úroková miera na korunu (BRIBOR)

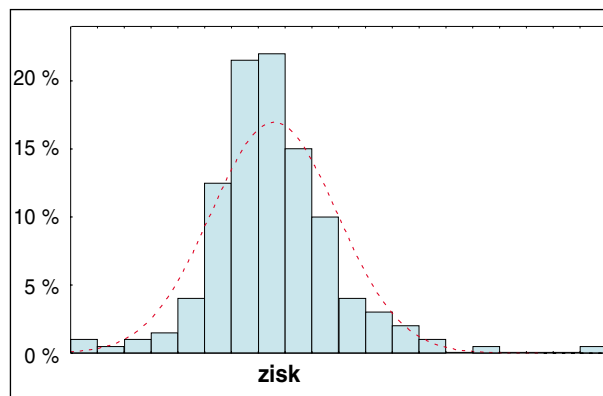
Keďže forwardový kurz je určovaný tak, aby nebola možná arbitráž, je v deň uzatvorenia kontraktu jeho súčasná hodnota pri kurze 42,03 SKK/EUR, BRIBOR rovnej 6,42 % a LIBOR 2,808 % (približne) nulová. Už nasledujúci deň po uzavretí kontraktu sa tri trhové faktory (dve úrokové miery a spotový kurz koruny) zmenia, čím sa zmení aj hodnota kontraktu. Znehodnotenie koruny, pokles úrokovej sadzby na euro a nárast úrokovej sadzby na korunu zvýšia hodnotu kontraktu.

Otázka je, akú hodnotu bude mať forwardový kontrakt zajtra, t. j. 12. februára 2003. Ak budú zmeny troch trhových faktorov priaznivé, hodnota stúpne, teda firma zaznamená zisk, v opačnom prípade firma zaznamená stratu. Na výpočet VaR kontraktu, ktorý definujeme ako piaty (resp. prvý) percentil rozdelenia možných ziskov a strát, využijeme historické percentuálne denné zmeny troch faktorov zaznamenané za predchádzajúcich 200 dní. Súčasná hodnota forwardového kontraktu sa prepočíta dvestokrát pri použití hodnôt faktorov z 11. februára 2003 a použitím denných percentuálnych zmien faktorov

v období od 7. 5. 2002 do 11. 2. 2003. Hodnota VaR sa potom určí z rozdelenia vypočítaných ziskov a strát ako piaty (resp. prvý percentil).

VaR definovaný ako piaty (prvý) percentil zodpovedá strate 23 325 (39 859) korún.

Obr. 1 Rozdelenie možných ziskov a strát forwardu



Existujúce modely VaR sú schopné vypočítať hodnotu v riziku, často však nedokážu správne odhadnúť vývoj faktorov rizika najmä na novovznikajúcich trhoch. Ak sa finančné trhy nesprávajú v súlade s vymodelovanými výsledkami, potom „abnormalita“ pohybov trhu nie je sama osebe problémom, problémom však je precenenie spoľahlivosti modelov založených na predpoklade, že tieto trhy sa budú správať zhodne s minulými skúsenosťami. Skúmanie príčin „globálnych“ strát napovedá, že na efektívne hodnotenie nových najmä kvalitatívnych komponentov finančného rizika v súčasných podmienkach sú potrebné ďalšie nástroje. Rozvíjajúci sa prístup riadenia rizika dopĺňa súbor merateľných rizík o portfólio menej kvantifikovateľných nebezpečenstiev, ktoré prekračuje hranice modelov VaR.

### Záver

Jednou z ciest k úspešnosti finančných inštitúcií je riadenie rizika založené na hodnotení súboru merateľných a nemerateľných rizík využitím moderných informačných technológií. Iba tie finančné inštitúcie, ktoré najlepšie klasifikujú možné riziká, aplikujú moderné modely na jeho meranie a efektívne využívajú moderné informačné technológie, môžu získať konkurenčnú výhodu a tým aj prosperitu. Manažment rizika v súčasnosti naberá nové rozmery. Rozvíjajúci sa prístup riadenia rizika prekračuje hranice tradičného merania rizikovosti, preto vyžaduje nové efektívnejšie nástroje, ktorých zvládnutie bude stále náročnejším. Zhrnutie objektívnych poznatkov a záverov je však veľmi potrebné, predovšetkým z hľadiska hľadania stále modernejších prístupov na riadenie finančného rizika adekvátnych prebiehajúcim globalizačným zmenám v spoločnosti.

## BANSKOŠTIAVNICKÁ SPORITELŇA

Banskoštiavnická sporiteľňa patrila medzi najstaršie peňažné ústavy na území Slovenska. Vznikla päť rokov po založení Bratislavskej sporiteľne, ktorá pre ňu, podobne ako pre ostatné sporiteľne zakladané v 40-tych rokoch 19. storočia, bola vzorom.

V tom čase slobodné kráľovské mesto Banská Štiavnica už len smutne spomínalo na svoju zašlú slávu. Ťažba v tamojších baniach bola nerentabilná, pretože sa používala zastaralá banská technika a na modernú chýbal kapitál. Banské spoločnosti zanikali a ekonomická situácia obyvateľstva sa zhoršovala.

Vo februári 1847 vystúpil na zasadnutí mestskej rady mešťanosta Alexander Goldbrunner s myšlienkou založiť v Banskej Štiavnici peňažný ústav podľa vzoru iných, už prevítajúcich ústavov a predložil svojim kolegom stanovú Bratislavskej sporiteľne. Jeho návrh bol prijatý pozitívne. Mestská rada bola presvedčená o blahodárnom účinku takejto ustanovizne, ktorá pomáha predovšetkým menej majetným (podľa návrhu stanov z roku 1853 „stredne zámožným vrstvám ľudu“) vytvoriť si úspory a využiť ich v prípade núdze, pričom nebudú odkázaní na milosť a nemilosť úžerníkov.

Záujem obyvateľstva bol veľký. Zakladajúce valné zhromaždenie sa konalo 2. septembra 1847 a jeho prvý predseda Franz Geramb vyhlásil Banskoštiavnickú sporiteľňu (Schemnitzer Sparkasse), účastinnú spoločnosť, za založenú podľa § 58 zák. článku XVIII z r. 1840. Činnosť Banskoštiavnickej sporiteľne sa začala 17. novembra 1847 s účastinným kapitálom 5000 zlatých.

Horšie to bolo so stanovami spoločnosti, tie vrchnosť schválila po mnohých obmenách až v roku 1866. Sporiteľňa vznikala v búrlivom období ohlasujúcim rok 1848 a úrady sa obávali, že jej činnosť nadobudne politický charakter. Podmienky, ktoré vedeniu peňažného ústavu kládli, vzbudzovali nesúhlas. Napr. čistý zisk mal byť kompletne prevedený do rezervného fondu, čo by znamenalo, že účastinárom sa nebudú vyplácať dividendy.

Ústav mal spočiatku stránkové dni iba v pondelok a stredu, vždy popoludní od 14. do 18. hodiny, a v sobotu dopoludnia od 8. do 12. hodiny. Úradovalo sa v prenatých priestoroch u miestneho lekárnik, v roku 1867 začala banka stavať vlastnú budovu.

Vedenie peňažného ústavu reprezentoval 30-členný výbor. Jeho predseda, volený na 3 roky valným zhromaždením, si vyberal 10 cenzorov, ktorí mali overovať pravosť zmeniek. Od r. 1875, v súlade s novým obchodným zákonom, sa orgánmi spoločnosti stali správna a dozorná rada.

Sporiteľňa prijímala najprv vklady iba do výšky 2000 zlatých, pričom navrhnutý úrok z vkladu podľa stanov z roku 1853 bol do 1000 zlatých 5 %, od 1001 zlatých 4 %. Tento

pokus uplatňovať regresívnu úrokovú mieru, ktorá by zvyšovala predovšetkým drobných vkladateľov, sa však nerealizoval. Úrok z vkladu rokmi klesal od 6 po 4 %. Hypotekárne pôžičky sa pôvodne mali poskytovať za šesťpercentný úrok. Boli však aj obdobia, keď stúpol až na 9 %. Budovy slúžiace na zabezpečenie hypotéky museli byť poistené pre prípad požiaru v niektorej z miestnych agentúr.

Od roku 1872 sporiteľňa viedla Penzijný fond pre svojich zamestnancov. Počas prvej svetovej vojny i v čase povojnovej krízy dostávali tzv. drahotnú podporu, príspevky na ošatenie a ubytovanie.

Činnosť ústavu sa zamerala i na rozvoj Banskej Štiavnice a jej okolia. Z jeho iniciatívy bola postavená vilová štvrť pri Belianskej bráne v rokoch 1905 – 1907. Rovnako sa angažoval pri zakladaní továrne na spracovanie dreva Sitno a pivovaru a sladovne vo Vyhniach. Na stavbu železnice Šahy – Nemce – Zvolen upísal 20 000 zlatých za podmienky, že bude vybudovaná odbočka z Nemiec do Banskej Štiavnice.

Pred vypuknutím prvej svetovej vojny bola sporiteľňa vyhľadávaným reeskontným ústavom pre dolnouhorské banky a poskytovala úvery i na stavbu peštianskych činžovních domov. Nakupovala tiež účastiny rôznych podnikov, napr. uhorských železníc, sedmohradských železníc, Rimomuránskych železiarní a pod. Nikdy však nerozširovala pole svojho pôsobenia formou zakladania filiállok alebo expozitúr.

Banskoštiavnická sporiteľňa sa úspešne rozvíjala. Len za prvých dvadsať rokov jej činnosti sa objem uložených vkladov stroj násobil, čistý zisk vzrástol takmer štvornásobne a rozsah poskytnutých pôžičiek bol približne trinásťkrát väčší, než v období jej vzniku. Po prvej svetovej vojne v roku 1918 mala účastinný kapitál vo výške 890 tisíc korún.

V každoročných bilanciách banky sa odrážala aj politická a hospodárska situácia v štáte. Negatívny dosah mali časté vojny, na ktorých sa podieľalo Uhorsko ako súčasť habsburskej monarchie. Najväčšie straty priniesla prvá svetová vojna. Preto sa vedenie banky v roku 1921 rozhodlo uskutočniť fúziu s Ľudovou bankou, úč. spol., Banská Štiavnica. Bola by vznikla Štiavnická spojená banka, úč. spol. Napokon sa však oba peňažné ústavy spojili 1. augusta 1921 s Hospodárskou bankou, úč. spol., Bratislava. Za štyri kusy účastín Banskoštiavnickej sporiteľne dostali účastinári jednu účastinu Hospodárskej banky. Keď potom 17. decembra 1921 vyhlásila Hospodárska banka fúziu so Slovenskou bankou v Bratislave, vznikla z niekdajšej Banskoštiavnickej sporiteľne filiálka Slovenskej banky v Banskej Štiavnici.

**Mgr. Andrea Leková**

## Z ROKOVANIA BANKOVEJ RADY NBS

**Dňa 11. septembra 2003 sa uskutočnilo 19. rokovanie Bankovej rady Národnej banky Slovenska (BR NBS) pod vedením jej guvernéra Mariána Juska.**

- BR NBS prerokovala a schválila materiál Závery misie Svetovej banky k pôžičke EFSAL (máj 2003).
- BR NBS schválila opatrenie NBS o hlásení predkladanom bankou kontrolujúcou bankový konsolidovaný celok alebo bankový subkonsolidovaný celok Národnej banke Slovenska.

Cieľom opatrenia Národnej banky Slovenska je zabezpečiť sledovanie aktuálneho stavu existujúcich bankových konsolidovaných celkov alebo bankových subkonsolidovaných celkov, a to na základe hlásenia predkladaného bankami na účely výkonu bankového dohľadu.

Hlásenie obsahuje znázornenie schémy, ktorá poskytuje jasný prehľad o štruktúre bankového konsolidovaného celku alebo bankového subkonsolidovaného celku vrátane podielov na základnom imaní a podielov hlasovacích právach jednotlivých členov tohto celku a tabuľku, v ktorej sú základné údaje o právnických osobách, teda o členoch bankového konsolidovaného celku alebo bankového subkonsolidovaného celku.

Hlásenie umožní Národnej banke Slovenska pravidelne, prípadne pri novom vzniku alebo pri každej zmene sledovať bankové konsolidované celky alebo bankové subkonsolidované celky.

- BR NBS prerokovala a schválila materiál Hlavné ciele a nástroje pri výkone dohľadu nad platobnými systémami v podmienkach Slovenskej republiky, v ktorom sú definované postavenie, ciele a úlohy Národnej banky Slovenska v oblasti dohľadu nad platobným systémom Slovenskej republiky. Schválený materiál bude zverejnený na internetovej stránke NBS.

**Dňa 25. septembra 2003 sa uskutočnilo 20. rokovanie Bankovej rady Národnej banky Slovenska (BR NBS) pod vedením jej guvernéra Mariána Juska.**

- BR NBS prerokovala situačnú správu o menovom vývoji v SR za august 2003 a s účinnosťou od 26. 9. 2003 rozhodla o zmene úrokových sadzieb pre jednodňové sterilizačné obchody na 4,75 %, pre jednodňové refinančné obchody na 7,75 % a pre dvojtýždňové REPO tendre na 6,25 %.

- BR NBS vzala na vedomie správu o vývoji platobnej bilancie SR za 1. polrok 2003.

- BR NBS schválila správu o menovom vývoji v SR

za 1. polrok 2003. Správa je zverejnená na internetovej stránke NBS.

### Komentár k rozhodnutiu BR NBS o úrokových sadzbách

Vývoj spotrebiteľských cien bol v auguste v súlade s očakávaniami NBS. V rámci štruktúry inflácie došlo k spomaleniu medziročného rastu jadrovej inflácie. Vývoj cien tých položiek spotrebného koša, ktoré sú determinované predovšetkým trhovými faktormi bol stabilizovaný. Doterajší cenový vývoj je ovplyvňovaný predovšetkým administratívnymi vplyvmi, ktoré sa na celkovom medziročnom cenovom raste podieľajú takmer 80 %. V dôsledku zvýšenia výdavkov domácností na tovary s regulovanými cenami nedochádza v priebehu tohto roka k vytváraniu dopytových tlakov.

Aktuálna krátkodobá predikcia inflácie nenaznačuje zmenu doterajšieho vývoja spotrebiteľských cien, pričom dynamika tak celkovej, ako aj jadrovej inflácie by sa mala ku koncu roka pohybovať v spodnej časti programových pásiem. Cenový vývoj by mal byť v ďalších mesiacoch relatívne stabilný.

Na základe aktuálnych údajov o vývoji reálneho HDP v 1. polroku 2003 sa dôchodkový efekt zvýšenia regulovaných cien prejavil v spomalení rastu konečnej spotreby domácností. To sa pri poklese investičného dopytu premietlo do nulového rastu domáceho dopytu.

Relatívne dynamický rast HDP tak bol, aj napriek pomalšiemu ekonomickému rastu našich obchodných partnerov, ovplyvnený výlučne zahraničným dopytom. V dôsledku predstihu rastu exportnej výkonnosti pred rastom dovoznej náročnosti došlo v priebehu 1. polroka k významnému zlepšeniu salda čistého exportu v stálych cenách (prebytok 10,9 mld. Sk v porovnaní s deficitom 7,4 mld. Sk v rovnakom období minulého roka). Podiel deficitu bežného účtu na HDP v bežných cenách poklesol na 1,3 % v porovnaní so 7,9 % v rovnakom období minulého roka. Existuje predpoklad, že jeho koncoročná úroveň bude nižšia v porovnaní s pôvodnými očakávaniami NBS. Aj keď v júli zaznamenal zahraničný obchod schodok, pokračoval trend poklesu jeho dvadsiatimesačného kumulatívneho deficitu a deficit bežného účtu sa od začiatku roka znížil o 39 mld. Sk.

Výmenný kurz slovenskej koruny voči euru bol v auguste charakterizovaný relatívne stabilným vývo-



jom, pričom v porovnaní s predchádzajúcim mesiacom sa mierne znehodnotil. V septembri zaznamenáva výmenný kurz slovenskej koruny voči euru postupnú apreciáciu, čo môže mať dopad aj na ďalšie zhodnotenie reálneho efektívneho kurzu. Ten sa na báze cien priemyselných výrobcov v júli medziročne zhodnotil o 17,3 % a na báze cien produktov priemyselnej výroby o 10,7 %.

V oblasti menových agregátov došlo v auguste k zrýchleniu dynamiky peňažnej zásoby M2. Medziročná dynamika úverových aktivít bánk sa mierne znížila, naďalej však pretrvávala tendencia rastu úverov obyvateľstvu.

Súčasný cenový vývoj ako aj vývoj konečnej spotreby a domáceho dopytu nenaznačuje existenciu inflačných dopytových tlakov a ani ich potenciálne formovanie v budúcnosti. Rovnako vývoj dovozov neidentifikuje nepriaznivé dopytové vplyvy. Tento vývoj je pri spomalení mzdového rastu sprevádzaný dynamickým rastom produktivity práce.

Menový a ekonomický vývoj v roku 2003 je v značnej miere determinovaný realizáciou úprav regulova-

ných cien a zvýšením spotrebných daní. Kým na jednej strane sa tieto opatrenia prejavili v značnom zvýšení medziročnej miery celkovej inflácie, na druhej strane ich dopad na kúpyschopný dopyt domácností spolu s priaznivým vývojom relácie medzi rastom produktivity práce a reálnych miezd pôsobila tlmiačo na vznik dopytových tlakov. Administratívne zásahy do cenovej hladiny ovplyvnili kúpyschopný dopyt domácností a vývoj konečnej spotreby v druhom štvrtroku 2003 výraznejšie v porovnaní s pôvodnými očakávaniami NBS. Pri pokračovaní stagnácie domáceho dopytu by mohlo v budúcom období dôjsť k spomaleniu tempa hospodárskeho rastu.

Vychádzajúc z celkového hodnotenia aktuálneho ekonomického vývoja a za účelom udržania pozitívnych vývojových tendencií slovenskej ekonomiky a eliminácie potenciálnych rizík Banková rada NBS rozhodla o znížení kľúčových úrokových sadzieb o 0,25 percentuálneho bodu.

**Tlačové oddelenie OVI NBS**

## TLAČOVÉ SPRÁVY

### Investovanie do akcií s UniBankou

UniBanka, a. s., člen UniCredito Italiano Group, predstavila na tlačovej konferencii dňa 9. septembra 2003 nový produkt UniVklad TOP50, spájajúci možnosť investovať do akcií najlepších európskych spoločností spolu s istotou 100-percentnej návratnosti vlozenej investície pri nízkych poplatkoch. Ide o strednodobú investíciu s viazanosťou na 3 roky s minimálnym vkladom 10 000 Sk a jednorazovým trojpercentným poplatkom zo vstupnej investície. Investuje sa do indexu Dow Jones EURO STOXX 50, ktorý sa vyznačuje stabilným zhodnocovaním

investícií. Ziskovosť investície do produktu UniVklad TOP50 závisí od zhodnotenia indexu, ktorého výkonnosť sa pravidelne sleduje. Nárast hodnoty znamená výnos, z ktorého 90 % získa klient. Pokles hodnoty indexu a možnú stratu však klient nebude znášať, pretože UniBanka, a. s., garantuje v čase splatnosti investície vyplatenie plnej hodnoty počiatočného vkladu klienta. Výhodou UniVkladu TOP50 je aj skutočnosť, že ide o bankový produkt, a preto aj peniaze uložené takýmto spôsobom podliehajú ochrane Fondu ochrany vkladov. Upisovacie obdobie trvá od 16. 9. do 14.11. 2003.

- pol -

### Memorandum o porozumení

Dňa 29. 9. 2003 podpísal Úrad pre finančný trh Memorandum o porozumení v oblasti vzájomnej pomoci a výmeny informácií pre oblasť kapitálového trhu s luxemburským orgánom finančného dohľadu CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier).

Memorandum vytvára bázu pre vzájomnú spoluprácu, podporu a výmenu informácií orgánov dohľadu

du v rozsahu povolenom zákonmi a právnymi predpismi s cieľom efektívnejšieho výkonu ich právomocí.

Signatármi dohody zo strany luxemburského CSSF sú generálny riaditeľ Jean-Nicolas Schaus a Charles Kieffer a za ÚFT predseda Rady Úradu pre finančný trh Jozef Makúch a podpredseda Rady Úradu pre finančný trh pre oblasť kapitálového trhu Slavomír Šťastný.

**Ing. Marek Kačmár**



Ukazovateľ	Merná jednotka	1999	2000	2001	2002	2003				
						3.	4.	5.	6.	7.
<b>REÁLNA EKONOMIKA</b>										
Hrubý domáci produkt 1) 2)	mln. Sk	670,0	684,8*	707,3*	738,4*	178,1*			373,4*	
Medziročná zmena HDP 3)	%	1,3	2,2*	3,3*	4,4*	4,1*			3,8*	
Miera nezamestnanosti 4)	%	19,2	17,9	18,6	17,5	16,5	15,4	14,8	14,6	14,6
Spotrebiteľské ceny 3)	%	14,2	8,4	6,5	3,4	8,0	7,7	7,6	8,4	8,7
<b>OBCHODNÁ BILANCIA 2)*</b>										
Vývoz (fob)	mil. Sk	423 648	548 372	610 693	651 256	175 383	235 975	305 058	375 333	445 647
Dovoz (fob)	mil. Sk	468 892	590 728	713 898	747 883	182 340	249 521	315 802	385 035	459 151
Saldo	mil. Sk	-45 244	-42 356	-103 205	-96 627	-6 957	-13 546	-10 744	-9 702	-13 504
<b>PLATOBNÁ BILANCIA 2)</b>										
Bežný účet	mil. Sk	-47 544,0	-32 941,1	-84 891,5	-87 900,5	-4 915	3 677,5	-6 725,3	-7 421,2	
Kapitálový a finančný účet	mil. Sk	77 617,9	63 415,1	83 173,0	234 308,9	12 090	7 354,0	18 473,3	28 991,8	
Celková bilancia	mil. Sk	30 137,3	34 168,8	6 866,9	160 596,0	12 415	4 172,9	12 002,0	20 725,7	
<b>DEVÍZOVÉ REZERVY 4) 9)</b>										
Celkové devízové rezervy	mil. USD	4 372,0	5 581,7	5 437,3	10 380,6	11 120,3	10 930,0	11 516,1	11 549,0	12 109,9
Devízové rezervy NBS	mil. USD	3 425,2	4 076,8	4 188,7	9 195,5	9 758,3	9 703,0	10 419,8	10 487,5	10 842,5
<b>ZAHRAŇIČNÁ ZADLŽENOSŤ 4) 7)</b>										
Celková hrubá zahraničná zadlženosť	mln. USD	10,5	10,8	11,3	13,2	13,9	14,2	15,4	15,3	
Zahraničná zadlženosť na obyvateľa SR	USD	1 944	2 021	2 095	2 452	2 576	2 638	2 854	2 850	
<b>MENOVÉ UKAZOVATELE</b>										
Devízový kurz 5) 6)	Sk/USD	41,417	46,200	48,347	45,335	38,663	37,885	35,586	35,491	36,729
Peňažná zásoba [M2] 4) 8)	mln. Sk	508,9	580,4	649,2	681,6*	689,4	690,4	698,3	682,3	710,5
Medziročná zmena M2 3) 8)	%	10,9	14,2	11,9	4,7*	8,1	9,0	9,3	5,3	6,4
Úvery podnikom a obyvateľstvu 4) 8)	mln. Sk	397,6	396,1	321,7	330,0*	338,0	339,6	341,0	344,1	349,8
<b>ŠTÁTNY ROZPOČET 2) 4)</b>										
Príjmy	mln. Sk	216,7	213,4	205,3	220,3	46,4	67,8	79,1	100,9	127,7
Výdavky	mln. Sk	231,4	241,1	249,7	272,0	64,2	91,6	109,6	128,5	158,8
Saldo	mln. Sk	-14,7	-27,7	-44,4	-51,7	-17,8	-23,8	-30,6	-27,6	-31,2
<b>PRIMÁRNÝ TRH</b>										
Priemerná úroková miera										
jednoročné vklady	%	12,34	9,76	6,62	5,70	5,23	5,12	4,97	4,78	4,65
krátkodobé úvery	%	19,61	13,61	11,24	9,93	8,55	8,51	8,28	8,33	8,22
krátkodobé čerpané úvery	%	17,45	11,95	9,18	8,99	7,46	8,05	8,00	7,53	7,15
<b>PEŇAŽNÝ TRH</b>										
Úrokové sadzby stanovované Bankovou radou NBS platnosť od						31.03.2003	30.04.2003	31.05.2003	30.06.2003	31.7.2003
1-dňové operácie – sterilizačné	%					5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
– refinančné	%					8,00	8,00	8,00	8,00	8,00
2-týždňová limitná sadzba NBS pre štandardný REPO tender	%					6,50	6,50	6,50	6,50	6,50
Priemerná úroková miera z medzibank.vkladov (BRIBOR) **										
overnight	%	11,47	7,96	7,35	7,18	5,65	6,61	6,70	5,92	5,48
7-dňová	%	13,24	8,47	7,73	7,73	6,32	6,52	6,47	6,39	6,30
14-dňová	%	13,56	8,53	7,76	7,79	6,40	6,48	6,44	6,44	6,38
1-mesačná	%	14,51	8,58	7,77	7,81	6,42	6,42	6,36	6,42	6,43
2-mesačná	%	15,16	8,58	7,77	7,80	6,39	6,31	6,16	6,34	6,40
3-mesačná	%	15,66	8,58	7,77	7,77	6,38	6,25	6,04	6,26	6,39
6-mesačná	%	16,23	8,58	7,77	7,72	6,05	5,94	5,56	5,93	6,16
9-mesačná	%		7,95	7,75	7,70	5,93	5,79	5,42	5,70	6,03
12-mesačná	%		7,97	7,76	7,68	5,83	5,72	5,34	5,63	5,95

1) stále ceny, priemer roka 1995

2) kumulatívne od začiatku roka

3) zmena oproti rovnakému obdobiu predchádzajúceho roka

4) stav ku koncu obdobia

5) kurz devíza stred, priemer za obdobie

6) od 1. 10. 1998 zrušenie fixného kurzového režimu a zavedenie floatingu

7) od 1. 1. 1999 zmena metodiky

8) vo fixnom východiskovom kurze k 1. 1. 1993

9) od 1. 1. 2002 zmena metodiky

\* predbežné údaje

\*\* od 29. 5. do 15. 10. 1997 „Monitoring úrokových sadzieb na trhu medzibankových depozít v SR“



# Výstava DESAŤ ROKOV SLOVENSKEJ MENY



Foto:  
P. Kochan



*Výstava je sprístupnená verejnosti v priestoroch Národnej banky Slovenska na ulici Imricha Karvaša 1 v Bratislave v pracovných dňoch pondelok až piatok od 10.00 do 15.00 h.*