



Obsah

NA AKTUÁLNU TÉMU

Aktualizovaný menový program NBS na rok 2004 / 2

Marek Ličák / **Niekoľko poznámok k meraniu úrokového rizika / 3**

Ing. Vladimír Podolinský, Mgr. Juraj Vališ / **Medzinárodné prostredie daňového systému po vstupe Slovenska do Európskej únie / 7**

EURÓPSKA ÚNIA

RNDr. František Hajnovič, Ing. Zora Komínková, CSc., Ing. Marián Nemeč, CSc. / **Etapy zavedenia eura v SR / 12**

LEGISLATÍVA EURÓPSKEJ ÚNIE

JUDr. František Hetteš / **Výklad pojmov / 15**

POSTREHY – PODNETY

doc. Ing. Dušan Čunderlík, CSc. / **Charakteristiky riadenia podnikateľského rizika / 16**

Ing. Eleonóra Vajdová / **Účtovanie menových derivátov / 20**

PROFILY SVETOVÝCH EKONÓMOV

doc. Ing. Magdaléna Přívarová, CSc. / **J. R. Hicks / 24**

Z ARCHÍVU NBS

Mgr. Miloš Mazúr / **Krupinská sporiteľňa / 28**

INFORMÁCIE

Z rokovania Bankovej rady NBS / 29, 30

Tlačové správy / 31

Vybrané ukazovatele hospodárskeho a menového vývoja SR / 32

BIATEC

Odborný bankový časopis

jún 2004

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 2150

e-mail: biatec@nbs.sk

Počet vydaní: 12-krát do roka

Cena výtlačku: 21 Sk + poštovné

Ročné predplatné: 252 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: ☎ 5063 3546, fax: 5556 5535

VERSUS, a. s., Expedičné stredisko,

Pribinova 21, 819 46 Bratislava

e-mail: expedicia@versusprint.sk

Termín odovzdania rukopisov: 7. 6. 2004

Dátum vydania: 21. 6. 2004

Registračné číslo: MK SR 698/92

ISSN 1335 - 0900

Foto na obálke: Pavel Kochan – Národná banka Slovenska
vo fotografii

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

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

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

AKTUALIZOVANÝ MENOVÝ PROGRAM NBS NA ROK 2004

Banková rada Národnej banky Slovenska schválila dňa 26. mája 2004 Aktualizovaný menový program NBS na rok 2004, ktorého cieľom je na základe definitívnych výsledkov roku 2003 a aktuálneho vývoja v prvých mesiacoch roku 2004 konkretizovať hodnoty menového programu na rok 2004 a strednodobého výhľadu na roky 2005 – 2007.

Aktualizácia menového programu na rok 2004 a strednodobého výhľadu do roku 2007 zohľadňuje okrem ekonomického a kurzového vývoja v prvých mesiacoch roku 2004 aj nové informácie týkajúce sa očakávaných investičných aktivít (PZI), zmeny predpokladov vývoja cien energetických surovín a predpoklady vývoja fiškálneho deficitu na základe zámerov prezentovaných v Konvergenčnom programe SR. Zohľadnenie týchto skutočností a doterajšieho vývoja jednotlivých zložiek inflácie nemá výraznejší dopad na mieru celkovej inflácie v roku 2004, kde by stred intervalu mal zostať na úrovni predpokladanej v menovom programe (t. j. 6,4 %), avšak pri zúžení intervalu (z 5,5 – 7,3 % na 5,7 – 7,0 %). Najvýraznejší rozdiel v oblasti inflácie v porovnaní s menovým programom je v jej štruktúre, čo bolo spôsobené presunutím povinného zmluvného poistenia zo sektora regulovaných cien do trhových služieb.

Doterajší vývoj zahraničného obchodu naznačuje pokračovanie priaznivých tendencií, ktoré by sa mohli premietnuť do nižšieho, polovičného deficitu bežného účtu platobnej bilancie v porovnaní s očakávaniami Menového programu NBS na rok 2004 (pokles podielu deficitu z 2,3 % na 1,2 % na HDP). Priaznivejší vývoj zahraničného obchodu by sa tak mohol prejavíť aj v miernom zlepšení príspevku čistého exportu k ekonomickému rastu. Domáci dopyt by však mal rovnako ako v menovom programe predstavovať rozhodujúci faktor rastu HDP. NBS očakáva, že aj napriek pretrvávajúcemu vplyvu administratívnych opatrení na kúpyschopný dopyt by sa očakávané obnovenie rastu reálnych miezd a odložená spotreba z minulého roku mali premietnuť v oživení súkromnej spotreby. Možno očakávať aj výraznejšie oživenie investičného dopytu, predovšetkým v súvislosti s prílevom PZI do automobilového priemyslu.

Aj napriek pokračovaniu priaznivého vývoja zahraničnoobchodnej bilancie, NBS považuje vývoj v kurzovej oblasti za dôsledok najmä existujúceho úrokového diferenciálu a „konvergenčnej hry“. Práve nadmerná apreciácia výmenného kurzu slovenskej koruny voči euru v prvých mesiacoch roku 2004 bola dôvodom na zníženie kľúčových úrokových sadziieb NBS v apríli 2004 o 0,5

percentuálneho bodu. NBS bude aj naďalej dôsledne monitorovať vplyv prílevu špekulatívneho kapitálu na volatilitu výmenného kurzu a bude pripravená použiť zodpovedajúce nástroje. Znižovanie úrokových sadziieb s cieľom zamedziť neodôvodnenej apreciácii slovenskej koruny sa bude uskutočňovať s ohľadom na hlavný cieľ NBS, ktorým je cenová stabilita. NBS reaguje na vývoj výmenného kurzu zmenou úrokových sadziieb len vtedy, ak nie je ohrozený jej hlavný cieľ.

Cenový vývoj by mal byť v rokoch 2005 – 2007 v súlade so zámermi NBS v oblasti plnenia maastrichtského kritéria inflácie, charakterizovaný postupným dezinflačným procesom, podporeným pokračujúcou konsolidáciou verejných financií, ale aj nízkou dovezenou infláciou. Celková inflácia by už začiatkom roku 2005 mala klesnúť pod 4 %, pričom koncom roku 2005 by mala dosiahnuť hodnoty blízke eurozóne.

Významným faktorom, ktorý v rokoch 2005 – 2007 ovplyvní ekonomický vývoj na Slovensku, bude prílev PZI predovšetkým do automobilového priemyslu, pričom v porovnaní s predpokladmi menového programu na rok 2004 sa zvýšil o investíciu Hyundai-Kia. V strednodobom horizonte by tak prílev PZI mal vytvárať predpoklady na zrýchlenie procesu reálnej konvergenencie, rast produktivity práce a konkurencieschopnosti slovenskej ekonomiky. Dynamika HDP by tak mohla postupne akcelerovať a mali by byť vytvorené predpoklady na stabilný rast ekonomiky. Saldo bežného účtu platobnej bilancie by sa malo postupne zmeniť z deficitu na prebytok v roku 2007.

Pri plnení predpokladov v oblasti verejných financií a pri dosahovaní umierneného mzdového rastu, spolu s výraznejším poklesom vplyvu administratívnych zásahov na domácu cenovú hladinu, budú v roku 2006 vytvorené podmienky na plnenie maastrichtských kritérií udržateľným spôsobom a na kvalifikovanie sa na vstup do eurozóny.

Plné znenie Aktualizovaného menového programu NBS na rok 2004 je zverejnené na internetovej stránke Národnej banky Slovenska <http://www.nbs.sk> v časti Menová politika.

NIEKOĽKO POZNÁMOK K MERANIU ÚROKOVÉHO RIZIKA

Marek Ličák, Národná banka Slovenska

V posledných desaťročiach sme mali možnosť zaregistrovať zvýšenú volatilitu úrokových sadzieb na finančných trhoch a výrazne zmeny v štruktúre súvahových a podsúvahových aktivít bánk. S týmito zmenami úzko súvisí rastúci význam úrokového rizika v bankách. Aj keď veľkosť úrokového rizika je podstatne menšia v porovnaní s kreditným rizikom, nároky na jeho meranie sa zvyšujú. Väčšie nároky na sofistikovanosť merania úrokového rizika súvisia hlavne s časovým nesúladom aktív a pasív a s existenciou takých produktov v bankových portfóliách, pri ktorých v prípade pohybu úrokových mier dochádza k zmene peňažných tokov (existencia vložených opcí).

O stúpajúcich nárokoch na používané metódy svedčí fakt, že kým v 70 – 80-tych rokoch gap analýza (dodnes ešte v niektorých bankách hlavná metóda merania úrokového rizika) plne postačovala na meranie úrokového rizika, dnes táto metóda zachytáva len časť úrokového rizika.

Zdroje úrokového rizika

Kým priblížime jednotlivé metódy merania úrokového rizika, zadefinujeme úrokové riziko a jeho základné zdroje.

Úrokové riziko môžeme definovať ako stratu vyplývajúcu:

- z nepriaznivej zmeny v cash-flow,
- z nepriaznivej zmeny v hodnote úrokovo citlivých aktív a pasív, v dôsledku zmeny úrokových sadzieb.

To, či je zmena úrokovej miery priaznivá alebo nepriaznivá, závisí od prítomnosti určitých komponentov, resp. zdrojov úrokového rizika v súvahe a podsúvahe banky. Medzi základné komponenty úrokového rizika môžeme zaradiť:

1. **Časový nesúlad splatností** súvahových a podsúvahových položiek (maturity mismatching), čo môžeme definovať ako časový nesúlad v splatnosti (pri fixných úrokových mierach) a precenení (pri variabilných úrokových mierach) aktív, pasív a podsúvahových nástrojov. Veľkosť a charakter časového nesúladu do veľkej miery zodpovedá predpokladaným zmenám úrokových mier. Špecifické postavenie v bankovom sektore SR majú stavebné sporiteľne, ktorých možnosti riadiť časovú štruktúru aktív a pasív sú obmedzené charakterom ich podnikania.

2. **Bázické riziko**, ktoré súvisí s nedokonalou koreláciou v prispôsobovaní sa úrokových sadzieb na aktíva a pasíva s inak podobnými splatnosťami a preceňovaním. Pri zmene úrokovej miery, môžu tieto rozdiely v prispôsobovaní sa úrokových mier spôsobiť nepriaznivý dopad na peňažné toky a hodnotu banky. Do 1. 1. 2004 mali stavebné sporiteľne aj pri tomto zdroji úrokového rizika špecifické postavenie, keď zákon určoval 3- percentné rozpätie medzi úrokovými sadzbami na vklady a stavebné úvery.

3. **Riziko výnosovej krivky**, ktoré vzniká, keď zmeny v hodnotách, sklone a tvare výnosovej krivky majú nepriaznivý dopad na peňažné toky a hodnotu banky.

4. **Opcionalita**, alebo existencia vložených opcí v aktí-

vach, pasívach alebo podsúvahových nástrojoch. Riziko spočíva v tom, že použitím vložených opcí sa zmenia očakávané peňažné toky z finančných nástrojov, čo má následne dopad na veľkosť úrokového rizika. Príkladom nástrojov s vloženými opciami sú napríklad rôzne typy úverov, dlhopisov s možnosťou predčasného splatenia, bežné účty a pod. Rastúci výskyt opcí v rôznych bankových produktoch zvyšuje význam sledovania tohto zdroja rizika.

Dopad úrokového rizika na banku

S použitím rôznych metód merania úrokového rizika úzko súvisia možnosti banky vyhodnocovať dopad zmien úrokových sadzieb na banku. V bankách sa najčastejšie vyhodnocuje dopad úrokových zmien na úrokové peňažné toky. Takéto hodnotenie dopadu, ktoré je najčastejšie spojené s gap analýzou, poskytuje banke krátkodobý pohľad na úrokové riziko banky.

Z pohľadu bankového dohľadu a z dlhodobého pohľadu banky na úrokové riziko je dôležitejšie vyhodnocovať dopad úrokových zmien na ekonomickú hodnotu čistých očakávaných úrokovo citlivých peňažných tokov. Ekonomická hodnota čistých očakávaných úrokovo citlivých peňažných tokov (ďalej ekonomická hodnota) predstavuje rozdiel medzi súčasnou hodnotou očakávaných úrokovo citlivých aktív a súčasnou hodnotou očakávaných úrokovo citlivých pasív, diskontovaných vhodnou úrokovou mierou. Pri hodnotení dopadu na ekonomickú hodnotu banka berie do úvahy celkový dopad úrokových zmien. Takéto hodnotenie dopadu úrokových zmien berie do úvahy dlhodobú perspektívu, čo umožňuje bankám vyhnúť sa stratégiám, ktoré maximalizujú krátkodobé príjmy za cenu vystavenia dlhodobých príjmov väčšiemu riziku.

Pri vyhodnocovaní dopadu úrokových zmien sme doteraz spomenuli len dopad na úrokovovo citlivé aktíva, pasíva



a podsúvahové položky. Zmeny úrokových sadzieb však nepriamo vplyvajú aj na neúrokové príjmy banky. Preto je vhodné, ak banky používajú modely umožňujúce kvantifikovať dopad úrokových zmien na celkové príjmy bánk.

Metódy merania úrokového rizika

Na merania úrokového rizika banky používajú viacero metód. Úroveň sofistikovanosti a komplexnosti jednotlivých metód je rôzna. V odbornej literatúre¹ sa najčastejšie uvádza analýza tabuliek splatností a preceňovaní (maturity and repricing tables), alebo zjednodušene nazývaná gap analýza, metóda duračného gapu, metóda bázičného bodu (basis point value – BPV) a simulačné metódy.

Maturity and repricing tables – gap analýza

Táto metóda je založená na zatriedení úrokovovo citlivých aktív, pasív a podsúvahových položiek do vopred definovaných časových pásiem podľa ich splatnosti (pri fixných úrokových mierach), alebo času zostávajúceho do najbližšieho preceňovania (pri variabilných úrokových mierach). Rozdielom medzi aktívami a pasívami v jednotlivých časových pásmach zistíme veľkosť gapových pozícií (periodické gapy). Spočítaním periodických gapov za určité obdobie sa vypočíta kumulatívny gap za dané obdobie. Následným vynásobením kumulatívnej pozície predpokladanou zmenou úrokovej miery je možné zistiť pravdepodobný dopad na úrokové peňažné toky.

Pri hodnotení dopadu úrokových zmien na úrokové peňažné toky je možné použiť aj iný spôsob výpočtu kumulatívneho gapu – vážený kumulatívny gap. Pri tomto spôsobe jednotlivé kumulatívne gapy sú vážené časovými obdobiami, počas ktorých sú vystavené zmene úrokovej miery.

Gapová analýza je v bankách veľmi populárna a často používaná hlavne kvôli svojej jednoduchosti. Táto metóda bola vytvorená koncom 60-tych rokov v USA (v bankách sa začala používať až niekedy v 70-tych rokoch). Princíp analýzy bol založený na ekonomických a bankových podmienkach 70-tych rokov, t. j. stabilné úrokové miery, súvaha banky boli tvorené hlavne jednoduchými nástrojmi s pevnou úrokovou sadzbou a v bankách platilo zlaté bilančné pravidlo.

Súčasnú ekonomickú prostredie sa výrazne odlišuje od toho v 60-tych, resp. 70-tych rokoch. Úrokové miery sa vyznačujú vysokou volatilitou, v dôsledku čoho banky často vlastnia v portfóliu produkty s variabilnými úrokovými sadzbami, alebo vloženými opáciami. Pre klasické komerčné banky je typický časový nesúlad medzi aktívami a pasívami.

¹ Z množstva publikácií, ktoré sa meraniu úrokového rizika venujú, najkomplexnejší popis týchto metód poskytujú Nawalkha a Chambers v publikácii Interest rate risk measurement and management, Institutional Investor, 1999.

Ako sme už spomínali, špecifické postavenie v bankovom sektore SR majú stavebné sporiteľne, čo vyplýva z charakteru ich podnikania. Aktíva a pasíva sú viazané hlavne v dlhších časových pásmach s pevnými úrokovými sadzbami a v porovnaní s klasickými komerčnými bankami majú relatívne väčšiu časovú zladenosť úrokovovo citlivých aktív a pasív. Hlavne kvôli dlhodobej časovej viazanosti aktív a pasív je pre stavebné sporiteľne vhodné používať metódu umožňujúcu zhodnotiť dopad úrokových zmien najmä na ekonomickú hodnotu.

Presnosť gapovej analýzy do značnej miery závisí od zaradenia úrokovovo citlivých položiek do časových pásiem. Väčšina produktov sa zaraďuje z pohľadu ich okamžitej splatnosti, resp. preceňovania.

Komplikovanejšia situácia nastáva pri nástrojoch, pri ktorých zmena trhovej úrokovej miery môže spôsobiť zmenu predpokladaného peňažného toku. Snahou banky by malo byť také zatriedenie jednotlivých položiek do časových pásiem, ktoré čo najviac zodpovedá realite. Banky pri tom môžu využívať svoje predošlé skúsenosti alebo rôzne simulačné metódy.

Problematické je stanovenie počtu a veľkosti časových pásiem. Napríklad, banka A sa rozhodla pre časové pásmo s dĺžkou od jedného roka do dvoch rokov. Na strane aktív má úrokovovo citlivé aktíva v hodnote 100, ktorých splatnosť je na začiatku časového pásma, na strane pasív má nástroje v rovnakej hodnote 100, ale so splatnosťou na konci časového pásma. Z pohľadu gap analýzy je všetko v najlepšom poriadku, keďže suma aktív sa rovná sume pasív v danom časovom pásme. Takže akoby neexistovalo žiadne úrokové riziko. V skutočnosti je však úroková miera na začiatku pásma a na konci pásma odlišná, čiže úrokové riziko v danom časovom pásme predsa len existuje.

Pri stanovení počtu časových pásiem by banka mala vychádzať s časovej štruktúry súvahových položiek. Napríklad v prípade stavebných sporiteľní, s dlhodobejšou viazanosťou aktív a pasív, je vhodné vytvoriť hustejšiu štruktúru časových pásiem pri dlhodobých aktívach a pasívach.

Analýza predpokladá paralelnú zmenu vo všetkých úrokových mierach, čím neberie do úvahy možné zmeny v sklone výnosovej krivky. Tento predpoklad je vzdialený od reality, keďže je len dosť málo pravdepodobné, že úrokové miery v rôznych časových pásmach sa menia v rovnakej výške. Gap analýza zachytáva dopad na úrokové peňažné toky v časových pásmach pri zmene úrokovej miery s predpokladom, že štruktúra a veľkosť súvahových položiek v časových pásmach sa nemení. Takýto statický pohľad len málo zodpovedá realite.

Ďalšou nevýhodou je, že analýza nezahŕňa bázičné riziko. V hore uvedenom príklade má banka A vyrovnanú pozíciu v časovom pásme. Pri zmene trhovej úrokovej miery často dochádza k odlišnému prispôbeniu úrokových sadzieb aktív a pasív v rovnakých časových pásmach. Čiže to, čo pre banku nepredstavuje úrokové riziko z pohľadu



gapovej analýzy, môže spôsobiť neočakávaný dopad na úrokové príjmy banky. Problematické je tiež zaraďovanie položiek s vloženými opciami, alebo položiek bez vopred určenej doby splatnosti.

Aj keď hore uvedené nedostatky je možné čiastočne odstrániť rôznymi modifikáciami gap analýzy, pri rastúcej komplikovanosti bankových produktov táto metóda nie je schopná plne zachytiť všetky zdroje úrokového rizika. Gap analýza však naďalej môže vhodne slúžiť ako doplňujúci nástroj merania úrokového rizika.

Durácia

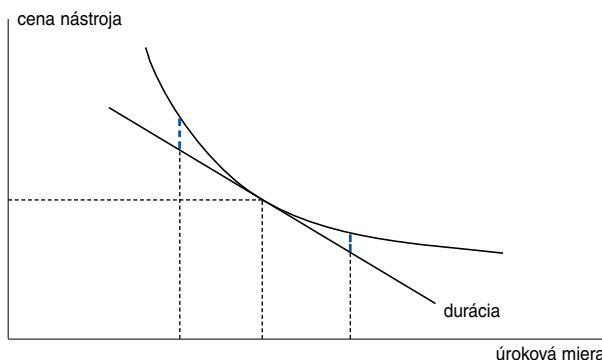
Pri riadení úrokového rizika sa často používa metóda duračného gapu, ktorá vychádza z durácie súvahových položiek. Pri určení vzorca na výpočet durácie vychádzame z výpočtu súčasnej hodnoty nástroja s n peňažnými tokmi². Cena nástroja je daná funkciou, ktorá závisí od úrokovej miery. Prvou deriváciou ceny nástroja podľa úrokovej miery a následným vydelením obidvoch strán rovnice hodnotou nástroja získame rovnicu na výpočet cenovej volatility. Ak nahradíme prvé derivácie diferenciami dostaneme definíciu durácie, ktorej hodnota je definovaná ako podiel vážených peňažných tokov (vážených časom od okamihu oceňovania do splatnosti) a súčasnej hodnoty peňažných tokov.

V tejto rovnici nám durácia vystupuje ako ukazovateľ úrokového rizika, ktorý berie do úvahy rozloženie jednotlivých peňažných tokov.

Pre cenu nástroja platí, že pri menších úrokových zmenách sú zmeny cien rovnaké pri poklese aj raste úrokových mier. Na druhej strane, pri väčších posunoch úrokových mier, sú zmeny cien nástroja pri raste aj poklese odlišné. Túto druhú podmienku nespĺňa durácia, pre ktorú platí, že pri akokoľvek veľkých zmenách úrokových sadzieb sú následné zmeny ceny rovnaké. Z tohto dôvodu je samotná durácia vhodným ukazovateľom úrokového rizika len pri malých zmenách úrokových sadzieb. Túto odchýlku – mieru konvexnosti, ktorá vzniká pri väčších zmenách úrokových mier, je možné zistiť druhou deriváciou. Miera konvexnosti nám spolu s duráciou určí zmenu hodnoty finančného inštrumentu aj pri väčších pohyboch úrokových mier. Vzťah medzi cenou a úrokovou mierou je znázornený v nasledujúcom grafe.

Hore uvedený spôsob výpočtu durácie neberie do úvahy možnú zmenu v peňažnom toku daného nástroja, ak dôjde k pohybu úrokovej miery. K takýmto prípadom dochádza najmä pri nástrojoch s vloženými opciami. Na výpočet durácie nástrojov s vloženými opciami je možné použiť efektívnu duráciu. Podstata efektívnej durácie spočíva na výpočte súčasných hodnôt pri rôznych úrokových mierach s tým, že sa berú do úvahy možné zmeny v peňažných

Vzťah medzi zmenou úrokovej miery a zmenou ceny finančného nástroja



tokoch. Na tento účel sa najčastejšie používajú Monte Carlo simulácie alebo metóda binomiálnych stromov (binomial trees)³.

Pri kvantifikácii úrokového rizika celého portfólia sa určí durácia jednotlivých položiek aktív a pasív a následne sa vážením hodnotami aktív a pasív vypočíta durácia všetkých aktív a pasív.

Približný dopad na kapitál banky v prípade zmeny úrokovej miery je možné určiť nasledujúcim spôsobom:

$$\Delta E = - [D_A \cdot A - D_P \cdot P] \cdot \frac{\Delta r}{(1 + r)}$$

kde: ΔE je zmena kapitálu banky, D_A je durácia aktív, D_P durácia pasív, P je cena finančného nástroja a r je úroková miera.

Základná metóda duračného gapu, vychádzajúca z modifikovanej durácie, nezachytáva riziko výnosovej krivky, bážické riziko a riziko vložených opcií. Kvôli tomu sa v bankách používajú rôzne modifikácie duračného gapu.

Pri meraní rizika zmeny výnosovej krivky banky používajú metódu partial duration, ktorá predpokladá neparalelné posuny výnosovej krivky. Táto metóda predpokladá posuny v jednotlivých bodoch výnosovej krivky. Aj keď partial duration berie do úvahy neparalelné posuny výnosovej krivky, nevýhodou je, že neberie do úvahy koreláciu medzi jednotlivými bodmi výnosovej krivky.

Stále častejšie sa pri meraní rizika neparalelných posunov výnosovej krivky používa metóda principal component analysis, ktorá umožňuje určiť najpravdepodobnejšie zmeny výnosovej krivky. Táto metóda je založená na predpoklade, že na prvý pohľad chaotické pohyby jednotlivých bodov výnosovej krivky, je možné vysvetliť systematickými posunmi výnosovej krivky, odhadnutými na základe korelácií medzi jednotlivými výnosmi výnosovej krivky. Na zachytenie rizika vložených opcií je možné použiť už vyššie spomenutú metódu efektívnej durácie.

² Pri nástrojoch s jedným peňažným tokom je durácia zhodná s dobou splatnosti nástroja.

³ Binomiálne stromy zobrazujú zmeny cien nejakého nástroja v krátkych časových periódach, pričom v každej perióde predpokladáme len dva možné pohyby.



Durácia, podobne ako gapová analýza, je založená na statickom pohľade na veľkosť a štruktúru peňažných tokov, čo značne obmedzuje použitie výsledkov meraní na strategické účely. Metóda duračného gapu, na rozdiel od gapovej analýzy, poskytuje komplexnejší pohľad na úrokové riziko. Po vykonaní vhodných modifikácií, ktoré smerujú k celkovému pokrývaniu základných úrokových zdrojov, môže metóda duračného gapu slúžiť ako hlavný nástroj merania úrokového rizika.

Price Value of a Basis Point

Pri durácii sme spomínali, že nepresne zachytáva zmenu ceny nástroja pri väčších zmenách úrokových mier. Na zachytenie konvexného vzťahu medzi zmenou úrokových mier a cenou nástroja je možné použiť iné metódy. Najčastejšie sa používa metóda „Price Value of a Basis Point“ (PVBP), resp. Basis Point Value (BPV), pomocou ktorej môžeme vypočítať zmenu v cene finančného nástroja, ak sa zmení úroková miera o jeden bázický bod (0,01 %). Banky môžu podľa potreby predpokladať rôzne zmeny úrokových mier.

Metóda je založená na výpočte súčasnej hodnoty nástroja pri určitej trhovej úrokovej miere a porovnaní tejto hodnoty so súčasnou hodnotou toho istého nástroja, ale vypočítanou pri inej trhovej úrokovej miere. Rozdiel medzi súčasnými hodnotami pri rôznych úrokových mierach predstavuje zmenu hodnoty pri úrokových pohyboch a hovorí o citlivosti ceny nástroja na zmenu úrokovvej miery.

PVBP nám ponúka komplexnejší pohľad na úrokové riziko v porovnaní s gap analýzou. Výhodou PVBP je, že berie do úvahy rozdielnu úrokovú citlivosť nástrojov vzhľadom na dĺžku splatnosti a veľkosť kupónov. V porovnaní s duráciou priamo zachytáva konvexný vzťah medzi zmenou úrokovvej miery a cenou nástroja. Nevýhody PVBP sa vo veľkej miere zhodujú s nevýhodami durácie. Podobne ako pri durácii, je možné PVBP po vykonaní vhodných modifikácií používať ako hlavnú metódu merania úrokového rizika.

Simulačné metódy

Ďalšiu skupinu techník tvoria simulačné metódy. Tieto metódy sú založené na zhodnotení potenciálnych simulovaných dopadov úrokových mier na simulovaný vývoj aktív, pasív a podsúvahových záväzkov. Pri statických simuláciách dochádza len k simulácii vývoja úrokových mier, zatiaľčo pri dynamických simuláciách banka simuluje vývoj úrokových mier a vývoj jednotlivých súvahových a podsúvahových položiek. Pri simuláciách sa najčastejšie využívajú historické simulácie, Monte Carlo simulácie alebo metóda bootstrappingu⁴.

⁴ Bootstrappingová simulácia je založená na simuláciách nových hodnôt pomocou náhodného preusporiadania pôvodných hodnôt.

Na rozdiel od vyššie uvedených metód, simulačné metódy majú predpoklady identifikovať všetky zdroje úrokového rizika. Schopnosť simulačných metód pokrývať základné zdroje úrokového rizika závisí od miery ich sofistikovanosti.

Ich využívanie je dôležité hlavne z dôvodu rastúcej komplikovanosti bankových produktov. Simulačné metódy umožňujú odstrániť základne nedostatky gapovej analýzy, durácie a PVBP, ako je zatriedovanie niektorých produktov do časových pasiem, opcionalitu produktov, koreláciu medzi úrokovými mierami a pod.

Nevýhodou týchto metód je väčšia komplikovanosť a časová náročnosť na výpočet. Obvykle platí, že čím väčšia úroveň sofistikovanosti, tým väčšia náročnosť na meranie úrokového rizika.

Úrokové riziko v bankovom sektore SR

Medzi bankami pôsobiacimi v slovenskom bankovom sektore sa na meranie úrokového rizika používa široké spektrum metód. Každá banka sa vyznačuje určitými špecifikami, čo determinuje vhodnosť používanej metódy.

Vzhľadom na stále častejší výskyt rôznych štruktúrovaných a komplikovaných nástrojov v súvahe a podsúvahe bánk, sa na účely merania úrokového rizika, pri pokrytí všetkých jeho zdrojov, javia ako najvhodnejšie simulačné metódy.

Aj napriek svojim nevýhodám, je možné metódy duračného gapu a PVBP, po vhodných modifikáciách, použiť ako hlavné metódy na odhad úrokového rizika.

Význam gapovej analýzy vidíme skôr v pozícií doplňujúcej metódy k hlavným metódam merania úrokového rizika.

Pri konečnom výbere metódy by banka mala prihliadať na prítomnosť a veľkosť jednotlivých zdrojov úrokového rizika v súvahe a podsúvahe banky.

Bankový dohľad Národnej banky Slovenska je pri výbere spôsobu merania úrokového rizika bankového sektora SR limitovaný vstupnými údajmi pre jeho výpočet. Z tohto dôvodu sa pri odhade veľkosti úrokového rizika zatiaľ obmedzuje len na použitie upravenej gap analýzy a metódy PVBP.

V roku 2003 a v prvých mesiacoch roku 2004 sa úrokové riziko vo väčšine bánk vyvíjalo stabilne a pohybovalo sa na relatívne nízkych úrovniach. V prípade paralelného zníženia úrokových mier je možné očakávať rast úrokových peňažných tokov a pozitívny dopad na reálnu hodnotu bánk. V prípade zvýšenia úrokových mier je možné očakávať podobný vplyv, ale v opačnom smere.

Z vykonaných stresových testov vyplýva, že banky očakávajú ďalší pokles úrokových mier, čomu prispôsobujú časovú štruktúru aktív a pasív, hlavne v bankovej knihe.

MEDZINÁRODNÉ PROSTREDIE DAŇOVÉHO SYSTÉMU PO VSTUPE SLOVENSKA DO EURÓPSKEJ ÚNIE

Ing. Vladimír Podolinský, Mgr. Juraj Vališ

V dôsledku fenoménu globalizácie sú jednotlivé ekonomiky čoraz viac prepojené a ovplyvnené medzinárodným prostredím. Kolaps železnej opony a následná možnosť slobodného podnikania a voľného pohybu kapitálu rozšírili medzinárodnú ekonomickú spoluprácu. Dochádza k ďalšiemu oslabovaniu ekonomických hraníc a prehlbovaniu medzinárodnej ekonomickej integrácie. Uvedený proces má dopad aj na daňové systémy jednotlivých krajín, keďže určitá koordinácia daňových systémov je nevyhnutná na elimináciu bariér, ktoré môže zdaňovanie prinášať. Na druhej strane odlišnosťou svojich daňových systémov môžu krajiny prilákať do svojej jurisdikcie daňovníkov iných krajín.

V súvislosti s danou problematikou predkladá kolektív autorov seriál článkov o daňovom systéme Slovenskej republiky. Prvá časť sa zaoberá medzinárodným prostredím daňového systému po vstupe Slovenska do Európskej únie (EÚ).

Daňový systém Slovenskej republiky je v súčasnosti ovplyvnený najmä dvoma faktormi – harmonizáciou daňovej legislatívy v rámci EÚ a koordináciou daňovej politiky v rámci Organizácie pre hospodársku spoluprácu a rozvoj (OECD), ktorej najvýznamnejším výstupom sú medzištátne zmluvy o zamedzení dvojitého zdanenia.

HARMONIZÁCIA DAŇOVÝCH SYSTÉMOV V RÁMCI EÚ

V rámci EÚ sa uplatňuje rozdielny prístup k priamym daniam a nepriamym daniam. Dôvodom je najmä ich dopad na fungovanie jednotného vnútorného trhu. Rozdiely v úprave priamych daní spravidla neprinášajú výrazné deformácie fungovania jednotného vnútorného trhu. Preto sa v oblasti priamych daní zachováva značná samostatnosť členských štátov, ktoré sú samy zodpovedné za ich vnútroštátnu právnu úpravu. Na druhej strane vytvorenie jednotného vnútorného trhu vyznačujúceho sa voľným pohybom tovaru a poskytovaním služieb si vyžiadalo zavedenie neutrality v oblasti nepriamych daní a to ich výraznou harmonizáciou.

Nepriame dane

V oblasti nepriamych daní bolo teda potrebné pristúpiť k výraznejšej harmonizácii v porovnaní s priamymi daňami. Rozdielna úprava podmienok zdaňovania nepriamymi daňami by totiž prostredníctvom ovplyvňovania konečnej

ceny produkcie výrazne deformovala fungovanie jednotného vnútorného trhu EÚ. Preto už článok 93 Zmluvy o založení Európskych spoločenstiev predpokladal harmonizáciu úpravy zdaňovania daňou z obratu, spotrebných daní a ostatných nepriamych daní.

Daň z pridanej hodnoty

Daň z pridanej hodnoty bola v rámci EÚ univerzálne zavedená ako náhrada za rôzne dane z obratu uplatňované jednotlivými členskými štátmi. Kumulatívny efekt daní z obratu vytváral bariéry pre medzinárodný obchod v rámci Európskych spoločenstiev, čím výrazne ovplyvňoval voľný pohyb tovaru a vytvorenie jednotného vnútorného trhu. Výhodou dane z pridanej hodnoty je viditeľnosť daňového obsahu na každom stupni produkčného a distribučného reťazca. Daň z pridanej hodnoty sa uplatňuje priamo proporcionálne k cene tovaru a služby na každom stupni výroby a predaja na vytvorenú pridanú hodnotu. To znamená, že zabezpečuje daňovú neutralitu transakcií v rámci vnútorného trhu krajiny, medzi jednotlivými členskými štátmi a s krajinami mimo EÚ, pretože rovnako zaťažuje obdobné tovary a služby bez ohľadu na dĺžku výrobného a obchodného reťazca.

Základným nástrojom harmonizácie daní z pridanej hodnoty v rámci EÚ sa stala Šiesta smernica Rady EÚ zo 17. mája 1977 o zosúladení zákonov členských štátov týkajúcich sa daní z obratu č. 77/388/EHS, ktorá bola viackrát menená a dopĺňaná. Obsahuje úpravu dane z pridanej hodnoty v rozsahu pôsobnosti režimu DPH, definuje ekonomickú činnosť, zdaniteľné osoby, zdaniteľné činnosti, miesto zdanenia, zdaniteľné plnenie, splatnosť dane, základ dane, základné oslobodenia od dane, podmienky nároku na odpočítanie dane a pod.

Harmonizácia legislatívy v oblasti dane z pridanej hodnoty teda upravuje jednotnú bázu zdanenia touto daňou, pričom poskytuje viacero odchýlok, napr. pri použití tovaru, umeleckých dielach, starožitnostiach, zberateľských predmetoch a transakciách so zlatom. Súčasný systém uplatňovania dane z pridanej hodnoty je založený na osobitnom posudzovaní transakcií medzi zdaniteľnými osobami, plneniami v prospech súkromných osôb a plneniami nepodliehajúcimi dani alebo oslobodenými od nej.

Daňová povinnosť sa vo všeobecnosti vzťahuje na dve kategórie transakcií – dodanie tovaru a poskytovanie služieb. Dodanie tovaru alebo služby do iného členského štátu EÚ sa už nepovažuje za dovoz a vývoz, ale za zdaniteľné plnenie podliehajúce dani z pridanej hodnoty.



Konečným cieľom harmonizácie dane z pridanej hodnoty je uplatnenie princípu zdanenia v krajine pôvodu plnenia. Tento princíp je však ťažké uplatniť v praxi, pretože jeho zavedenie by mohlo spôsobiť značné rozdiely v daňových príjmoch jednotlivých členských štátov. Vyžadovalo by si to realokáciu daňových výnosov medzi krajinami pôvodu a krajinami spotreby, čo znamená koordinované legislatívne zmeny vo všetkých členských štátoch na zavedenie klíringového systému takejto realokácie. Preto sa ako dočasné riešenie určenia miesta zdaniteľného plnenia uplatňuje princíp krajiny určenia. Domnievame sa, že toto „dočasné“ riešenie sa bude zrejme uplatňovať ešte pomerne dlhý čas.

Určenie miesta zdaniteľného plnenia na základe princípu krajiny pôvodu sa od roku 1993 uplatňuje len pri súkromných osobách. Znamená to, že tovar zakúpený občanom členského štátu v inom členskom štáte podlieha tomu istému daňovému režimu ako v prípade rezidentov tohto druhého členského štátu. Tovar dovážaný súkromnou osobou už ďalej nepodlieha dani pri jeho prevoze do domovského členského štátu. Z tohto pravidla existujú výnimky, napr. pri zásielkovom predaji a pri kúpe nových motorových vozidiel.

Na druhej strane princíp zdanenia zdaniteľných osôb na základe krajiny určenia znamená, že spotreba tovarov a služieb určených pre zdaniteľné osoby sa zdaňuje v súlade s legislatívou krajiny spotreby sadzbou dane platnou v danej krajine. Uvedený princíp však čiastočne narúša používanie rôznych sadziieb dane z pridanej hodnoty v jednotlivých členských štátoch. V prípade podnikateľských subjektov tak aplikácia dane z pridanej hodnoty v súlade s princípom krajiny určenia spôsobuje, že jednotný trh naďalej ostáva do určitej miery fragmentovaný.

Šiesta smernica určuje dva základné princípy týkajúce sa uplatňovania daňových sadziieb: po prvé, na dovoz tovarov by sa mala vzťahovať tá istá sadzba ako na dodanie podobných tovarov vnútri členského štátu a po druhé, výška sadzby dane uplatnenej na výstupe by mala byť taká, aby pokryla daň odpočítateľnú na vstupe.

Šiesta smernica ďalej upravuje počet a výšku sadziieb dane z pridanej hodnoty. Členské štáty sú povinné uplatňovať základnú sadzbu dane vo výške najmenej 15 %. Zároveň majú možnosť uplatňovať jednu alebo dve znížené sadzby dane, najmenej však vo výške 5 %. Dočasne sú povolené nulové, resp. extra nízke sadzby dane pod 5 %. V rámci harmonizačného procesu boli takisto zrušené príliš vysoké sadzby dane a ich odporúčaná maximálna výška je 25 %. Táto úprava viedla k redukcii počtu sadziieb dane a takisto aj k úprave výšok sadziieb dane v jednotlivých členských štátoch.

Z dôvodu potreby vysokého stupňa harmonizácie dane z pridanej hodnoty v EÚ bol proces aproximácie slovenskej legislatívy v tejto oblasti podrobne monitorovaný orgánmi EÚ počas prístupového procesu. Výsledkom je

nový systém dane z pridanej hodnoty zodpovedajúci požiadavkám európskej harmonizácie, pričom si však Slovenská republika uplatňuje prechodné obdobie, napr. pre vyššiu hranicu obratu povinnej registrácie pre daň z pridanej hodnoty. Keďže účinnosť novej legislatívnej úpravy dane z pridanej hodnoty nastala len 1. mája 2004, domnievame sa, že aplikačná prax ukáže viaceré „dolaďovacie“ potreby úprav nového zákona.

Povinnosť harmonizácie legislatívy v oblasti dane z pridanej hodnoty priniesla viacero súdnych prípadov, keď jednotlivé členské štáty neuviedli svoju legislatívu do súladu s predpísanými ustanoveniami šiestej smernice. Poškodené podnikateľské subjekty sa viackrát úspešne bránili iniciovaním vnútroštátnych súdnych konaní, ktoré viedli k dôležitým rozhodnutiam Európskeho súdneho dvora. Túto možnosť majú v súčasnosti aj slovenské subjekty.

Spotrebné dane

Pre fungovanie jednotného vnútorného trhu je takisto nevyhnutný vysoký stupeň harmonizácie v oblasti spotrebných daní. Harmonizácia v danej oblasti sa týka hlavne troch predmetov spotreby – tabaku a tabakových výrobkov, liehu a minerálnych olejov. Do budúcnosti sa predpokladá zdaňovanie napr. aj elektrickej energie.

Daňová povinnosť v zásade vzniká uvedením tovarov podliehajúcich spotrebným daniam do daňového voľného obehu. Princíp určenia miesta zdanenia je v zásade rovnaký ako pri dani z pridanej hodnoty. Pre osoby podliehajúce spotrebnej dani je aplikovaný princíp zdanenia podľa krajiny určenia. V prípade prepravy už zdaneného tovaru fyzickou osobou na účely osobnej spotreby z jedného členského štátu do iného členského štátu sa uplatní princíp krajiny pôvodu tovaru, to znamená, že na základe prepravy tovaru fyzickou osobou už nedochádza k vzniku daňovej povinnosti.

Sadzby daní si určujú jednotlivé členské štáty pri dodržaní minimálnych sadziieb určených príslušnými harmonizačnými smernicami a nariadeniami. Rozdielny prístup k zdaňovaniu v rámci spotrebných daní vyplýva aj z kultúrnych rozdielov, ako príklad môžeme uviesť zdaňovanie piva a vína. V dôsledku uplatňovania rôznych sadziieb dane dochádza k obchodným zvýhodneniam niektorých krajín, najmä v pohraničných oblastiach, napr. Luxembursko je u motoristov známe ako krajina s lacným benzínom.

Aj napriek vysokému stupňu harmonizácie v oblasti spotrebných daní si členské štáty na určité produkty naďalej uplatňujú svoje vlastné neharmonizované dane (tzv. zelené dane).

V rámci daňového systému Slovenskej republiky pre oblasť spotrebných daní platí to isté, ako pre daň z pridanej hodnoty. Nevyhnutný vysoký stupeň harmonizácie na fungovanie jednotného vnútorného trhu EÚ si vyžiadala úpravu spotrebných daní v zmysle uvedených základných zásad harmonizácie. Slovenská republika si v súčasnosti uplatňuje prechodné obdobia dohodnuté



počas prístupového procesu, zahŕňajúce postupné zvyšovanie sadzby spotrebnej dane na tabak a tabakové výrobky na minimálnu výšku platnú v EÚ a rozdielne podmienky zdaňovania domáceho pálenia liehu.

Priame dane

Zodpovednosť daňovej politiky v oblasti priamych daní leží na jednotlivých členských štátoch, ktoré v niektorých prípadoch využívajú dereguláciu daňovej politiky na regionálnu úroveň.

Harmonizácia v oblasti priamych daní je možná len v prípade ich negatívneho vplyvu na fungovanie jednotného vnútorného trhu EÚ. V oblasti zdaňovania právnických osôb má preto EÚ dva základné ciele. Prvým je podpora princípu slobodného pohybu a voľného etablovania sa a druhým vytvorenie opatrení na elimináciu škodlivej daňovej konkurencie medzi krajinami (podrobnejšie v ďalšej časti). Na zlepšenie fungovania jednotného vnútorného trhu a slobody etablovania sa boli prijaté štyri v súčasnosti platné smernice v oblasti priamych daní:

- Smernica č. 90/435/EEC o spoločnom systéme zdaňovania uplatňovanom v prípade materských spoločností a dcérskych spoločností v rozličných členských štátoch z 23. júla 1990, ktorá ruší zrážkovú daň v prípade prevodu zisku medzi dcérskou spoločnosťou a materskou spoločnosťou v rámci EÚ.

- Smernica č. 90/434/EEC o spoločnom systéme zdaňovania obchodných spoločností rôznych členských štátov pri zlučovaní, rozdeľovaní a prevode aktív a výmene akcií z 23. júla 1990 upravuje reštrukturalizácie spoločností v rámci EÚ. Kapitálový výnos, ktorý vznikne v dôsledku splynutia/rozdelenia spoločností so sídlom v EÚ nepodlieha dani z príjmov právnických osôb.

- Smernica č. 2003/49/EC o spoločnom systéme zdaňovania úrokových platieb a licenčných poplatkov medzi spoločnosťami v skupine z rozličných členských štátov z 3. júna 2003 ruší zrážkovú daň z úrokov a licenčných poplatkov v prípade ich výplaty dcérskou spoločnosťou materskej spoločnosti v rámci EÚ.

- Smernica č. 2003/48/EC o zdaňovaní príjmu z úspor vo forme výplaty úroku z 3. júna 2003 upravuje informačnú povinnosť pri zdaňovaní úrokových výnosov z bankových vkladov vedených v inom členskom štáte. Táto smernica bude účinná až od roku 2005.

Problematika priamych daní je jednou z mála oblastí, kde sa európska legislatíva prijíma jednohlasne. Z tohto dôvodu to v praxi znamená len minimálnu harmonizáciu.

V oblasti priamych daní však bolo uskutočnených viacero pokusov o bližšiu harmonizáciu. Jedným z nich bola štúdia Rudingovho výboru vypracovaná v roku 1990. Z výsledkov štúdie vyplynulo, že v jednotlivých krajinách existujú veľké rozdiely v systémoch zdanenia právnických osôb najmä pri stanovovaní základu dane, výške daňových sadzieb, v zdaňovaní kapitálových ziskov,

poskytovaní daňových úľav a takisto v oblasti dvojitého zdanenia. Rudingov výbor následne odporučil vyššiu harmonizáciu dane z príjmov právnických osôb, najmä v rámci príjmov plynúcich z jednej krajiny do druhej a takisto odporučil zjednotenie troch základných atribútov dane z príjmov – stanovenie základu dane, výšku daňových sadzieb a administratívu správy daní. Všetky takéto návrhy však boli zatiaľ blokované niektorými členskými štátmi v Rade EÚ.

I napriek skutočnosti, že viaceré členské štáty EÚ sú proti akejkolvek harmonizácií v oblasti priamych daní, ustanovenia zakladajúcich zmlúv o základných slobodách a zákaze diskriminácie v nej umožňujú ďalej pokračovať. Tieto ustanovenia môžu za istých okolností nahradiť protichodné alebo diskriminačné ustanovenia vnútroštátnych predpisov upravujúcich priame zdaňovanie.

Významným podporovateľom ďalšej harmonizácie prostredníctvom ochrany základných slobôd je Európsky súdny dvor. Ten viackrát rozhodol o protiprávnosti rôznych ustanovení legislatívy členských štátov, a to nielen v daňovej oblasti. Aplikačná prax Európskeho súdneho dvora uvádza viacero príkladov, že úprava priamych daní nesmie byť v rozpore so zásadami, na ktorých je postavená EÚ. V tejto súvislosti Európsky súdny dvor zakazuje najmä diskriminačné zdanenie, obmedzenie slobody etablovania sa prostredníctvom daní a diskriminujúce daňové obmedzenia pri odchode z členského štátu.

Otázka harmonizácie priamych daní je dnes jedným z najpálčivejších problémov EÚ. Návrh momentálne pripravovanej ústavnej zmluvy Európskej únie, ktorá má nahradiť doteraz platné zakladajúce zmluvy, dáva európskym orgánom významné kompetencie aj v oblasti priamych daní. Niektoré členské štáty ako Veľká Británia, Írsko a mnohé novoprijaté členské štáty sú však zásadne proti akejkolvek harmonizácií priamych daní.

V prospech harmonizácie hovorí vytvorenie stability daňových systémov, zmiernenie medzinárodného dvojitého zdanenia a obmedzenie daňových únikov. Existujúce návrhy počítajú s harmonizáciou základu dane z príjmov, pričom sadzbu dane by si jednotlivé členské štáty určovali samy, alebo s určením jednotných sadzieb dane, pričom určenie základu dane by zostalo v národnej kompetencii.

Argumentmi proti harmonizácii daňových systémov sú najmä existencia daňovej konkurencie potrebnej k tlaku na efektívnosť vynakladania štátnych výdavkov a neúmerné politické a administratívne náklady spojené s harmonizáciou daňových systémov a sadzieb. Zjednotenie daňových systémov by mohlo poškodiť EÚ ako celok, pretože by malo za následok vyhľadávanie daňových zvýhodnení mimo Európy, čo by spôsobilo nežiaduci odlev kapitálu.

Daňová konkurencia medzi krajinami

Voľný pohyb v rámci jednotného trhu dáva jednotlivcom a spoločnostiam právo na výber členskej krajiny, v ktorej bude občan EÚ žiť a pracovať a spoločnosť podnikať.



V súlade s princípom zdaňovania na základe rezidencie to zároveň znamená výber krajiny, v ktorej budú zdaňované „celosvetové“ príjmy jednotlivca. V prípade právnických osôb podľa princípu rezidencie získava príjmy zo zdaňovania ziskov štát, v ktorom má spoločnosť vedenie alebo sídlo. V prípadoch fyzických aj právnických osôb je častou motiváciou pri výbere členskej krajiny okrem iného aj zníženie celkového daňového zaťaženia.

Z predchádzajúceho vyplýva, že výhody jednotného trhu môžu viesť a do určitej miery aj vedú k daňovej konkurencii medzi členskými štátmi, ktorej špecifikácia a analýza je v súčasnosti diskutovaným problémom aj v súvislosti so vstupom nových krajín do EÚ.

Daňová konkurencia sa vytvára rozdielnosťou konštrukcie základu dane a rozdielnosťou výšok sadzieb dane v daňových systémoch jednotlivých členských štátoch. Na daňovú konkurenciu ďalej vplýva premenlivosť daňových systémov. Zmyslom daňovej konkurencie je snaha získať do krajiny ekonomickú aktivitu na úkor ostatných krajín prostredníctvom zvýhodneného daňového režimu.

V danej súvislosti vzniká otázka, či môže byť daňová konkurencia škodlivá a ak áno, od akej miery nezávislosti daňových systémov začína byť škodlivá. Dôležitým pohľadom pri posudzovaní škodlivosti daňovej konkurencie je napríklad skutočnosť, či sú vytvorené rovnaké podmienky na zdanenie všetkých daňovníkov v danej daňovej jurisdikcii. Je totiž rozdiel, či sa štát snaží vytvoriť daňový systém podporujúci podnikateľskú činnosť všetkých subjektov na jeho území, alebo či sú vytvorené špeciálne režimy iba na zdaňovanie príjmov špecifických spoločností dosahujúcich príjmy najmä (alebo výlučne) z ekonomickej aktivity mimo krajiny. Druhá možnosť je typická pre prevažnú väčšinu daňových systémov zaraďovaných medzi daňové raje.

Faktom je, že znižovanie príjmov štátneho rozpočtu by malo viesť k reštrikcii výdavkov verejného sektora. Viaceré členské štáty EÚ však majú z politických dôvodov takmer nereformovateľnú štruktúru štátnych výdavkov. Z uvedeného dôvodu sa v EÚ začala diskusia o škodlivosti daňovej konkurencie a niektoré členské štáty zneužívajú tento pojem na vytvorenie tlaku voči iným členským štátom, najmä novopristupujúcim. Viaceré z nich majú paradoxne v dôsledku prístupového procesu prehľadnejšie daňové systémy s nižším daňovým zaťažením ako staré členské štáty (i keď, samozrejme, aj daňové systémy týchto štátov vrátane Slovenskej republiky majú svoje nedostatky, v niektorých prípadoch viac než výrazné).

Na zamedzenie daňovej konkurencie Rada EÚ 1. decembra 1997 prijala balík opatrení proti škodlivej daňovej konkurencii obsahujúci tri základné časti:

- kódex zdaňovania podnikateľskej činnosti,
- opatrenia na odstránenie zrážkovej dane z úrokov a licenčných poplatkov,
- opatrenia pre jednotné zdanenie úspor.

Kódex je kľúčovou časťou uvedeného balíka opatrení. Jeho hlavným cieľom je obmedzenie nežiaducich dôsledkov daňovej konkurencie vo všeobecnosti a zvrátenie rastúceho zdanenia pracovnej sily. Súčasne definuje opatrenia vedúce k škodlivej daňovej konkurencii. Pri ich posudzovaní treba sledovať, či sa daňové výhody poskytujú iba nerezidentom, či sú výhody poskytované bez skutočnej hospodárskej a ekonomickej činnosti v danom štáte alebo či postupy stanovenia zisku vychádzajú z medzinárodne akceptovaných zásad.

Kódex požaduje následnú revíziu legislatívy jednotlivých členských štátov a zrušenie režimov daňovej konkurencie. Členským štátom ukladá povinnosť vzájomného informovania o existujúcich a navrhovaných daňových opatreniach spadajúcich do tejto oblasti. Kódex nie je právne záväzný, má len odporúčací charakter. Je však dôležitý v období, keď viaceré krajiny vyvíjajú čím ďalej tým väčší tlak na elimináciu daňovej konkurencie prostredníctvom harmonizácie oblasti priamych daní.

Druhú časť balíka opatrení na odstránenie škodlivej daňovej konkurencie tvorí návrh opatrenia na odstránenie zrážkovej dane z úrokov a licenčných poplatkov. Zrážkové dane na dané príjmy majú negatívny dopad na podnikateľské subjekty (najmä náklady spojené s daňovou administratívou), na cash flow a niekedy vedú k dvojitému zdaneniu. Z tohto dôvodu balík opatrení na zamedzenie škodlivej daňovej konkurencie obsahuje návrh na ich elimináciu, ktorý vyústil do dnes platnej Smernice č. 2003/49/EC o spoločnom systéme zdaňovania úrokových platieb a licenčných poplatkov medzi spoločnosťami v skupine z rozličných členských štátov, ktorá bola prijatá 3. júna 2003 s účinnosťou od 1. januára 2004.

Veľmi zriedkavé sú harmonizačné snahy EÚ v oblasti dane z príjmov fyzických osôb. Poslednou časťou balíka opatrení na zamedzenie škodlivej daňovej konkurencie je tematika zdaňovania úspor. Zmyslom daného opatrenia je zabezpečiť jednotné zdanenie úspor v rámci krajín EÚ. Prípadné zásahy sa týkajú aj obmedzenia daňovej diskriminácie fyzických osôb pri práci, resp. investovaní v inej krajine.

Daňová konkurencia medzi členskými štátmi EÚ je len súčasťou celosvetovej daňovej konkurencie. EÚ teda čelí daňovej konkurencii nielen medzi jednotlivými členskými štátmi, ale aj vo vzťahu k ostatným ekonomikám sveta.

V roku 1998 vyhlásila boj daňovej konkurencii aj OECD, ktorá v júni 2000 zverejnila zoznam nežiaducich daňových režimov v rámci OECD a nečlenských krajín, ktoré považuje za nespolupracujúce daňové raje. Členské krajiny OECD sa zaviazali odstrániť či modifikovať tieto režimy do 31. decembra 2003. Nečlenské krajiny, ktoré sa zaviazali k spolupráci s OECD, by mali modifikovať svoje daňové režimy do 31. decembra 2005, pričom by mali každoročne podnikať kroky smerujúce k náprave súčasného stavu. V opačnom prípade by mohli čeliť protiopatreniam a to nielen daňového charakteru. Zoznam



nežiaducich daňových režimov sa týkal aj niektorých členských štátov EÚ.

Druhou stranou uvedeného procesu je snaha o zvýšenie intenzity pri výmene informácií s krajinami poskytujúcimi zvýhodnený daňový režim.

Na základe opatrení prijatých na úrovni EÚ a OECD možno konštatovať, že jednotlivé ekonomické zoskupenia sa snažia koordinovať národné legislatívy členských štátov s cieľom uplatniť spoločné postupy na obmedzenie daňovej konkurencie, ktorú považujú za škodlivú. Je však otázne, či transparentná daňová konkurencia môže byť považovaná za škodlivú a ak áno, či je možné odhadnúť jej mieru.

ZMLUVY O ZAMEDZENÍ DVOJITÉHO ZDANENIA A ICH ÚLOHA V MEDZINÁRODNOM ZDAŇOVANÍ

Príjmy podnikateľských subjektov, ktoré sú účastníkmi medzinárodných ekonomických vzťahov často podliehajú dvojitému zdaneniu. K snahe zdaníť tie isté príjmy dvoma štátmi dochádza z viacerých dôvodov, najčastejším je prelínanie sa princípov neobmedzenej a obmedzenej daňovej povinnosti (t. j. na základe rezidencie a zdroja príjmov). Ďalšími príčinami vzniku dvojitého zdanenia môže byť rozpor v definovaní jednotlivých druhov príjmov alebo nejednotnosť kritérií určenia obmedzenej a neobmedzenej daňovej príslušnosti v jednotlivých štátoch.

Opatrenia na zamedzenie dvojitého zdanenia môžeme v podstate rozdeliť na vnútroštátne (jednostranné) a medzištátne.

Jednostranné vnútroštátne opatrenia sa uplatňujú v rámci vlastných (vnútroštátnych) daňových predpisov, ktoré predovšetkým určujú daňové povinnosti, druhy daní a vymedzujú tiež kto, kedy a v akej výške bude zdaňovaný. Jednostranné vnútroštátne opatrenie znamená, že ak príjem rezidenta bol už v zahraničí zdanený, tento štát to nejakým spôsobom zohľadní pri určení jeho vnútroštátnej daňovej povinnosti.

Základným nástrojom medzištátnych opatrení na zamedzenie dvojitého zdanenia sú medzinárodné zmluvy o zamedzení dvojitého zdanenia. Ich účelom je koordinácia daňových systémov dvoch štátov tak, aby nedochádzalo k prípadom dvojitého zdanenia a uľahčili sa procesy medzinárodného obchodu a investícií, voľného pohybu osôb, tovaru, služieb a kapitálu cez národné hranice. Zmluvy o zamedzení dvojitého zdanenia stanovujú spôsob zdanenia jednotlivých druhov príjmov, teda určujú, ktoré príjmy sa zdaňujú len v štáte príjemcu alebo len v štáte zdroja, prípadne kombinovane v oboch štátoch stanoveným spôsobom. Ďalším cieľom zmlúv je zamedzenie daňových únikov.

OECD vytvorila tzv. modelovú zmluvu o zamedzení dvojitého zdanenia, ktorá slúži ako vzor pre konkrétne zmluvy medzi jednotlivými krajinami. Ako vzorovú zmluvu ju využí-

vajú najmä ekonomicky vyspelé krajiny. Postup pri uzatváraní konkrétnych zmlúv podľa modelu OECD umožňuje využiť jednotnú systematiku a terminológiu a uľahčuje výklad a aplikáciu zmlúv o zamedzení dvojitého zdanenia.

Zmluvy o zamedzení dvojitého zdanenia obsahujú súbor pravidiel skonštruovaný na zabezpečenie ich cieľov. Obvykle majú nasledujúcu štruktúru:

1. články určujúce rozsah zmluvy,
2. články obsahujúce definície pojmov,
3. články vymedzujúce zdaňovanie príjmov,
4. ostatné články – osobitné a záverečné ustanovenia.

Články prvého bodu vymedzujú teritoriálnu pôsobnosť, osoby a dane, na ktoré sa zmluva vzťahuje.

Články tvoriace druhý bod obsahujú základné definície pojmov obsiahnutých v zmluve, nutné na zabezpečenie jej fungovania. Veľmi dôležité sú definície rezidencie a stálej prevádzkarne (t. j. určenia príjmov z podnikania rezidenta jedného štátu v druhom zmluvnom štáte, ktoré je tento štát oprávnený zdaníť).

Jadro každej zmluvy o zamedzení dvojitého zdanenia predstavujú články tretieho bodu. Rozlišujú rozdielne druhy príjmov (objekt zmluvy), určujú vzťah objektu zmluvy k subjektu zmluvy (t. j. osobám oprávneným mať úžitok zo zmluvy) a stanovujú, do akej miery môže každá z oboch zmluvných krajín tieto príjmy a kapitál podrobiť zdaneniu a akým spôsobom možno odstrániť medzinárodné dvojité zdanenie.

Zmluvy o zamedzení dvojitého zdanenia spravidla rozdeľujú príjmy do nasledujúcich kategórií: (a) príjmy z nehnuteľného majetku, (b) zisky podnikov, (c) dividendy, (d) úroky, (e) licenčné poplatky, (f) zisky z odcudzenia majetku, (g) príjmy zo závislej činnosti, (h) príjmy umelcov a športovcov atď.

Články posledného štvrtého bodu obsahujú zvláštne ustanovenia zahŕňajúce zásady rovnakého zaobchádzania (nediskriminačné opatrenia), ustanovenia o vzájomnej dohode, ustanovenie o výmene informácií a takisto deň vstupu zmluvy do platnosti a jej prípadné ukončenie.

Vplyv zmlúv o zamedzení dvojitého zdanenia spočíva vo výraznej modifikácii aplikácie domácej legislatívy štátov pri zdaňovaní zahraničných osôb a naopak príjmov rezidentov plynúcich zo zdrojov v zahraničí. Treba však mať na zreteli, že daňovú povinnosť nie je možné uložiť len na základe zmluvy. To znamená, že pri zdaňovaní zahraničných osôb sa vždy vychádza z domácej daňovej legislatívy a príslušné články zmlúv o zamedzení dvojitého zdanenia sa uplatňujú následne. Zmluvy o zamedzení dvojitého zdanenia však majú prednosť pred ustanoveniami lokálneho zákona o daniach z príjmov. Skutočnosť, že Slovenská republika má uzatvorené zmluvy o zamedzení dvojitého zdanenia so všetkými členskými štátmi OECD, podčiarkuje ich významný dopad v oblasti medzinárodného zdanenia slovenských subjektov v zahraničí, resp. zahraničných osôb na Slovensku.

ETAPY ZAVEDENIA EURA V SR

RNDr. František Hajnovič, Ing. Zora Komínková, CSc., Ing. Marián Nemeč, CSc.
Národná banka Slovenska

*V júli 2003 vláda SR a NBS prijali spoločný dokument **Stratégia prijatia eura v SR. Vecný obsah a časové vymedzenie procesu prijatia eura je nevyhnutným základom pre konkretizáciu Stratégie a jej rozpracovanie do detailnejších postupov, ktoré povedú k zavedeniu eura v SR.***

Pokračovanie z čísla 5/2004

3. etapa:

Obdobie od rozhodnutia Rady Ecofin o zrušení výnimky do vstupu do EMU

Toto, svojím charakterom prechodné obdobie, by malo v optimálnom prípade trvať veľmi krátko (asi 6 mesiacov), v nadväznosti na predchádzajúcu etapu do konca kalendárneho roka (2007). Treba si uvedomiť, že v tomto období bude koruna naďalej fungovať v rámci ERM II a že až na jeho konci, resp. dňom vstupu do Hospodárskej a menovej únie prestane byť NBS nezávislou menovou autoritou. Bude to obdobie, v ktorom sa bude môcť uskutočniť (pokiaľ ešte nebola dosiahnutá) záverečná fáza konvergencie úrokových sadzieb a výmenného kurzu na úroveň vyhlásenej konverznej parity. Optimálne by bolo, aby nároky na menovú a kurzovú politiku na "doladenie" konvergencie boli čo najmenšie. Z hľadiska potenciálneho (hoci nepravdepodobného) špekulatívneho útoku na stále fungujúcu národnú menu je žiaduce, aby toto obdobie bolo čo najkratšie.

Hlavnou obsahovou náplňou tohto obdobia bude potreba zvládnuť záverečnú časť technických a organizačných príprav na vstup do menovej únie a na zavedenie eura ako zákonného platidla do bezhotovostného platobného styku a hotovostného obehu v SR. Krátkosť obdobia od rozhodnutia o prijatí za člena menovej únie po zavádzanie novej meny si vyžaduje, aby sa príprava technicko-organizačných podmienok prijatia eura realizovala s dostatočným časovým predstihom.

Vyvrcholenie príprav a ich uskutočnenie do konkrétnejších podôb sa totiž môže realizovať až potom, keď bude známy nezvratný konverzný kurz SKK/EUR. Až vtedy bude možné pristúpiť k povinnému duálnemu oceňovaniu, postupnému prevedeniu bezhotovostného platobného styku v bankovom (resp. finančnom), podnikovom a verejnom sektore na eurá a k technickej príprave zavedenia eura do hotovostného obehu ako jediného zákonného platidla.¹² Vzhľadom na organizačnú a technickú náročnosť uvedených činností je preto potrebné začať ich prípravu s dostatočným časovým predstihom (už v 2., resp. 1. etape).¹³ Predlžovanie tohto prechodného obdobia v dôsledku technicko-organizačných problémov by mohlo spôsobiť neistotu, ktorá by dlhodobo zvyšovala náklady firiem a inštitúcií, ako aj kurzové riziko.

Zhrnutie: V závislosti od načasovania rozhodnutia Rady Ecofin by toto obdobie mohlo trvať okolo 6 mesiacov, teda do konca roka 2007. K tomuto dátumu by v optimálnom prípade krajina mohla byť pripravená na zavedenie eura v plnom rozsahu. Aby sa však celá operácia mohla uskutočniť podľa tejto predstavy, je potrebné vopred ju

¹² Je potrebné rozlišovať medzi dobrovoľnou akceptáciou eura, s ktorou sa stretávame už v súčasnosti napr. v maloobchode (hypermarkety), niektorých verejnoprávnych spoločnostiach (železnice) či v nehnuteľnostiach a ktorej rozsah sa bude neustále prirodzeným trhovým spôsobom rozširovať, a eustom ako zákonným platidlom, keď sa koruna stane denomináciou eura a postupne bude stiahnutá z obehu.

¹³ Na tento aspekt opakovane upozorňuje Úsek informačných technológií NBS, podľa ktorého prípravy v tomto smere musia začať už v 1. etape. Hodnotenia procesu zavádzania eura v krajinách súčasných členov eurozóny tento názor potvrdzujú.



dôkladne pripraviť. Prípravy sa z tohto dôvodu musia začať už v priebehu 2., resp. 1. etapy.

4. a 5. etapa:¹⁴

Obdobie od vstupu do EMU po plné a výlučné zavedenie eura do obehu a stiahnutie koruny z obehu

Od začiatku 4. etapy bude už koruna iba denomináciou eura (s pevne stanovenou konverznou kurzovou paritou). Toto obdobie je potrebné na úplné zavedenie eura do bezhotovostného a hotovostného obehu SR, počas ktorého v ekonomike fungujú paralelne 2 meny: euro a slovenská koruna.

Do 4. etapy vstupujeme ako riadny člen Hospodárskej a menovej únie riadený jednotnou menovou politikou ECB, výkon menovej politiky sa realizuje v eurách, finančné trhy operujú v eurách, verejný dlh je konvertovaný do eúr.

Dĺžka celého obdobia a skutočnosť, či jeho obsahová náplň bude po vecnej stránke rozdeľná do dvoch etáp s oddeleným zavádzaním eura do bezhotovostného a hotovostného obehu¹⁵ alebo či pôjde o paralelný priebeh oboch procesov (zavádzania eura do bezhotovostného i hotovostného obehu), bude určujúcim spôsobom determinovaná dosiahnutým stavom technicko-organizačných príprav v rámci 1. – 3. etapy.

Pritom je potrebné zdôrazniť význam pripravenosti verejného sektora (zákony, vyhlášky, zmeny v informačných systémoch daňových úradov, sociálnej poisťovne...). Rovnako dôležitá bude aj pripravenosť súkromného sektora, najmä bánk, na prechod na nové obeživo tak, aby následne bol okamžite technicky schopný akceptovať euro a koruna mohla postupne zaniknúť. Toto obdobie má teda limity najmä v schopnosti verejného a súkromného sektora pripraviť sa na nové obeživo (v bezhotovostnej a hotovostnej forme).

Je to tiež obdobie potrebné na vyradenie slo-

venskej koruny z obehu. Predpokladáme, že by nemalo trvať dlhšie ako 6 mesiacov. Jeho skrátenie¹⁶ je vítané z hľadiska zníženia nákladov. Dĺžka tohto obdobia však bude závisieť aj od toho, či sa v predchádzajúcich etapách podarí dokončiť celú prípravu na úplné prevzatie eura všetkými subjektmi. V optimálnom prípade, keď by sa realizovalo zavádzanie bezhotovostného a hotovostného eura ako paralelný proces, koruna by mohla byť stiahnutá z obehu koncom februára 2008. K tomuto dátumu by korunové bankovky a mince prestali byť zákonným platidlom a hotovostný obeh by sa plne realizoval v eurách.

Uvedený scenár súčasného vyradovania hotovostnej koruny a zaraďovania hotovostného eura do obehu (postupnej náhrady koruny eurom s určitým stanoveným časovým limitom platnosti koruny) predstavuje najpriaznivejšiu možnosť. Jeho naplnenie si vyžaduje okrem včasnej technickej a organizačnej prípravy aj intenzívnu propagáciu a informovanosť verejnosti – podnikov a obyvateľstva.

Zhrnutie: S dátumom vstupu SR do Hospodárskej a menovej únie sa slovenská koruna stane denomináciou eura. V ideálnom prípade by zavádzanie eura do bezhotovostného platobného styku mohlo prebiehať paralelne so zavádzaním hotovostných eurobankoviek a euromincí a euro by sa mohlo stať jediným zákonným platidlom a obeživom v priebehu prvých dvoch mesiacov roka 2008.

V záujme koordinácie procesu prijatia eura na celonárodnej úrovni budú vytvorené organizačné štruktúry, na ktorých sa budú podieľať zástupcovia vlády SR, NBS, podnikateľov a odborov, finančných inštitúcií, Daňového riaditeľstva, Sociálnej poisťovne a ďalších inštitúcií tak, aby sa v príprave dosiahla potrebná súčinnosť a znížili sa náklady a riziká.

V celom procese sa predpokladá spolupráca s európskymi inštitúciami (EK, ECB), ako aj so širokým okruhom odborníkov z uvedeného spektra inštitúcií a výskumných pracovísk u nás i v zahraničí.

¹⁴ Tieto dve etapy zodpovedajú dvojfázovému zavedeniu eura v terajšej eurozóne: (i) 1999 – 2001 euro na finančných trhoch a v bezhotovostnom styku; (ii) od 1. 1. 2002 zavedenie hotovostného eura (bankovky a mince).

¹⁵ Kým v 4. etape dochádza k dobrovoľnému zavádzaniu

hotovostného eura do obehu (a dobrovoľnému vyradovaniu koruny z obehu) v 5. etape dochádza k jeho nútenému zavádzaniu do určeného termínu.

¹⁶ Zo skúseností krajín eurozóny iba na necelé dva mesiace.

Vzorový časový rámec procesu prijatia eura v SR

	1. etapa	2. etapa	3. etapa	4. a 5. etapa
Obsah	Vstup do EÚ a prijatie rozhodnutia vlády o vstupe do ERM II.	Vstup a zotrvanie v ERM II a hodnotenie plnenia podmienok na prijatie SR za člena EMU zo strany EK a ECB.	Rozhodnutie Rady Ecofin o splnení podmienok na prijatie SR za člena EMU.	Vstup do EMU a zavedenie hotovostného eura do obehu.
Možný časový plán (optimistický variant)	máj 2004 – 31. 12. 2004	1. 1. 2005 – jún 2007	júl 2007 – 31. 12. 2007	Od 1. 1. 2008
Základné úlohy	Pristúpenie k Dohode centrálnych bánk („Central Bank Agreement“) a iniciácia tzv. Procedúry výmenného kurzu („Exchange– rate Procedure) vo Výbore pre ERM II. Ukončenie reforiem tak, aby boli vytvorené podmienky pre ekonomickú, finančnú a menovú stabilitu po vstupe do ERM II.	Stabilizácia výmenného kurzu. Príprava zákonov, smerníc, modifikácia IT systémov pre potreby eura, úprava podnikových obchodných stratégií na zvládnutie integrácie a rastúcej konkurencie.		Zavedenie eura v bezhotovostnom platobnom styku a účtovníctve. Zavádzanie hotovostného eura a sťahovanie koruny z obehu. Snaha o minimalizáciu nákladov spojených s týmito procesmi.
Makroekonomické otázky	Pokračovanie konsolidácie rozpočtu a znižovanie miery inflácie hlavne vďaka významnému zníženiu rozsahu administratívnych opatrení.	Je v rámci Procedúry výmenného kurzu zvolená kurzová parita koruny voči euru dostatočne dôveryhodná? Aký policy mix zvolí počas fungovania v ERM II? Ako orientovať nástroje menovej politiky NBS?		Delegovanie menovej politiky NBS na ECB. Ako sa zmení nastavenie makroekonomických politík, aby sa zachovala orientácia na stabilitu a flexibilitu?
Prípravy vo verejnom sektore	Informačná kampaň pre verejnosť a detailný plán prechodu k hotovostnému euru, vytvorenie pracovnej komisie so zastúpením relevantných strán. Začatie technických príprav.	Realizácia potrebných zmien. Pokračovanie prípravy inštitucionálnych a technických podmienok na zavedenie eura. Príprava duálneho oceňovania tovarov, služieb a práce.	Finalizácia tvorby inštitucionálnych a technických podmienok na zavedenie eura. Finalizácia prípravy duálneho oceňovania tovarov, služieb a práce.	Duálne oceňovanie tovarov, služieb a práce.
Prípravy v súkromnom sektore	Začatie príprav na základe detailného plánu a koordinácie pracovnou komisiou.	Realizácia potrebných zmien. Príprava technických podmienok na zavedenie eura. Príprava duálneho oceňovania.	Finalizácia príprav.	Duálne oceňovanie.
Možné riziká	Nedostatočná dynamika fiškálnej konsolidácie.	Zo strany EÚ možný tlak na dlhšie zotrvanie v ERM II ako 2 roky. Riziká na dodržanie časového harmonogramu na prijatie eura plynúce z pôsobenia politického cyklu – rok 2006 je volebným rokom.	Nie celkom ukončená inštitucionálna a technická príprava na zavedenie eura. Oddialenie termínu prijatia eura a z toho vyplývajúca strata dôveryhodnosti zahraničia a riziká pre finančnú a ekonomickú stabilitu.	

LEGISLATÍVA EURÓPSKEJ ÚNIE

VÝKLAD POJMOV (POKRAČOVANIE)

Zásada vykonávania dohľadu domovskou krajinou (home Member State supervision) je v prípade úverových inštitúcií obsiahnutá v 7. a 9. úvodnom ustanovení a v článku 26 smernice 2000/12/ES Európskeho parlamentu a Rady z 20. marca 2000 o zakladaní a podnikaní úverových inštitúcií (ďalej len „banková smernica“). Ide o rozhodujúcu zásadu uplatňovanú pri harmonizácii finančného sektora. Táto zásada prisudzuje hlavnú úlohu pri vykonávaní dohľadu nad finančnou inštitúciou príslušnému orgánu domovského členského štátu EÚ, zatiaľ čo príslušný orgán členského štátu EÚ, v ktorom sa poskytuje služba, hrá pri plnení tejto úlohy iba doplnkovú úlohu. Táto zásada je doplnená zásadou vzájomného uznávania.

Sloboda zakladania úverovej inštitúcie a sloboda poskytovania finančných služieb úverovými inštitúciami je vyjadrená v čl. 20 a 21 bankovej smernice. Podľa nej hostiteľský členský štát EÚ odstráni všetky prekážky brániace vykonávaniu činnosti, podliehajúce zásade vzájomného uznávania v rovnakom rozsahu ako v domácom členskom štáte EÚ, ak to nie je v rozpore so zásadou všeobecného

blaha (general good) hostiteľského členského štátu EÚ.

Slobodný pohyb kapitálu v prípade úverových inštitúcií je vyjadrený v 18. úvodnom ustanovení bankovej smernice. Na základe uplatnenia tohto ustanovenia opatrenia liberalizujúce bankové služby musia byť zlučiteľné s opatrenia liberalizujúcimi pohyb kapitálu.

Pojem **Hard Law** sa používa na označenie právne záväzného aktu, ktorý je vynútiteľný a ktorého porušenie má za následok sankciu. Ide napr. o nariadenia a smernice. **Soft Law** na rozdiel od Hard Law nemá právnu záväznosť. Ak sa nedodrží, nenastupuje sankcia. Príkladom Soft Law sú odporúčania a stanoviská.

Zásada solidarity (čl. 11 Zmluvy o Európskej únii) sa uplatňuje medzi členskými štátmi EÚ a tiež medzi nimi a európskymi inštitúciami pri riešení nadnárodných problémov alebo prekážok, ako je napr. organizovaná trestná činnosť alebo nelegálne migračné pohyby.

Zásada lojálnosti (čl. 11 Zmluvy o Európskej únii) znamená, že Európska únia a členské štáty si pomáhajú pri vykonávaní úloh, ktoré vyplývajú zo Zmluvy o Európskej únii a plne sa vzájomne rešpektujú.

Rozhodnutie Komisie z 5. novembra 2003, ktorým sa zriaďuje Európsky bankový výbor (2004/10/ES)

Na základe tohto rozhodnutia sa zriadil Európsky bankový výbor ako poradná skupina pre bankové činnosti v EÚ. Úlohou Európskeho bankového výboru je radiť Komisii v oblasti bankových činností a vyjadrovať sa k návrhom Komisie v tejto oblasti. Členmi Európskeho bankového výboru sú vysokí predstavitelia členských štátov EÚ. Zástupca Komisie predsedá Európskemu bankovému výboru. Predseda Výboru európskych orgánov bankového dohľadu, ktorý vznikol na základe rozhodnutia Komisie č. 2004/5/ES z 5. novembra 2003, a zástupca Európskej centrálnej banky sa zúčastňujú na zasadaniach výboru ako pozorovatelia. Na rokovaní výboru sa môžu zúčastniť aj iní experti a pozorovatelia. Ak to situácia vyžaduje, okrem riadnych zasadnutí výboru môžu byť zvolané aj mimoriadne zasadnutia.

Rozhodnutie Komisie z 5. novembra 2003, ktorým sa zriaďuje Výbor európskych orgánov bankového dohľadu (2004/5/ES)

Na základe uvedeného rozhodnutia sa zriadil Výbor európskych orgánov bankového dohľadu ako nezávislá poradná skupina pre bankový dohľad. Poslaním výboru je:

1. radiť Komisii, najmä čo sa týka implementačných opatrení v oblasti bankových činností na základe podnetu Komisie alebo z vlastného podnetu,

2. napomáhať uplatňovanie smerníc ES a približovanie postupov dohľadov členských štátov EÚ,

3. zlepšovať spoluprácu medzi dohľadmi, ako aj výmenu informácií o jednotlivých inštitúciách podliehajúcich dohľadu.

Výbor pozostáva zo zástupcov orgánov štátu príslušných pre dohľad nad úverovými inštitúciami, národných centrálnych bánk, ktoré vykonávajú dohľad nad úverovými inštitúciami a národných centrálnych bánk, ktoré nevykonávajú bankový dohľad vrátane Európskej centrálnej banky. Na rokovaní výboru sa bude zúčastňovať aj zástupca Komisie.

V prípade poskytovania dôverných informácií týkajúcich sa úverovej inštitúcie sa účasť na rokovaní výboru obmedzí iba na zástupcov orgánov vykonávajúcich bankový dohľad. Účasť ďalších expertov a pozorovateľov nie je vylúčená. Predsedom výboru je zástupca niektorého orgánu dohľadu.

Podľa rozhodnutia Komisie sa predpokladá úzka spolupráca s Komisiou a Európskym bankovým výborom zriadeným podľa rozhodnutia Komisie č. 2004/10/ES z 5. novembra 2003. Výbor pravidelne informuje Komisiu o svojej činnosti.

Na základe čl. 5 je výbor povinný viesť rozsiahle otvorené a transparentné konzultácie s účastníkmi trhu, spotrebiteľmi a užívateľmi. Ak výbor poskytuje rady týkajúce sa investičných spoločností, je povinný tieto otázky konzultovať aj s príslušnými orgánmi dohľadu nad investičnými spoločnosťami.

Spracoval JUDr. František Hetteš

CHARAKTERISTIKY RIADENIA PODNIKATEĽSKÉHO RIZIKA

doc. Ing. Dušan Čunderlík, CSc.

Pojem manažment rizika sa používa v oblasti štatistiky, ekonómie, psychológie, spoločenských vied, biológie, inžinierstva, toxikológie, systémovej analýzy, výskumných operácií atď. Čo je obsahom tohto pojmu? Pre spoločenských analytikov, politikov a akademikov to je manažment environmentálnych a nukleárnych rizík, ktoré ohrozujú našu existenciu, pre bankárov a finančných pracovníkov dômyselné využitie takých techník, ako je menové zaistenie pred stratou, pre poisťovacích agentov koordinácia poisťiteľného rizika a redukcia poisťných nákladov, pre záchranárov znižovanie počtu nehôd a zranení.

Relatívne nové ponímanie má ďalší termín späť s celkovou podnikateľskou činnosťou. Je to manažment podnikateľského rizika. Prezentácie na túto tému smerujú k vysvetleniu samého priebehu, poskytnutiu príkladov aplikácie a k diskusii o smeroch napredovania v tejto oblasti. Konzultanti propagujú svoju schopnosť vykonávať manažment podnikateľského rizika, audítori skúmajú, ako zapracovať postupy manažmentu podnikateľského rizika do podnikových auditov, v odborných časopisoch sa začínajú objavovať štúdie o manažmente podnikateľského rizika a začínajú vychádzať knihy na túto tému, viaceré univerzity ponúkajú kurzy nazvané manažment podnikateľského rizika.

Strom moderného manažmentu rizika má svoje korene v množstve nesúvisiacich disciplín. Analýzy vojenského rizika viedli k vývoju operačného výskumu. Osobné a komerčné riziká viedli k vzniku poisťného a účtovného prístupu k manažmentu rizika. Strategické analýzy rizika a spoznanie, že budúcnosť

nemú byť ako minulosť spôsobili zrod tzv. scenárového plánovania. Iným prístupom je používanie teórie oceňovania opcií na získanie rôznych alternatív. Menové, úrokové a úverové riziká vytvorili bankový prístup k manažmentu rizika a rôznym nástrojom hedgingu. Operačný a environmentálny manažment rizika pomohli rozvoju spôsobov kontingenčného plánovania. Všetky tieto príspevky nám pomáhajú lepšie chápať riziko.

Treba poznamenať, že sú možné rôzne výsledky konkrétneho podnikania na základe individuálnych okolností; to znamená, že nič nie je nemožné a nič nie je absolútne isté. V reálnom svete je určenie pravdepodobnosti vplyvov rôznych okolností často spojené s ťažkosťami. Prostredníctvom metódy simulácie orientovanej na budúcnosť sa odborníci pokúšajú odhadnúť (generovať) objektívne pravdepodobnosti nastatia týchto vplyvov. Ak by sme k jednotlivým okolnostiam nepriradili žiadne odhady pravdepodobností, vznikol by extrémny prípad rizika – neurčitosť.

Podnikateľské riziko vzniká na jednej strane vtedy, keď síce nevieme predvídať budúcnosť, ale dá sa určiť pravdepodobnosť možných budúcich situácií v okolí podnikateľského subjektu. Na druhej strane musí platiť, že neznalosť budúcnosti má dopad na dosahovanie cieľov.

Z našich skúseností vieme, že manažéri neriadia riziká tak, aby boli výhodou pre ich spoločnosť. Rôzne smery pojednávajú o rôznych rizikách, používajú rôzne prístupy, často však na veľmi nízkej úrovni. Mnoho spoločností nemá súhrnný mechanizmus na upozornenie vedenia na dôležitosť riadenia rizika

Obrázok č. 1 Proces manažmentu rizika





a výnosov z rizika. Takéto konštatovanie je o to závažnejšie, že riziko je kľúčovým strategickým bodom rozvoja podniku a manažment rizika je strategický podnikateľský proces (obrázok č. 1). Je to proces, keď organizácia metodicky hodnotí rizikovosť svojich aktivít s cieľom dosiahnuť zisk v rámci každej činnosti a zároveň v rámci portfólia všetkých činností¹.

Manažment by mal odhadnúť, či podnikateľské aktivity spoločnosti súhlasia s jej stanovenými strategickými cieľmi a ako je manažment rizika spojený s investovaním a rozhodnutiami o raste. Vedenie má mať všeobecný prehľad o rizikových hrozbách, aby predišlo prekvapeniam.

Tento proces začína tokom vstupov z vonkajšieho prostredia firmy. Väčšina firiem nemá ucelený postup na sledovanie okolitého prostredia, v ktorom operuje, preto nepozná ani riziká, ktorým musí čeliť. Druhým krokom je pomocou analýzy okolitého prostredia preskúmať príležitosti a hrozby. Keď už sú zistené príležitosti a hrozby, manažment musí rozhodnúť, do akej miery je riziko únosné a určiť ciele pre riziká a výnosy.

Manažment by mal rozvíjať víziu a stratégiu rizika založenú na rizikovom prostredí a postoji akcionárov k riziku. Rôzne skupiny investorov zvyčajne majú rôzne postoje k riziku. Súhrnná stratégia rizikového

manažmentu by mala zahŕňať filozofiu manažmentu rizika a organizačnú zodpovednosť.

Na základe predchádzajúcich charakteristík je vhodné rozčleniť rizikový manažment na jednotlivé fázy:

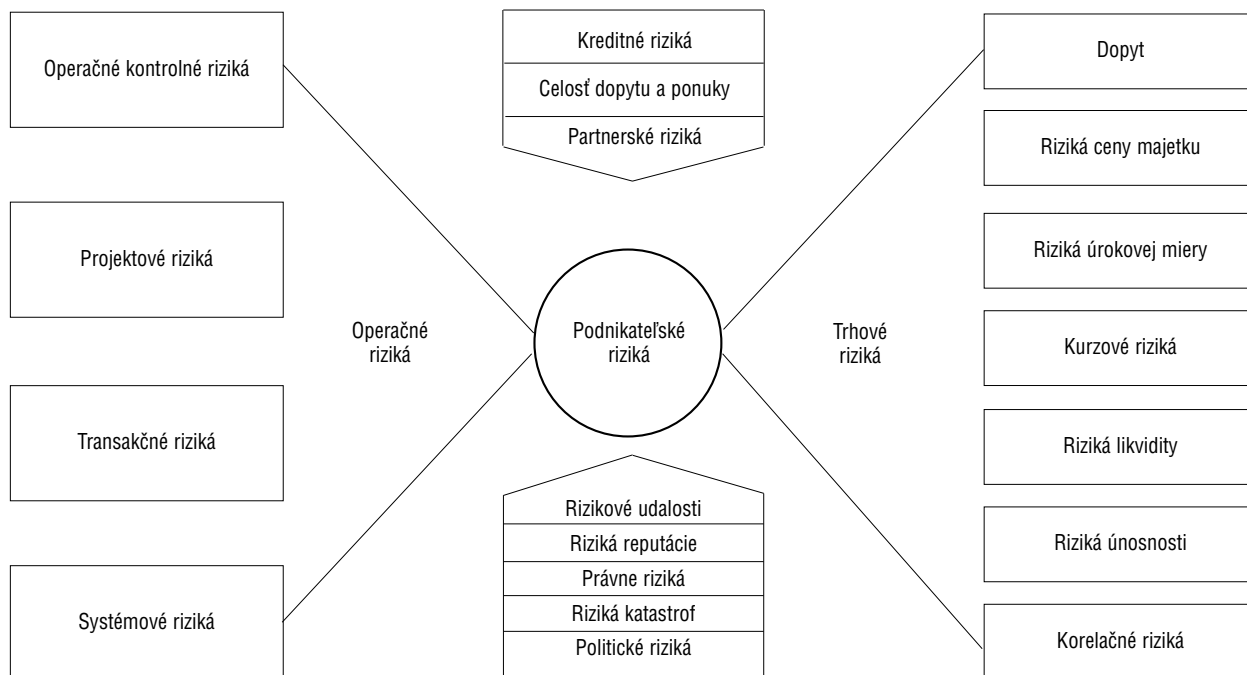
- spoznanie rizika (zistenie a kvantifikácia rizikového potenciálu firmy),
- zhodnotenie rizika (politika rizika postavená na pravdepodobnosti),
- eliminácia rizika (stratégia a opatrenia),
- kontrola rizika.

Spoznanie rizika

Spoznanie (identifikácia) rizika je základ pre rozvoj riadenia a kontrolu rizika. V praxi však často dochádza k mnohým ťažkostiam, riziká sa často prehliadajú alebo nechcú byť vôbec videné. Jednotlivé riziká sú samy osebe menej problematické, ťažkosti spôsobujú vzťahy medzi nimi, ako aj ich závažnosť v celkovom kontexte podniku. Z teórie portfólia vyplýva, že práve korelácia medzi jednotlivými podnikovými rizikami zohráva ústrednú úlohu pri zisťovaní veľkosti rizika. Systém postupu spoznávania (identifikácie) rizika je zobrazený na obrázku č. 2.

Miera a dôsledky (dosah) rizika sú však rozdielne, keďže miera (stupeň) rizika je výslednicou viacerých

Obrázok č. 2 Postup spoznania (identifikácie) rizika – príklad



¹ Rybárová, D.: Manažment rizika. In: Zborník z medzinárodnej vedeckej konferencie „Ekonomika, financie a manažment podniku – rok 2000“. Bratislava 7. 12. 2000, s. 172.



súhlasných i protismerných prúdov a faktorov, ktoré ovplyvňujú požadovaný výsledok. Vyjadruje rozdiel medzi predpokladaným a skutočným výsledkom. Pri tom je dôležité kvantifikovať pravdepodobnosť vzniku rizika, jeho štatistické rozloženie, pravdepodobnosť dôsledkov rizika, ako aj korelačnú analýzu rizikových faktorov.

Väzby medzi mierou rizika a jeho dosahom korelujú rozličným spôsobom. Aj rovnaká miera (stupeň) rizika môže mať rozličné účinky. Dokonca vždy neplatí ani vžitý slogan, že čím väčšie riziko, tým väčší zisk. Z praktickej stránky je skôr užitočnejšie pripustiť rôzne variantné súvzťažnosti, veď v praxi platí aj opačný vzťah: aj nízka miera rizika môže mať veľký dosah.

Pri rozbere a hodnotení rizika treba navyše rátať nielen s priamymi bezprostrednými následkami, ale aj s vyvolanými dôsledkami, ktoré majú reťazový charakter. Treba tiež počítať s dlhodobými doznievajúcimi dôsledkami kumulatívnej povahy. V zásade môžu vzniknúť štyri hlavné variantné situácie:

- Vysoký stupeň rizika a jeho následkov, napr. pri havarijných situáciách v aparátúrnej kontinuálnej výrobe.
- Vysoký stupeň rizika s nízkymi následkami. Názornejšie to možno vyjadriť, keď porovnáme prasknutie signálnej žiarovky na ovládacom paneli výťahu s odtrhnutím telesa výťahu.
- Nízky stupeň rizika s vysokými eventuálnymi následkami, napr. markantné následky majú poruchy v atómovej elektrárni.
- Nízky stupeň rizika s nízkymi následkami.

Racionalita konania rozhodovacieho subjektu závisí jednak od jeho osobných vlastností (vnútorná racionalita), a jednak od nutnosti rozhodovať v súlade s požiadavkami platného systému riadenia (vonkajšia racionalita). Treba odlišovať:

- nesprávne rozhodnutia pri dostatku informácií, ktoré môžu byť zapríčinené nekvalifikovanosťou manažérov (napr. nepoznajú, ktorým rozhodnutím čo zapríčiňujú) alebo ich nedisciplinovanosťou (napr. netrápia sa preverením varovných signálov),
- objektívne správne rozhodnutia opierajúce sa o predpoklady, ktoré sa neskôr ukážu ako nesprávne, lebo zlyhali kvalifikované predpoklady. Pod objektívnym rozhodnutím rozumieme také rozhodnutie, na ktorom by sa zhodla väčšina kvalifikovaných manažérov, ak by mali k dispozícii tie isté informácie.

Zhodnotenie rizika

Cieľom zhodnotenia rizika je redukcia dostupných informácií o riziku na množinu štandardných čísiel (parametrov posudzovania rizika), ktoré definujú

závažnosť rizika. Na definovanie závažnosti rizika môžeme použiť dva parametre:

- dosah (možné straty, ktoré nastanú v prípade určitej udalosti),
- pravdepodobnosť, že udalosť nastane.

Tieto dve veličiny často spolu tvoria jednoduché meradlo závažnosti rizika použitím rizikovej matice. Ďalej je vhodné roztriediť riziká na:

- kritické – pri ktorých možné straty vedú k bankrotu (bez ohľadu na príčinu),
- dôležité – pri ktorých straty nevedú k bankrotu, ale nútia firmu požičať si kapitál na ich prekonanie,
- nedôležité – pri ktorých straty nie sú veľké a firma im môže čeliť vlastnými silami.

Riadenie rizika

Ďalším krokom je výber vhodnej techniky eliminácie rizika. Tieto techniky zahŕňajú (a) vyhnutie sa riziku, (b) znižovanie rizika, (c) udržiavanie rizika a (d) presun rizika. Prioritné je rozhodnúť, ktorú techniku použiť pri danom riziku. Rozsah rozhodnutia je v každej firme rozdielny. Zvažuje sa rozsah potenciálnych strát a ich pravdepodobnosť, ako aj veľkosť nákladov viažucich sa na výber príslušného variantu rozhodnutia.

Vyhnutie sa riziku. Vyhybanie sa riziku je jednou z techník riadenia rizika, ale je to skôr negatívna ako pozitívna technika. Ak by sa používala vo veľkej miere, podniky by prichádzali o mnohé príležitosti a pravdepodobne by neboli schopné dosahovať svoje ciele.

Znižovanie rizika. Riziko možno znižovať dvoma spôsobmi. Po prvé predchádzaním strate a kontrolou. Bezpečnostné programy a konanie predchádzajúce strate, ako zdravotnícka starostlivosť, požiarne ochrana, nočná stráž a alarmy sú príklady riadenia rizika predchádzaním strate alebo znižovaním šance, že strata nastane. Niektoré techniky sú vytvorené tak, aby predchádzali výskytu straty, zatiaľ čo iné sa zameriavajú skôr na kontrolu rozsahu prípadnej škody. Z istého uhla pohľadu je predchádzanie škodám najžiaducejší spôsob riadenia rizika. Ak by možnosť straty bola úplne eliminovaná, bolo by eliminované aj riziko. Aj tento prístup však možno považovať za neadekvátny. Nezáleží na tom, ako veľmi sa snažíme, je nemožné vyhnúť sa všetkým stratám. Navyše v niektorých prípadoch môže prevencia straty stáť viac ako strata sama.

Riziko možno znižovať aj kombinovaním veľkého množstva rizikových jednotiek a predpovedaním (zdôvodniteľným odhadom) budúcich strát pre celú skupinu. Na tomto princípe pracujú napríklad poisťovne.

Udržiavanie rizika. Udržiavanie rizika je asi najbežnejšia metóda riadenia rizika. Organizácie i jednotlivci čelia nespočetnému množstvu rizikových fakto-



rov. Vo väčšine prípadov sa s nimi nič nerobí. Ak však nie je prijatá nejaká pozitívna akcia, ktorá by riziko znížila, vyhla sa mu alebo ho transferovala, možnosť straty vyplývajúca z tohto rizika zostáva.

Udržiavanie rizika môže byť vedomé alebo nevedomé. O vedomom udržiavaní hovoríme vtedy, ak riziko vnímame, ale neznižujeme ho ani netransferujeme. Ak riziko nepoznáme, ide o nevedomé udržiavanie rizika.

Udržiavanie rizika môže byť tiež dobrovoľné alebo nedobrovoľné. V prípade dobrovoľného udržiavania si existenciu rizika uvedomujeme a s tichým súhlasom akceptujeme vzniknuté straty (zvyčajne preto, že neexistuje atraktívnejšia alternatíva). O nedobrovoľnom udržiavaní rizika hovoríme, ak si riziko nevedomujeme, a tiež vtedy, keď riziko nie je možné transferovať, vyhnúť sa mu, ani ho znížiť.

Každá organizácia sa musí rozhodnúť, ktoré riziko si ponechá a ktorému sa vyhne, alebo ktoré transferuje na základe schopnosti niesť prípadné straty. Strata, ktorá môže byť pre jednu organizáciu finančnou katastrofou, môže byť pre inú ľahko únosná. Všeobecne platí, že riziko ponechávané v organizácii by malo viesť k relatívne malým stratám.

Presun rizika. Používa sa na riadenie špekulatívneho i čistého rizika. Výborným príkladom na riadenie špekulatívneho rizika je proces zaistenia. Čisté riziko sa často prenáša do kontraktov, v ktorých jedna strana odhaduje možnosť škody spôsobenej druhej strane, napr. nájomca môže súhlasiť, že za určitých podmienok bude platiť prenajímateľovi za škody, ktoré vzniknú pri používaní jeho majetku. Zmluvné prenášanie rizika je bežné v stavebnom priemysle, ale aj medzi výrobcami a predávajúcimi, kde sa špecifikuje zodpovednosť za produkt.

Delenie rizika. Ide o špeciálny prípad prenášania rizika a formu udržania rizika. Ak sa riziko delí, možnosť straty sa prenáša z jednotlivca na skupinu. Treba si však uvedomiť, že riziko prenášané jednotlivcom na skupinu sa spája s rizikom, ktoré prinášajú ostatní členovia skupiny. Riziko sa delí medzi jednotlivcov a organizácie rôznymi spôsobmi. Príkladom sú akciové spoločnosti, kde existuje veľký počet investorov a v prípade skrachovania spoločnosti nesie každý z nich relatívne malú časť rizika straty. Iným príkladom sú poisťovne, delenie rizika medzi členov skupiny je ich základnou charakteristikou.

Zhodnotenie a testovanie výberu rozhodnutia

Zhodnotenie a preskúšanie je potrebné z dvoch dôvodov:

1. Proces manažmentu rizika nepôsobí vo vákuu.

Mení sa externé a interné prostredie firmy, vznikajú nové riziká a staré zanikajú. Z toho vyplýva, že niektoré techniky, ktoré boli vhodné minulý rok, nemusia byť vhodné aj tento rok a už vôbec nie v bližšej či vzdialenejšej budúcnosti.

2. Niekedy sa stane aj chyba. Zhodnotenie a preskúšanie riadenia rizika dovoľuje manažérovi testovať rozhodnutia a nájsť chyby v nádeji, že to nebude nákladné. Aj keď by zhodnotenie a testovanie malo byť internou záležitosťou, je vhodné prizvať nezávislých (externých) konzultantov. Túto možnosť by mali využiť najmä malé firmy, ktoré nemajú príslušných špecialistov.

Kontrola rizika

V teórii predstavuje posledný krok v procese riadenia rizika, v praxi je však často prvým krokom riadenia rizika. Vyžaduje stanovenie príčin, prečo sa operatívne výsledky líšia od plánu, ako aj rozhodnutie o vhodných opatreniach na odstránenie odchýlok. Je len samozrejmé, že pri výkone podnikateľskej činnosti sa musí obmedziť dosah potenciálnych strát tak, aby boli minimalizované ich vplyvy na očakávané výsledky firmy.

Keďže manažment rizika vychádza z rozhodnutí prijímaných v podmienkach neistoty, adekvátne splnenie cieľov nie je kvantifikované len na základe toho, či daná firma prežila, ale či by bola schopná prežiť aj za menej priaznivých podmienok. Existencia nevhodne zameraného budúceho vývoja podniku s katastrofickým scenárom predstavuje odchýlku od cieľa. Je to typ odchýlky, ktorým sa v procese kontroly manažmentu rizika zaoberá.

Audit manažmentu rizika

Hoci hodnotenie a testovanie programu riadenia rizika je kontinuálny proces, tento program sa musí pravidelne predkladať na rozbor, ktorý sa nazýva audit rizika. Väčšina ľudí pojem audit spája s účtovníctvom, kde ide o formálnu kontrolu finančných záznamov verejnými znalcami na overenie presnosti, celistvosti a správnosti účtovných záznamov. Druhý význam pojmu audit sa spája s kompletným prevereníím a vyhodnotením problémov, ktoré sú zahrnuté vo výraze audit programu manažmentu riadenia rizika. Tento audit predstavuje podrobný a systematický prieskum zostaveného programu so zameraním na test vhodnosti programových cieľov z pohľadu príslušnej firmy, ako aj toho, či vytvorené kritériá na dosiahnutie programových cieľov sú primerané a správne implementované.

ÚČTOVANIE MENOVÝCH DERIVÁTOV

MENOVÝ FORWARD, MENOVÝ SWAP, CROSS CURRENCY SWAP

Ing. Eleonóra Vajdová

Tento článok je prvý zo série článkov zaoberajúcich sa účtovaním niektorých všeobecne obchodovaných derivátov z oblasti menových a úrokových derivátov vrátane opcí podľa postupov účtovania v bankách.

Definovanie derivátov

Opatrenie Ministerstva financií SR č. 20 359/2002-92 definuje derivát ako finančný nástroj, ktorý súčasne spĺňa tieto podmienky:

- jeho reálna hodnota sa mení v závislosti od zmeny úrokovej miery, ceny cenného papiera, ceny komodity, kurzu cudzích mien, cenového indexu, od úverového hodnotenia (ratingu) alebo úverového indexu, alebo v závislosti od podobnej premennej,
- nevyžaduje začiatkové čisté investície alebo vyžaduje začiatkové čisté investície, ktoré sú nižšie, ako by sa vyžadovalo pri iných druhoch finančných nástrojov, ktoré podobne reagujú na zmeny v úverových faktoroch a trhových faktoroch,
- je dohodnutý a vyrovnaný k budúcemu dátumu, pričom doba od dohodnutia obchodu do jeho vyrovnania je dlhšia ako v prípade spotovej operácie.

Z hľadiska podkladových finančných nástrojov rozoznávajúme:

- úrokové deriváty, ktorými sú deriváty s úrokovými nástrojmi,
- menové deriváty, ktorými sú deriváty s menovými nástrojmi,
- akciové deriváty, ktorými sú deriváty s akciovými nástrojmi,
- komoditné deriváty, ktorými sú deriváty s komoditnými nástrojmi,
- úverové deriváty, ktorými sú deriváty s úverovými nástrojmi.

Ako úrokové deriváty sa účtujú finančné nástroje skladajúce sa z dvoch alebo viacerých podkladových úrokových nástrojov, ktoré sú len v jednej mene, a ktorých reálna hodnota nie je ovplyvnená úrokovou mierou rizikového finančného nástroja inej účtovnej jednotky. Za úrokové deriváty sa považujú i forwardové termínové vklady.

Ako menové deriváty sa účtujú finančné nástroje skladajúce sa z dvoch alebo viacerých podkladových menových nástrojov, ktoré sú aspoň v dvoch menách, a ktorých reálna hodnota nie je ovplyvnená úrokovou mierou rizikového finančného nástroja inej účtovnej jednotky.

Ako akciové deriváty sa účtujú finančné nástroje skla-

dajúce sa aspoň z jedného podkladového akciového nástroja, prípadne tiež z jedného alebo viacerých podkladových úrokových nástrojov, nie však z podkladového komoditného nástroja, ktorých reálna hodnota nie je ovplyvnená úrokovou mierou rizikového finančného nástroja inej účtovnej jednotky.

Ako komoditné deriváty sa účtujú finančné nástroje skladajúce sa aspoň z jedného podkladového komoditného nástroja, prípadne tiež z jedného alebo viacerých podkladových úrokových nástrojov alebo podkladových akciových nástrojov, ktorých reálna hodnota nie je ovplyvnená úrokovou mierou rizikového finančného nástroja inej účtovnej jednotky.

Ako úverové deriváty sa účtujú finančné nástroje skladajúce sa z dvoch alebo viacerých podkladových úrokových nástrojov, prípadne tiež z jedného alebo viacerých podkladových akciových nástrojov alebo podkladových komoditných nástrojov, ktorých reálna hodnota je ovplyvnená úrokovou mierou rizikového finančného nástroja inej účtovnej jednotky.

Deriváty sa účtujú na podsúvahových a súvahových účtoch odo dňa dohodnutia obchodu do dňa posledného vyrovnania alebo ukončenia, uplatnenia práva, ich predaja alebo spätného nákupu.

Menový derivát – forward

Forward predstavuje dohodu (záväzok) o budúcej vzájomnej výmene dvoch mien so splatnosťou dlhšou ako je spotová valuta, t. j. minimálne D + 3, pričom budúci kurz sa stanovuje v deň vzniku záväzku. Slúži na zaistenie menového rizika budúcich peňažných tokov klienta v cudzej mene.

Forward môže byť:

- s fyzickou dodávkou – nákup alebo predaj jednej meny za druhú v dohodnutom objeme za dohodnutý forwardový kurz a v dohodnutom termíne s vyrovnaním obchodu prostredníctvom bežných účtov,

- bez fyzickej dodávky (Non Delivery Forward – NDF) – dohoda o nákupe jednej meny za druhú v dohodnutom objeme, za dohodnutý forwardový kurz a v dohodnutom termíne, bez pohybu na bežných účtoch. V deň splatnosti



obchodu dochádza iba k vyrovnaniu rozdielu dohodnutej meny a reálnej meny – tzv. netting.

Pre správne hodnoty v účtovníctve je dôležité stanoviť spôsob oceňovania forwardu. Forwardový kurz, ktorý zodpovedá reálnej hodnote v účtovníctve sa stanoví ako súčet spotového kurzu a forwardových bodov, t. j. úrokového diferenciálu dvoch mien na dohodnuté obdobie.

Postup účtovania v banke

1. V deň uzatvorenia forwardu banka:

a) zaúčtuje v podsúvahe

– podsúvahovú pohľadávku:

MD 95 Pohľadávky z pevných termínových operácií s menovými nástrojmi – forward – nákup

D 99 Usporiadací účet operácií s menovými nástrojmi

– podsúvahový záväzok:

MD 99 Usporiadací účet operácií s menovými nástrojmi

D 95 Závazky z pevných termínových operácií s menovými nástrojmi – forward – predaj

b) zaúčtuje prvé precenenie na reálnu hodnotu

– ak je kladný rozdiel:

MD 31 Pevné termínové operácie s menovými nástrojmi – kladné rozdiely z precenenia forwardu

D 71 Výnosy z derivátových operácií – kladné rozdiely z precenenia forwardu

– ak je záporný rozdiel:

MD 61 Náklady z derivátových operácií – záporné rozdiely z precenenia forwardu

D 31 Pevné termínové operácie s menovými nástrojmi – záporné rozdiely z precenenia forwardu

2. V nasledujúce dni až do splatnosti forwardu banka denne preceňuje na reálnu hodnotu

– zvýšenie kladného rozdielu:

MD 31 Pevné termínové operácie s menovými nástrojmi – kladné rozdiely z precenenia forwardu

D 71 Výnosy z derivátových operácií – kladné rozdiely z precenenia forwardu

– zvýšenie záporného rozdielu:

MD 61 Náklady z derivátových operácií – záporné rozdiely z precenenia forwardu

D 31 Pevné termínové operácie s menovými nástrojmi – záporné rozdiely z precenenia forwardu

– zníženie kladného rozdielu:

MD 71 Výnosy z derivátových operácií – kladné rozdiely z precenenia forwardu

D 31 Pevné termínové operácie s menovými nástrojmi – kladné rozdiely z precenenia forwardu

– zníženie záporného rozdielu:

MD 31 Pevné termínové operácie s menovými

nástrojmi – záporné rozdiely z precenenia forwardu

D 61 Náklady z derivátových operácií – záporné rozdiely z precenenia forwardu

– zmena kladného rozdielu na záporný rozdiel:

storno Pevné termínové operácie s menovými nástrojmi – kladné rozdiely z precenenia forwardu

MD 31 Výnosy z derivátových operácií – kladné rozdiely z precenenia forwardu

D 71 Náklady z derivátových operácií – záporné rozdiely z precenenia forwardu

MD 61 Pevné termínové operácie s menovými nástrojmi – záporné rozdiely z precenenia forwardu

– zmena záporného rozdielu na kladný rozdiel:

storno Náklady z derivátových operácií – záporné rozdiely z precenenia forwardu

MD 61 Pevné termínové operácie s menovými nástrojmi – záporné rozdiely z precenenia forwardu

D 31 Pevné termínové operácie s menovými nástrojmi – kladné rozdiely z precenenia forwardu

MD 31 Výnosy z derivátových operácií – kladné rozdiely z precenenia forwardu

3. V deň splatnosti forwardu banka

a) odúčtuje z podsúvahy

– podsúvahovú pohľadávku:

MD 99 Usporiadací účet operácií s menovými nástrojmi

D 95 Pohľadávky z pevných termínových operácií s menovými nástrojmi – forward – nákup

– podsúvahový záväzok:

MD 95 Závazky z pevných termínových operácií s menovými nástrojmi – forward – predaj

D 99 Usporiadací účet operácií s menovými nástrojmi

b) zaúčtuje prevod nákup jednej CM a predaj druhej CM na bežných účtoch

– nákup:

MD 13 Bežné účty v bankách

D 35 Usporiadací účet kurzových rozdielov

– predaj:

MD 35 Usporiadací účet kurzových rozdielov

D 13 Bežné účty v bankách

c) zaúčtuje vysporiadanie účtov precenenia na reálnu hodnotu

– záporný rozdiel:

MD 31 Pevné termínové operácie s menovými nástrojmi – záporné rozdiely z precenenia forwardu

D 35 Usporiadací účet kurzových rozdielov

– kladný rozdiel:

MD 35 Usporiadací účet kurzových rozdielov

D 31 Pevné termínové operácie s menovými nástrojmi – kladné rozdiely z precenenia forwardu

Účty precenenia v účtovej skupine 31 a účet konverzie meny v účtovej skupine 35 musia vykazovať po zaúčtovaní všetkých účtovných operácií v deň splatnosti nulový zostatok za obchod. Halierové rozdiely, ktoré môžu vzniknúť pri



prepočte cudzej meny je možné zaúčtovať na účty nákladov (účtová skupina 61), resp. výnosov (účtová skupina 71) z derivátových operácií pre precenenie forwardu.

Menový derivát – swap

Menový swap je dohodnutý obchod o nákupe a predaji jednej meny za druhú so súčasným spätným predajom a nákupom v budúcom dohodnutom termíne za dohodnutý kurz. Je kombináciou spotového a termínového obchodu.

Rozoznávame nasledujúce swapy:

1. Buy and Sell – spotový nákup základnej meny a súčasne termínovaný predaj základnej meny,

2. Sell and Buy – spotový predaj základnej meny a súčasne termínovaný nákup základnej meny.

Spôsob oceňovania swapu je totožný s oceňovaním forwardu. Swapový kurz, ktorý zodpovedá reálnej hodnote v účtovníctve sa stanoví ako súčet spotového kurzu a swapových bodov, t. j. úrokového diferenciálu dvoch mien na dohodnuté obdobie.

Postup účtovania v banke

1. V deň uzatvorenia swapu banka

a) zaúčtuje v podsúvahe

– podsúvahovú spotovú pohľadávku:

MD 95 Pohľadávky z pevných termínových operácií s menovými nástrojmi – spotová časť swapu – nákup

D 99 Usporiadací účet operácií s menovými nástrojmi – podsúvahový spotový záväzok:

MD 99 Usporiadací účet operácií s menovými nástrojmi
D 95 Záväzky z pevných termínových operácií s menovými nástrojmi – spotová časť swapu – predaj

– podsúvahový forwardový záväzok:

MD 99 Usporiadací účet operácií s menovými nástrojmi
D 95 Záväzky z pevných termínových operácií s menovými nástrojmi – forwardová časť swapu – predaj

– podsúvahovú forwardovú pohľadávku:

MD 95 Pohľadávky z pevných termínových operácií s menovými nástrojmi – forwardová časť swapu – nákup

D 99 Usporiadací účet operácií s menovými nástrojmi
b) zaúčtujú prvé precenenie na reálnu hodnotu

– ak je kladný rozdiel:

MD 31 Pevné termínové operácie s menovými nástrojmi – kladné rozdiely z precenenia swapu

D 71 Výnosy z derivátových operácií – kladné rozdiely z precenenia swapu

– ak je záporný rozdiel:

MD 61 Náklady z derivátových operácií – záporné rozdiely z precenenia swapu

D 31 Pevné termínové operácie s menovými nástrojmi – záporné rozdiely z precenenia swapu

2. V nasledujúce dni banka denne preceňuje swap na reálnu hodnotu. Počas spotovej valuty precenenie obsahuje obidve časti swapu – spotovú aj forwardovú. Po splatnosti spotovej časti swapového obchodu do precenenia vstupuje iba forwardová časť. Účtovanie je rovnaké, rozlíšenie je iba analytickými účtami v príslušnej účtovnej skupine:

– zvýšenie kladného rozdielu:

MD 31 Pevné termínové operácie s menovými nástrojmi – kladné rozdiely z precenenia swapu

D 71 Výnosy z derivátových operácií – kladné rozdiely z precenenia swapu

– zvýšenie záporného rozdielu:

MD 61 Náklady z derivátových operácií – záporné rozdiely z precenenia swapu

D 31 Pevné termínové operácie s menovými nástrojmi – záporné rozdiely z precenenia swapu

– zníženie kladného rozdielu:

MD 71 Výnosy z derivátových operácií – kladné rozdiely z precenenia swapu

D 31 Pevné termínové operácie s menovými nástrojmi – kladné rozdiely z precenenia swapu

– zníženie záporného rozdielu:

MD 31 Pevné termínové operácie s menovými nástrojmi – záporné rozdiely z precenenia swapu

D 61 Náklady z derivátových operácií – záporné rozdiely z precenenia swapu

– zmena kladného rozdielu na záporný rozdiel:

storno Pevné termínové operácie s menovými nástrojmi – kladné rozdiely z precenenia swapu

MD 31 storno Výnosy z derivátových operácií – kladné rozdiely z precenenia swapu

D 71 MD 61 Náklady z derivátových operácií – záporné rozdiely z precenenia swapu

D 31 Pevné termínové operácie s menovými nástrojmi – záporné rozdiely z precenenia swapu

– zmena záporného rozdielu na kladný rozdiel:

storno Náklady z derivátových operácií – záporné rozdiely z precenenia swapu

MD 61 storno Pevné termínové operácie s menovými nástrojmi – záporné rozdiely z precenenia swapu

D 31 MD 31 Pevné termínové operácie s menovými nástrojmi – kladné rozdiely z precenenia swapu

D 71 Výnosy z derivátových operácií – kladné rozdiely z precenenia swapu

3. V deň splatnosti spotovej časti swapu banka odúčtuje z podsúvahy:

– podsúvahovú spotovú pohľadávku:

MD 99 Usporiadací účet operácií s menovými nástrojmi

D 95 Pohľadávky z pevných termínových operácií s menovými nástrojmi – spotová časť swapu – nákup

– podsúvahový spotový záväzok:

MD 95 Záväzky z pevných termínových operácií s menovými nástrojmi – spotová časť swapu – predaj



D 99 Usporiadací účet operácií s menovými nástrojmi

4. V deň splatnosti forwardovej časti swapu banka odúčtuje z podsúvahy:

– podsúvahovú forwardovú pohľadávku:

MD 99 Usporiadací účet operácií s menovými nástrojmi

D 95 Pohľadávky z pevných termínových operácií s menovými nástrojmi – forwardová časť swapu – nákup

– podsúvahový forwardový záväzok:

MD 95 Záväzky z pevných termínových operácií s menovými nástrojmi – forwardová časť swapu – predaj

D 99 Usporiadací účet operácií s menovými nástrojmi
5. V deň splatnosti jednej aj druhej časti swapu banka zaúčtuje

a) prevod nákup/predaj CM na bežných účtoch

MD 13 Bežné účty v bankách

D 35 Usporiadací účet kurzových rozdielov

MD 35 Usporiadací účet kurzových rozdielov

D 13 Bežné účty v bankách

b) vysporiadanie účtov precenenia na reálnu hodnotu

– záporný rozdiel:

MD 31 Pevné termínové operácie s menovými nástrojmi – záporné rozdiely z precenenia swapu

D 35 Usporiadací účet kurzových rozdielov

– kladný rozdiel:

MD 35 Usporiadací účet kurzových rozdielov

D 31 Pevné termínové operácie s menovými nástrojmi – kladné rozdiely z precenenia swapu

Účty precenenia v účtovej skupine 31 a účet konverzie meny v účtovej skupine 35 musia vykazovať po zaúčtovaní všetkých účtovných operácií v deň splatnosti swapu nulový zostatok za obchod. Halierové rozdiely, ktoré môžu vzniknúť pri prepočte cudzej meny je možné zaúčtovať na účty nákladov (účtová skupina 61), resp. výnosov (účtová skupina 71) z derivátových operácií pre precenenie swapu.

Cross Currency Swap

Špeciálnym druhom menového swapu je Cross Currency Swap. Používa sa v prípade, keď pôvodný obchod (napr. úver), ktorý potrebujeme zabezpečiť, je v inej ako domácej mene. Je to vlastne dohoda medzi dvoma zmluvnými stranami o výmene budúcich úrokových platieb, ibaže na rozdiel od klasického úrokového swapu nominálne sumy vrátane úrokových platieb sú vykonávané v dvoch rôznych menách. Cross Currency Swap má dve časti:

1. úrokový swap, v ktorom dochádza k výmene úrokových sadzieb,

2. menový swap, v ktorom dochádza k výmene dohodnutých súm na začiatku a na konci obchodu za dohodnutý kurz.

Z nominálnych súm (podkladové aktíva) sa vypočítavajú úrokové platby v rovnakej mene. Táto nominálna hodnota sa môže meniť počas trvania swapu.

Oceňovanie Cross Currency Swapu predstavuje úroveň súčasnej hodnoty cash flow jednej časti swapu rovnajúcej sa súčasnej hodnote cash flow druhej časti swapu za dohodnutý výmenný kurz. Cena teda závisí od dohodnutých budúcich menových kurzov a od implicitne stanovených budúcich úrokových sadzieb.

Cross Currency Swap je derivát, ktorý slúži na zabezpečenie pred dlhodobým kurzovým rizikom a úrokovým rizikom cudzích mien. V praxi sa vedú diskusie o podstate tohto derivátu. Často je označovaný ako úrokový swap. Podľa definície opatrenia MF SR, ktorú sme uviedli v úvode tohto článku, je tento derivát menový. Preto odporúčame účtovať Cross Currency Swap ako štandardný swap s doplnením účtovania vzájomných platieb proti-strán.

Účtovanie v bankách je rovnaké ako účtovanie swapu s tým rozdielom, že banky si otvárajú na tieto druhy derivátových obchodov samostatné analytické účty. Rozdiel v účtovaní je pri prijatých a platených vyrovnávacích platiach úrokových častí derivátu voči účtom precenenia v účtovej skupine 31.

1. Ak je precenenie Cross Currency Swapu zaúčtované na účtoch kladných rozdielov z precenenia,

– platená vyrovnávacia platba:

MD 31 Pevné termínové operácie s menovými nástrojmi – kladné rozdiely z precenenia Cross Currency Swapu

D 35 Usporiadací účet kurzových rozdielov

– prijatá vyrovnávacia platba:

MD 35 Usporiadací účet kurzových rozdielov

D 31 Pevné termínové operácie s menovými nástrojmi – kladné rozdiely z precenenia Cross Currency Swapu

2. Ak je precenenie Cross Currency Swapu zaúčtované na účtoch záporných rozdielov z precenenia,

– platená vyrovnávacia platba:

MD 31 Pevné termínové operácie s menovými nástrojmi – záporné rozdiely z precenenia Cross Currency Swapu

D 35 Usporiadací účet kurzových rozdielov

– prijatá vyrovnávacia platba:

MD 35 Usporiadací účet kurzových rozdielov

D 31 Pevné termínové operácie s menovými nástrojmi – záporné rozdiely z precenenia Cross Currency Swapu

Tento spôsob zaúčtovania zabezpečí zaúčtovanie platenej/prijatej vyrovnávacej platby (úrokovvej časti Cross Currency Swapu) do nákladov, resp. do výnosov z precenenia Cross Currency Swapu v účtovných skupinách 61 Náklady na derivátové operácie a 71 Výnosy z derivátových operácií v rámci účtovných operácií na precenenie.

J. R. HICKS

A JEHO POHĽAD NA STABILITU PEŇAŽNEJ EKONOMIKY

doc. Ing. Magdaléna Přívarová, CSc.

J. R. Hicks sa narodil v roku 1904 vo Warwicku (v Anglicku), kde bol jeho otec novinárom v miestnom denníku. Vysokoškolský diplom získal na Oxfordskej univerzite. Miestom jeho prvého pôsobenia (1926 – 1935) bola Londýnska ekonomická škola. Spočiatku učil ekonomiku práce, neskôr sa začal zaujímať o analytický aspekt ekonómie, kde mohol naplno využiť svoj matematický talent. Jeho záujem o ekonomickú vedu sa rozvíjal vďaka diskusiám s F. von Hayekom, R. Allenom a N. Kaldorom. V rokoch 1935 – 1938 pôsobil na



Cambridge, kde napísal svoje hlavné dielo *Hodnota a kapitál (Value and Capital)*. Bol vymenovaný za profesora na univerzite v Manchestri (1938 – 1946) a napokon v Oxforde (1946 – 1971).

V roku 1972 sa stal, spolu s K. J. Arrowom, nositeľom Nobelovej ceny za ekonómiu. V zdôvodnení jej udelenia je vyzdvihovaná už spomenutá Hicksova kniha *Hodnota a kapitál*, venovaná teórii ekonomickej rovnováhy, najmä otázke

stability rovnováhy ekonomickeho systému vystavenému vonkajším šokom.

Vedecký záber J. R. Hicksa je však oveľa širší. Hicks je totiž súčasťou generácie ekonómov, ktorá bola schopná prispieť k rozvoju viacerých oblastí ekonomickej vedy. Hicksovo dielo možno rozčleniť do nasledujúcich tematických okruhov:

- teória miezd,
- teória hodnoty,
- ekonómia blahobytu,
- teória peňazí,
- teória ekonomickeho rastu.

V roku 1932 publikoval *Teóriu miezd (Theory of Wages)*. V tejto práci rozpracoval mechanizmy určenia reálnych miezd, čo v tej dobe nebolo príliš aktuálne (obdobie veľkej hospodárskej krízy a nástupu keynesovskej revolúcie). Uvedená práca si však zasluhuje pozornosť z dvoch príčin. V prvom rade preto, lebo v nej Hicks dokazuje, že v krátkom období nie je možné teoreticky určiť úroveň miezd: táto je stanovená ako výsledok procesu kolektívneho vyjednávania a nie trhovým mechanizmom.

Druhým významným momentom práce *Teória miezd* je Hicksov výklad dopytu po práci v dlhom období v podmienkach neúplnej zamestnanosti. Ten je výsledkom dvoch javov, ktoré sú analógiou dôchodkového a substitučného efektu prejavujúcich sa pri analýze dopytu po statkoch. Pokles miery reálnych miezd totiž znamená pokles mzdových nákladov, čo vyvoláva zvýšený dopyt po práci (dôchodko-

vý efekt). Okrem toho, tým, že relatívna cena práce klesá, sa kombinácia výrobných faktorov stáva stále menej kapitálovo náročnejšou, čo tiež smeruje k zvýšeniu dopytu po práci (substitučný efekt). Obidva efekty Hicks vníma ako rušivé vplyvy, ktoré v podmienkach vysokej miery nezamestnanosti brzdia zavádzanie technických inovácií, ktoré by umožňovali návrat k plnej zamestnanosti.

Cieľ Hicksovej vedeckej práce je jasne naznačený názvom článku publikovanom v časopise *Econometrica* v roku 1937 – *Pán Keynes a klasici (Mr. Keynes and the Classics)*. Uvedený článok možno považovať za nástup neokeynesovskej ekonómie. Zároveň predstavuje určitú etapu v príprave jeho hlavného diela – *Hodnota a kapitál*, ktoré vydal v roku 1939.

Táto kniha predstavuje isté premostenie medzi Keynesom a teóriou všeobecnej ekonomickej rovnováhy. Hicks v nej prepracoval teóriu správania sa spotrebiteľa, pričom využil analytický aparát ordinalistickej verzie teórie užitočnosti a zaviedol do nej pojem hraničná miera substituície. Neoklasickú hypotézu klesajúcej hraničnej užitočnosti nahradil oveľa menej obmedzujúcou hypotézou klesajúcej hraničnej miery substituície. To mu umožnilo študovať zmeny dôchodku, ktoré sú nevyhnutné pri zachovaní konštantnej užitočnosti na to, aby kompenzovali zmeny v relatívnych cenách produktov. Tento jav je



známy pod názvom Hicksov substitučný efekt. Analogickú analýzu použil aj pre oblasť výroby, čo ho priviedlo k skúmaniu všeobecnej ekonomickej rovnováhy, ktorá pre anglických ekonómov tohto obdobia nebola príliš známa.

Podobne ako L. Walras, ani Hicks sa príliš nezaujímal o podmienky existencie riešenia problému všeobecnej ekonomickej rovnováhy – jednoducho konštatoval, že pravdepodobne existuje, pretože počet neznámych sa rovná počtu rovníc. Sústredil sa skôr na „zákony zmeny“ rovnováhy, t. j. na otázku jej stability. Hicks zaviedol do ekonomickej teórie pojem dočasná rovnováha – je to stav, v ktorom je súčasná trhová rovnováha ovplyvnená rovnováhou budúcou, a to prostredníctvom anticipácií ekonomických subjektov. Touto analýzou sa zaslúžil tiež o zavedenie pojmu elasticity anticipácií, ktorý neskôr prevzala teória racionálnych očakávaní.

Hicks má tiež viacero príspevkov týkajúcich sa ekonómie blahobytu, z ktorých hlavnými sú kompenzačný test a definícia renty spotrebiteľa.

Kompenzačný test je spojený s relatívnosťou paretovskeho optima. Uvedený problém Hicks navrhuje

riešiť nasledujúcim spôsobom: prijaté opatrenie hospodárskej politiky musí byť považované za zlepšenie celkového stavu, ak tí, ktorí v dôsledku jeho realizácie získajú, môžu kompenzovať stratu tým, ktorí sú poškodení a napriek tomu sa ocitnú vo výhodnejšej situácii ako predtým.

Hicks reformuloval aj problém renty spotrebiteľa. Definuje ju ako rozdiel medzi najvyššou cenou, ktorú je spotrebiteľ ochotný za daný statok zaplatiť a cenou, ktorú na trhu skutočne platí. Obdobne definuje rentu výrobcu: ako rozdiel medzi najnižšou cenou, za ktorú je podnik ochotný svoju produkciu predať a skutočnou predajnou cenou.

V rokoch 1960 – 1970 Hicks publikoval práce z oblasti ekonomickeho rastu a teórie kapitálu. Tieto sa však nestretli s takou odozvou ako predchádzajúce práce. Na sklonku svojho života sa pustil do novej problematiky. Písal teóriu hospodárskych dejín (A Theory of economic history), kde sa snažil vymedziť akési orientačné body, ktoré by umožnili správne interpretovať zrod trhovej ekonomiky zasadený do daného technického, kultúrneho a inštitucionálneho prostredia.

Model IS-LM

a jeho miesto v makroekonomickej teórii

Svojou staťou Pán Keynes a klasici prispel Hicks k neoklasickej reinterpretácii Keynesa a k vzniku neoklasicko-keynesovskej syntézy. To neznamená, že Hicks je neoklasik. Je skôr eklektik. Sám o sebe prehlasuje, že sa cíti byť prívržencom Marshallovej teórie, ale rovnako aj ekonómie Ricardovej, Keynesovej či lausanskej.

V tejto stati sa tiež prvýkrát objavuje model IS-LM, ktorý A. Hansen neskôr reinterpretoval ako model IS-LM. Cieľ, ktorý sa Hicks pokúša dosiahnuť je, čo najjednoduchšie grafické znázornenie rovnováhy dosiahnutej súčasne tak na trhu statkov a služieb, ako aj na peňažnom trhu. Trh práce nie je do grafického znázornenia zahrnutý. O trhu cenných papierov sa uvažuje, že je v stave rovnováhy, ak sú v rovnováhe prvé dva trhy (reálny a peňažný). Model IS-LM umožňuje teda prechod od výdavkovo-dôchodkového modelu k modelu všeobecnej ekonomickej rovnováhy.

Rovnako ako walrasovská všeobecná ekonomická rovnováha, tak aj model IS-LM umožňuje formalizované vyjadrenie ekonomickej teórie. Avšak, na rozdiel od walrasovskej schémy, model IS-LM umožňuje bezprostredné vyústenie do celej série odporúčaní pre hospodársku politiku.

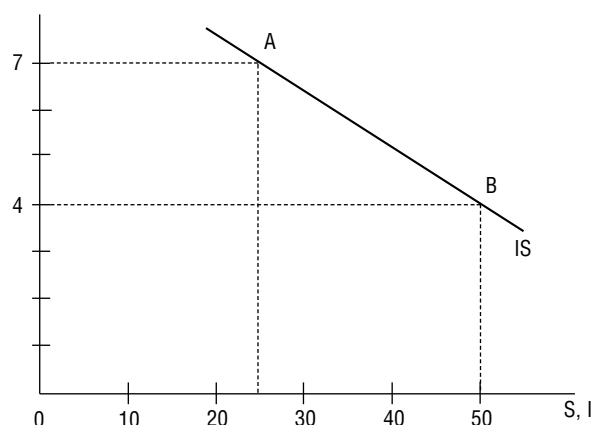
Rovnováha na trhu statkov a služieb

V modeli IS-LM sa uvažuje s týmito ekonomickými veličinami: spotrebné výdavky domácností (C), investičné výdavky firiem, ktoré majú exogénnu povahu (I), národný dôchodok (Y), národné úspory (S), úroková miera (i), dopyt po peniazoch (L), ponuka peňazí, ktorá má opäť exogénnu povahu (M).

Investície sú klesajúcou funkciou úrokovej miery. Národné úspory predstavujú (tak ako u Keynesa), nespotrebovanú časť dôchodku. Sú teda považované za reziduálnu veličinu. Zároveň sú však považované aj za rastúcu funkciu úrokovej miery. Nezávislosť investícií vo vzťahu k úsporám, ktorú nachádzame u Keynesa je narušená. Podľa Hicksa, tak investície, ako aj úspory závisia od úrokovej miery, čo umožňuje nakresliť slávnu krivku IS. (Obr. 1).

Predpokladajme, že hraničný sklon k úsporám (MPS) je 0,25. Potom bod A [25, 7] vyjadruje, že pri dôchodku $Y = 100$ sa úspory rovnajú investíciám a dosahujú výšku 25 (t. j. $0,25 \times 100$) a že táto rovnováha sa dosahuje pri úrokovej miere 7 %. Obdobne bod B vyjadruje situáciu, keď pri úrovni dôchodku $Y = 200$ sa úspory rovnajú investíciám a dosahujú výšku 50 (t. j. $0,25 \times 200$) a táto rovnováha sa dosahuje pri úrokovej miere 4 %.

Krivka IS potom vyjadruje všetky kombinácie úrokovej miery a národného dôchodku, pri ktorých sa

**Obr. 1 Krivka IS**

dosahuje rovnováha na trhu statkov a služieb.

Hicks teda transformuje úrokovú mieru na endogénnu premennú takej istej povahy ako je dôchodok.

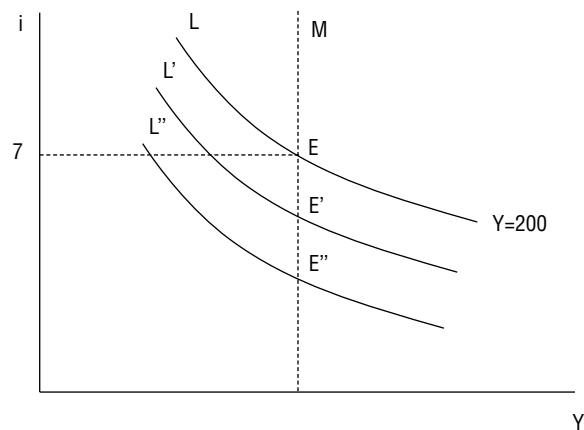
Pokles úrokovej miery má pritom dva protichodné dopady: spôsobuje pokles úspor, ale zároveň zvyšuje objem investícií. To znamená, že agregátny dopyt rastie. Vďaka pôsobeniu multiplikátora bude rásť aj dôchodok a úspory sa prispôbia jeho vyššej úrovni, čím sa dosiahne návrat k rovnováhe.

Rast úrokovej miery, naopak, brzdí investície a stimuluje úspory. Agregátny dopyt sa znižuje, dôchodok klesá a s ním aj úspory. Opäť sa tým dosiahne obnovenie rovnováhy.

Rovnováha na trhu peňazí

Dopyt po peniazoch je funkciou úrokovej miery a dôchodku $L = L(i, Y)$. Je to klesajúca funkcia – keď sa úroková miera zvyšuje, dopyt po peniazoch klesá, lebo „cena peňazí“ je vysoká.

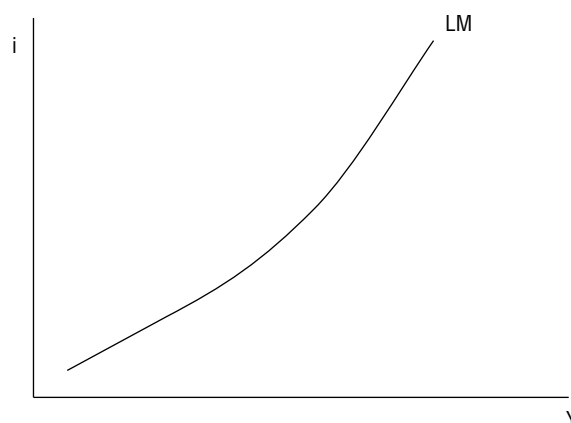
Možno teda nakresliť krivky dopytu po peniazoch,

Obr. 2 Rovnováha na trhu peňazí

ktoré zodpovedajú rôznym úrovňam národného dôchodku. Ponuka peňazí sa považuje za danú, exogénnu. Rovnováhu na trhu peňazí možno formalizovaným spôsobom vyjadriť takto: $L(i, Y) = M$.

Ak je úroveň ponuky peňazí daná, potom sa rovnováha na trhu peňazí nastoľuje v závislosti od výšky národného dôchodku a úrokovej miery. V našom príklade sa dopyt po peniazoch rovná ponuke peňazí, ktorú stanovila centrálna banka pri úrovni národného dôchodku 200 a úrokovej miere 7 %.

Body E, E', E'' z obrázku 2 umožňujú skonštruovať krivku LM ako množinu všetkých rovnovážnych bodov na trhu peňazí, ktoré vyjadrujú príslušné kombinácie výšky národného dôchodku a úrokovej miery.

Obr. 3 Krivka LM

Čiže, ak je ponuka peňazí daná, potom existuje určitá kombinácia úrokovej miery a národného dôchodku, pri ktorej sa dopyt po peňažných hotovostiach a ponuka peňazí rovnajú. Táto kombinácia zodpovedá príslušnému bodu na krivke LM. Vzťah, ktorý je vyjadrený krivkou LM znamená, že keď sa národný dôchodok zvyšuje, tak na realizáciu transakcií treba viac peňazí. Tu sa prejaví kľúčová úloha preferencie likvidity, ktorá tlačí ekonomické subjekty k tomu, aby chceli mať peňažnú hotovosť, ktorá by im umožňovala uskutočniť ich kúpy. Prekážkou je však daná úroveň peňažnej masy, stanovená centrálnou bankou. Ekonomické subjekty môžu získať dodatočné transakčné peniaze len tak, že predajú cenné papiere. To povedie k rastu úrokovej miery.

Čím vyšší je dôchodok (za predpokladu, že preferencia likvidity je konštantná a ponuka peňazí je daná), tým vyššie úrokové miery sú nutné na to, aby



sa dosiahla rovnováha na trhu peňazí.

Hicks napokon spojil obidva trhy (trh statkov a služieb, ako aj trh peňazí) do jedného grafu. Z geometrického hľadiska tak dostal schému IS-LM, určujúcu národný dôchodok a rovnovážnu úrokovú mieru pri danej ponuke peňazí ako aj pri danej preferencii likvidity a výške hraničného sklonu k spotrebe.

Toto grafické vyjadrenie má veľký metodologický význam. Umožňuje pochopiť podstatu peňažnej ekonomiky. Národný dôchodok pritom vystupuje ako veličina určujúca transakčný dopyt po peniazoch. Naproti tomu úroková miera vystupuje ako veličina určujúca výšku investícií. Model IS-LM berie teda do úvahy hlavné premenné, ktoré Keynes vyňal z ekonomického systému, aby načrtnol jeho kontúry.

Transformácia základného Keynesovho modelu

Model IS-LM sa považuje za interpretáciu Keynesovej Všeobecnej teórie zamestnanosti, úroku a peňazí. Ide v ňom o keynesovské prepojenie reálneho a peňažného sektoru ekonomiky, ktoré umožňuje nájsť makroekonomickú rovnováhu. Táto sa nastoľuje vďaka silám, ktoré sú výsledkom pohybu úrokovej miery.

A práve tu možno vidieť výrazný rozchod Keynesa a Hicksa. Podľa Keynesa závisí úroková miera výlučne od preferencie likvidity a od množstva peňazí v obehu. V ekonomickom systéme teda vystupuje ako nezávisle premenná veličina. Podľa Hicksa sú však úroková miera a dôchodok určené spoločne tromi funkciami (funkciou spotreby, hraničnej efektívnosti investícií a preferencie likvidity) a množstvom peňazí. Čiže Hicks transformuje úrokovú mieru na endogénnu premennú takej istej povahy ako je dôchodok. Obidve veličiny sú určené simultánne hrou síl, ktoré neustále pôsobia na trhoch. Tieto sily v skutočnosti predstavujú celú plejádu možností samoregulácie systému. Majú obrovskú silu v „klasicknej situácii“.

Hicks však upozorňuje na to, že „keynesovská situácia“ je iná: uvedené sily hrajú z viacerých príčin svoju úlohu nedokonale. Na jednej strane má dopyt po investíciách nízku elasticitu voči úrokovej miere, čo vysvetľuje špecifický tvar krivky IS. Na druhej strane, pri nízkych úrokových mierach dochádza k tomu, že manipulácia s úrokovými mierami takmer vôbec neovplyvňuje dopyt po peniazoch, čo vysvetľuje tvar krivky LM v zóne nazývanej „pasca likvidity“, t. j. tej, kde sa ekonomika nachádza v prípade dlhotrvajúcej recesie a neistoty. Tieto charakteristiky

bránia autoregulácii systému. V oblasti pasce likvidity totiž rast množstva peňazí neovplyvňuje ani úrokovú mieru, ani objem investícií.

V predstavách Hicksa sa však „keynesovská situácia“ skúma len ako zvláštny prípad v celej množine možných prípadov. Podľa neho je totiž Keynesova Všeobecná teória len špecifickým prípadom všeobecnej klasickej teórie. Hicks sa snažil dokázať, že Keynesova analýza makroekonomickej rovnováhy pri nezamestnanosti sa opiera o špecifický predpoklad rigidných miezd. Mnohí ekonómovia však spochybnili takúto interpretáciu Keynesa a označili ju za zavádzajúci výklad Všeobecnej teórie. Na rozdiel od neoklasického dôrazu na stabilitu ekonomického systému jedna časť kritikov upozorňuje na neistotu a z nej vyplývajúcu nestabilitu, ktorá charakterizuje peňažnú ekonomiku, iní poukazujú na trhy, ktoré sa nevyčisťujú v dôsledku ich neschopnosti odovzdať vhodné cenové signály.

Napriek tomu však po druhej svetovej vojne bol popularizovaný práve tento spôsob keynesovského videnia peňažnej ekonomiky. Keynesovsko-neoklasická syntéza sa stáva základom prác makroekonomického modelovania, národného účtovníctva a prognózovania.

V tejto prvej syntéze však chýbajú určité prvky potrebné na to, aby sme mohli poskladať celú mozaiku peňažnej ekonomiky. Trh práce v nej ostáva, tak ako u Keynesa, v úzadí. Na začlenenie trhu práce do modelu IS-LM sa podujal neskôr Don Patinkin.

Literatúra:

1. Hicks, J. R.: Mr. Keynes and the „Classics“: A Suggested Interpretation. In: Readings in Macroeconomics. Edited by Mueller, M. G., New York 1967.
2. Jonáš, J. a kol.: Oslava ekonomie. Academia, Praha 1994.
3. Iša, J.: Koniec „keynesovskej revolúcie“? Pravda, Bratislava 1985.
4. Sojka, M., Konečný, S.: Malá encyklopedie modernej ekonomie. Libri, Praha 2001.



KRUPINSKÁ SPORITEL'ŇA

Krupinská sporiteľňa nezačala pôsobiť ako nový peňažný ústav, ale bola právnym nástupcom Sporiteľne a záložne krupinského vidieka, účastinárskej spoločnosti, ktorá vznikla 1. septembra 1872. Činnosť sporiteľne bola časovo ohraničená na 30 rokov a v jej správe pôsobili len Slováci. Valné zhromaždenie z 21. marca 1901 odsúhlasilo zmenu názvu na Krupinská sporiteľňa, účastinárska spoločnosť v Krupine, a predĺžilo časové ohraničenie jej pôsobenia o ďalších 30 rokov.

Prvoradým cieľom Krupinskej sporiteľne bola pomoc menej zámožným vrstvám obyvateľstva poskytovaním výhodných vkladových a úverových podmienok. Základný kapitál 60 000 korún pozostával zo 600 kusov účastín znejúcich na meno v nominálnej hodnote 100 korún, čo bol vlastne pôvodný kapitál Sporiteľne a záložne krupinského vidieka. V nezmenenej podobe zostalo i zloženie správnej rady na čele s predsedom Jánom Bohušom a podpredsedom Jánom Knežovičom. Najvyšším kontrolným orgánom bol dozorný výbor, ktorému predsedal Oto Baumert. Účtovníkom sporiteľne bol Pavol Bukva, pokladníkom Gustáv Šuhajík a právnym zástupcom Gustáv Lehocký. Novým tajomníkom a zároveň hlavným účtovníkom sa stal Ján Cablk.

Podstatná časť obchodnej činnosti sporiteľne v prvých rokoch jej existencie spočívala v poskytovaní drobných zmenkových a hypotekárnych úverov obyvateľstvu Krupiny a jej blízkeho okolia, no možnosť získať výhodný úver využívalo aj mesto Krupina. Zlepšujúce sa hospodárske výsledky sporiteľni časom umožnili zapojiť sa i do podpory slovenských peňažných ústavov, konkrétne Nadlackej ľudovej banky, Petrovskej sporiteľne a Kysačskej ľudovej banky. V roku 1902 nadviazala úzke obchodné spojenie i s novovzniknutou Zvolenskou ľudovou bankou. Účastinári v roku 1911 odsúhlasili zvýšenie akciového kapitálu z pôvodných 60 000 na 120 000 korún a na jesennom mimoriadnom valnom zhromaždení prijali uznesenie o založení filiálky v Békešskej Čabe (Maďarsko), kde podstatnú časť obyvateľstva tvorili Slováci. Filiálka začala svoju činnosť 1. januára 1912 a vedenie sporiteľne vynaložilo maximálne úsilie o jej rozvoj. V tom čase už sporiteľňa vykonávala všetky druhy bankových obchodov a o jej úspešnom vývine svedčí aj upisovanie účastín v iných slovenských peňažných ústavoch.

Tak ako mnohým iným peňažným ústavom, ani Krupinskej sporiteľni sa nevyhla sprenevera, a to i napriek opakovaným upozorneniam dozorného výboru. V tomto prípade to bol sám predseda správy Samuel Ďarmek, ktorého cenné papiere nepokryli výšku jeho úverov čerpaných zo sporiteľne. Neúnosnú situáciu riešil samovraždou a na jeho miesto bol v polovici októbra 1912 zvolený dovtedajší

pokladník Gustáv Šuhajík. Vedenie sporiteľne vyrovnalo časť pohľadávky prevzatím zvyšku Ďarmekovho majetku a zostatok vykázalo ako stratu. Po upokojení situácie okolo tejto kauzy rozvoj sporiteľne pokračoval, spomalila ho však prvá svetová vojna. Ešte začiatkom júla 1914 bolo rozhodnuté o založení expozitúry v Horných Teranoch, ale krátko nato sa sporiteľňa i jej filiálka dostali pod policajný dozor s odôvodnením, že ide o panslavistický ústav. Počas vojnových rokov ústav zaznamenal na jednej strane pokles investícií a vkladov, na druhej strane však narastali prebytky finančných prostriedkov uložené v iných peňažných ústavoch. Túto situáciu sa rozhodol riešiť výstavbou valcového mlyna v Krupine (1916) a koncom vojny rozšíril obchodnú činnosť aj o predaj hospodárskych strojov a vína. Voľné finančné zdroje mu umožňovali vo väčšej miere nakupovať rôzne cenné papiere, záložné listy, komunálne obligácie a účastiny iných spoločností.

Počas vpádu maďarskej červenej armády v lete 1919 predseda správy Šuhajík za dramatických okolností presunul časť finančnej hotovosti do Zvolenskej ľudovej banky a časť sám ukryl. Na jeseň toho istého roku schválilo valné zhromaždenie na návrh správnej rady zvýšenie akciového kapitálu zo 120 000 na 500 000 korún a založenie filiálky v Šahách. Vznik tejto filiálky bol odozvou na likvidáciu filiálky v Békešskej Čabe, ktorá sa ocitla na cudzom území. (Jej definitívny odpredaj maďarskému finančnému ústavu sa realizoval koncom roku 1920.) Snaha sporiteľne upraviť výšku akciového kapitálu sa však nestrela s očakávaným úspechom a predpoklad, že sa v prvej etape zvýši kapitál na 250 000 korún sa ukázal ako nesprávny. Príčinou boli obavy obyvateľstva, ktoré následkom vojnových udalostí stratilo dôveru v cenné papiere. Napriek oživeniu obchodnej činnosti a vzrastu vkladov sa v roku 1919 objavili prvé úvahy o fúzii sporiteľne s niektorým väčším peňažným ústavom. Dôvodom bol nízky akciový kapitál, v dôsledku ktorého nespĺňala podmienky premeny na akciovú banku. Po rokovaní so Zvolenskou ľudovou bankou mimoriadne valné zhromaždenie 8. decembra 1920 odsúhlasilo fúziu sporiteľne s týmto finančným ústavom. Zvolenská ľudová banka prevzala všetky aktíva a pasíva Krupinskej sporiteľne, z ktorej vytvorila svoju filiálku, pričom prevzala všetkých zamestnancov sporiteľne v ich dovtedajších pozíciách.

Krupinská sporiteľňa počas takmer 50-ročnej existencie plnila svoje úlohy a vypracovala sa na popredný peňažný ústav v okolí. Popri obchodnej činnosti nezabúdala ani na podporu dobročinných cieľov a podieľala sa napríklad na financovaní spolku Detvan, Slovenského týždenníka, Národných novín a iných kultúrnych ustanovizní.

Mgr. Miloš Mazúr



Z ROKOVANIA BANKOVEJ RADY NBS

Dňa 12. mája 2004 sa uskutočnilo 9. rokovanie Bankovej rady Národnej banky Slovenska (BR NBS) pod vedením jej guvernéra Mariána Juska.

- BR NBS schválila opatrenie, ktorým sa mení opatrenie Národnej banky Slovenska z 30. mája 2003 č. 2/2003 o registri úverov a záruk.

Nové opatrenie vychádza z novelizácie zákona č. 483/2001 Z. z. o bankách a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov (ďalej len „zákon“). Novelou zákona s účinnosťou od 1. 1. 2004 bol rozsah údajov, ktoré je povinná banka a pobočka zahraničnej banky poskytovať Národnej banke Slovenska na účel ich vedenia v registri úverov a záruk, zúžený o údaje o fyzických osobách. Do registra úverov a záruk sa budú vkladať informácie a údaje len o právnických osobách.

Účelom schváleného opatrenia je zosúladiť opatrenie Národnej banky Slovenska z 30. mája 2003 č. 2/2003 o registri úverov a záruk s novelou zákona.

Opatrenie nadobudne účinnosť dňa 1. júna 2004.

- BR NBS schválila Priebežnú účtovnú závierku a správu o výsledku hospodárenia NBS k 31. 3. 2004.

Národná banka Slovenska vykázala k 31. marcu 2004 kumulovanú stratu vo výške 5,5 mld. Sk. Strata bola ovplyvnená najmä vývojom kurzu domácej meny voči EUR a USD od začiatku roka 2004.

Dňa 26. mája 2004 sa uskutočnilo 10. 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 apríl 2004 a rozhodla o ponechaní platných úrokových sadzieb pre jednodňové sterilizačné obchody na úrovni 3,5 %, pre jednodňové refinančné obchody na úrovni 6,5 % a limitná úroková sadzba pre dvojtýždňové REPO tendre zostáva na úrovni 5,0 %.

- BR NBS schválila materiál Správa o menovom vývoji v SR za rok 2003. Správa bude zverejnená po prerokovaní v Národnej rade SR.

- BR NBS schválila Aktualizovaný menový program NBS na rok 2004, ktorého cieľom je na základe definitívnych výsledkov v roku 2003 a aktuálneho vývoja v roku 2004 skonkretizovať hodnoty menového programu na tento rok, ako aj v strednodobom horizonte.

- BR NBS schválila návrh zákona o dohľade nad finančným trhom a o zmene a doplnení niektorých zákonov.

Návrh zákona je v súlade s Konceptiou integrovaného dohľadu nad finančným trhom, ktorú schválila vláda SR svojím uznesením č. 302 zo dňa 27. marca 2002 a v súlade s Plánom legislatívnych úloh vlády SR na rok 2004.

Integrovaný dohľad nad finančným trhom má vykonávať Národná banka Slovenska, čím sa zmení jej doterajší charakter. Súčasťou integrovaného dohľadu nad finančným trhom má byť:

a) bankový dohľad, ktorý v súčasnosti vykonáva Národná banka Slovenska,

b) dohľad nad kapitálovým trhom a poisťovníctvom, ktorý v súčasnosti vykonáva Úrad pre finančný trh,

c) dohľad nad subjektmi kapitalizačného piliera povinného dôchodkového zabezpečenia a nad subjektmi, ktoré vzniknú transformáciou súčasných dôchodkových doplnkových poisťovní; dohľad nad týmito inštitúciami bude v období do integrácie dohľadu nad finančným trhom vykonávať Úrad pre finančný trh,

d) regulácia finančného trhu.

Zákon by mal nadobudnúť účinnosť 1. januára 2006.

Komentár k rozhodnutiu BR NBS zo dňa 26. 5. 2004 o určení úrokových sadzieb

Banková rada prerokovala situačnú správu o menovom vývoji za apríl a konštatovala, že vývoj ekonomických ukazovateľov v apríli pokračoval v tendenciách predchádzajúcich mesiacov a makroekonomický vývoj od začiatku roka je v súlade s očakávaniami NBS. Vývoj výmenného kurzu sa stabilizoval a v oblasti krátkodobých indikátorov vývoja

reálnej ekonomiky sa potvrdzujú signály o oživení domáceho dopytu. Takýto vývoj je v súlade s predpokladmi NBS, ako aj v súlade s poslednými rozhodnutiami BR NBS. Na základe zváženia uvedených skutočností rozhodla BR NBS o ponechaní úrokových sadzieb na nezmenenej úrovni. V rámci rokovania BR NBS boli diskutované a vzaté do úvahy nasledujúce skutočnosti:

Dynamika spotrebiteľských cien v úhrne bola v apríli v súlade s očakávaniami NBS, pričom



v rámci štruktúry bol zaznamenaný výraznejší pokles cien potravín a rýchlejší rast cien pohonných hmôt. Pokles dynamiky inflácie od začiatku roka je v súlade s programovou dezinflačnou trajektóriou, ktorá je reflektovaná tiež v očakávaniach obyvateľstva. V rámci prieskumu Spotrebiteľský barometer uskutočneného v apríli bol opäť zaznamenaný pokles očakávanej miery inflácie v nasledujúcich dvanástich mesiacoch.

V oblasti zahraničnoobchodnej bilancie, aj napriek nárastu deficitu v marci, stále dochádza k zlepšovaniu vývoja na medziročnej báze v porovnaní s rokom 2003. Tento rozdiel sa však bude postupne znižovať, čo bude od mája súvisieť s základným efektom, nakoľko v rovnakom období minulého roka začalo dochádzať vplyvom zvýšeného exportu automobilového priemyslu k zmierňovaniu mesačných deficitov obchodnej bilancie. Vzhľadom na to by sa mal stabilizovať jej schodok vyjadrený ako 12-mesačný kumulatív, a to až do obdobia očakávaného oživenia najmä investičného dovozu. V ďalšom období bude vývoj obchodnej bilancie ovplyvnený aj vývojom výmenného kurzu dolára a cien ropy.

V oblasti indikátorov reálnej ekonomiky pokračoval v marci vývoj z predchádzajúceho mesiaca. Vývoj produkcie v priemyselnej výrobe, oživenie stavebnej produkcie, obnovený medziročný rast tržieb v maloobchode a predaj motorových vozidiel a pohonných látok dokumentujú rast domácej ponuky, ktorá tak reagovala nielen na pretrvávajúcu exportnú výkonnosť, ale už aj na postupne sa obnovujúci domáci dopyt. Očakávania rastu domáceho dopytu sú podporené aj vývojom indikátora dôvery, ktorý spolu s rastom maloobchodných tržieb a dynamickým rastom miezd naznačil oživenie súkromnej spotreby (po prepade v druhom polroku minulého roka). Realizované zvýšenie dovozu strojov a zariadení pre jednotlivé odvetvia priemyslu indikujú aj rast investičného dopytu. Aktuálne údaje o vývoji reálnej ekonomiky signalizujú pokračovanie pomerne rýchlej dynamiky ekonomického rastu aj v 1. štvrťroku 2004, a to vo vyváženejšej štruktúre v porovnaní s predchádzajúcimi obdobiami. Takýto vývoj je v súlade s očakávaniami NBS, ako aj v súlade s poslednými rozhodnutiami BR NBS v oblasti úrokových sadzieb.

Priaznivý vývoj vo vybraných ukazovateľoch reálnej ekonomiky súvisí tak s klesajúcou medziročnou mierou inflácie, ako aj s pomerne dynamickým rastom nominálnych miezd, v dôsledku čoho reálna mzda v priemere za január až marec presiahla vo všetkých sledovaných odvetviach úroveň spred roka. Na základe vývoja miezd v marci je zrejmé, že mzdový vývoj v prvom štvrťroku 2004 nebol ovplyv-

nený len efektom jednorazového presunu pohyblivých zložiek miezd a odmien z posledného štvrťroka 2003 do začiatku roku 2004, ktorý súvisel najmä so zavedením rovnej dane. Relácia medzi mzdami a produktivitou práce sa v jednotlivých odvetviach za obdobie prvých troch mesiacov vyvíja diferencovane. Vzhľadom na to, že ide zatiaľ o predbežné údaje, ktoré sa môžu spätne revidovať, bude možné zhodnotiť mzdový vývoj za celé hospodárstvo vo vzťahu k produktivite práce, ako aj samotný domáci dopyt až na základe údajov publikovaných spolu s vývojom HDP za prvý štvrťrok.

Vývoj ukazovateľov reálnej ekonomiky je podporovaný tiež úverovými aktivitami, ktoré boli aj v marci sústredené do sektora obyvateľstva, najmä z dôvodu čerpania hypotekárnych úverov a do sektoru podnikov, kde došlo k nárastu úverov v cudzej mene. Pretrvávajúci trend poskytnutých hypotekárnych úverov naznačuje, že sektor domácností bude naďalej v pozícii podporujúcej investičný dopyt. Peňažná zásoba naopak zaznamenala v marci mezimesačný pokles, a to najmä pod vplyvom sezónneho vývoja, kde sa prejavili platby daní z príjmov za zdaňovacie obdobie 2003. V priebehu prvého štvrťroka sa v nízkej dynamike peňažnej zásoby prejavuje najmä priaznivý vývoj hospodárenia verejného sektora.

Vývoj výmenného kurzu je možné po znížení úrokových sadzieb charakterizovať, z pohľadu cieľov NBS, ako akceptovateľný. Mierne apreciačné tendencie však pokračujú naďalej a môžu byť ovplyvňované aj krátkodobým kapitálom. Existujúci úrokový diferenciál, ktorý je stále na relatívne vysokej úrovni, môže byť v ďalšom období zdrojom opätovného výraznejšieho tlaku na posilňovanie výmenného kurzu. Jeho vývoj, ako aj faktory ovplyvňujúce výmenný kurz, bude NBS sledovať a analyzovať a v prípade nerovnovážneho vývoja je pripravená adekvátne reagovať.

V porovnaní s predchádzajúcim mesiacom nastali v ekonomickom a menovom prostredí SR žiadne významné zmeny, ktoré by si vyžadovali zmenu nastavenia menovej politiky. Súčasný nastavenie úrokových sadzieb je v súlade s aktuálnym a očakávaným vývojom inflácie. Signály o oživení domáceho dopytu sú v súlade s predpokladmi NBS, ako aj s rozhodnutiami BR NBS v oblasti úrokových sadzieb. Reakcia výmenného kurzu na aprílové zníženie sadzieb bola v súlade s predpokladmi NBS, pričom vplyv na reálnu ekonomiku bude možné vyhodnotiť až s dlhším časovým odstupom.

Tlačové oddelenie OVI NBS

TLAČOVÉ SPRÁVY

Guvernér NBS na zasadnutí BIS

Guvernér Národnej banky Slovenska Marián Jusko sa zúčastnil dňa 10. 5. 2004 na riadnom zasadnutí Banky pre medzinárodné zúčtovanie (Bank for International Settlements, BIS) v Bazileji.

Na programe rokovania šéfov centrálnych bánk bolo hodnotenie činnosti Výboru pre platobné a zúčtovacie systémy (CPSS), diskusia o problémoch s dodržiavaním

fiškálnej disciplíny, o ich vplyve na činnosť centrálnych bánk a o perspektívach zblížovania účtovníkov a bankových regulátorov. BIS je medzinárodnou organizáciou so zameraním na podporu spolupráce centrálnych bánk a ďalších inštitúcií s cieľom dosiahnuť menovú a finančnú stabilitu. Patrí k najstarším medzinárodným finančným organizáciám, založená bola v roku 1930 a v súčasnosti združuje 55 centrálnych bánk a finančných autorít zo všetkých kontinentov.

I. Barát

Pracovné stretnutie

V RVS Studené pri Bratislave sa dňa 26. 5. 2004 uskutočnilo pracovné stretnutie vedenia Národnej banky Slovenska s predstaviteľmi komerčných bánk a pobočiek zahraničných bánk pôsobiacich v SR.

Viceguvernérka NBS Elena Kohútiková informovala zástupcov bánk o Aktualizovanom menovom programe NBS na rok 2004, ktorý v ten deň schválila Banková rada NBS a oboznámila ich s aktuálnymi otázkami súvisiacimi s ďalším vývojom v bankovom sektore SR.

I. Paška , foto: P. Kochan



Memorandum o porozumení

Úrad pre finančný trh sa stal 26. signatárom multilaterálneho memoranda o porozumení v oblasti výmeny informácií a dohľadu nad obchodovaním s cennými papiermi medzi členskými štátmi IOSCO. Stalo sa tak na 29. výročnej konferencii IOSCO, ktorá sa uskutočnila v máji Ammánne v Jordánsku. Tento výrazný úspech dosiahol Úrad pre finančný trh v situácii, keď kritériám

multilaterálneho memoranda o porozumení v oblasti výmeny informácií a dohľadu nad obchodovaním s cennými papiermi bola schopná vyhovieť len asi polovica členských štátov Európskej únie.

Úrad pre finančný trh sa stal členom IOSCO (International Organization of Securities Commissions – Medzinárodná organizácia komisií pre cenné papiere) dňa 26. 6. 2001 v Štokholme na 26. výročnej konferencii tejto organizácie.

Oznámenie investorom

Úrad pre finančný trh (úrad) upozorňuje verejnosť, že monitorovacou činnosťou zistil, že spoločnosť Finergo s. r. o., Kukučínova 30, 927 01 Šafa pri ponuke svojho produktu H2deal, ktorý slúži na sprostredkovanie obchodovania s finančnými derivátmi na zahraničných trhoch prostredníctvom internetu, vykonáva činnosti, ktoré majú charakter poskytovania investičnej služby.

V zmysle zákona č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách (zákon o cenných papieroch) iná osoba ako obchodník s cennými papiermi nesmie bez povolenia úradu poskytovať hlavné investičné služby a niektoré vedľajšie investičné služby ako úschova alebo správa investičných nástrojov a poradenskú činnosť vo veciach týkajúcich sa investovania do

investičných nástrojov. Úrad upozorňuje verejnosť, že spoločnosť Finergo, s. r. o.:

- nie je oprávnená poskytovať investičné služby, na ktoré majú povolenie obchodníci s cennými papiermi s platným povolením úradu na tieto činnosti,
- nevzťahuje sa na jej klientov Garančný fond investícií v zmysle § 80 zákona o cenných papieroch,
- má povolenie úradu na výkon činnosti sprostredkovateľa investičných služieb, ktorá sa vzťahuje na zastupiteľné cenné papiere a podielové listy, ale nevzťahuje sa na finančné deriváty. Sprostredkovateľ investičných služieb nie je okrem iného oprávnený prijímať peňažné prostriedky alebo investičné nástroje klientov, ani poskytovať poradenskú činnosť týkajúcu sa investovania do investičných nástrojov.

M. Kačmár, ÚFT



Ukazovateľ	Merná jednotka	1999	2000	2001	2002	2003		2004		
						11.	12.	1.	2.	3.
REÁLNA EKONOMIKA										
Hrubý domáci produkt 1) 2)	mln. Sk	676,9	690,7	716,8	748,4		779,9*			
Medziročná zmena HDP 3)	%	1,5	2,0	3,8	4,4		4,2*			
Miera nezamestnanosti 4)	%	19,2	17,9	18,6	17,5	14,2	15,6	16,6	16,5	16,0
Spotrebiteľské ceny 3)	%	14,2	8,4	6,5	3,4	9,8	9,3	8,3	8,5	8,2
OBCHODNÁ BILANCIA 2)*										
Vývoz (fob)	mil. Sk	423 648	548 372	610 693	651 256	732 330	803 037	60 556	127 259	202 231
Dovoz (fob)	mil. Sk	468 892	590 728	713 898	747 883	750 811	826 625	58 899	125 939	202 554
Saldo	mil. Sk	-45 244	-42 356	-103 205	-96 627	-18 481	-23 588	1 657	1 320	-323
PLATOBNÁ BILANCIA 2)										
Bežný účet	mil. Sk	-47 544,0	-32 941,1	-84 891,5	-87 900,5	-7 140,6	-10 198,5	2 249,3	4 189,9	
Kapitálový a finančný účet	mil. Sk	77 617,9	63 415,1	83 173,0	234 308,9	40 564,1	64 541,5	-1 704,5	14 449,2	
Celková bilancia	mil. Sk	30 137,3	34 168,8	6 866,9	160 596,0	36 798,0	52 446,2	3 370,5	22 742,0	
DEVÍZOVÉ REZERVY 4) 9)										
Celkové devízové rezervy	mil. USD	4 372,0	5 581,7	5 437,3	10 380,6	12 698,2	13 480,5	13 386,5	13 834,4	13 171,2
Devízové rezervy NBS	mil. USD	3 425,2	4 076,8	4 188,7	9 195,5	11 311,9	12 149,0	12 242,2	12 755,6	12 214,2
ZAHRANIČNÁ ZADĹŽENOSŤ 4) 7)										
Celková hrubá zahraničná zadĺženosť	mln. USD	10,5	10,8	11,3	13,2	17,0	18,3	17,9	18,2	
Zahraničná zadĺženosť na obyvateľa SR	USD	1 944	2 021	2 095	2 452	3 157	3 406	3 329	3 389	
MENOVÉ UKAZOVATELE										
Devízový kurz 5) 6)	Sk/USD	41,417	46,200	48,347	45,335	35,234	33,604	32,292	32,083	32,927
Peňažná zásoba [M2] 4) 8)	mln. Sk	508,9	580,4	649,2	681,5	719,2	730,1*	725,5	730,7*	711,6*
Medziročná zmena M2 3) 8)	%	10,9	14,2	11,9	4,7	7,3	7,1*	6,5	5,5*	3,2*
Úvery podnikom a obyvateľstvu 4) 8)	mln. Sk	397,6	396,1	321,7	330,2	369,3	378,1*	374,9	378,8*	384,2*
ŠTÁTNY ROZPOČET 2) 4)										
Prijmy	mln. Sk	216,7	213,4	205,3	220,3	203,6	233,1	21,0	36,4	67,0
Výdavky	mln. Sk	231,4	241,1	249,7	272,0	246,4	289,1	23,7	40,8	65,8
Saldo	mln. Sk	-14,7	-27,7	-44,4	-51,7	-42,8	-56,0	-2,7	-4,4	1,2
PRIMÁRNÝ TRH										
Priemerná úroková miera										
jednoročné vklady	%	12,34	9,76	6,62	5,70	3,88	3,76	3,56	3,66	3,88
krátkodobé úvery	%	19,61	13,61	11,24	9,93	8,01	7,75	7,82	7,72	7,57
krátkodobé čerpané úvery	%	17,45	11,95	9,18	8,99	7,60	7,15	7,50	7,62	7,52
PEŇAŽNÝ TRH										
Úrokové sadzby stanovované Bankovou radou NBS, platnosť od 1-dňové operácie – sterilizačné	%					30.11.2003	31.12.2003	31.1.2004	29.2.2004	31.3.2004
– reŕinančné	%					4,75	4,50	4,50	4,50	4,00
2-týždňová limitná sadzba NBS pre štandardný REPO tender	%					7,75	7,50	7,50	7,50	7,00
Základná úroková sadzba NBS	%					6,25	6,00	6,00	6,00	5,50
Priemerná úroková miera z medzibank.vkladov (BRIBOR) **	%									
overnight	%	11,47	7,96	7,35	7,18	6,40	5,32	5,66	5,93	5,67
7-dňová	%	13,24	8,47	7,73	7,73	6,25	5,99	5,98	6,02	5,82
14-dňová	%	13,56	8,53	7,76	7,79	6,23	6,06	5,96	6,01	5,86
1-mesačná	%	14,51	8,58	7,77	7,81	6,14	6,08	5,92	5,96	5,85
2-mesačná	%	15,16	8,58	7,77	7,80	6,06	6,04	5,86	5,87	5,78
3-mesačná	%	15,66	8,58	7,77	7,77	6,00	5,98	5,78	5,79	5,71
6-mesačná	%	16,23	8,58	7,77	7,72	5,80	5,81	5,61	5,58	5,53
9-mesačná	%		7,95	7,75	7,70	5,68	5,68	5,48	5,43	5,39
12-mesačná	%		7,97	7,76	7,68	5,63	5,65	5,44	5,34	5,31

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“

ROKOVANIE VEDENIA NBS S PREDSTAVITEĽMI SOPK



Guvernér Národnej banky Slovenska Marián Jusko prijal dňa 1. 6. 2004 delegáciu Predstavenstva Slovenskej obchodnej a priemyselnej komory (SOPK) vedenú jej predsedom Petrom Mihókom. Témou rokovania vedenia centrálnej banky so zástupcami slovenského podnikateľského sektora bol aktuálny hospodársky vývoj na Slovensku. Diskusia sa týkala aj otázok súvisiacich so vstupom našej krajiny do Hospodárskej a menovej únie a s prechodom na spoločnú európsku menu.



Igor Barát, foto: Pavel Kochan

STRETNUTIE PODNIKATEĽOV S VLÁDOU SR

Siedmeho okrúhleho stola podnikateľov s vládou SR, ktorý sa konal dňa 3. júna 2004 v bratislavskom hoteli Carlton a ktorý každoročne organizuje Economist Conferences, sa zúčastnil aj guvernér Národnej banky Slovenska Marián Jusko.

Témou jeho vystúpenia boli otázky vstupu SR do eurozóny v kontexte vývoja výmenného kurzu a vplyvu menovej politiky na reálnu ekonomiku.

Hlavnými diskutovanými okruhmi na stret-



nutí boli otázky týkajúce sa hodnotenia podnikateľského prostredia SR – kroky vlády na podporu podnikania v nasledujúcich 12 – 18 mesiacoch, ekonomické reformy, rozdiely medzi regiónmi, problematika vymožitelnosti práva, zákon o konkurze, dôchodková reforma, implementácia zákonov EÚ, slovenský priemysel a zahraničné investície.