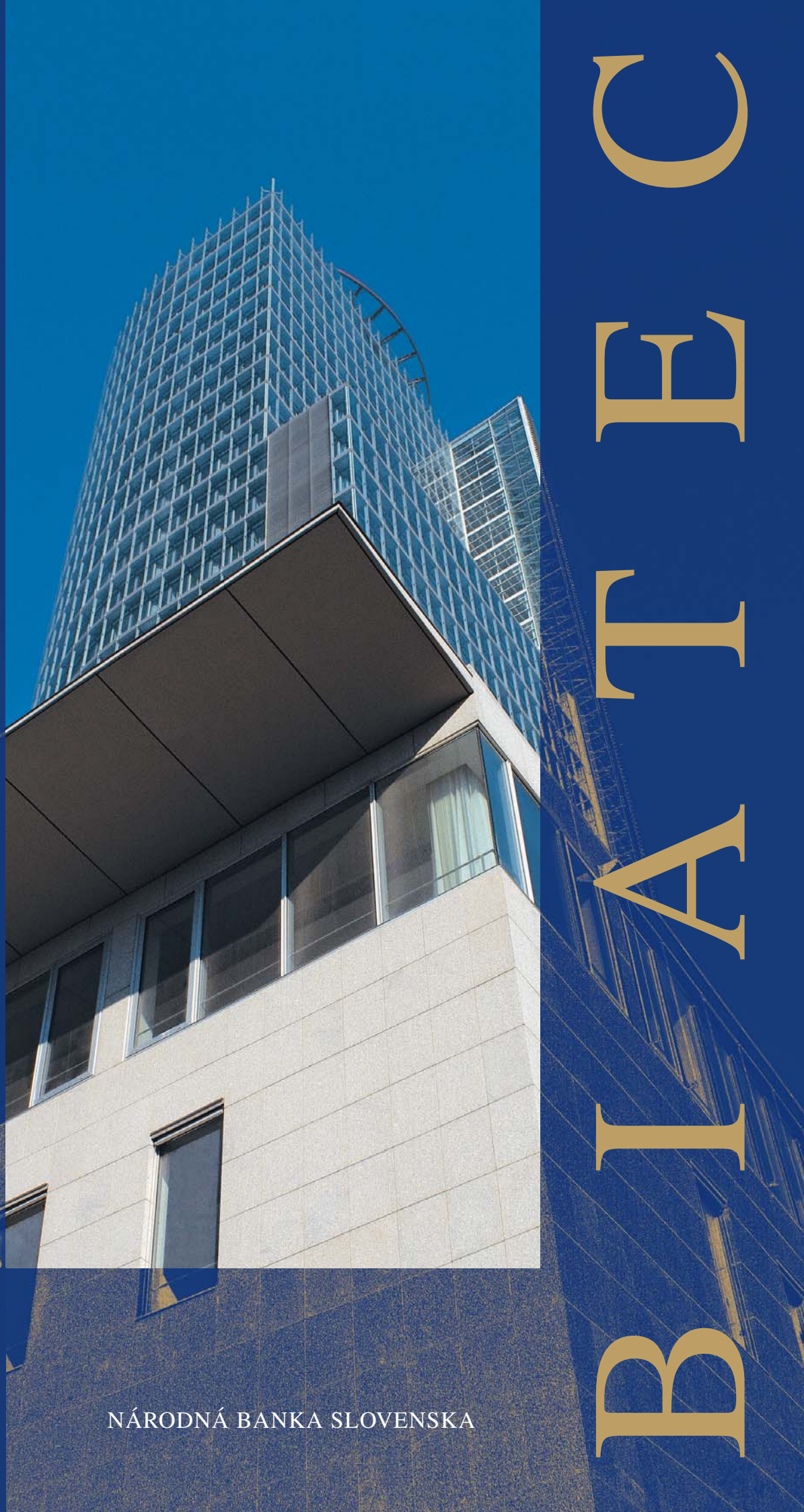


3

Marec 2011
Ročník 19

ODBORNÝ
BANKOVÝ
ČASOPIS



C E T A I B



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA



Historická veda v centrálnej banke

Koncom februára sa v Kongresovej sále NBS zišli historici, vedci, riaditelia a predstavitelia ústavov Slovenskej akadémie vied, aby privítali do života vedeckú publikáciu Miroslava Londáka – Ekonomické reformy v Československu v 50. a 60. rokoch a slovenská ekonomika.



Foto: Igor Plávka

Guvernér NBS Jozef Makúch víta na pôde banky riaditeľov ústavov Slovenskej akadémie vied.

Záštitu nad podujatím prevzal guvernér NBS Jozef Makúch, ktorý prítomných v preplnenej Kongresovej sále v budove centrálnej banky povzbudil slovami: „Toľko vedy a vedátorov v tejto budove ešte nebolo, dúfam, že sa budeme stretávať častejšie, aby sme sa mohli rozprávať o čare ekonomiky nielen tej v minulosti, ale aj tej súčasnej.“

Povedané slovami profesora Ivana Lалуha priaznivci ekonomickej vedy sa stretli na mieste, ktoré sa spája zväčša so šuchotom bankoviek či zavedením eura, tentoraz však dopriala sluchu aj bankovkám duševného bohatstva, t. j. dobrým knihám.

Koniec koncov udalosti, ktoré dr. Londák analyzoval a prezentuje v publikácii, patria k tým kľúčovým, ktoré vo svojich dôsledkoch znamenali vznik suverénnej demokratickej Slovenskej republiky a jedného z jej symbolov: Národnej banky Slovenska.

Autor monografie sa síce priznal, že na publikácii pracoval intenzívne približne jeden rok, avšak približne 20 rokov na nej „robil“, a to najmä preto, že hľadal odpovede na tézy – aká je vlastne slovenská ekonomika, čo ju formovalo, pomohla jej industrializácia, ako sa vyvíjala počas monopolu moci jednej politickej strany a kto sa venoval ekonomickej vede a praxi?



Autor publikácie Miroslav Londák.



Pohľad do publika v Kongresovej sále NBS.

BIATEC

Odborný bankový časopis
Marec 2011

Vydavateľ:

Národná banka Slovenska

Redakčná rada:

doc. Ing. Jozef Makúch, PhD. (predseda)
Ing. Viliam Ostrožlík, MBA (podpredseda)
Mgr. Júlia Čillíková
Ing. Juraj Jánošík
Ing. Renáta Konečná
PhDr. Jana Kováčová
Mgr. Martin Šuster, PhD.

Redakcia:

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

Adresa redakcie:

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

Počet vydaní: 10-krát do roka

Cena výtlačku pre predplatiteľov: 2 €

Ročné predplatné: 20 €

Poštovné hradí predplatiteľ.

Objednávky na predplatné v SR

a do zahraničia, reklamácie, distribúcia:

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

Termín odovzdania rukopisov: 16. 3. 2011

Dátum vydania: 28. 3. 2011

Evidenčné číslo: EV 2817/08

ISSN 1335 – 0900

Grafický návrh: Bedrich Schreiber

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

Tlač: DOLIS, s.r.o.

Časopis je dostupný v elektronickej

forme na internetovej stránke

Národnej banky Slovenska:

<http://www.nbs.sk>

Od roku 2011 obsahujú články abstrakt
v anglickom jazyku a niektoré materiály sú
publikované v inom ako slovenskom jazyku.

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

O B S A H



M E N O V Á P O L I T I K A

Obchodovanie domácich bánk na peňažnom trhu eurozóny 2
(Ing. Roman Kostelný)

V Ý M E N N Ý K U R Z

Metodika výpočtu efektívneho výmenného kurzu v NBS 7
(Milan Gylánik)

M E D Z I N Á R O D N Ý M E N O V Ý F O N D

Nové riadenie s novými kvótami (o aktuálnej reforme
v Medzinárodnom menovom fonde) 12
(Ing. Ján Maskal, Mgr. Lucia Országhová)

P E Ň A Ž N Á Z Á S O B A

K niektorým otázkam vývoja peňažnej zásoby v krajinách V4
(nekonvenčná menová politika ich centrálnych bánk) 17
(doc. Ing. Jana Kotlebová, PhD.)

B A N K O V Ý D O H L A D

Niekoľko poznámok k bankovej regulácii 26
(doc. Ing. Jaroslav Belás, PhD., assoc. prof. Ph.D. Maya Lambovska)

R E C E N Z I A

Miroslav Londák: Ekonomické reformy v Československu
v 50. a 60. rokoch a Slovenská ekonomika
(prof. Ivan Laluha)

I N F O R M Á C I E

BR NBS rozhodla spoločnosti CAPITAL odobrať povolenie
na poskytovanie investičných služieb 32
Inštitút bankového vzdelávania NBS, n.o. 32



Obchodovanie domácich bánk na peňažnom trhu eurozóny

Ing. Roman Kostelný
Národná banka Slovenska

Last year was the second year of domestic banks operating within the euro area interbank market characteristic by much more significance and wider scope as prior the adoption of the single currency and moreover within the environment of single monetary policy execution as well. This article is aimed at giving an assessment how global sentiment could impact the recovery of trading activity on the euro area money market and the extent of counterparties range and structure of Eurosystem monetary policy instruments as well. Another significant area of this article is the domestic banks behaviour on the money market and reasons of their participation or non-participation on the ECB monetary policy operations.

1 ECB naplánovala poslednú šesťmesačnú operáciu na prelome prvého a druhého štvrťroka minulého roka.

2 Zverejňovanie indikovanej sumy v trojmesačných dlhodobějších refinančných operáciách znamenalo, že sa ECB striktné nepridržiavala tejto sumy pri uspokojovaní agregátneho dopytu. Naopak, pri realizácii dlhodobějších operácií za štandardných podmienok vyhlasovala plánovanú sumu, ktorá mala záväznejší charakter, t.j. uspokojovanie agregátneho dopytu maximálne do výšky plánovanej sumy.

Úvod

Uplynulý rok bol už druhým rokom pôsobenia domácich bánk na významnejšom a rozsiahlejšom medzibankovom trhu eurozóny, ale aj v priestore výkonu jednotnej menovej politiky. Cieľom tohto článku je posúdiť, akým spôsobom sa globálny sentiment podieľal na miere oživenia obchodnej aktivity na peňažnom trhu eurozóny a do akej miery ovplyvnil okruh protistrán a štruktúru nástrojov menovej politiky Eurosystemu. Ďalšou významnou oblasťou, ktorej sa článok venuje, je zhodnotenie správania domácich bánk a dôvodov ich účasti, resp. neúčasti na menovopolitických operáciách ECB.

MENOVOPOLITICKÉ AKTIVITY ECB A ICH VPLYV NA OBCHODNÚ AKTIVITU

Počas minulého roka ECB pokračovala v čiastočnej výstupovej stratégii, a to ukončením výkonu niektorých nadštandardných opatrení menovej politiky.

Po zrealizovaní troch ročných operácií v roku 2009 sa predpokladalo, že sú poslednými prijatými nadštandardnými opatreniami od vypuknutia finančnej krízy. ECB v tomto období zvažovala stratégiu postupného ukončenia opatrení mimo štandardného rámca menovej politiky. Prvý krok výstupovej stratégie načrtla na decembrovom zasadnutí Rady guvernérov k menovopolitickým otázkam v roku 2009. Postup pri ukončovaní výkonu niektorých nadštandardných opatrení bol opačný než v prípade jeho rozširovania, ECB začala od operácií s najdlhšou dĺžkou splatnosti. Najskôr potvrdila predošlý záväzok neobnovovať ročné operácie pri ich splatnosti a ďalším krokom úplne ukončila výkon mimoriadnych trojmesačných a šesťmesačných operácií¹. Týmto rozhodnutím zúžila súbor dlhodobějších operácií na jednu trojmesačnú operáciu štandardne vykonávanú na konci každého kalendárneho mesiaca a na špeciálnu operáciu so splatnosťou totožnou s dĺžkou periódy udržiavania povinných minimálnych rezerv (MP LTRO), ktorá zostala poslednou

zo súboru nadštandardných opatrení. Spôsob výkonu menovopolitických operácií sa však nezmenil, realizovali sa formou tendrov s pevnou sadzbou a neobmedzeným objemom pridelejších prostriedkov.

V nasledujúcom období ECB pristúpila k ďalšiemu kroku výstupovej stratégie, a to čiastočným návratom k pôvodnému výkonu trojmesačných operácií. Rozdiel tejto modifikácie spočíval v uspokojovaní agregátneho dopytu do výšky indikovanej sumy².

ECB zrealizovala iba jednu trojmesačnú operáciu modifikovaným spôsobom, pretože pokračovanie v ďalších trojmesačných operáciách bolo prerušené vystupňovaním krízy na dlhopisových trhoch periférnych krajín. Okolnosti si vynútili návrat k predchádzajúcemu výkonu trojmesačných operácií a mimoriadne uskutočnenie jednej šesťmesačnej operácie. Okrem toho ECB obnovila v spolupráci s ostatnými významnými centrálnymi bankami uskutočňovanie dolárových operácií.

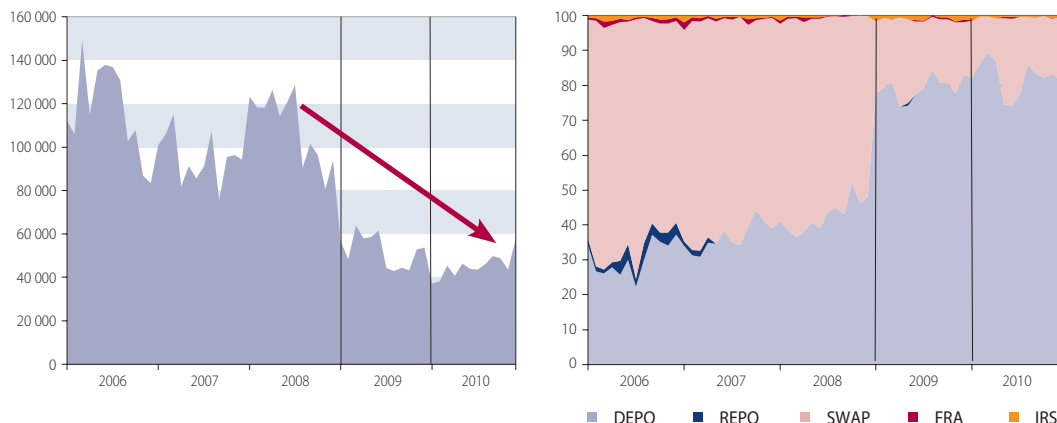
Na ďalších menovopolitických zasadnutiach počas minulého roka sa predlžoval najmä výkon trojmesačných operácií na ďalšie štvrťroky, pretože spôsob realizácie kratších operácií si nevyžadoval žiadne mimoriadne úpravy a bol vopred schválený na dlhšie obdobie. Ďalší krok ECB sa týkal len techniky výpočtu úrokovej sadzby pri trojmesačných operáciách. Jej naviazanie na priemer kľúčovej úrokovej sadzby ECB počas platnosti danej operácie bolo podobným krokom, aký zvolila aj pri posledných zrealizovaných ročných a šesťmesačných operáciách.

OBCHODOVANIE DOMÁCICH BÁNK NA PEŇAŽNOM TRHU EUROZÓNY

Aktivita domácich bánk na peňažnom trhu eurozóny počas uplynulého roka nezaznamenala v porovnaní s rokom 2009 výraznejšie zmeny. Obrat³ zrealizovaných obchodov sa počas roku 2010 pohyboval okolo priemeru z druhej polovice roka 2009, teda okolo 45 mld. €.

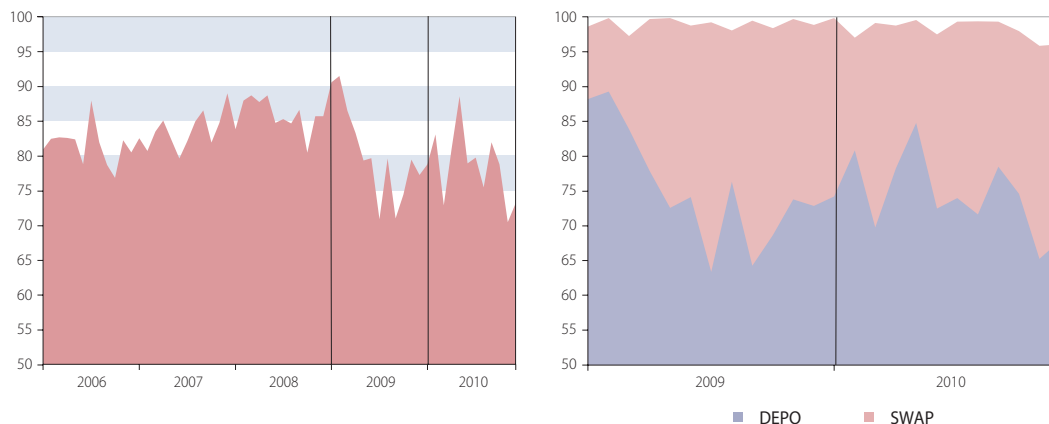


Graf 1 Obraty obchodov na peňažnom trhu (v mil. EUR) a štruktúra obchodov podľa jednotlivých nástrojov na peňažnom trhu (v %)



Zdroj: NBS.

Graf 2 Podiel nerezidentov na celkových obratoch, depozitných a swapových obchodoch (v %)



Zdroj: NBS.

Obchodovanie domácich bánk bolo naďalej zúžené len na dva nástroje peňažného trhu. Dominovali depozitné obchody s podielom okolo 80 %. Druhou najobchodovanejšou skupinou boli swapy, ktorých podiel dopĺňal zostávajúcich 20 %. Poradie týchto dvoch nástrojov sa však zmenilo po prijatí eura. Do roku 2008 mali swapy majoritný podiel (60 %) a depozitné obchody tvorili zostávajúcu časť z celkových obchodov. Výrazný pokles aktivity domácich bánk v swapových obchodoch súvisel so zaniknutím motívov na ich uskutočňovanie, keďže hlavný obchodovaný menový pár tvorilo EUR/SKK.

Minoritné zastúpenie mali naďalej deriváty, a to forwardové transakcie (FRA) a úrokové swapy (IRS), používanie ktorých neovplyvnil vstup do eurozóny. Počas uplynulého roka sa neuskutočnil žiadny kontrakt prostredníctvom repo obchodov. Tento nástroj sa využíva len veľmi zriedkavo. Dôvodom môže byť skutočnosť, že obchodovanie na peňažnom trhu sa obmedzilo na domáce protistrany a protistrany v rámci bankovej skupiny. Domáce subjekty sa týmto nevystavovali zvýšenému kreditnému riziku vyplývajúcemu z transakcií voči rizikovejším bankám, a preto nebolo nutné požadovať pri poskytovaní

prostriedkov kolaterál. Okrem toho sa na tom podpisala aj cenová politika burzy cenných papierov (BCPB) a centrálného depozitára (CDCP).

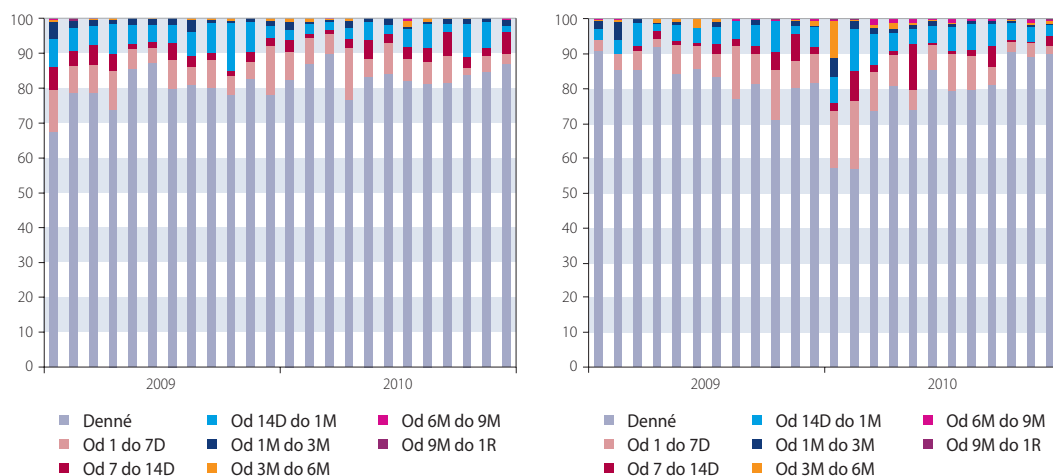
Domáce subjekty najviac obchodovali s protistranami, ktoré pôsobili mimo územia SR, čiže s nerezidentmi. Ich podiel na celkovom obrate peňažného trhu predstavoval okolo 80 %. Približne na tejto úrovni boli aj depozitné obchody s nerezidentmi. Swapové obchody sa uskutočnili výlučne s nerezidentmi, prevažne voči menám z okolitých štátov (CZK, HUF a PLN).

Dĺžky splatností obchodov na peňažnom trhu sa koncentrovali do najkratších segmentov. Dominantné zastúpenie spomedzi nich mali jednoduché obchody s podielom okolo 80 %, po nich nasledovali obchody so splatnosťami do jedného týždňa a do jedného mesiaca. Ostatné dĺžky splatností tvorili minoritný podiel, pretože obchodovanie s nimi bolo na peňažnom trhu eurozóny do značnej miery limitované pretrvávajúcou nedôverou a neochotou vstupovať do dlhších splatností. Táto skutočnosť sa prejavila aj na nastavení úverových línií s dĺžkou splatností maximálne do troch mesiacov. V porovnaní s rokom 2009 to však nepredstavuje žiadnu podstatnú zmenu v rizikovom

³ Pojem obrat zrealizovaných obchodov na peňažnom trhu eurozóny predstavuje súčet aktivity domácich bánk na oboch stranách, a to na strane nákupu a na strane predaja. V skutočnosti ide o dvojnásobok zobchodovaného objemu.



Graf 3 Štruktúra depozitných a swapových obchodov podľa dĺžok splatností (v %)



Zdroj: NBS.

manažmente domácich bánk. V prípade potreby prostriedkov na dlhšie obdobie, než sa dali bežne získať na peňažnom trhu, domáce banky prejavovali záujem o dlhodobejšie refinančné operácie ECB vykonávané prostredníctvom NBS. Navyše neobmedzený objem pridelenia eliminoval riziko neobstarania likvidity na požadované obdobie.

Obchodná aktivita domácich bánk sa aj v roku 2010 koncentrovala na obchody v rámci bankovej skupiny. Obchodovanie mimo nej bolo veľmi zriedkavé. Výnimku tvorili len vzájomné transakcie s domácimi protistranami.

Nastavenie úverových línií domácich bánk bolo ponechané vďaka lepšiemu vzájomnému poznaniu na predchádzajúcich úrovniach. Táto skutočnosť spôsobila, že nastavenie úverových línií voči domácim subjektom bolo priaznivejšie v porovnaní so zahraničnými subjektmi s porovnateľným ratingom pôsobiacimi mimo územia SR.

Podľa vyjadrení dilerov domácich bánk sa pre pretrvávajúcu nedôveru na peňažnom trhu eurozóny čoraz viac uskutočňujú obchody prostredníctvom sprostredkovateľa, ktorý plní úlohu zúčtovacieho agenta. Pri obchodovaní sa pozornejšie sleduje rizikovosť transakcií, ktorá sa odvodzuje z rozpätia trhových úrokových sadzieb EURIBOR a swapových sadzieb OIS (Overnight Index Swap). Počas národných sviatkov sa predĺžila splatnosť obchodov zvyčajne o tieto dni.

Kým sa budú menovopolitické operácie ECB uskutočňovať formou tendrov s pevnou sadzbou a neobmedzeným objemom pridelených prostriedkov, dileri domácich bánk nepredpokladajú zvýšenie záujmu o refinancovanie prostredníctvom účasti na hlavných refinančných operáciách (MRO) a dlhodobějších refinančných operáciách (LTRO). Primárne budú pokračovať v získavaní prostriedkov obchodovaním na peňažnom trhu. Výnimku budú tvoriť iba prípady naplnenia úverových línií alebo nerealizácie príslušných dĺžok transakcií na peňažnom trhu. Čerpanie refinančných zdrojov ECB si preto ponechávajú ako poslednú možnosť.

Rozhodnutie bánk zúčastňovať sa na refinančných operáciách ECB bude závisieť nielen od spôsobu výkonu menovopolitických operácií, ale aj od vývoja trhovej úrokovej sadzby najkratších splatností započítavaných do indexu EONIA voči kľúčovej úrokovej sadzbe, za ktorú momentálne ECB prideliť refinančné zdroje. Ďalším faktorom bude aj vývoj likviditných potrieb jednotlivých bánk, ktoré môžu vďaka oživeniu poskytovania úverov ťahaného rastom ekonomiky výraznejšie stúpnuť.

KONCENTRÁCIA DOMÁCICH BÁNK VO VYBRANÝCH SEGMENTOCH PEŇAŽNÉHO TRHU

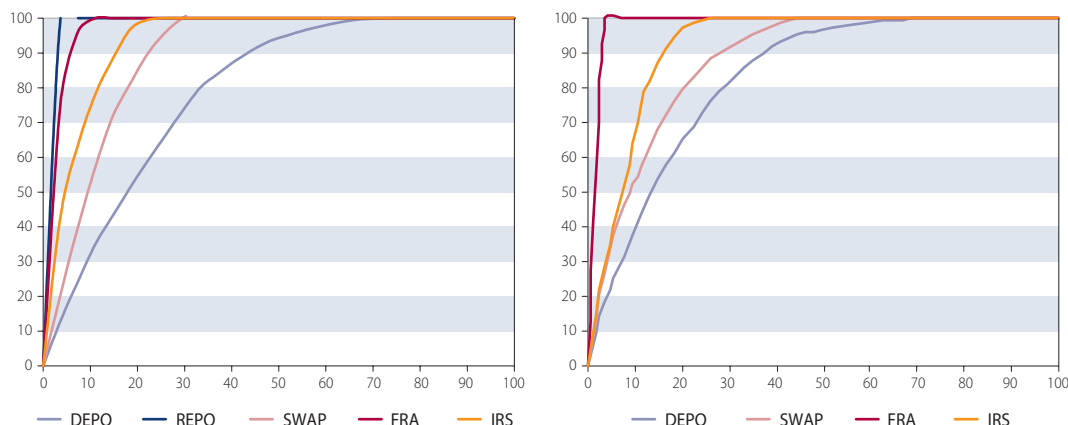
Na peňažnom trhu eurozóny pôsobia viaceré domáce banky, nie všetky sa však na obchodnej aktivite podieľajú rovnako. Rozdielnosti vyplývajú aj z ich zamerania, štruktúry bilancie, bankovej skupiny a iných faktorov. Cieľom skúmania bolo zistenie rovnomernosti, resp. nerovnomernosti rozloženia podielov jednotlivých domácich bánk vo vybraných segmentoch peňažného trhu. Zistenia napovedajú o nasýtení (stupeň koncentrácie) v jednotlivých nástrojoch peňažného trhu. To znamená, že čím menší počet subjektov sa podieľa na obchodovaní, tým je vyšší stupeň koncentrácie. Zo súboru nástrojov obchodovaných na peňažnom trhu sú vybrané len tie, ktoré mali na najvýznamnejší vplyv na celkovú aktivitu na peňažnom trhu, a to depozitné operácie a swapy. Ostatné segmenty (FRA, IRS) tvorili na sumárnych obchodoch len 1 %.

Celkovo sa stupeň koncentrácie oproti roku 2009 zvýšil. Podiel piatich najaktívnejších subjektov oproti roku 2009 narástol z 53 % na 62 %. V uplynulom roku sa v porovnaní s rovnomernejším rozložením v roku 2009 výraznejšie zväčšili rozdiely podielov piatich najaktívnejších subjektov.

Najvýznamnejší podiel na celkovej aktivite na peňažnom trhu mal depozitný trh, ktorý sa podieľal na celkovom obchodovaní okolo 80 %. Stupeň koncentrácie sa v tomto segmente zvýšil podob-



Graf 4 Koncentrácia vybraných segmentov peňažného trhu podľa Lorenzovej krivky⁴ v roku 2009 a v 2010 (v %)



Zdroj: NBS.

ne ako na agregátnej úrovni, a to z 51 % na 61 %. Okrem toho depozitný trh zostal najmenej koncentrovaným segmentom na peňažnom trhu.

Druhým najvýznamnejším segmentom peňažného trhu bol swapový trh s podielom okolo 20 %. Pre tento trh je typická vyššia koncentrácia, ktorá sa medziročne takmer nezmenila. Päť najaktívnejších subjektov sa podieľalo až 75 % na swapovom trhu.

Na posúdenie stupňa koncentrácie v jednotlivých segmentoch peňažného trhu sme skonštruovali Lorenzovu krivku, ktorá najlepšie ilustruje situáciu v jednotlivých segmentoch na peňažnom trhu.

Na grafe 4 je vidieť rozdiel medzi stupňom koncentrácie jednotlivých nástrojov peňažného trhu, na základe ktorého môžeme skonštatovať, že vo všeobecnosti platí: čím sa s daným nástrojom menej obchoduje, tým je väčšia koncentrácia obchodov na menší počet subjektov. Toto konštatovanie potvrdzuje zistenie, že segment derivátov (FRA a IRS) patrí medzi menej využívané nástroje len užším okruhom bánk. Naopak, najväčší počet subjektov je aktívnych v depozitných obchodoch, čo sa prejavilo na rovnomernejšom rozložení obchodovaných objemov medzi jednotlivé banky, a to na nižšom stupni koncentrácie.

OBCHODOVANIE ÚČASTNÍKOV PEŇAŽNÉHO TRHU NA ÚROVNI EUROZÓNY

Predchádzajúca časť sa venovala vývoju obchodovania domácich bánk na peňažnom trhu eurozóny. Okruh pôsobenia domácich subjektov po prijatí meny euro sa rozšíril z pôvodne národného priestoru na väčší eurový peňažný trh. Na lepšie posúdenie aktivity domácich bánk je preto vhodné zohľadniť vývoj obchodovania na agregátnej úrovni. Účelom tejto časti je porovnať zaznamenaný vývoj na úrovni eurozóny v jednotlivých segmentoch trhu. Informácie o obchodnej aktivite na agregátnej úrovni eurového peňažného trhu sú z pravidelne vypracovanej štúdie⁵, na ktorej sa podieľala ECB a ostatné národné centrálné banky Európskeho systému centrálnych bánk.

Celkový zobchodovaný obrat na eurovom peňažnom trhu poklesol v uplynulom roku oproti roku 2009 o 3 %, čo však predstavovalo miernejšiu zmenu než v prípade predchádzajúcich dvoch rokov.

V rámci štruktúry nástrojov obchodovaných na eurovom peňažnom trhu poklesol najvýraznejšie obrat na nezabezpečenom depozitnom trhu o 18 %, ale aj na časti derivátového trhu, a to v segmente jednoduchových indexovaných swapov (OIS) o 19 %. Pokles na depozitnom trhu bol ovplyvnený obavami z kreditného rizika a jeho substitúciou za ročné operácie s ECB zrealizované v roku 2009. V dôsledku výrazného čerpania refinančných zdrojov z ročných operácií sa naakumuloval značný prebytok likvidity v bankovom sektore, ktorý sa odrážal na eliminovaní volatility kratších trhových splatností. Nižšou potrebou používať OIS na hedžovanie sa výrazne obmedzilo obchodovanie s týmto derivátovým nástrojom. V menšej miere klesli tiež FRA o 10 % a ostatné IRS o 11 %.

Opačný vývoj bol zaznamenaný v prípade zabezpečeného repo trhu, ktorý narástol medziročne o 8 %. Vďaka tomu posilnil pozíciu najväčšieho segmentu na peňažnom trhu. Jeho podiel predstavoval 36 % na celkovej aktivite. Dôvodom bol okrem už spomenutých faktorov aj pozitívny vplyv zvýšenia počtu obchodov prostredníctvom centrálnej protistrany. Ich podiel na repo trhu stúpol zo 41 % na 45 %.

Positívny vývoj zaznamenali aj devízové swapy, ktorých používanie sa zvýšilo o 3 %. Táto zmena bola podporená dopytom európskych bánk pôsobiacich mimo eurozóny.

V štruktúre splatností transakcií nenastali žiadne podstatné zmeny, majoritný podiel naďalej tvorili obchody s kratšími dĺžkami splatností. Najaktívnejšie sa obchodovalo na nezabezpečenom, zabezpečenom a devízovom swapovom trhu. Skracovanie dĺžok splatností na nezabezpečenom a zabezpečenom trhu spôsobili stupňujúce sa kreditné riziko protistrán.

V rámci štruktúry protistrán narástol podiel obchodov na depozitnom trhu so subjektmi mimo

⁴ Lorenzova krivka sa používa na vysvetlenie rovnomernosti, resp. nerovnomernosti rozdelenia sledovanej veličiny (napr. príjmov) na celkovej jednotke (napr. populácii). Pomocou nej sa vyjadrujú priestorové javy, kde osi grafu predstavujú kumulatívne súčty percentuálnych podielov sledovaných javov. Čím sa krivka svojím tvarom viac približuje k priamke (k osi x), tým je diferenciacia (koncentrácia) menšia a naopak. Os y vyjadruje kumulatívne percentuálne zastúpenie domácich bánk v bankovom sektore, os x kumulatívny percentuálny podiel aktivity domácich bánk na vybraných segmentoch peňažného trhu.

⁵ Euro Money Market Study sa vypracováva každý druhý rok. Medziročne sa v nej porovnávajú druhé štvrtroky príslušných rokov, a nie celý kalendárny rok. Na jej zostavovaní sa podieľajú aj tri domáce banky.



eurozóny z 24 % v roku 2009 na 31 % v roku 2010. Opačná situácia nastala na zabezpečenom repo trhu, kde poklesol podiel transakcií s týmito protistranami z 24 % na 19 %.

Ďalším sledovaným údajom je *koncentrácia obchodnej aktivity* na jednotlivých segmentoch trhu. V prípade vybraných dvoch trhov bol zaznamenaný opačný vývoj, a to nárast koncentrácie na depozitnom trhu a jej pokles na zabezpečenom repo trhu. Môže to súvisieť so zmenou obchodnej aktivity v oboch segmentoch trhu, s presunom účastníkov z nezabezpečeného depozitného trhu na zabezpečený repo trh.

POROVNANIE AKTIVITY NA AGREGÁTNEJ ÚROVNI S AKTIVITOU DOMÁCIH BÁNK

Na základe vývoja zaznamenaného na agregátnej úrovni možno skonštatovať viditeľné rozdiely v aktivite domácich subjektov na peňažnom trhu eurozóny. Tie najpodstatnejšie je možné zhodnotiť na dvoch segmentoch.

Stupňujúcou sa nedôverou a neochotou požičať si na medzibankovom trhu európske banky zvyšovali dôraz na krytie transakcií kolaterálom. Na význame získal presun z nezabezpečeného na zabezpečený trh. Domáce subjekty mali síce rovnako ako európske banky možnosť získať eurové prostriedky prostredníctvom depozitného alebo zabezpečeného repo trhu, ale repo obchody vôbec nevyužívali aj napriek ich výhode v podobe lacnejších prostriedkov a eliminovania kreditného rizika protistrany. Realizácia repo obchodov je do značnej miery limitovaná tiež štruktúrou cenných papierov v portfóliách domácich bánk. Ich podstatnú časť tvoria domáce cenné papiere, ktoré sú registrované v domácich inštitúciách. Ak by ich chceli použiť ako kolaterál, výhody repo obchodov by boli eliminované cenovou politikou burzy cenných papierov a centrálného depozitára. V prípade získania prostriedkov prostredníctvom repo obchodu by časť z celkových nákladov tejto transakcie tvorila výška poplatku za transakciu. Jedinou možnosťou na eliminovanie týchto nákladov je realizácia obchodov vo vyšších sumách. V prípade aktuálnych nízkych trhových úrokových sadzieb sa motivácia vstupovať do zabezpečených obchodov ešte viac znižuje. Tento stav domáce banky dlhodobo považujú za jednu z prekážok rozvoja obchodovania na repo trhu. Podľa nich sú poplatky a ostatné podmienky v porovnaní so zahraničnými centrálnymi depozitármi oveľa nevýhodnejšie.

Rozdielne charakteristiky domáceho trhu voči agregátnemu trhu môžeme pripísať zrejme špecifickosti jednotlivých národných trhov, a to najmä jeho veľkosti, významnosti a začleneniu do väčších bankových skupín.

ZÁVER

Od vstupu SR do eurozóny uplynuli už dva roky, počas ktorých domáce banky nadobúdali nové skúsenosti z pôsobenia na významnejšom a rozsiahlejšom medzibankovom trhu ako do roku

2008. Aj v minulom roku bola ich aktivita v podstatnej miere poznačená globálnym trhovým sentimentom, a to pretrvávajúcou nedôverou a neochotou obchodovať s rizikovejšími subjektmi a realizáciou výstupovej stratégie z modifikovaného rámca operácií menovej politiky ECB.

Likviditné potreby domácich bánk boli naďalej pokryté primárnym spôsobom zaobstarania potrebných zdrojov, a to obchodmi na medzibankovom trhu. Počas minulého roka na tomto trhu nenastali žiadne podstatné zmeny, príčinou čoho môže byť aj pretrvávajúci negatívny sentiment na peňažnom trhu zintenzívnený rozšírením krízy dôvery na dlhopisovom trhu periférnych krajín eurozóny. V rámci štruktúry zostali najvýznamnejším nástrojom depozitné obchody, pričom zostávajúcu časť tvorili swapy. Domáce banky naďalej obchodovali so zúženým okruhom protistrán, ktorý pozostával najmä z bánk pôsobiacich v rámci vlastnej bankovej skupiny. Tieto transakcie sa podieľali na celkovej obchodnej aktivite najväčšou mierou.

Banky pristupovali k využívaniu operácií na dodanie likvidity, ktoré sa realizovali decentralizovane prostredníctvom NBS, len v prípadoch naplnenia úverových línií alebo nedostatku príslušných dlžok splatností na peňažnom trhu. Krátkodobé operácie používali na doplnenie prostriedkov určených na prefinancovanie kratších potrieb, avšak len ojedinele, podobne ako v roku 2009. Podstatnú časť refinancovania z predminulého roka tvorili ročné zdroje z refinančných operácií, ktoré však neobnovovali pri splatnostiach jednotlivých ročných operácií. Dôvodom sa stali nevyhovujúce parametre, splatnosť a cena. O ostatné dlhodobšie operácie neprejavovali záujem, pretože by bolo nevýhodné financovať nedostatok likvidity krátkodobiejšieho charakteru zdrojmi s dlhšími splatnosťami. Radšej ho pokrývali obchodmi na peňažnom trhu.

Otázne zostáva, do akej miery počas aktuálneho roka ovplyvnia prípadné ďalšie postupy ECB v procese výstupovej stratégie z nadštandardného rámca menovopolitických operácií správanie a obchodnú aktivitu domáceho bankového sektora a tiež akú úlohu zohrá aktuálna situácia najmä na dlhopisovom trhu periférnych krajín prenesením na peňažný trh eurozóny. Ďalšou nemenej dôležitou oblasťou je aj vývoj makroekonomických údajov, najmä tempo oživovania ekonomík jednotlivých krajín a jeho vplyv na zrýchlenie úverovej aktivity bankových subjektov, ktorý by sa mal prejavovať na zvýšenej potrebe zaobstarat si prostriedky na medzibankovom trhu. Inou veľmi sledovanou veličinou bude s najväčšou pravdepodobnosťou vývoj miery inflácie, ktorá tvorí primárny cieľ menovej politiky ECB. V prípade jej výraznejšieho nárastu môže ECB pristúpiť k prvému zvýšeniu kľúčových úrokových sadzieb bez ohľadu na proces výstupovej stratégie. Indiferentnosť postupov bola naznačená aj na tlačových konferenciách prezidenta ECB.



Metodika výpočtu efektívneho výmenného kurzu v NBS

Milan Gylánik

Národná banka Slovenska

The main aim of this article Effective Exchange Rate Compilation Methodology in the NBS is to describe the updated methodology used for NEER and REER computation, and to justify changes comparing to the previously applied procedure. The main improvements of the updated methodology consist of the slovak foreign trade increased coverage through the new extended relevant trading partners selection and the capturing of changing foreign trade territorial structure using the variable weights. These changes led to an increased correlation of effective exchange rates based on the updated methodology with export dynamics.

Úvod

Nominálny efektívny výmenný kurz (NEER) je váženým priemerom bilaterálnych výmenných kurzov domácej meny k menám relevantných obchodných partnerov určitej krajiny. Reálny efektívny výmenný kurz (REER) predstavuje vážený priemer relatívnych cien (meraných napr. CPI/indexom spotrebiteľských cien, PPI/indexom cien priemyselných výrobcov, PPI-manufacturing/indexom cien priemyselnej výroby, ULC/jednotkovými nákladmi práce, deflátorom HDP/hrubého domáceho produktu alebo exportnými cenami) v domácej ekonomike a partnerských krajinách vyjadrených v jednej mene. Výber obchodných partnerov, ich váh a cenových indexov závisí od účelu, na ktorý sa efektívny kurz zostavuje (napr. indikátor cenovej konkurencieschopnosti, vplyv pohybu kurzov na platobnú bilanciu alebo infláciu, menový kôš slúžiaci ako nominálna kotva v menovej politike). Efektívny výmenný kurz slúži v NBS na hodnotenie vývoja konkurencieschopnosti domácich výrobcov vo vzťahu k najvýznamnejším obchodným partnerom SR.

Na zabezpečenie objektívneho a aktuálneho pohľadu na daný vývoj je potrebné, aby efektívny kurz zohľadňoval zmeny v teritoriálnej štruktúre zahraničného obchodu vyplývajúce z postupnej transformácie slovenskej ekonomiky a jej začlenenia do Európskej únie alebo Hospodárskej a menovej únie, ako aj z procesu globalizácie.

V tomto príspevku popisujeme aktualizovanú metodiku slúžiacu na výpočet nominálneho a reálneho efektívneho kurzu.

Pri zostavovaní NEER a REER na báze CPI, PPI, PPI-manufacturing alebo ULC podľa pôvodnej metodiky sa bralo do úvahy 9 obchodných partnerov¹. Ich váhy boli fixné a vychádzali z podielov na obrate celkového zahraničného obchodu SR v roku 1999. Pri výpočte sa používal aritmetický priemer percentuálnych zmien bilaterálnych kurzov a cenových indexov oproti predchádzajúcemu obdobiu. Aktualizovaná metodika prináša nasledujúce hlavné zmeny:

- Aktualizácia výberu najvýznamnejších obchodných partnerov Slovenska a rozšírenie ich poč-

tu na 15, čím sa zvýšilo pokrytie obratu zahraničného obchodu v triedach 5-8 SITC (Standard International Trade Classification) z 57 % na 80 % (v prípade obratu celkového zahraničného obchodu z 52 % na 79 %). Spomedzi 9 krajín z pôvodného výberu vypadlo v novej metodike Švajčiarsko.

- Ich váhy sú variabilné (menia sa každý rok podľa vývoja teritoriálnej štruktúry zahraničného obchodu SR)
- Pri výpočte váh sa zohľadňuje obrat zahraničného obchodu len v triedach 5-8 SITC.
- Pri výpočte NEER a REER sa používa reťazenie geometrických priemerov relatívnych zmien bilaterálnych nominálnych a reálnych kurzov.
- Snaha používať jednotný zdroj údajov (bilaterálne kurzy z NBS a všetky cenové indexy z OECD) kvôli ich lepšej porovnateľnosti.

Prínosom aktualizovanej metodiky je zvýšenie korelácie dynamík efektívneho kurzu s exportom. Premenné váhy odrážajúce vývoj štruktúry zahraničného obchodu SR umožňujú realističnejšie určiť príspevky mien jednotlivých relevantných krajín k dynamike efektívneho kurzu. Metodické časti materiálu by mohli byť využité ako dokumentácia k efektívnym kurzom publikovaným NBS.

Ďalšia štruktúra materiálu je tvorená popisom procesu výberu relevantných obchodných partnerov Slovenska a výpočtu ich váh v kapitole 1, stručným zhrnutím postupu pri vytváraní databázy vstupných údajov v kapitole 2, vysvetlením metódy výpočtu indexov NEER a REER v kapitole 3 a napokon prezentáciou výsledných efektívnych kurzov v kapitole 4.

1 VÝBER OBCHODNÝCH PARTNEROV A ICH VÁHY

Prvým krokom pri výpočte efektívneho kurzu je výber relevantných obchodných partnerov. Hľadá sa kompromis medzi dostatočným pokrytím zahraničného obchodu a operatívnosťou – počet krajín zahrnutých do výpočtu efektívneho kurzu by nemal obmedzovať jeho využiteľnosť na hodnotenie aktuálneho vývoja príliš veľkým rozsahom databázy vstupných údajov (tokov zahraničného

¹ Nemecko, Česká republika, Taliansko, Rakúsko, Francúzsko, Holandsko, Spojené štáty americké, Veľká Británia a Švajčiarsko.



2 V roku 2004 sa v databáze OECD vyskytli chyby v podobe vyššieho súčtu exportu, resp. importu za všetky krajiny ako celkový vývoz, resp. dovoz SR, ktoré boli spôsobené dvojnásobnými hodnotami v prípade USA, Francúzska a Nórska v porovnaní s údajmi ŠÚ SR. Preto boli dané údaje nahradené údajmi zo ŠÚ SR.

obchodu, výmenných kurzov a cenových indikátorov) alebo ich nedostupnosťou.

Základom na posúdenie významnosti jednotlivých obchodných partnerov SR sú ročné údaje o teritoriálnej štruktúre zahraničného obchodu Slovenska z databázy OECD², ktoré sú k dispozícii za obdobie rokov 1997 až 2008. Pre všetky krajiny bol vypočítaný obrat ich zahraničného obchodu so Slovenskom v jednotlivých rokoch. Do úvahy sa bral len vývoz a dovoz tovarov patriacich do tried 5 – 8 SITC: chemikálie, trhové výrobky, stroje a zariadenia, priemyselné výrobky. Tieto tovary sa svojimi vlastnosťami líšia v závislosti od krajiny pôvodu, čo odôvodňuje ich rozdielne ceny, ktoré možno porovnávať prostredníctvom efektívneho kurzu. Tovary patriace do tried 0 – 4 a 9 (potraviny, nápoje, surové materiály, nerastné palivá, oleje a tuky, ostatné) boli vylúčené, nakoľko ich ceny sú na svetovom trhu približne rovnaké bez ohľadu na krajinu pôvodu a neodrážajú teda vývoj cenovej konkurencieschopnosti jednotlivých ekonomík. Rovnako postupuje aj väčšina medzinárodných inštitúcií zverejňujúcich časové rady efektívnych výmenných kurzov (napr. ECB, MMF, OECD, BIS, Fed). Triedy 5 – 8 SITC pokrývali v rokoch 1997 až 2008 v priemere 77 % celkového dovozu, 87 % celkového vývozu a 82 % celkového obratu zahraničného obchodu SR.

Pre výber relevantných obchodných partnerov bolo zvolené kritérium, podľa ktorého podiel každého z nich na obrate zahraničného obchodu Slovenska musí dosahovať aspoň 2 % v priemere za roky 1997 až 2008. Toto kritérium spĺňajú nasledujúce krajiny zoradené podľa významnosti: Nemecko, Česká republika, Taliansko, Francúzsko, Rakúsko, Poľsko, Maďarsko, Spojené kráľovstvo, Spojené štáty, Holandsko, Belgicko, Španielsko, Ruská federácia a Čína. V dôsledku výrazného ras-

tu zahraničnoobchodnej výmeny so Slovenskom v rokoch 2003 až 2008 bola k vymenovaným krajinám pridaná ešte Kórejská republika. Podiely vybraných 15 obchodných partnerov boli následne normalizované, aby bol ich súčet v jednotlivých rokoch rovný 1, čím sa získali váhy w_i vstupujúce do výpočtu efektívneho kurzu.

$$w_i = \frac{X_i + M_i}{\sum_{i=1}^{15} (X_i + M_i)}$$

w_i – váha obchodného partnera i

X_i – export tovarov z tried 5 – 8 SITC zo SR do krajiny i

M_i – import tovarov z tried 5 – 8 SITC z krajiny i do SR

Tabuľka 1 zachytáva vývoj váh zvolených obchodných partnerov v jednotlivých rokoch a percentuálne pokrytie celého obratu zahraničného obchodu SR s tovarmi z tried 5 – 8 SITC, ktoré dosahuje v priemere 84 %.

Váhy piatich najvýznamnejších obchodných partnerov v čase postupne klesajú s výnimkou Francúzska, ktorého významnosť v rokoch 2007 a 2008 vzrástla. V skupine piatich stredne dôležitých partnerov prevažuje opačný vývoj, ich váhy rastú s výnimkou Spojených štátov, ktorých váha od roku 2004 klesá. Váhy piatich najmenej významných partnerov zaznamenali heterogénny vývoj, význam Číny a Kórejskej republiky vzrástol v sledovanom období približne 5, resp. 10-násobne. Váha Španielska mierne rástla, váha Belgicka bola pomerne stabilná podobne ako váha Ruskej federácie, ktorá však dosahovala vyššie hodnoty na začiatku a konci skúmaného obdobia.

Pri rozlíšení váh z hľadiska exportu a importu dochádza k najväčším rozdielom v prípade Číny

Tab. 1 Váhy obchodných partnerov SR

w_i	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Σw_i	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Nemecko	0,30	0,36	0,36	0,36	0,36	0,33	0,37	0,36	0,34	0,31	0,29	0,29
Česká republika	0,28	0,21	0,18	0,17	0,17	0,16	0,14	0,14	0,15	0,15	0,13	0,13
Taliansko	0,08	0,09	0,10	0,10	0,10	0,12	0,09	0,08	0,08	0,08	0,07	0,07
Francúzsko	0,04	0,05	0,06	0,06	0,05	0,06	0,05	0,05	0,05	0,05	0,07	0,08
Rakúsko	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,06	0,06	0,06	0,06	0,05	0,05	0,04
Poľsko	0,04	0,04	0,04	0,05	0,05	0,05	0,04	0,05	0,06	0,06	0,06	0,06
Maďarsko	0,03	0,03	0,03	0,03	0,04	0,04	0,04	0,04	0,05	0,06	0,07	0,06
Spojené kráľovstvo	0,03	0,02	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,04	0,04	0,04	0,04
Spojené štáty	0,03	0,03	0,03	0,02	0,02	0,03	0,05	0,04	0,03	0,03	0,03	0,02
Holandsko	0,02	0,02	0,03	0,02	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,04	0,03	0,03
Belgicko	0,02	0,02	0,02	0,03	0,03	0,03	0,02	0,03	0,02	0,02	0,02	0,02
Španielsko	0,01	0,01	0,01	0,02	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Ruská federácia	0,03	0,03	0,02	0,02	0,02	0,02	0,01	0,01	0,02	0,02	0,02	0,03
Čína	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,02	0,02	0,02	0,03	0,03	0,04	0,05
Kórejská republika	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01	0,02	0,03	0,04	0,05
Pokrytie obratu ZO	86 %	87 %	87 %	86 %	86 %	85 %	86 %	83 %	80 %	79 %	78 %	80 %

Zdroj: Výpočet NBS z databázy OECD.



a Kórejskej republiky, ktorých podiel na vývoze SR je blízky nule, avšak podiel na dovoze výrazne rastie a v roku 2008 by ich váhy vypočítané len z importných tokov dosahovali hodnoty približne 9%, resp. 10 %. Rastúce váhy Spojeného kráľovstva a Holandska sú naopak výsledkom rastu ich podielu na vývoze pri súčasnom poklese podielu na dovoze SR. Export vysvetľuje aj vyššie váhy Ruskej federácie v rokoch 1997 a 2008 v porovnaní s priemerom za celé obdobie.

Vývoj váh odrážajúci meniacu sa štruktúru zahraničného obchodu SR zobrazuje graf 1.

V tabuľke 1 možno pozorovať pokles pokrytia obratu zahraničného obchodu. Jeho príčinou je najmä výrazný rast importu s geograficky nešpecifikovaným pôvodom od roku 2004 po vstupe Slovenska do EÚ, ktorý dosahuje v rokoch 2006 a 2007 podiel až 11%, resp. 12% z dovozu tovarov z tried 5 – 8 SITC do SR. Pokrytie exportu uvedenými 15 obchodnými partnermi tiež mierne klesá, čo je prejav, rastúcej globalizácie a z nej vyplývajúcej diverzifikácie zahraničného obchodu, avšak jeho minimálna hodnota dosahuje 82% v roku 2008 (86% v priemere za celé obdobie rokov 1997 až 2008) na rozdiel od importu s minimálnym pokrytím 73% v rokoch 2006 a 2007 (82% v priemere za celé obdobie). V dôsledku uvedeného faktu by bolo komplikované použiť ako kritérium na výber obchodných partnerov hranicu pokrytia 90% zahraničného obchodu, ktorú používajú niektoré inštitúcie. Počet obchodných partnerov potrebných na dosiahnutie danej hranice výrazne narastá zo 17 resp. 16 v rokoch 1997 a 1998 na 30 v roku 2007. Grafické znázornenie pokrytia dovozu uvádza graf 2.

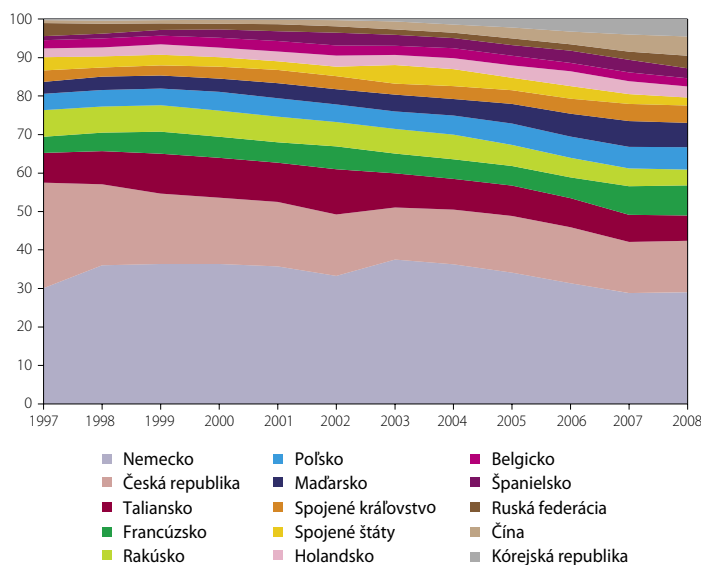
2 ZDROJE ÚDAJOV O VÝMENNÝCH KURZOCH A CENOVÝCH INDIKÁTOROCH

Bilaterálne výmenné kurzy domácej meny k menám relevantných obchodných partnerov a cenové indikátory za jednotlivé krajiny (CPI, PPI, PPI-manufacturing a ULC) predstavujú vstupné údaje pri zostavovaní indexov NEER a REER. Snahou pri aktualizácii metodiky ich výpočtu bolo využívať údaje z jednotného zdroja (bilaterálne výmenné kurzy z kurzového lístka NBS, resp. ECB a cenové indexy z databázy OECD), čo by malo zabezpečiť lepšiu porovnateľnosť jednotlivých druhov ukazovateľov medzi zahrnutými ekonomikami. Aby bolo možné zostaviť efektívne kurzy za celú históriu existencie SR, bolo potrebné doplniť údajovú databázu aj z ďalších zdrojov a aproximovať chýbajúce údaje. Detailný popis konštrukcie databázy vstupných údajov je dostupný na webovej stránke NBS³.

3 VÝPOČET EFEKTÍVNYCH VÝMENNÝCH KURZOV

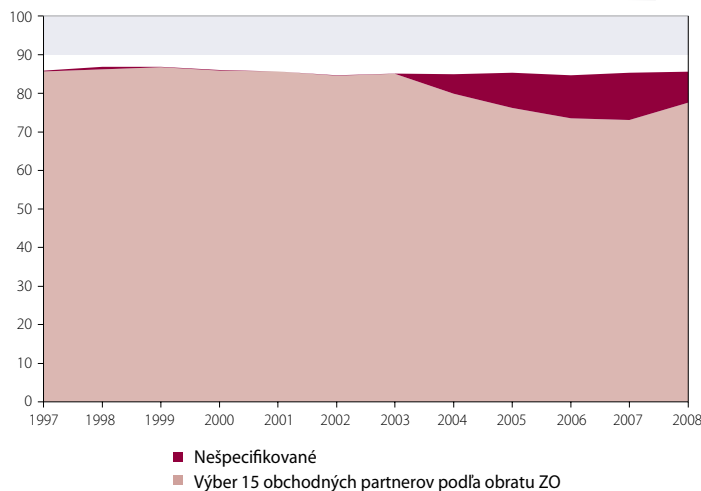
Na výpočet nominálneho alebo reálneho efektívneho kurzu sa používa v dôsledku premenlivých váh reťazenie vážených geometrických priemerov⁴ medzimesačných (medzikvartálnych v prípade REER na báze ULC) relatívnych zmien bilaterálnych nominálnych kurzov vynásobených (pri výpočte REER) relatívnymi zmenami pomerov

Graf 1 Váhy podľa geografickej štruktúry obratu ZO SR SITC 5-8 (v %)



Zdroj: Výpočet NBS z databázy OECD.

Graf 2 Pokrytie importu SR SITC 5-8 (v %)



Zdroj: Výpočet NBS z databázy OECD.

cenových indexov za domácu ekonomiku k zodpovedajúcim indikátorom za jednotlivých relevantných obchodných partnerov:

$$REER^t = REER^{t-1} \prod_{i=1}^{15} \left(\frac{E_i^t P_i^t}{E_i^{t-1} P_i^{t-1}} \right)^{w_i}$$

$REER^t$ – reálny efektívny výmenný kurz

E_i^t – bilaterálny nominálny výmenný kurz domácej meny k mene krajiny i vyjadrený vo forme hodnotovej kotácie (hodnota jednotky domácej meny v zahraničnej mene)

P^t – domáci cenový indikátor (CPI, PPI, PPI-manufacturing, ULC)

P_i^t – cenový indikátor krajiny i

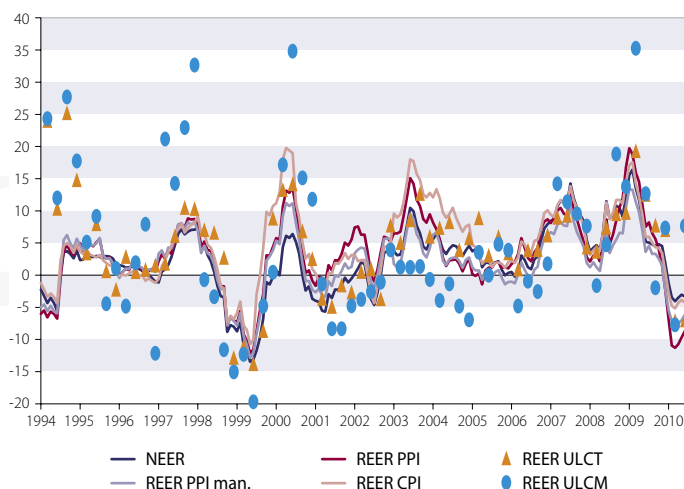
w_i – váha krajiny i

3 http://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/MU/MetodikaEER.pdf

4 Brodsky, D. (1982), Arithmetic versus Geometric Effective Exchange Rates, in: Weltwirtschaftliches Archiv, 118, pp. 546-62.

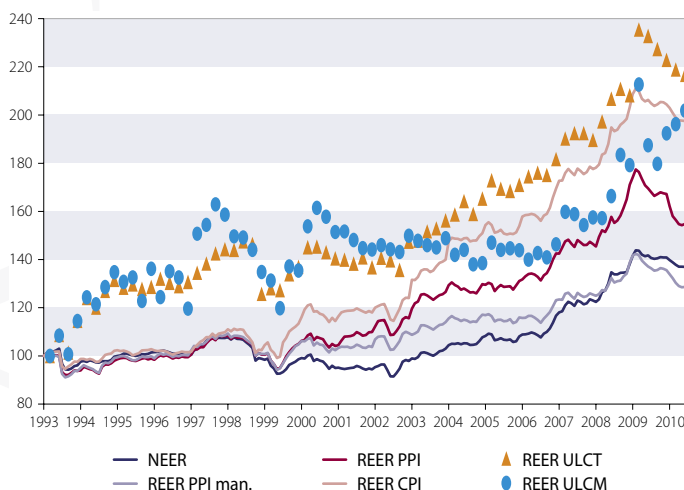


Graf 3 Vývoj indexov NEER a REER (15 obchodných partnerov)
(medziročná zmena v %)



Zdroj: Výpočet NBS z databázy OECD.

Graf 4 Vývoj indexov NEER a REER (15 obchodných partnerov)
(1993M1/Q1=100)



Zdroj: Výpočet NBS z databázy OECD.

⁵ Údaje sú publikované na stránke NBS: http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Statistika/VybrMakroUkaz/EER/NEER_REER.xls
⁶ http://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/MU/MetodikaEER.pdf

V prípade NEER sa jeho dynamika rovná váženému geometrickému priemeru zmien bilaterálnych nominálnych kurzov k menám vybraných 15 krajín a v prípade REER po rozšírení o relatívne ceny váženému geometrickému priemeru zmien 15 bilaterálnych reálnych kurzov na báze CPI, PPI, PPI-manufacturing alebo ULC. Rast výsledných indexov predstavuje apreciáciu efektívneho výmenného kurzu.

Pri výpočte sa používajú váhy z aktuálneho obdobia. Do roku 1997 sú váhy konštantné, nakoľko nie sú k dispozícii údaje o teritoriálnej a SITC štruktúre zahraničného obchodu SR. Podobne v posledných 2 rokoch (2009 a 2010) sa používajú váhy z roku, za ktorý boli publikované najnovšie definitívne údaje o zahraničnom obchode (2008). Preto bude potrebné vykonať revíziu efektívnych výmenných kurzov za posledné 2 roky po zverejnení aktuálnych údajov.

4 VÝSLEDNÉ EFEKTÍVNE VÝMENNÉ KURZY

Výsledné časové rady⁵ NEER a REER sú zobrazené na grafoch 3 a 4 v podobe medziročných percentuálnych zmien a základných indexov. Na grafe 4 možno vidieť akumulovaný vplyv nominálnej apreciácie aj inflačných diferenciálov na cenovú konkurencieschopnosť SR. Najvýraznejší rozdiel oproti vybraným 15 krajinám vo vývoji cenovej hladiny od roku 1993 možno pozorovať v prípade celkových ULC (REER_ULCT), nasleduje index CPI (REER_CPI), ULC-manufacturing (REER_ULCM), PPI (REER_PPI) a napokon PPI-manufacturing (REER_PPIman), ktorý v súčasnosti eliminuje časť nominálnej apreciácie. Najvýznamnejším zdrojom volatility efektívnych kurzov sú nominálne kurzy, preto majú všetky indexy NEER a REER podobné obdobia apreciácie a deprecie.

Na posúdenie vypovedacej schopnosti alternatívnych definícií efektívneho kurzu o konkurencieschopnosti domácich firiem možno použiť korelácie ich dynamík s medziročnými zmenami reálneho exportu SR vyjadrujúce previazanosť pohybov indexov NEER a REER s vývojom exportnej výkonnosti ekonomiky. Tabuľka 2 obsahuje poradie podľa daných korelácií pre 3 rôzne dĺžky časových radov efektívneho kurzu: zohľadnenie všetkých dostupných údajov pre jednotlivé indexy NEER a REER (maximálne 1994M1 – 2010M3); časový rozsah, pre ktorý sú k dispozícii všetky efektívne kurzy okrem pôvodných kurzov NBS (dostupné až od roku 1999) (1996M1 – 2009M12); a napokon časový interval, v ktorom sú dostupné efektívne kurzy zo všetkých alternatívnych zdrojov (2000M1 – 2009M12). V prípade mesačných údajov sa predpokladá konštantná dynamika reálneho vývozu v jednotlivých mesiacoch kvartálu. Efektívne kurzy zostavené podľa aktualizovanej metodiky NBS SITC5-8 (15) dosahujú najlepšie priemerné poradie spomedzi kurzov z jednotlivých alternatívnych zdrojov. Podrobná tabuľka s koreláciami a z nich vyplývajúcim poradím alternatívnych efektívnych kurzov je uvedená v materiáli publikovanom na webovej stránke NBS⁶.

Tabuľka 3 obsahuje porovnanie kumulatívnej apreciácie jednotlivých indexov NEER a REER zostavených podľa pôvodnej aj aktualizovanej metodiky od roku 1999 do polovice roku 2010.

Najvýraznejšie sa rozdiely medzi pôvodnou a aktualizovanou metódikou prejavujú v príspevkoch jednotlivých obchodných partnerov SR k dynamike príslušných efektívnych kurzov. Ako príklad z nedávnej minulosti možno uviesť obdobie prudkého oslabovania kurzov mien susediacich krajín V4 oproti euru, ktoré vyvrcholilo v prvom štvrtroku 2009. Podľa pôvodnej metodiky dosiahol príspevok českej koruny vo februári 2009 5,8 p.b. k medziročnej apreciácii indexu NEER o 13,0 %. NEER zostavený pomocou aktualizovanej metodiky sa zhodnotil v danom období medziročne o 16,3 % (najmä dodatočným vplyvom vývoja mien ostatných krajín V4 a Kórejskej republiky, ktoré sú obsiahnuté v rozšírenom výbere obchodných partnerov), avšak príspevok českej koruny dosiahol len



2,82 p. b. Príčinou je nižšia váha Českej republiky v aktualizovanej metodike, ktorá je výsledkom nelen vyššieho počtu relevantných obchodných

partnerov, ale aj klesajúceho podielu uvedenej krajiny na obrate zahraničného obchodu Slovenska zachyteného pomocou variabilných váh.

7 Buldorini L., Makrydakis S. and Thimann C. (2002), *The effective exchange rate of the euro*, ECB Occasional Paper No 2.

Tab. 2 Poradie alternatívnych efektívnych kurzov podľa korelácie s dynamikou exportu

	NBS SITC 5- 8 (15)	NBS (15)	NBS (váhy ECB, 15)	NBS (9)	BIS	ECB (21 +16)	ECB (41 +16)	EK (36)	EK (41)	Euro- stat (27)	IMF	OECD
Výber pozorovaní za maximálne 1994M1 – 2010M3												
NEER	1	3	5	11	10	6	9	4	8	2	7	
REER_CPI	1	2	5	12	10	7	9	6	11	3	8	4
REER_PPI	1	2	3	4								
REER_PPIman	1	2	3	5		4						
REER_ULCT	4	6	5	3		1		2				
REER_ULCM	3	4	5			2		6				1
Výber pozorovaní za 1996M1 – 2009M12												
NEER	3	1	6	11	9	7	8	4	5	2	10	
REER_CPI	2	5	6	12	8	7	10	3	11	1	9	4
REER_PPI	1	2	3	4								
REER_PPIman	2	1	3	5		4						
REER_ULCT	1	3	4	6		5		2				
REER_ULCM	2	3	4			5		6				1
Výber pozorovaní za 2000M1 – 2009M12												
NEER	3	1	4	8	10	9	7	6	5	2	11	
REER_CPI	2	1	5	8	9	11	10	7	6	3	12	4
REER_PPI	2	1	3	4								
REER_PPIman	2	1	3	4		5						
REER_ULCT	2	1	3	6		5		4				
REER_ULCM	3	2	4			5		6				1
Priemerné poradie za jednotlivé efektívne kurzy												
NEER	3	1	5	11	10	7	8	4	6	2	9	
REER_CPI	1	3	5	12	8	7	10	5	9	2	10	4
REER_PPI	1	2	3	4								
REER_PPIman	2	1	3	5		4						
REER_ULCT	1	3	5	6		4		2				
REER_ULCM	2	3	5			4		6				1
Celkový priemer	1	3	5	8	11	7	10	6	9	2	12	4

Zdroj: NBS.

Vysvetlivky: BIS – efektívne kurzy z BIS, ECB (21+16) – efektívne kurzy z ECB zahŕňajúce 21 krajín mimo eurozóny a členov EMU, ECB (41+16) – efektívne kurzy z ECB zahŕňajúce 41 krajín mimo eurozóny a členov EMU, EK (36) – efektívne kurzy z Európskej komisie zahŕňajúce 36 obchodných partnerov, EK (41) – efektívne kurzy z Európskej komisie zahŕňajúce 41 obchodných partnerov, Eurostat (27) efektívne kurzy z Eurostatu zahŕňajúce 27 obchodných partnerov, IMF – efektívne kurzy z IMF, OECD – efektívne kurzy z OECD, NBS (9) – efektívne kurzy z NBS zahŕňajúce 9 obchodných partnerov – pôvodná metodika, NBS SITC 5-8 (15) – efektívne kurzy z NBS zahŕňajúce 15 krajín s váhami podľa obratu zahraničného obchodu v triedach 5-8 SITC – aktualizovaná metodika, NBS (15) – efektívne kurzy zahŕňajúce rovnaký výber krajín s váhami podľa obratu celkového zahraničného obchodu, NBS (váhy ECB, 15) – efektívne kurzy zahŕňajúce rovnaký výber krajín s dvojitými váhami podľa metodiky ECB⁷

Tab. 3 Kumulatívna apreciácia efektívnych kurzov

2010M6/1999M1 %	NEER	REER_CPI	REER_PPI	REER_PPIman	REER_ULCT*
NBS (9) – pôvodná metodika	30,85	88,67	63,28	30,04	65,39
NBS SITC 5-8 (15) – aktualizovaná metodika	39,36	89,40	54,39	27,82	68,40

Zdroj: NBS.

* 2010Q1/1999Q1



Nové riadenie s novými kvótami (o aktuálnej reforme v Medzinárodnom menovom fonde)

Ing. Ján Maskal', Mgr. Lucia Országhová
Národná banka Slovenska

Current financial and economic crisis that affected economies of advanced as well as developing countries highlighted the need to reform the international monetary system and international monetary institutions. It may be ironic that the reform process in the International Monetary Fund (IMF) was accelerated by the problems, which should have been prevented by the very institution.

In particular there was a long-term dissatisfaction with the distribution of quotas and voting rights and with the management system of the IMF. Leaving these issues unsolved weakened the effectiveness and legitimacy of this institution. Since many countries remained dissatisfied even after the approval of the reform of quota and voice reform in April 2008, the 14th general review of quotas agreed in November 2010 included a further wave of reforms in the IMF quotas and governance issues. This article aims to highlight the various aspects of current reforms."

1 Komuniké sú dostupné na www.imf.org a www.g20.org.

2 V zmysle Dohody o MMF (článok XX-VIII) je pre zmenu jej článkov potrebný súhlas minimálne 3/5 všetkých členov, ktorí reprezentujú minimálne 85 % všetkých členských hlasov.

3 Viac o reforme: V. Martvoň: Reforma členských kvót v MMF, Biatec, január 2010.

Súčasná finančná a hospodárska kríza, ktorá ovplyvnila ekonomiky, ako vyspelých tak aj rozvojových krajín, poukázala na potrebu reformovať medzinárodný menový systém a medzinárodné menové inštitúcie. Je možno irónia, že procesy reforiem v Medzinárodnom menovom fonde (MMF) naštartovali najmä problémy, ktorým mala táto inštitúcia predchádzať.

Dlhodobá nespokojnosť existovala predovšetkým s distribúciou kvót a členských hlasov a so systémom riadenia MMF, ktorých neriešenie oslabovalo efektívnosť a legitímnosť tejto inštitúcie. Keďže nespokojnosť krajín pretrvávala aj po schválení reformy kvót a hlasovacích práv v apríli 2008, v rámci 14. revízie kvót bola v novembri 2010 dohodnutá ďalšia vlna reforiem v oblasti kvót a riadenia MMF. Predmetom tohto článku je poukázať na jednotlivé aspekty aktuálnej reformy.

G20 a IMFC – HLAVNÉ KATALYZÁTORY REFORMY

V reakcii na finančnú krízu vyzvali lídri G20 v komuniké z Londýna a následne aj z rokovania Medzinárodného menového a finančného výboru (IMFC) z jarných zasadnutí MMF a Svetovej banky (obe v apríli 2009) urýchliť 14. revíziu kvót MMF

o dva roky (s termínom do januára 2011) a celkom reformovať a modernizovať túto inštitúciu. Jednotlivé parametre reformy následne postupne definovali vyhlásenia skupiny G20 a komuniké IMFC¹.

Od začiatku sa kládol dôraz na zvýšenie vplyvu rozvíjajúcich a rozvojových krajín (EMDC) a na ochranu najchudobnejších členov MMF. Viaceré vyhlásenia podporili presun kvót v prospech dynamicky sa rozvíjajúcich EMDC o minimálne 5 % od nadhodnotených k podhodnoteným krajinám, pričom sa dohodlo používať súčasný vzorec ako základ. Zároveň sa zdôrazňovalo, že MMF by mal byť inštitúciou založenou na kvótach, v protiklade s rastom externých zdrojov MMF (z bilaterálnych a multilaterálnych pôžičkových nástrojov) počas existujúcej finančnej krízy.

Záverečné znenie dohody bolo dohodnuté na stretnutí ministrov G20 v kórejskom Gyengju. Na základe dohody v Južnej Kórei odsúhlasila Rada guvernérov MMF v decembri 2010 rezolúciu o 14. revízii kvót a reforme Výkonnej rady MMF. Keďže predmetom záverečnej dohody je aj zmena článkov Dohody o MMF, reforma vstúpi do platnosti až po jej ratifikácii zo strany členských krajín MMF.² Cieľovým dátumom na dokončenie zmien je Výročné zasadnutie MMF a Svetovej banky v októbri

Box 1

Reforma reformy z roku 2008 – vstup do platnosti

Dňa 3. marca 2011 vstúpila do platnosti reforma z roku 2008.³ Táto reforma prináša zvýšenie zastúpenia dynamicky sa rozvíjajúcich krajín prostredníctvom zvýšenia kvóty 54 členským krajinám (vrátane SR), nárast zastúpenia nízkopríjmových krajín – strojnásobili sa základné hlasy a zaviedol konštantný pomer medzi zá-

kladnými a celkovými hlasmi. Zároveň konštituencie s veľkým počtom krajín získali nárok na druhého alternátnu výkonného riaditeľa, ktorého budú môcť vymenovať v roku 2012. Súčasná reforma z roku 2010, o ktorej hovoríme v tomto materiáli, nadväzuje na výsledky reformy z roku 2008.



Box 2

Členské kvóty a hlasovacie práva

Hlavné body reformy:

- zvýšiť kvóty všetkých členských krajín MMF, čo bude viesť k zdvojnásobeniu celkovej členskej kvóty a zabezpečí presun hlasovacích práv od nadhodnotených krajín k podhodnoteným krajinám a krajinám s dynamicky sa rozvíjajúcou ekonomikou v celkovej výške 6%
- revízia dohody New Arrangements to Borrow (NAB) v termíne do novembra 2011
- prehodnotenie vzorca na výpočet členských kvót v termíne do januára 2013
- dokončenie 15. revízie kvót v termíne do januára 2014.

2012, ale konečný dátum bude závisieť od rýchlosti ratifikácie v jednotlivých krajinách.

ČLENSKÉ KVÓTY A HLASOVACIE PRÁVA

Výsledkom zvýšenia kvót jednotlivých členov MMF je zdvojnásobenie celkového objemu kvót v MMF na úroveň približne 476,8 mld. SDR*. K tejto sume sa dospelo po dôkladnej diskusii o adekvátnosti zdrojov MMF a je takisto reakciou na rast externých bilaterálnych a multilaterálnych zdrojov počas finančnej krízy. S týmto súvisí aj rozhodnutie na revíziu multilaterálnej dohody NAB,⁴ ktorej výsledkom by malo byť zníženie týchto zdrojov.

Zvýšenie kvót bolo realizované kombináciou selektívneho (60%) a ad-hoc zvýšenia (40%). Pri selektívnom zvýšení sa používal vzorec ako jediný parameter, pri ad-hoc zvýšení sa uplatnili viaceré

kritériá, napr. maximálny rast a pokles individuálnej kvóty, ochranný mechanizmus pre najchudobnejšie krajiny, okrem vzorca sa bral ohľad aj na zmiešané HDP. V závere sa ešte niektoré krajiny dohodli na bilaterálnej úprave kvót bez zmeny kvót ostatných členských krajín MMF (napr. Nemecko, Francúzsko, Veľká Británia a Taliansko sa vzdali časť svojej kvóty v prospech Španielska).

Medzi krajiny, ktorým sa členská kvóta v rámci MMF zvýši najvýraznejším podielom, patria Čína, Brazília, Južná Kórea, India, Mexiko a Rusko. Naopak medzi krajiny, ktorých podiel sa najvýraznejšie zníži, patria Saudská Arábia, Belgicko, Nemecko, Kanada, USA, Veľká Británia, Francúzsko a Holandsko.

Členská kvóta krajiny v MMF predstavuje nielen výšku zdrojov, ktoré krajina poskytuje MMF, ale

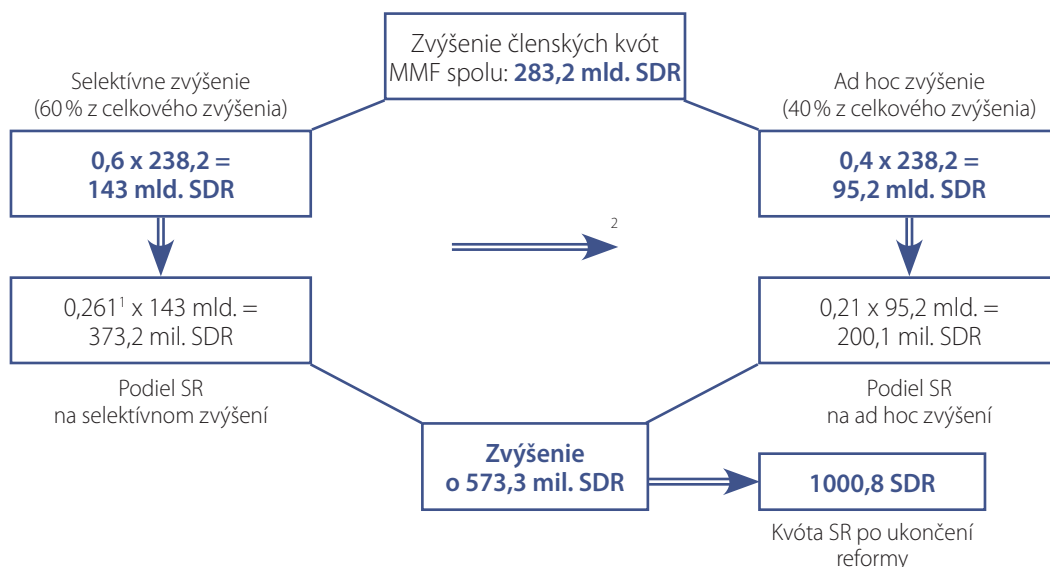
⁴ NAB (New Arrangements to Borrow) predstavuje podobne ako GAB (General Arrangements to Borrow) multilaterálnu dohodu o pôžičke zdrojov pre MMF zo strany skupiny krajín. V apríli 2010 bola schválená reforma NAB, ktorá vstúpila do platnosti v marci 2011 a ktorá priniesla Zvýšenie zdrojov v rámci NAB na 367,5 mld. SDR (z 34 mld. SDR) a rozšírenie participujúcich krajín na 39 krajín (z pôvodných 26). (*MMF zaviedol v roku 1969 medzinárodnú rezervnú menu Special Drawing Rights – SDR – Zvláštne práva čerpania. Hodnota tejto meny sa určuje na základe hodnoty niektorých kľúčových národných mien: dolár, jen, libra a euro. Pozn. red.)

Tab. 1 Členské kvóty SR pred a po reforme (v mil. SDR a %)

	Do reformy v roku 2008	Súčasná	Po reforme v roku 2010
Členská kvóta (v mil. SDR)	357,5	427,5	1001
Členská kvóta (v %)	0,16	0,179	0,22

Zdroj: autor.

Schéma 1 Zvýšenie kvóty SR



¹ Kalkulovaná relatívna kvóta SR (na základe vzorca – formula – 0,0261 % = 0,26)

² Relatívna kvóta SR po selektívnom zvýšení je (427,5 + 373,2)/(238200 + 143000) = 0,0021 % = 0,21



5 Bližšie pozri materiál MMF: Fourteenth General Review of Quotas—Realigning Quota Shares—Further Consideration, marec 2010.

Box 3

Základné pojmy o kvótach

**Reforma a revízia kvót
(quota reform and review)**

Dohoda o MMF (čl. III, časť 2(a)) ustanovuje povinnosť Rady guvernérov MMF uskutočňovať všeobecné revízie kvót v pravidelných intervaloch nie dlhších ako 5 rokov. V roku 2010 bola ukončená už 14. revízia kvót. Vo výnimočných prípadoch sa môže Rada guvernérov dohodnúť aj na úprave či reforme kvót v období medzi dvoma revíziami. Príkladom je reforma kvót a členských hlasov z roku 2008.

Vzorec na výpočet kvóty (quota formula)

MMF zaviedol počas reformy v roku 2008 jednotný vzorec na výpočet kvóty členských krajín MMF. Nový vzorec pozostáva zo 4 premenných s rôznou váhou: hrubý domáci produkt (50 %), otvorenosť (30 %), variabilita (15 %) a rezervy (5 %). Hrubý domáci produkt sa vypočítava podľa trhového ocenenia (60 %) a podľa parity kúpnej sily (40 %). Pri výpočte kvóty sa ďalej používa kompresný faktor (0,95). Pred reformou z roku 2008 MMF používal 5 rôznych vzorcov na výpočet kvóty. V rámci 14. revízie kvót z roku 2010 sa členské krajiny MMF dohodli na ďalšej komplexnej revízii vzorca na výpočet kvóty s termínom do roku 2013.

Odchýlka (Out-of-lineness)

Tento pojem predstavuje rozdiel medzi aktuálnym podielom kvóty a kalkulovaným podielom kvóty (t. j. podielom kvóty vypočítaným podľa platného vzorca).

**Nadhodnotenost' a podhodnotenost'
(under/over-representation)**

Krajina je definovaná ako podhodnotená, ak podiel jej aktuálnej kvóty v MMF je nižší ako podiel jej kalkulovanej kvóty. Naopak, krajina je považovaná za nadhodnotenú, ak podiel jej aktuálnej kvóty je vyšší ako podiel jej kalkulovanej kvóty.

Skupiny krajín

Pre potreby procesu zvyšovania kvóty MMF ako aj pre potreby hodnotenia jej výsledkov, MMF rozdeľuje krajiny do 3 základných skupín: vyspelé krajiny (advanced economies), rozvíjajú-

ce sa a rozvojové krajiny (tzv. EMDC – emerging markets and developing countries) a najchudobnejšie krajiny. SR je pre potreby výpočtu kvóty definovaná v skupine EMDC.

Dynamickosť (dynamism)

V nadväznosti na rokovania G20 vyzvalo komuniké IMFC z výročných zasadnutí v Istanbulle na rast podielu kvóty dynamických EMDC. MMF navrhoval viaceré spôsoby klasifikácie dynamickosti krajiny.⁵ Nakoniec sa použila definícia, pri ktorej bola za dynamickú považovaná krajina, ktorej podiel novej kvóty po 60 % selektívnom zvýšení bol nižší ako podiel tejto krajiny na svetovom HDP (do úvahy sa bralo zmiešané HDP ako vo vzorci na výpočet kvóty a zároveň bola použitá rovnaká kompresia). Tým pádom malé rýchlo rastúce ekonomiky (ako napr. SR) participovali na ad-hoc zvýšení len nepriamo. Z ad-hoc zvýšenia profitovali predovšetkým uzavreté veľké ekonomiky.

Mechanizmus prerozdelenia kvót

Rovnomerné zvýšenie kvót (equiproportional): V tomto prípade je nová kvóta pridelovaná podľa podielu aktuálnej kvóty. Tým pádom nedochádza k žiadnej zmene podielu kvót jednotlivých krajín a ich hlasovacej sily ako ani k zníženiu nerovnováhy medzi nadhodnotenými a podhodnotenými krajinami.

Selektívne zvýšenie kvót (selective): Dodačková kvóta sa krajinám prideluje podľa podielu kalkulovanej kvóty. Pri tomto mechanizme dochádza k rovnomernému zníženiu nerovnováhy.

Ad-hoc zvýšenie kvót: Kvóta je upravená len pri skupine krajín, ktoré spĺňajú určité kritéria. V minulosti ako aj pri súčasnej revízii kvót boli použité viaceré ad-hoc opatrenia. Príkladom môže byť napríklad ochrana podielu aktuálnych kvót najchudobnejších krajín. Ďalšími opatreniami sú napríklad minimálne ad-hoc zvýšenie kvót najviac podhodnotených krajín alebo vzdanie sa nároku na zvýšenia svojho podielu kvóty zo strany podhodnotenej krajiny (zväčša rozvinuté krajiny) či rôzne ochranné mechanizmy pred prílišným rastom či poklesom kvóty individuálnych členských krajín.

určuje aj podiel na hlasovacích právach danej krajiny v rámci MMF. Pri zvýšení kvót zo strany MMF a členských krajín bolo zámerom zvýšiť podiel krajín s dynamicky sa rozvíjajúcou ekonomikou. Celkový podiel hlasovacích práv krajín EMDC by mal podľa schválenej rezolúcie dosiahnuť výšku takmer 45 % z celkových hlasovacích práv. Krajiny Európskej únie návrhom stratili časť hlasovacích

práv, pričom podiel 27 krajín EÚ mal po dokončení reformy predstavovať 29,4 % všetkých hlasovacích práv. K posilneniu došlo aj v skupine krajín BRIC (Brazília, Rusko, India a Čína) pričom tieto 4 krajiny by mali dosiahnuť spoločnú hlasovaciu silu viac ako 13 % celkových hlasov a mali by sa zaradiť medzi 10 krajín s najvyšším hlasovacím právom v rámci MMF.



Box 4

Zmeny vo Výkonnej rade MMF

Hlavné body reformy:

- záväzok zachovať počet členov Výkonnej rady MMF na úrovni 24 a zabezpečiť prehodnotenie tohto stavu každých 8 rokov
- záväzok znížiť o dvoch počet výkonných riaditeľov zastupujúcich vyspelé európske krajiny
- zmena článkov Dohody o MMF, na základe ktorej budú všetci členovia Výkonnej rady MMF volení
- právo konštituencie s vyšším počtom krajín (7 alebo viac) nominovať druhého alternáta výkonného riaditeľa.

REFORMA KVÓT A SLOVENSKÁ REPUBLIKA

V rámci 14. revízie kvót sa zdvojnásobuje celkový objem členských kvót MMF (z cca 238 na 476 mld. SDR). Jednotlivým krajinám by sa presne zdvojnásobila ich nominálna kvóta v prípade, ak by ich relatívna kvóta (quota share) zostala zachovaná. Slovensku sa však podľa návrhu relatívna kvóta zvýši v rámci selektívneho zvyšovania. Všetky krajiny, ktorým sa relatívna kvóta zvýšila v rámci selektívneho zvýšenia kvót, sa podieľajú aj na ad hoc zvýšení kvót, a to minimálne podielom zodpovedajúcim relatívnej kvóte po selektívnom zvýšení. Pomer selektívneho a ad hoc zvýšenia je 60 : 40. Podľa návrhu by mohlo dôjsť k zvýšeniu členskej kvóty SR zo súčasných 427,5 mil. SDR na 1001 mil. SDR.

Spôsob výpočtu zvýšenia členskej kvóty SR v rámci 14. všeobecnej revízie členských kvót MMF:

- Relatívny podiel pred reformou z roku 2008 bol 0,164%.
- Aktuálny podiel na kvóte (po reforme z roku 2008) bol 0,179% (427,5 mil. SDR z 238,2 mld. SDR celkovej kvóty MMF).
- Kalkulovaná relatívna kvóta SR (na základe vzorca) je 0,261% – reforma z roku 2010 znamená zdvojnásobenie celkových členských kvót.

ZMENY VO VÝKONNEJ RADE

Napriek faktu, že inštitúcia prešla počas svojej viac ako 60-ročnej existencie viacerými významnými zmenami, jej formálna štruktúra ako aj mnohé praktiky ostali počas tohto obdobia nedotknuté. Zlepšenie inštitucionálneho usporiadania a riadenia MMF bolo dlhodobo vnímané ako základný predpoklad na zlepšenie relevantnosti, legitimitosti a efektívnosti MMF.

Prvým komplexným dokumentom, ktorý sa venoval rôznym aspektom riadenia MMF a ktorý vyvolal širšiu diskusiu, bola správa Nezávislého hodnotiaceho úradu MMF⁶ z augusta 2007. Nasledovala správa pracovnej skupiny Výkonnej rady MMF ako aj Manuelova správa výboru významných ľudí. Skupina G20 zriadila tiež samostatnú pracovnú skupinu k tejto problematike. Predmetom diskusie boli viaceré návrhy a širokú politickú podporu získali návrhy na reformu Výkonnej rady MMF.

Výkonná rada MMF mala pôvodne pri vzniku inštitúcie celkom 12 členov, ktorí reprezentovali 29 členských krajín. Jej počet sa postupne zdvojnásobil na 24 členov, ktorí v súčasnosti zastupujú skoro 190 členských krajín MMF. Veľkosť Výkonnej rady predstavuje kompromis medzi jej efektívnym fungovaním (snaha o čo najmenší počet zástupcov) a adekvátnym zastúpením všetkých členských krajín (snaha o väčší počet zástupcov). Dohoda o MMF predpokladá 20-člennú Výkonnú radu a mnohí (predovšetkým USA) dlhodobo žiadali o zníženie počtu jej členov na túto úroveň. Nakoniec sa krajiny MMF dohodli zachovať súčasný počet členov Výkonnej rady na najbližších 8 rokov a reformovať jej zloženie a spôsob voľby výkonných riaditeľov.

Podobne ako pri reforme kvót, cieľom reorganizácie Výkonnej rady MMF malo byť zvýšenie zastúpenia rozvíjajúcich sa a rozvojových krajín v inštitúcii. Dlhodobu sa ozývali hlasy (dokonca aj priamo v Európe⁷) na konsolidáciu zástupcov z Európy. V súčasnosti európske krajiny majú významný vplyv, zastupuje ich 10 z 24 výkonných riaditeľov, ktorí predstavujú pri hlasovaní viac ako 40% celkových hlasov. Vo Výkonnej rade MMF je 8 stálych členov z krajín rozvinutej Európy⁸ a ďalší 2 členovia pôsobia ako rotujúci výkonný riaditeľ (Španielsko) a alternát výkonného riaditeľa (Írsko) vo svojich konštituenciách. Členské krajiny vyspelej Európy sa zaviazali znížiť počet svojich zástupcov vo Výkonnej rade MMF o 2 miesta v prvých voľbách výkonných riaditeľov po vstupe celej reformy do platnosti. Tieto miesta výkonných riaditeľov by mali byť obsadené zástupcami krajín EMDC.

Reorganizácii zloženia Výkonnej rady by mala pomôcť aj zmena článkov Dohody o MMF, podľa ktorej budú všetci členovia Výkonnej rady volení. Doterajšie znenie Dohody o MMF rozlišuje dva druhy výkonných riaditeľov – päť krajín s najvyššou členskou kvótou má právo priamo menovať svojho výkonného riaditeľa a ostatných 19 je volených krajinami zoskupenými v konštituenciách. Títo riaditelia nemajú fixne stanovené obdobie pôsobenia a možno ich kedykoľvek nahradiť. Naopak, volení výkonní riaditelia sú volení pravidelne každé dva roky. Pôvodným zámerom – vytvoriť dve skupiny výkonných riaditeľov – bolo zabrániť vysokej koncentrácii moci tým, že

6 Independent Evaluation Office of the IMF, webstránka: www.ieo-imf.org

7 Napr pozri článok Bini Smaghi: *Powerless Europe: Why is the Euro Area Still a Political Dwarf?*, *International Finance*, 2006

8 Nemecko, Francúzsko, Veľká Británia, Belgicko, Holandsko, Taliansko, Švajčiarsko, 1 zo severných krajín (v súčasnosti Dánsko)



päť krajín s najvyššou členskou kvótou nemalo právo vytvárať konštituencie s inými krajinami. Uvedené rozdelenie sa však v súčasnosti javilo ako prekážka.

NA CESTE K ĎALŠEJ REFORME...

Aj keď je MMF v súčasnosti vo fáze finalizácie a uzatvorenia popísanej reformy kvót a Výkonnej rady, existujú už návrhy a plány ďalších zmien týkajúcich sa nielen členských kvót ale aj zmien v samotnom riadení MMF.

Nasledujúca revízia, v poradí už 15., by mala byť podľa návrhov ukončená do januára 2014. Tento postup môže byť spomalený rokovaním o novom vzorci na zvyšovanie členských kvót. Aj keď návrh na uzatvorenie dohody o novom vzorci predpokladá ukončiť proces v januári 2013, najmä vzhľadom na posledné takéto rokovania, je možné očakávať jeho predĺženie. Tak ako pri 14. revízii členských kvót aj nasledujúce prehodnotenie by malo smerovať najmä k posilneniu pozície dynamicky sa rozvíjajúcich krajín, tak aby bola reflektovaná ich relatívna pozícia v svetovej ekonomike.

Ďalšiu diskusiu možno predpokladať aj o inštitucionálnom zriadení MMF. Existujú viaceré návrhy, ktoré v rámci súčasnej reformy nenašli širšiu politickú podporu a diskusia k nim bola odložená na neskôr. Jedným z návrhov bolo vytvoriť tzv. ministerskú radu (Ministerial Council) v zmysle

Dohody o MMF, ktorá by nahradila IMFC. Na rozdiel od IMFC, ktorý má len poradnú úlohu, by táto rada mala vytvoriť fórum pre koordináciu a strategické rozhodnutia v rámci MMF. V tejto súvislosti sa diskutuje o prerozdelení právomocí medzi Výkonnou radou MMF, vedením MMF a IMFC (alebo navrhovanou ministerskou radou). Medzi ďalšie otvorené otázky týkajúce sa rozhodovania a riadenia MMF môžeme tiež zaradiť zmeny v pravidlách hlasovania, napr. možnosť znížiť úroveň hlasovacieho kvóra zo súčasných 85% na 70% pri niektorých dôležitých rozhodnutiach. V tejto oblasti je ale citlivý postoj najmä zo strany USA, ktoré majú záujem zachovať si svoje veto. Jednou z otázok spojených s riadením MMF je aj otvorenie a zvýšenie transparentnosti pri voľbe generálneho riaditeľa MMF. V súčasnosti existuje tichá dohoda o tom, že post šéfa MMF patrí zástupcovi Európy a obdobný post v Svetovej banke zástupcovi USA.

Otvoreným ostáva aj spôsob zníženia zastúpenia rozvinutej Európy vo Výkonnej rade. Môže sa tak uskutočniť konsolidáciou, t. j. znížením celkového počtu európskych konštituencií, alebo rotáciou, kedy sa v existujúcich alebo novovzniknutých konštituenciách bude na pozícii výkonného riaditeľa striedať zástupca krajiny rozvinutej Európy s niekým iným (napríklad so zástupcom rozvíjajúcej sa Európy).

Literatúra:

1. *IMF Quota and Governance Reform – Elements of an Agreement*, International Monetary Fund, www.imf.org, október 2010.
2. *Fourteenth General Review of Quotas – Possible Elements of a Compromise*, International Monetary Fund, www.imf.org, október 2010.
3. *Fourteenth General Review of Quotas – Further Considerations*, International Monetary Fund, www.imf.org, september 2010.
4. *Fourteenth General Review of Quotas – Realigning Quota Shares – Further Considerations*, International Monetary Fund, www.imf.org, jún 2010.
5. *Fourteenth General Review of Quotas – Realigning Quota Shares – Initial Considerations*, International Monetary Fund, www.imf.org, marec 2010.
6. *Fourteenth General Review of Quotas – The Size of the Fund – Initial Considerations*, International Monetary Fund, www.imf.org, marec 2010.
7. *Executive Board Report to the IMFC on Quota and Governance Reforms*, International Monetary Fund, www.imf.org, október 2010.
8. *IMF Governance Reform*, International Monetary Fund, www.imf.org, júl 2010.
9. *Executive Board Progress Report to the IMFC on the Reform of Fund Governance*, International Monetary Fund, www.imf.org, apríl 2010.
10. *IMF Governance – Summary of Issues and Reform Options*, International Monetary Fund, www.imf.org, júl 2009.
11. *Committee on IMF Governance Reform – Final Report*, www.imf.org, marec 2009.
12. *Governance of the IMF: An Evaluation*, Independent Evaluation Office of the International Monetary Fund, www.iew-imf.org, máj 2008.
13. *Report of the Executive Board Working Group on IMF Corporate Governance*, International Monetary Fund, www.imf.org, júl 2008.
14. *Aspects of IMF Corporate Governance – Including the Role of the Board*, Independent Evaluation Office of the International Monetary Fund, www.iew-imf.org, august 2007.



K niektorým otázkam vývoja peňažnej zásoby v krajinách V4 (nekonvenčná menová politika ich centrálnych bánk)¹

doc. Ing. Jana Kotlebová, PhD.
Ekonomická fakulta v Bratislave

Since the middle of 2008 the effects of the global financial mortgage crisis has become significantly visible in Central European market. The aim of this paper is to draw attention to the analysis of the impact of this crisis on the decisions in monetary policy in the Slovak Republic, the Czech Republic, Hungary and Poland. Our opinions are based on the analysis of money demand in relation with other economic indicators in the connection with the reactions of individual central banks.

Úvod

Súčasná globálna ekonomika sa vyvíja pod vplyvom prehlbujúcej sa globálnej nerovnováhy a v jej dôsledku pretrvávajúcej globálnej krízy. Medzinárodný menový fond klasifikuje krajiny na vyspelé krajiny a rozvojové a rozvíjajúce sa ekonomiky. Súčasným ťahúňom svetovej ekonomiky sú práve rozvíjajúce sa ekonomiky, ktoré neboli postihnuté finančnou krízou do takej miery ako jej vyspelejšia časť. V prípade vyspelých ekonomík dlhodobjší vývoj poukazuje na prehlbovanie schodku platobnej bilancie, zatiaľ čo rozvíjajúce sa ekonomiky vykazujú dlhodobý prebytok, úspory vo vyspelých ekonomikách nestačia pokrývať investície, čo je práve opačná tendencia oproti rozvíjajúcim sa ekonomikám. Tam vďaka silnému ekonomickému rastu, lacnej pracovnej sile a rastúcemu exportu úspory prevyšujú investície.²

Podľa Medzinárodného menového fondu krajiny V4 sú zadelené do dvoch skupín krajín – Česká republika a Slovensko patria medzi vyspelé ekonomiky, Maďarsko a Poľsko medzi rozvíjajúce sa ekonomiky³. Rast výkonnosti týchto ekonomík však zastavila súčasná kríza, ktorá sa v podobe hypotekárnej krízy v USA (vrchol v druhej polovici roku 2007) preniesla vďaka prepojeniu medzinárodného obchodu a finančného sprostredkovania na trhy V4 najmä v podobe krízy reálnej ekonomiky (druhá polovica roku 2008) a neskôr

aj v podobe finančnej krízy. Vzhľadom na skutočnosť, že kríza sa vo finančnom sektore prejavila hlavne nedostatkom likvidity, zámerom tohto príspevku je analyzovať, ako sa vyvíjala peňažná zásoba v týchto krajinách pred a v priebehu krízy ako na to reagovali centrálné banky.

1 VÝVOJ PEŇAŽNEJ ZÁSObY V KRAJINÁCH V4

Vzhľadom na spomalenie finančných tokov v domácom prostredí v dôsledku poklesu likvidity zahraničných materských bánk a hroziacich rizík ekonomického rastu, boli centrálné banky v nami sledovaných krajinách tlačené k znižovaniu svojich kľúčových úrokových sadzieb. Od polovice roka 2008 iba jediná centrálna banka krajín V4 narušila trend klesajúcich kľúčových úrokových sadzieb, konkrétne Maďarská národná banka (MNB), ktorá zvýšila svoju základnú sadzbu v októbri 2008, kedy MNB reagovala vzhľadom na depreciáciu HUF prvotným zvýšením úrokovej sadzby, a to z 8,5 na 11,5 %, neskôr viacnásobne pristúpila k jej znižovaniu, aby zase od novembra 2010 vzhľadom na infláciu vyššiu než je jej cieľovaná úroveň (3 %) už tretíkrát sadzbu zvýšila (vždy o 0,25 %) na aktuálnych 6 %. Aktuálne sadzby centrálnych bánk krajín V4 sú uvedené v tabuľke 1.1 (v prípade NBS používame sadzbu ECB, v grafoch kvôli dlhším časovým radom berieme do úvahy diskontnú sadzbu – základnú sadzbu NBS do vstupu SR do

¹ Príspevok vznikol v rámci riešeného projektu OP VaV s názvom Vytvorenie excelentného pracoviska ekonomického výskumu pre riešenie civilizačných výziev v 21. storočí (ITMS 26240120032). Podporujeme výskumné aktivity na Slovensku. Projekt je spolufinancovaný zo zdrojov EÚ (50 %) a v rámci riešenia grantovej úlohy VEGA 1/0542/09 Perspektívy SR v podmienkach globálnej nerovnováhy (50 %).

² Kotlebová, J.: The International Monetary System After the Global Financial Crisis in Ivanička et al.: Overcoming crisis – creation of the new model for socio-economic development of Slovakia. Prekonávanie krízy – tvorba nového modelu sociálno-ekonomického rozvoja Slovenska. Bratislava: Ekonóm 2010, 508 s., ISBN 978-80-225-2882-5, s. 315 – 339.

³ World Economic Outlook IMF, April 2009.

Tab. 1. Aktuálne (k 19. 2. 2011) kľúčové úrokové sadzby centrálnych bánk V4

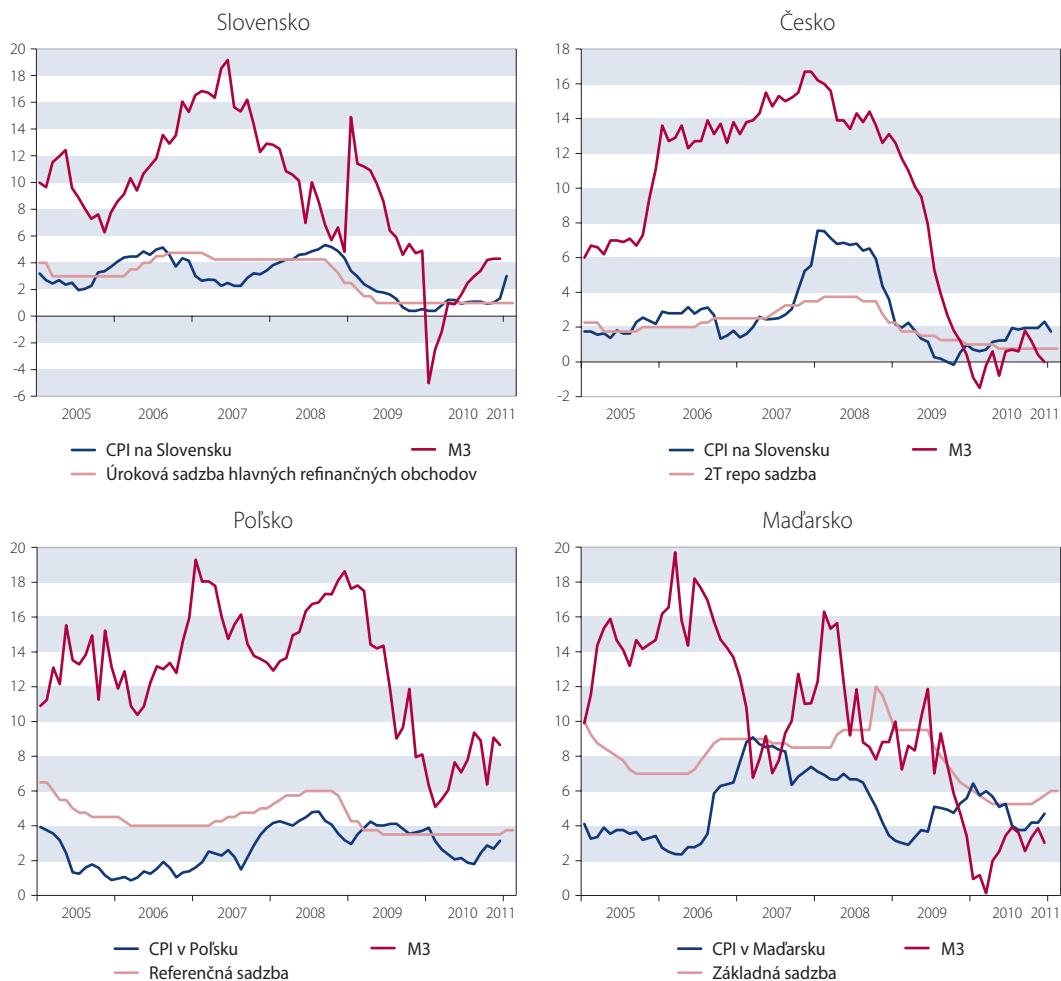
Centrálna banka	Kľúčová úroková sadzba	Hodnota
Česká národní banka	2T repo sadzba	0,75 %
Magyar Nemzeti Bank	základná sadzba	6,00 %
Narodowy Bank Polski	referenčná sadzba	3,75 %
Národná banka Slovenska/ECB	ú.s. hlavných refinančných operácií	1,00 %

Zdroj: vlastné spracovanie autorky, údaje z webových stránok centrálnych bánk.

Pozn.: NBS rešpektuje od vstupu do eurozóny kľúčovú úrokovú sadzbu ECB.



Graf 1 – 4 Kľúčové úrokové sadzby, M3 a inflácia v krajinách V4 (v ročnej miere rastu)



Zdroj: vlastné spracovanie autorky, údaje z webových stránok centrálnych bánk.

eurozóny, následne sadzbu hlavných refinančných obchodov ECB).

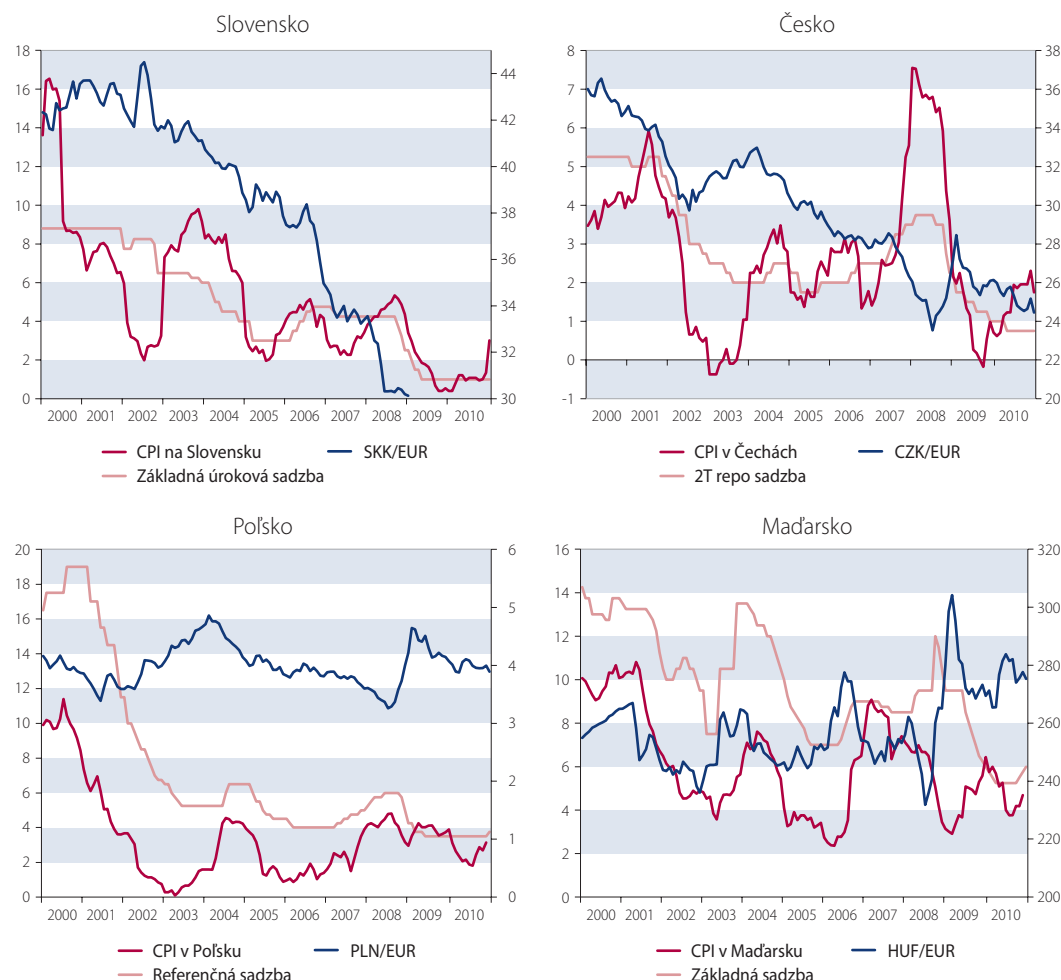
Na zníženie kľúčových úrokových sadzieb v krajinách V4 od druhej polovice roka 2008 do začiatku roka 2010 nereagovala peňažná zásoba prostredníctvom menového agregátu M3 ani v jednej krajine (graf 1 – 4) až na Slovensko, kde išlo o špecifický vývoj, nakoľko na peňažnú zásobu mala vplyv príprava na konverziu slovenských korún na eurá (rast vkladov obyvateľstva a podnikateľských subjektov v snahe zjednodušiť a zrýchliť výmenu mien). Ako vidno z rovnakého grafu, peňažná zásoba vo všetkých krajinách V4 od začiatku roka 2010 začala rastovú tendenciu, najvyššie tempo rastu má Poľsko (do 10%), v Maďarsku a na Slovensku je to približne 4% a v Čechách 2%. Vývoj peňažnej zásoby v ostatných krajinách V4 (okrem Slovenska) je však ku koncu roka 2010 dosť kolísavý, v Čechách za posledný kvartál peňažná zásoba M3 trvale klesá. Znižovanie úrokových sadzieb v budúcnosti však môže byť ohrozené rastúcou infláciou v krajinách V4, aktuálne sa pohybuje v tejto oblasti do 4%, pričom neustále rastie, čo možno práve vysvetliť reakciou MNB, ktorá vzhľadom na infláciu vyššiu ako 4% už zvýšila tretíkrát svoju základnú sadzbu.

Z pohľadu vývoja výmenných kurzov voči euru možno sledovať od r. 2000 podobný trend vývoja českej a slovenskej koruny, čo možno vysvetliť politickou prepojenosťou krajín v minulosti (nástupnícke štáty bývalej Československej republiky), následnou ekonomickou orientáciou, spoluprácou ekonomických subjektov na všetkých úrovniach, štruktúrou zahraničného obchodu, kultúrnou previazanosťou a spotrebiteľskými zvyklosťami jej obyvateľov.

Výmenné kurzy mien krajín V4 voči euru si vo všeobecnosti (až na maďarský forint) udržiavali do polovice roka 2008 apreciačný trend, ale následný pokles dopytu, tak na zahraničných ako aj na domácich trhoch (vysoká otvorenosť ekonomík) v dôsledku prenikajúcej finančnej krízy, spôsobil v ich vývoji zvrat. V prípade slovenskej koruny zohrala významnú úlohu príprava na zavedenie jednotnej meny euro do obehu, t. j. účasť SKK v ERM II, vyhlásenie fixného konverzného kurzu a samotné zavedenie eura do obehu formou Big Bang. V tejto súvislosti možno konštatovať, že vstup Slovenska do eurozóny k 1. 1. 2009 bol pre jej ekonomiku ochranným plášťom pred negatívnymi efektmi finančnej krízy. Po deprečiacnom období (druhá polovica roka 2008) vo



Graf 5 – 8 Kľúčové úrokové sadzby, inflácia a devízový kurz v krajinách V4 (v %, devízový kurz)



Zdroj: vlastné spracovanie autorky, údaje z http://europa.eu/index_sk.htm.

Pozn.: do 1. januára 2009 základná úroková sadzba kopírovala štandardnú sadzbu dvojtyždňových sterilizačných repo tendrov.

vývoji poľského zlotého, českej koruny a maďarského forintu, sa podarilo – až na maďarský forint – situáciu na devízovom trhu stabilizovať. Treba však pripomenúť, že vývoj devízových kurzov sa v prípade týchto troch mien správa ako recipročný k euru, vzhľadom na fakt, že euro vystupuje ako referenčná mena.

Najdramatickejší vývoj výmenného kurzu v minulosti zaznamenal maďarský forint. Kritickým pre krajinu bol stred októbra 2008, vtedy počas dvoch dní kurz vzrástol z 265 na 282 HUF, pričom tento vývoj nebol ani tak vyvolaný vnútornými ekonomickými faktormi, ako špekulatívnymi obchodmi, najmä odlivom zahraničného kapitálu, čo viedlo Maďarsko k žiadosti o pomoc od medzinárodných finančných inštitúcií. Negatívnym dôsledkom tohto vývoja devízového kurzu bol aj rast nákladov refinancovania verejného dlhu a vôbec úverov v cudzích menách. Magyar Nemzeti Bank na obranu devízového trhu zaviedla 16. októbra 2008 jednoduchý menový swap (HUF/EUR), aby doplnila chýbajúcu likviditu trhu. Swap vznikol po tom, čo MNB podpísala s ECB dohodu o úvere od ECB vo výške 5 mld. eur. Zároveň MNB znížila v novembri sadzbu

povinných minimálnych rezerv z 5 na 2%, aby ponechala likviditu bankám. Maďarsko získalo pôžičku aj od Medzinárodného menového fondu vo výške 15,7 mld. USD na 17 mesiacov. Tento úver bol podmienený stabilizáciou verejných financií a bankovníctva. Ďalšie prostriedky získalo Maďarsko od EÚ vo výške 8,1 mld. USD a Svetovej banky (1,3 mld. USD). Celkovo tak kvôli kríze čerpalo od medzinárodných finančných inštitúcií 25,1 mld. USD. Problémy v Maďarsku však pretrvávali aj naďalej, v marci 2009 dokonca výmenný kurz prekonal hranicu 316 HUF/EUR. Aktuálne sa výmenný kurz pohybuje na úrovni 275 HUF/EUR.

Analýza peňažnej zásoby prináša zároveň zaujímavé tendencie, čo sa týka motívov držby peňazí (graf 9 – 12). Tento vývoj od polovice roku 2008 do začiatku roka 2010 bol jednoznačne spojený s dolehaním negatívnych efektov globálnej krízy na reálnu ekonomiku, čo sa prejavilo spomaľovaním finančných tokov, poklesom produkcie, poklesom príjmov a teda aj dôchodkov a keďže sa ekonomiky dostávali do recesie, ekonomické subjekty boli veľmi opatrné pri investovaní svojho disponibilného príjmu. Špekulačný (M3 – M2) a opatrnostný



Graf 9 – 12 Transakčný, opatrnostný a špekulačný dopyt po peniazoch v krajinách V4 (v %)



Zdroj: vlastné spracovanie autorky, údaje z webových stránok národných centrálnych bánk.

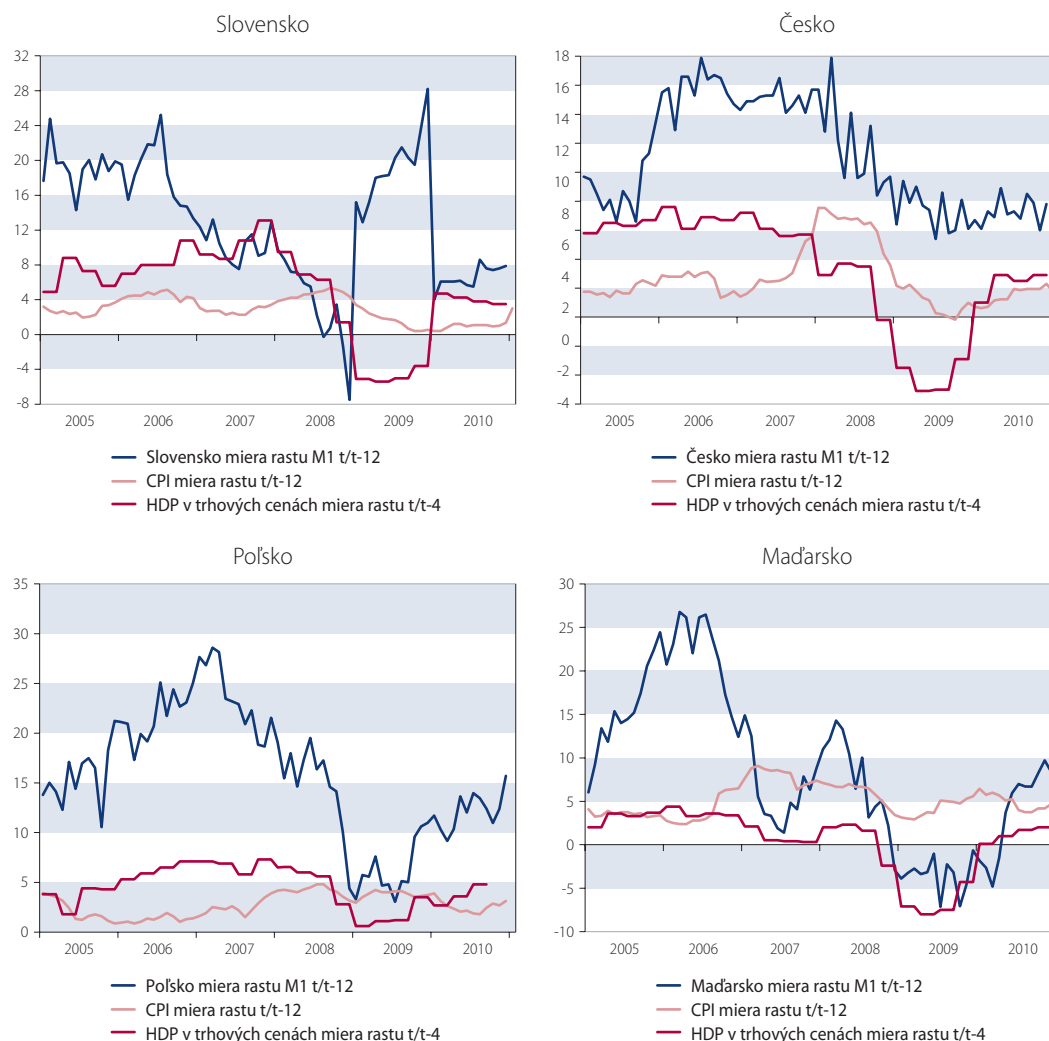
dopyt (M2 – M1) klesal, rastovú tendenciu mal hlavne transakčný dopyt (M1). V roku 2010 dochádza vo všetkých ekonomikách po vlně nekonvenčných menových nástrojov k obnove špekulačného dopytu a stabilizovaniu transakčného dopytu. Druhý polrok 2010 sa však nesie opäťovne v klesajúcej línii špekulačného dopytu, stabilizovaný je vývoj transakčného dopytu pričom opatrnostný dopyt rastie len na Slovensku. Pokles špekulačného dopytu a preferencia peňazí s vyššou likviditou signalizuje, že riziká na trhoch ešte stále pretrvávajú, pre ekonomické subjekty rastúca inflácia a nízke výnosy na peňažnom trhu nie sú faktormi, ktoré by ich stimulovali k vyššiemu dopytu. Pod rastúcu infláciu sa v ani jednej zo skúmaných ekonomík nepodpisuje vývoj peňažnej zásoby, ale rastúce ceny potravín a energií.

Zistené skutočnosti v motívoch držby peňazí je vhodné posudzovať vo vzťahu k inflácii, úrokovým sadzbám a HDP. Pokles inflácie by bol sám osebe stimulačným faktorom pre rast dopytu, taktiež pokles úrokových sadzieb v prípade, ak sa premieta do ceny úverov, kde sa formuje dopyt.

V prípade, ak dochádza k poklesu úrokových sadzieb pri vkladoch (a to je hlavný kanál, ktorý je možné badať v krajinách V4), táto zložka v peňažnej zásobe nemá tendenciu rásť. Zároveň si treba uvedomiť, že menový agregát M3, ktorý sme použili v analýze zohľadňuje formy peňazí so splatnosťou do dvoch rokov. Komerčné banky reagovali na uvoľňovanie menovej politiky znižovaním svojich úrokových sadzieb, pričom v prvotnom štádiu prelievania krízy (druhá polovica roku 2008) bolo možné sledovať aj opačnú tendenciu, najmä pri vkladoch so splatnosťou na 3 mesiace, čo možno vysvetliť nedostatočným prílevom finančných zdrojov, čím sa snažili komerčné banky stimulovať ukladanie disponibilných zdrojov ekonomických subjektov do týchto foriem, čím by si banky polepšili svoju likviditu. Postupne rastúca inflácia a pretrvávajúca kríza zatiaľ drží úrokové sadzby z vkladov smerom dole pri všetkých splatnostiach, v prípade úverov sa sprísnil podmienky ich čerpania. Ak bude vývoj v inflácii pokračovať, možno očakávať zvýšenie úrokových sadzieb, najmä však u úverov.



Graf 13 – 16 Transakčný dopyt po peniazoch vo vzťahu k vývoju CPI a HDP (v %)



Zdroj: vlastné spracovanie autorky, údaje z webových stránok národných centrálnych bánk a Eurostatu.

V teórii sa častokrát posudzuje vývoj dopytu po peniazoch meraný agregátom M1 vo vzťahu k vývoju HDP (graf 13 – 16).

Ako vidno z grafov 13 – 16, vývoj transakčného dopytu po peniazoch v krajinách V4 korešponduje s vývojom reálnej ekonomiky. V prípade Poľska a Maďarska je rast transakčného dopytu výraznejší oproti rastu HDP. Celkovo však vývoj ekonomického rastu v krajinách V4 ovplyvňuje pokles dynamiky rastu celosvetového HDP a najmä dlhová kríza. Udržiavanie ekonomického rastu domácich ekonomík s prípadnou rastovou prog-

nózou je založené najmä na zvyšovaní investícií, rastom spotreby domácností ako aj obnovou zahraničného dopytu, čo by prinieslo aj zlepšenie zamestnanosti.

2 REAKCIE CENTRÁLNYCH BÁNK

Vzhľadom na skutočnosť, že Česká republika, Maďarsko a Poľsko sú členmi s derogáciou v Hospodárskej a menovej únii a ich zámerom je v budúcnosti získať plnohodnotné členstvo, rámec menovej politiky (ako aj postavenie centrálnych bánk) podlieha harmonizácii, čo vidno aj na ta-

Tab. 2 Makroekonomické predikcie centrálnych bánk V4 na rok 2011 (ročná % miera rastu)

Centrálna banka	Inflácia	HDP
Česká národní banka	2,0 %	1,6 %
Magyar Nemzeti Bank	4,0 %	3,1 %
Narodowy Bank Polski	3,0 %	4,3 %
Národná banka Slovenska/ECB	3,8 %	3,0 %

Zdroj: vlastné spracovanie autorky, údaje z webových stránok centrálnych bánk, ECB.



Tab. 3 Štandardné nástroje centrálnych bánk krajín V4

Nástroje CB	NBS/ECB	ČNB	MNB	NBP
Operácie na voľnom trhu	Hlavný nástroj Týždenný refinančný repo tender Dlhodobý nástroj mesačný refinančný repo obchod so splatnosťou 3 mesiace Štrukturálne operácie Dolaďovacie operácie	Hlavný nástroj Dvojtyždenný sterilizačný repo tender Doplňkový nástroj Trojmesačný sterilizačný repo tender (posledný v r. 2001) Nástroje jemného ladenia	Hlavný nástroj Dvojtyždenný sterilizačný repo tender (MNB poukážky) Dolaďovacie operácie	Hlavný nástroj Týždenný sterilizačný repo tender (NBP poukážky) Štrukturálne operácie Dolaďovacie operácie
Automatické operácie	1-D refinančné a 1-D sterilizačné obchody	1-D marginálna úverová facilitá a 1-D depozitná facilitá	1-D refinančné a 1-D sterilizačné obchody	Lombardná facilitá (ceznočná úverová) Vnútrodenňá úverová facilitá (v PLZ aj v EUR) Depozitná facilitá
Povinné minimálne rezervy	Sadzba 0 a 2 %	Sadzba 2 %	Sadzba 2 %	Sadzba 3 %
Devízové intervencie	Devízový swap		Devízový swap	Devízový swap
Ostatné	ú.s. 1-D refinančných operácií ú.s. 1-D sterilizačných operácií ú.s. hlavných refinančných operácií	lombardná sadzba (1-D marginálna úverová facilitá) diskontná sadzba (1-D depozitná facilitá) 2T repo sadzba	ú.s. 1-D refinančná sadzba ú.s. 1-D sterilizačná sadzba základná sadzba (pre hlavný nástroj)	lombardná sadzba (1-D refinančná sadzba) depozitná sadzba (1-D sterilizačná sadzba) referenčná sadzba (pre hlavný nástroj)

Zdroj: Vlastné spracovanie autorky, údaje z www.nbs.sk, www.cnb.cz, www.mnb.hu, www.nbp.pl.
Poznámka: V prípade NBS ide o nástroje definované pre celý Eurosystém.

bulke 2, v ktorej uvádzame prehľad štandardných nástrojov ich menových politik (SR je členom eurozóny, takže pre ňu platia menové nástroje jednotnej menovej politiky Eurosystému).

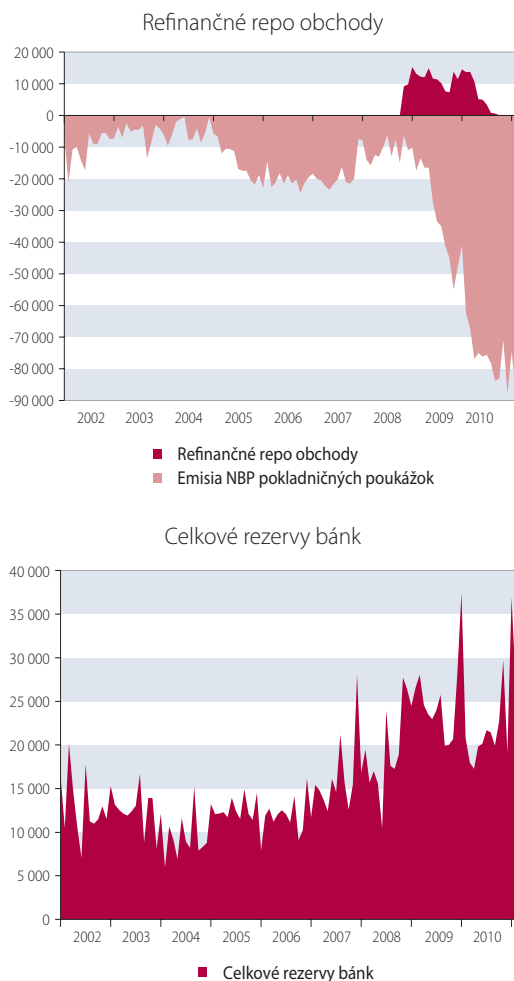
Vzhľadom na vývoj v peňažnej zásobe v kontexte vývoja reálnej ekonomiky ovplyvnenej finančnou krízou, centrálné banky krajín V4 (pre Slovensko platná nekonvenčná politika Eurosystému) doteraz pristúpili k viacerým opatreniam na tlmenie negatívnych dopadov. V tomto príspevku spomenieme len nekonvenčné nástroje MNB, NBP a ČNB. Nekonvenčné opatrenia spomínaných troch centrálnych bánk možno vo všeobecnosti označiť ako:

- zníženie kľúčových úrokových sadzieb,
- zavedenie špeciálnych nástrojov prostredníctvom ktorých dodávajú trhu chýbajúcu likviditu,
- úprava podmienok tvorby povinných minimálnych rezerv, aby ponechali v dispozícii bánk zdroje na dlhšie obdobie,
- prehodnotenie kolaterálu využívaného v menových operáciách.

Poľská národná banka (NBP) v októbri 2008 prijala tzv. Confidence Package za účelom rozšírenia rozsahu menovopolitických nástrojov, konkrétne s cieľom poskytnúť bankám likviditu v PLN ako aj v cudzích menách na dlhšie obdobie ako jeden deň (konkrétne refinančné repo so splatnosťou do 3 a 6 mesiacov, devízové swapy – týždenné a mesačné na PLN/EUR a PLN/EUR) ako aj rozšíriť kolaterál pre operácie bánk s NBP (ako kolaterál môžu byť použité devízové vklady, taktiež bol rozšírený rozsah aktív, ktoré môžu slúžiť ako zábezpeka pre lombardný úver bankám napr. o dlhopisy znejúce na cudziu menu ako aj hypotekárne záložné listy). Zároveň došlo k 30. júnu 2009 k zníženiu sadzby povinných minimálnych rezerv z 3,5 na 3 %. Na sťahovanie prebytočnej likvidity sa používa hlavne emisia 7-dňových pokladničných poukážok NBP s tým, že v prípade ak si to peňažný trh vyžaduje, je možné zvýšiť frekvenciu operácií na voľnom trhu, aby sa zároveň stabilizoval index POLONIA na úrovni okolo referenčnej hodnoty. Zároveň od 1. 1. 2011 bola zrušená diskontná sadzba. O znižovaní kľúčovej



Grafy 17 – 18 Menové nástroje NBP (v mil. PLN)

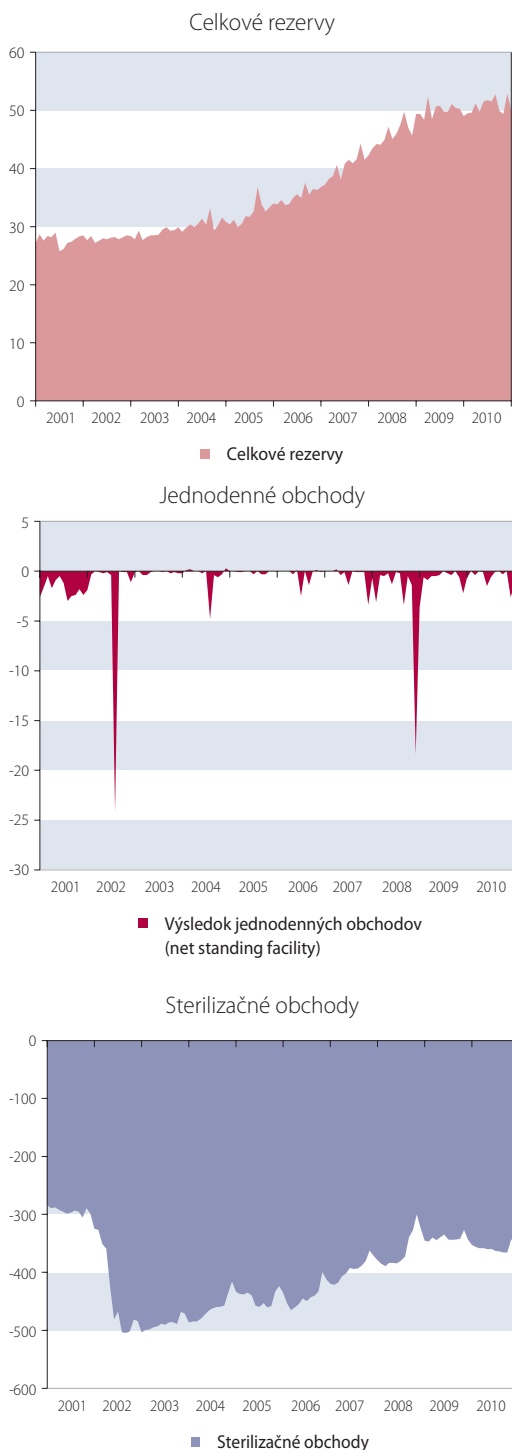
Zdroj: vlastné spracovanie autorky www.nbp.pl.

úrokovej sadzby sme sa zmienili na začiatku príspevku.

Ako je možné sledovať na predchádzajúcich grafoch, od posledného kvartálu 2008 do posledného kvartálu 2010 využívali aj komerčné banky v Poľsku možnosť refinancovať sa v centrálnej banke, avšak dlhodobý prebytok likvidity bol vzhľadom na riziká panujúce na peňažnom trhu umiestňovaný do centrálnej banky cez nákup pokladničných poukázok NBP. Súbežne s týmto bezpečným spôsobom riadenia likvidity rástla aj tvorba rezerv v centrálnej banke.

Pred vznikom krízy všetky centrálny banky krajín V4 uplatňovali ako svoj základný menový nástroj sterilizačné repo tendre s týždennou, resp. dvojtyždennou splatnosťou. Nedostatok likvidity spôsobený finančnou krízou ich prinútil doplniť do svojho inštrumentária aj refinančné obchody (nielen jednoduché – tie figurovali v inštrumentáriu ako jedna z automatických operácií) s dlhšou lehotou splatnosti. V prípade Slovenska, vstup NBS do Eurosystému znamenal to, že sa vývoj menovej politiky, a teda aj likvidity posudzuje komplexne za celú eurozónu, ktorá na rozdiel od Maďarska, Poľska a Česka uplatňuje ako hlavný nástroj hlavné refinančné operácie s týždennou splatnosťou

Grafy 19 – 21 Menové nástroje ČNB (v mld. Kč)

Zdroj: vlastné spracovanie autorky www.cnb.cz.

stou a frekvenciou. Vývoj likvidity v krajinách V4 a v eurozóne sa teda vyvíjal dlhšiu dobu opačne, t. j. v krajinách V4 sa sterilizovala prebytočná likvidita a v eurozóne sa naopak dopĺňala. Konkrétne v Poľsku síce došlo v poslednom štvrtroku 2008 k potrebe refinancovania bánk, avšak dlhodobo Poľsko vykazuje prebytočnú likviditu, ktorú komerčné banky umiestňovali buď do prebytočných rezerv alebo sa sterilizovali prostredníctvom nákupu pokladničných poukázok NBP.



V prípade Česka sa v jeseni 2008 zaviedli oproti klasickým sterilizačným nástrojom (dvojtyždne s možnosťou skrátenia splatnosti) aj mimoriadne facility ako pravidelné refinančné repo obchody, kde ako kolaterál vystupujú české štátne dlhopisy. Ide o operácie so splatnosťou dva týždne pri fixnej sadzbe a so splatnosťou 3 mesiace (tieto 3-mesačné refinančné tendre boli k 1. 1. 2011 zrušené). Okrem toho ČNB má medzi menovopolitickými nástrojmi aj devízové swapy CZK/EUR. Ich splatnosť je od 1. 1. 2011 dva týždne (predtým 3 mesiace).

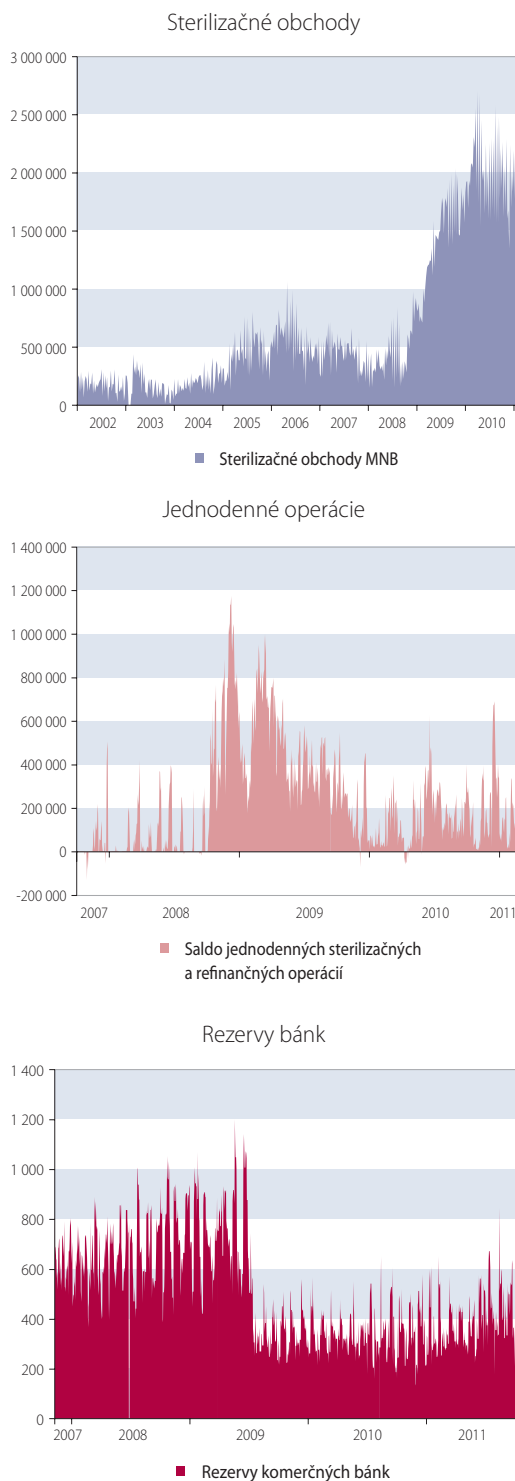
Aj v prípade Čiech môžeme sledovať rovnakú tendenciu ako v Poľsku, t. j. vyššiu tvorbu rezerv a menšiu inklináciu k využívaniu jednodenných obchodov s ČNB (kde tiež dominovali hlavne jednodenné sterilizačné obchody). Aj tu až na jeden mesiac viac-menej dominovali štandardné dvojtyždenné sterilizačné repo tendre ako hlavný menovopolitický nástroj.

Aj v Maďarsku kríza priniesla potrebu neštandardných menových opatrení. Okrem úpravy základnej sadzby, Maďarská národná banka pristúpila aj k zníženiu sadzby povinných minimálnych rezerv z 5 na 2 % (v októbri 2008). Od roku 2007 začala MNB ako hlavný nástroj používať štandardné dvojtyždenné sterilizačné repo tendre a v rovnakom čase aj prešla vo svojom devízovom režime na nezávislý floating. Na margo kolaterálu MNB rozšírila jej zoznam o vládne dlhopisy denominované v eurách a švajčiarskych frankoch. Tak tiež rozšírila možnosť vstupovať do tendrov s centrálnou bankou pre ďalšie finančné inštitúcie. Okrem nástrojov, ktoré sú vo všetkých krajinách V4 typické, MNB umožnila ukladať komerčným bankám aj krátkodobú likviditu v cudzej mene.

V prípade Maďarska možno nájsť podobné črty využívania menovopolitických nástrojov ako v prípade predchádzajúcich krajín V4 (dvojtyždenné sterilizačné repo tendre), len v prípade jednodňových operácií sa skôr na doladovanie likvidity využívali jednodenné refinančné operácie a menej už tie sterilizačné. V prípade povinných minimálnych rezerv, nižšia tvorba rezerv súvisí so znížením sadzby PMR zo strany MNB, avšak do centrálnej banky umiestňovali komerčné banky aj prebytočné rezervy, teda nad rámec minimálnych rezerv, podobne ako vo všetkých ostatných centrálnych bankách.

Ak spomíname ECB, tá okrem skrátenia splatnosti hlavných refinančných operácií na jeden týždeň, fixovania ich repo sadzby a predĺženia splatnosti dlhodobých refinančných operácií (najprv na 6, od mája 2009 na 12 mesiacov) doplnila svoje menové inštrumentárium o swapy v USD a CHF, rozšírila zmluvné strany o EIB (za účelom podpory financovania reálnej ekonomiky nie cez komerčné banky ale priamo cez projekty s EIB), rozšírila kolaterál (zároveň od júla 2009 do júna 2009 nakúpila kryté dlhopisy eurozóny v eurách v hodnote 60 mld. EUR). Taktiež vyhlásila, že v plnom rozsahu bude uspokojovať požiadavky na refinancovanie od finančných inštitúcií v eurozóne.

Graf 22 – 24 Menové nástroje MNB (v mil. HUF)

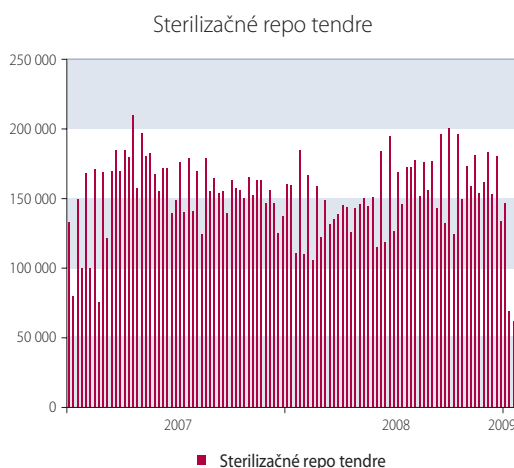
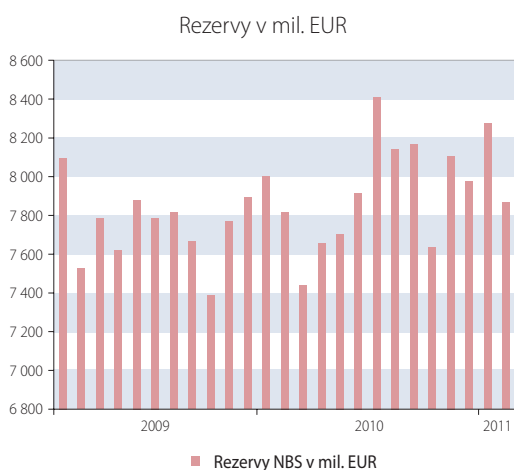
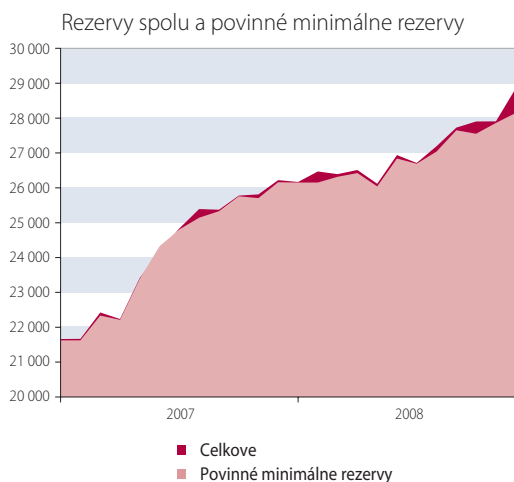


Zdroj: vlastné spracovanie autorky www.mnb.hu.

Ako vidno z predchádzajúcich grafov, v rokoch 2007 – 2008 uplatňovala NBS hlavne sterilizačné repo tendre s dvojtyždňovou splatnosťou, pričom ku koncu roka sa ich objem utlmil vzhľadom na očakávanie zmien na peňažnom trhu po zavedení eura. V súčasnosti komerčné banky na Slovensku môžu vstupovať do tendrov s NBS v rámci operácií, ktorých objem stanovuje ECB pre celú eurozónu. Informácie o komerčných bankách



Graf 25 – 27 Menové nástroje NBS do r. 2009 a od r. 2009 (v mil. SKK)



Zdroj: vlastné spracovanie autorky www.nbs.sk.

na Slovensku a ich účasti na operáciách s NBS/Eurosystémom nie sú prístupné na stránke NBS, na stránke ECB sú zverejnené iba kumulatívne za celý eurozónu.

Vo všeobecnosti možno povedať, že v krajinách V4 je dostatočná krátkodobá likvidita, avšak výpadky evidujeme v dlhodobej likvidite.

ZÁVER

V predloženom príspevku sme sa pokúsili stručne zachytiť tendencie vo vývoji peňažnej zásoby vo vzťahu k vývoju hlavných úrokových sadzieb, HDP, inflácii a devízovému kurzu v krajinách V4. Aj napriek tomu, že v dôsledku finančných inovácií dochádzalo v minulosti k značnej nestabilite vo vývoji menových agregátov, a centrálné banky prechádzali v menovej politike na systém inflačného cielenia prostredníctvom regulácie kľúčových úrokových sadzieb, aj naďalej je analýze menových agregátov venovaná výrazná pozornosť (v ECB je to druhý pilier stratégie menovej politiky). Pochopenie vývoja peňažnej zásoby je kľúčovým prvkom pre nastavenie menovej politiky, najmä v dlhodobom horizonte umožňuje identifikovať riziká budúceho cenového vývoja. V menovej politike samotnej zohrávajú významnú úlohu časové oneskorenia, ktoré bohužiaľ spôsobujú, že efekty zmien v nastavení menovej politiky prinášajú efekty s určitým oneskorením. Či sú zásahy centrálnych bánk dostatočné alebo nie, to vysvetľuje fakt, že kríza ešte neskončila a vzhľadom na vývoj vo verejných financiách a problémy v reálnej ekonomike, ktoré sú intenzívnejšie a vyžadujú si dlhodobý a citlivý prístup k riešeniu, nemožno zatiaľ určiť, avšak jednoznačne je slabým prvkom nekonvenčnej politiky prístup k bankám. To azda v budúcnosti vyrieši sprísnenie dohľadu nad finančným trhom. Tak jednotlivci ako aj podnikatelia čerpali doteraz zdroje, ktoré získali akumulovaním z predošlých úspešných rokov. Medzery v príjmoch, návrat ku konzervatívnym formám investovania, nedôvera v stabilitu finančných inštitúcií ako aj prelievanie zdrojov z dcérskych spoločností do materských bánk bude silnou skúškou aj pre bankový sektor v krajinách V4. K rozpúšťaniu opravných položiek a rekapitalizácii bánk pristúpili finančné inštitúcie v celom regióne. Odhady ECB aj MMF sú priaznivé, pokiaľ ide o vývoj svetovej ekonomiky v roku 2011. Otázne však je, či sa uvoľňovanie menovej politiky prejaví na podpore ekonomického rastu. Spolupráca menových autorít sama osebe nepostačuje. V tomto smere budúce riziká možno vidieť v narastaní verejných dlhov. Pokiaľ sa k tomu pripojí rast inflácie, centrálné banky nebudú môcť aj naďalej zotrvať vo svojich stratégiách. Bremono leží na rukách tých, ktorí túto krízu spôsobili – finančných inštitúciách. Vyžaduje si to však priamejší prenos opatrení centrálnych bánk na záchranu trhov do každodennej činnosti komerčných bánk. Ak tento kanál nefunguje, hromadia sa ďalšie problémy. Kríza začala v roku 2007, sme v piatom roku jej životnosti. Ako tvrdí Lorenzo Bini Smaghi „... v krajinách, kde súkromný sektor ako aj účastníci trhov sú menej flexibilní v úpravách cien a miezd pri exogénnych šokoch, centrálna banka pristupuje k uvoľňovaniu menovej politiky pomalšie.“⁴ A Frederic Mishkin dodáva „... ak cieľom menovej autority je vyčistiť negatívne efekty finančnej krízy, vyžaduje si to agresívnejšiu menovú politiku ako za bežných podmienok.“⁵

4. Smaghi, L. B.: Three questions on monetary policy easing. Lecture at the University of Ancona, 6 March 2009, <http://www.ecb.int/press/key/date/2009/html/index.en.html>.
5. Mishkin, F.: Is monetary policy effective during financial crises? NBER Working Paper 14678, Cambridge January 2009, <http://www.nber.org/papers/w14678>.

Literatúra:

1. KOTLEBOVÁ, J. – SOBEK, O.: Menová politika – inštitúcie, stratégie a nástroje. Bratislava: Iura Edition, 2007, ISBN 978-80-8078-092-0.
2. KOTLEBOVÁ, J.: The development of the banking sector's liquidity in the euro area in the connection with the American mortgage crisis. The New Economy 1-2/2008, scientific journal, Bratislava: University of Economics in Bratislava, Faculty of National Economy, 2008, p. 86 – 94.
3. KOTLEBOVÁ, J.: The International Monetary System After the Global Financial Crisis in *Ivanička et al.: Overcoming crisis – creation of the new model for socio-economic development of Slovakia*. Prekonávanie krízy – tvorba nového modelu sociálno-ekonomického rozvoja Slovenska. Bratislava: Ekonom 2010, 508 s., ISBN 978-80-225-2882-5, s. 315 – 339.
4. KOTLEBOVÁ, J.: Finančná kríza núti centrálné banky k precedensu – odborný mesačník Finančný manažment a controlling v praxi 8/2008 ISSN-1337-7574, 0,35 AH, s. 492 – 498.
5. KOTLEBOVÁ, J.: Main Factors Affecting the Development of Money Stock in Slovakia and in other V4 Countries. vedecký časopis Megatrend Review, International review of applied economics, Belgrade, Serbia, vol. 7 (2) 2010, ISSN 1820-4570, s. 109 – 124, kód ADE.
6. MISHKIN, F. S.: Is monetary policy effective during financial crises? Working Paper 14678, Cambridge: National bureau of economic research, January 2009, <http://www.nber.org/papers/w14678>.
7. LORENZO BINI SMAGHI: Three questions on monetary policy easing. Lecture at the University of Ancona, 6 March 2009, <http://www.ecb.int/press/key/date/2009/html/index.en.html>.
8. World Economic Outlook IMF, April 2009, www.imf.org.
9. Údaje z www.imf.org, www.oecd.org, www.europa.eu, www.cnb.cz, www.mnb.hu, www.nbp.pl, www.nbs.sk.



Niekoľko poznámok k bankovej regulácii

doc. Ing. Jaroslav Belás, PhD.

Ekonomická univerzita v Bratislave

assoc. prof. Ph.D. Maya Lambovska

Univerzita národnej a svetovej ekonomiky Sofia

The basic instrument of banking regulation is a capital adequacy, which provides a minimum amount of equity in relation to bank's business risks. The global financial and economic crisis has pointed out the fact that banking regulation has gotten to the trap of its own. Basel II was not solving many of the key enablers of the global financial stability and it was creating new sources of instability and that's why Basel II has been revised. Basel Committee on banking regulation has prepared a set of new rules for banking regulation, which was approved on 12 September 2010, and is referred as Basel III. In this article are presented chosen aspects of economical unbalances in banking sector, base analysis of the present system of banking regulation and some ideas at the improvement of banks regulation.

1 Demjan uvádza, že začiatok súčasných problémov by sme mohli datovať do roku 2001, keď vznikla technologická bublina („com“) na Wall Street, umocnená uskutočnením teroristických útokov na svetové obchodné centrum v New Yorku, ktoré uvrhli ekonomiku do miernej recesie. V boji s ňou vtedajší prezident Federálneho rezervného systému USA (Alan Greenspan) znížil v roku 2003 základnú úrokovú sadzbu z úrovne 6,50 % až na úroveň 1,0 %. [5, s. 164]

2 Aktuálna finančná situácia v eurozóne potvrdzuje primárne intenzívnu existenciu daného faktora.

Úvod

Svetová hospodárska kríza upozornila na reálnu existenciu nerovnováh vo finančnom systéme, krehkosť bankového sektora a nedokonalosť doterajších regulačných mechanizmov.

Bankový systém je vystavený pôsobeniu mnohých ekonomických a neekonomických faktorov, ktoré v konečnom dôsledku spôsobujú existenciu ekonomických nerovnováh v tomto systéme i napriek skutočnosti, že komerčné bankovníctvo je striktne regulovaným odvetvím.

Regulačný systém známy pod názvom Basel II sa neosvedčil a v súčasnosti prebiehajú intenzívne aktivity na príprave a schvaľovaní nového variantu regulácie, ktorý sa označuje ako Basel III.

V tomto článku sú prezentované vybrané aspekty ekonomickej nerovnováhy v bankovom sektore, základná analýza súčasného systému bankovej regulácie a niektoré parciálne námety, resp. odporúčania na možné zlepšenie kvality regulácie bankového sektora.

VYBRANÉ ASPEKTY EKONOMICKEJ NEROVNOVÁHY V BANKOVOM SEKTORE V KONTEXTE BANKOVEJ REGULÁCIE

Budovanie stabilného bankového systému predstavuje náročnú úlohu pre vládu, regulačné authority a manažment komerčných bánk, pretože kvalita bankového sektora odráža podstatné aspekty vývoja vonkajšieho ekonomického prostredia a svoje vlastné zákonitosti.

Bankový sektor je konfrontovaný s mnohými rizikami, ktoré vznikajú vo vonkajšom prostredí. V kontexte budovania dôveryhodnosti a stability bankového systému zohráva významnú úlohu menová a fiškálna politika, ktoré vytvárajú predpoklady pre budúci ekonomický rast krajiny s príslušnými dopadmi na celú spoločnosť. Nekvalifikovaný prístup k menovej¹ a fiškálnej² politike bol, je a môže i naďalej byť zdrojom nerovnováh

v bankovom systéme. Ďalšími zdrojmi nerovnováh môžu byť dôležité štrukturálne zmeny v reálnej ekonomike determinované napr. politickými rozhodnutiami, zmeny v štruktúre spotreby, intenzívne náhodné vplyvy alebo šoky.

Významné zdroje ekonomických nerovnováh obsahuje aj samotný bankový sektor.

Komerčné banky podnikajú na vlastný účet a vlastné riziko s peniazmi svojich vkladateľov, ktoré získavajú na finančnom trhu, pričom sa snažia maximalizovať pákový efekt (ich vlastné zdroje slúžia spravidla na krytie rizík).

Motív špekulácie predstavuje významný faktor vzniku nerovnováh v bankovom systéme. Intenzívny tlak akcionárov bán na výkonnosť systému znamená, že banky podstupujú nezdravú mieru rizika s peniazmi vkladateľov, často obchádzajú regulačné pravidlá a uplatňujú nízku úroveň podnikateľskej morálky. V priaznivej fáze ekonomického cyklu strácajú zábrany (a rozum tiež) aj ďalší účastníci na finančnom trhu (firmy, domácnosti, ratingové agentúry atď.) v dôsledku príliš optimistických očakávaní a svojím konaním prehĺbujú nerovnováhy v systéme.

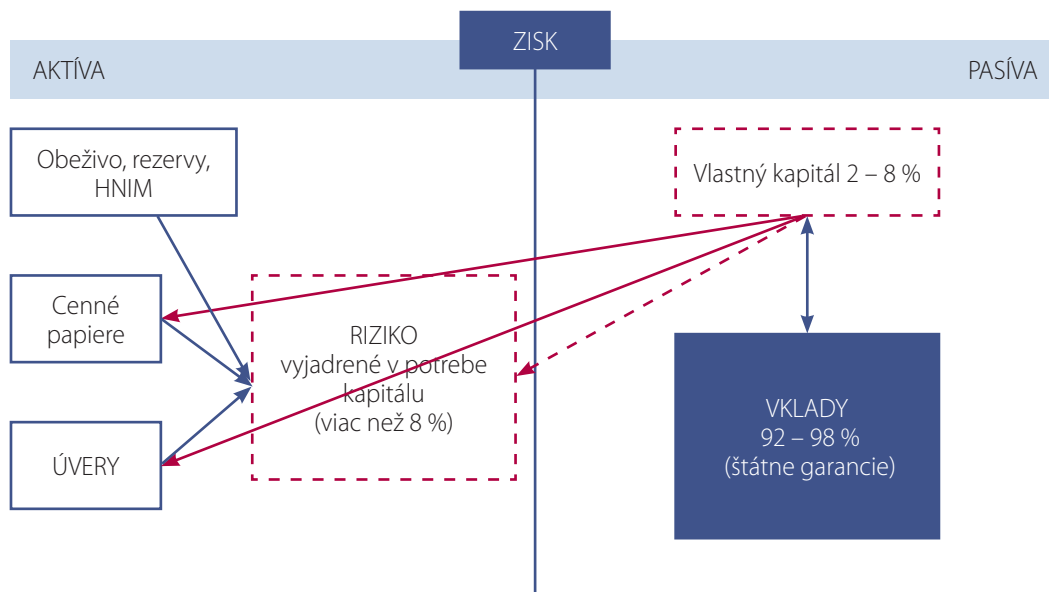
Významným špecifikom činnosti komerčnej banky je štruktúra jej bilancie, kde na strane pasív jednoznačne prevažujú cudzie zdroje, ktoré sa obvykle akumulujú od domácností vo forme malých vkladov a týmito peniazmi sa prednostne financujú podnikové potreby.

Bilancia komerčnej banky je v porovnaní s nefinančnými podnikmi atypická a výrazne asymetrická, je vlastná systému a zároveň predstavuje najvýznamnejšie systémové riziko v bankovníctve, pretože komerčná banka transformuje „štátom garantované peniaze“ na vysoko rizikové aktíva a jej finančná participácia na prípadných stratách je pomerne malá.

Systémové riziko v bankovníctve predstavuje riziko zlyhania bankového sektora, ktoré je de-



Obr. 1 Kapitálová primeranosť komerčnej banky, základné vzťahy a problémy



Zdroj: Vlastné spracovanie.

terminované základnými atribútmi komerčného bankovníctva.³

Akumulácia nerovnováh v bankovom sektore spravídla vedie ku vzniku bankových kríz, ktoré sa môžu v reálnom živote prejavovať s rôznou intenzitou, i napriek tomu, že v porovnaní s inými odvetviami ekonomiky je komerčné bankovníctvo striktné regulované. Základným cieľom bankovej regulácie je obmedzenie systémového rizika v bankovom sektore a ochrana záujmov ekonomických subjektov (predovšetkým vkladateľov).

Príčiny vzniku bankových kríz (pôsobí jednotlivé, prípadne v rôznom počte a s rôznou intenzitou):

- nesprávne rozhodnutia v oblasti hospodárskej a/alebo menovej politiky,
- zlyhanie systému z dôvodu nezvládnutia systémového a/alebo špecifického rizika,
- infiltrácia problémov reálnej ekonomiky do bankového systému,
- nedostatočná kvalita bankovej regulácie, resp. nezvládnutie regulácie,
- protiprávne konanie jednotlivých účastníkov systému,
- intenzívne pôsobenie špekulačného efektu (banky, firmy, ratingové agentúry, domácnosti),
- absencia morálky účastníkov systému,
- kombinácia uvedených príčin.

Regulácia bankového sektora je prednostne založená na výpočte rizík a na stanovení zodpovedajúcej minimálnej úrovne vlastného kapitálu banky (Basel II). Budúce nepriaznivé dopady na hospodárenie banky majú byť kryté vlastnými zdrojmi banky.

Súčasná banková regulácia je výsledok historického úsilia účastníkov finančných trhov o dosiahnutie ich stability. Prípadné predstavy o možnos-

tiach dlhodobého a stabilného vývoja však nie sú a nemôžu byť opodstatnené.

Regulácia má dve charakteristické črty: pascu regulácie⁴ a akceleračné mechanizmy⁵.

Základným prejavom regulačnej pasce je skutočnosť, že svetová finančná kríza vznikla a najviac zasiahla najregulovanejšiu časť finančného systému, ktorou sú banky, v krátkom období po implementácii pravidiel Basel II a podstatné zlepšenia systému Basel II v porovnaní s Basel I znamenali rast rizika v bankovníctve [6, s. 3] a napr. [7, s. 24].

Teoretickým a praktickým problémom je vhodné zameranie regulácie, pretože jej prioritné zameranie na kapitálovú primeranosť nedokáže pokryť tri základné zdroje systémového rizika v bankovníctve, ktoré sú determinované atypickou štruktúrou bilancie banky:

1. **Malý objem vlastného kapitálu** – banky vo všeobecnosti pracujú s malým objemom vlastného kapitálu (spravidla pozostáva z viacerých vrstiev rôznej kvality) vo vzťahu k celkovým pasívam a príliš veľkou finančnou pákou⁶ (pomer aktív k vlastnému kapitálu), čo generuje významné riziká bankového podnikania.
2. **Garancie pre vkladateľov** – súčasné garančné systémy vytvárané bankovým sektorom sú skôr psychologickou kategóriou než reálnym mechanizmom⁷ a jednotlivé banky v podstate nenesú plnú zodpovednosť za prípadnú náhradu nedostupných vkladov, pretože ak nastane banková kríza, musí tieto veci tak či tak riešiť štát, spravidla prostredníctvom záchrany príliš veľkých bánk.
3. **Riziká aktívnych obchodov** – práve tieto riziká rieši kapitálová primeranosť, ktorá stanovuje bankám minimálny objem vlastného kapitálu vo vzťahu k ich podnikateľským rizikám na

3 V odbornej literatúre sa uvádza veľa rôznych definícií systémového rizika. Napr. Bank of England uvádza dva zdroje systémového rizika:

1. kolektívna tendencia účastníkov trhu podceňovať riziká v priaznivej fáze ekonomického cyklu a prílišná averzia k riziku vo fáze poklesu;

2. jednotlivé banky neberú do úvahy vedľajšie efekty svojich rizikových operácií na zvyšok finančného systému. [2, s. 3]

4 Pascu regulácie definujeme ako stav, keď regulácia neplní stanovené ciele a svojimi nástrojmi, resp. pravidlami problémy a nerovnováhy v systéme prehľbuje. Dôvody tohto stavu môžu byť rozmanité: regulácia je produkt politického systému; regulácia je nesprávne zameraná; regulácia je nesprávne koncipovaná; regulácia je nesprávne aplikovaná; regulácia je neprehľadná; regulácia je obchádzaná; regulátor nevykonáva svoju činnosť dôsledne.

5 Regulácia má v sebe zabudované akceleračné mechanizmy, ktoré spôsobujú jej permanentné sprísňovanie (neznamená skvalitňovanie).

6 Hodnota finančnej páky v bankovom sektore Slovenskej republiky sa pohybovala od 18,4 v roku 2006 do 13,3 v roku 2010, v Českej republike sa hodnota finančnej páky pohybovala od 12,3 do 11,0, čo možno považovať za nadpriemerne dobrú hodnotu ukazovateľa. [9, 10, vlastné výpočty]. V mnohých krajinách pracovali banky s niekoľkonásobne vyššou hodnotou finančnej páky.

7 Vo všeobecnosti je pomer zdrojov garančných fondov k celkovému objemu chránených vkladov minimálny. Tieto zdroje môžu byť použité v prípade krachu malej banky. Otázne je, čo by sa stalo, ak by niekde padol celý sektor. Dokázal by štát vyplatiť náhrady za vklady?



8 Niektoré banky pracovali v Basel II s pomerom základný kapitál/riziko-vo vážené aktíva na úrovni menej než 2 %. [3, s.10].

9 Súčasnosť formy regulácie bankového sektora odráža historické a spoločensko-politické faktory, regulácia trhom je neprijateľná.

10 Banky sú viac motivované na obchádzanie regulácie ako regulátor na dodržiavanie pravidiel.

11 Základné zmeny možno definovať takto: Tier 1 Capital Ratio = 6 % (4 % v podmienkach Basel II) Core Tier 1 Capital Ratio (základné imanie + nerozdelený zisk + vybrané druhy cenných papierov) = 4,5 % (2 % v Basel II) Banky budú mať povinnosť vytvárať kapitálovú rezervu na krytie budúcich finančných rizík na úrovni 2,5 %. Proticyklická rezerva v rozmedzí 0 % až 2,5 % akcionárskeho kapitálu bude implementovaná podľa podmienok v jednotlivých krajinách. Systémovo dôležité banky budú vytvárať kapitálové rezervy z tohto titulu. Total Regulatory Capital Ratio = (Tier 1 Capital Ratio) + (Capital Conservation Buffer) + (Countercyclical Capital Buffer) + (Capital for Systemically Important Banks). Implementácia zmien bude prebiehať postupne do roku 2019. [8]

základe značne subjektívnych procesov a kritérií.⁸

Pravidlá kapitálovej primeranosti nemôžu teda systémovo chrániť bankový sektor, pretože nie sú komplexné, nie sú vhodne zamerané, sú procyklické, vychádzajú zo zdanlivo reálnych, pritom nefunkčných kauzálnych väzieb, nie sú jednoduché a transparentné.

PREDPOKLADY EFEKTÍVNEJ REGULÁCIE BANKOVÉHO SYSTÉMU A PERSPEKTÍVNE TRENDY ROZVOJA BANKOVEJ REGULÁCIE PODĽA BASEL III

Základné predpoklady efektívnej regulácie možno definovať v teoretickej rovine nasledovne:

- neexistuje lepší spôsob, prípadne jeho použitie z akýchkoľvek dôvodov nie je možné,⁹
- regulácia je zameraná na kľúčové determinanty systému a základné zdroje systémového rizika,
- motivácia regulátora je v rovnováhe s motiváciou regulovaných subjektov,¹⁰
- regulácia je transparentná a jednoduchá a nemožno ju obísť,
- regulácia je permanentne požadovaná a vymáhaná,
- regulátor je nezávislý od politického systému,
- regulácia plní svoj základný cieľ.

V súčasnom období Európska komisia v nadväznosti na dopady finančnej krízy pripravuje legislatívne návrhy v oblasti krízového manažmentu bankových skupín, diskutuje o preventívnych nástrojoch, nástrojoch na riešenie krízy banky a úprave konkurzu bankových skupín.

Európska komisia pripravuje návrhy na úpravu garančných schém nielen v oblasti systémov ochrany vkladov, ale aj v oblasti financovania záchrany bánk. Uvažuje sa o vytvorení celoeurópskeho fondu, do ktorého by sa zhromažďovali príspevky od bánk. Tieto by mali slúžiť na záchranu krízou ohrozených komerčných bánk (financovanie záchrany prostriedkami trhu). Zároveň sa objavujú snahy o vytvorenie právneho rámca na financovanie záchrany finančných inštitúcií verejnými prostriedkami v prípade nedostatku súkromných peňazí.

Bazilejský výbor pre bankovú reguláciu vydal dva základné konzultačné dokumenty [3] a [4], ktoré navrhli zmeny v systéme bankovej regulácie rozložené na dlhšie obdobie. V súčasnosti je regulačná platforma Basel III schválená s istými zmenami.

Základné princípy platformy Basel III prezentuje výbor nasledovne:

- je potrebné zvýšiť kvalitu, konzistentnosť a transparentnosť kapitálovej základne na výpočet kapitálovej primeranosti,
- navrhuje nový prístup k pákovému efektu v komerčných bankách s cieľom zaviesť dodatočné záruky proti modelovému riziku a chybám merania rizika,
- zavádza opatrenia na podporu osobitnej časti kapitálových rezerv, ktoré sú určené na tlmenie vplyvu ekonomického cyklu na finančný sektor (proticyklické tlmivé),

• predstavuje celosvetový štandard minimálnej likvidity pre medzinárodne aktívne banky, ktorý obsahuje požiadavku na 30-dňovú likviditu podporenú zmenou štruktúry likvidity smerom k dlhšiemu časovému horizontu,

• skúma potrebu dodatočného kapitálu, likvidity a iných kontrolných opatrení na obmedzenie externalít, ktoré vytvárajú systémovo dôležité finančné inštitúcie [3, s. 2 a 3].¹¹

Vznik regulačných pravidiel Basel III bol motivovaný dôsledkami svetovej finančnej a hospodárskej krízy, čo sa odrazilo vo výslednej podobe tohto regulačného systému.

Basel III sprísňuje niektoré kritériá starého systému regulácie, vychádza z predchádzajúceho systému vrátane jeho slabých článkov (vlastné modely na výpočet kapitálovej primeranosti, interné modely na meranie klientskeho rizika a pod.).

Pozitívne ohlasy zväčša konštatujú správne nasmerovanie súčasných noriem, ktorých požiadavky na vyššie kapitálové štandardy a prísnejšie pravidlá likvidity zlepšia podmienky na zamedzenie vzniku finančnej krízy. Prezident Európskej centrálnej banky Jean-Claude Trichet pri príležitosti schválenia regulačnej platformy povedal: „Dohody, ktoré sa dnes podarilo dosiahnuť, sú zásadným posilnením svetových kapitálových štandardov. Ich vplyv na dlhodobú finančnú stabilitu a rast bude podstatný.“

Prvé reakcie na schválený systém kapitálovej primeranosti sú skôr skeptické a mnohí nezávislí analytici prezentujú názor, že uvedené pravidlá sú príliš „mäkké“ a v priebehu desaťročia možno očakávať vznik ďalšej krízy.

Negatívne ohlasy na Basel III možno zhrnúť do týchto bodov:

- Pravidlá stále nevyžadujú také množstvo vlastného imania, aké vykazovali všetky veľké banky predtým, než zlyhali.
- Kritici označujú obdobie implementácie schválených opatrení za príliš dlhé.
- V niektorých ohľadoch Basel III obnovuje požiadavky predošlých období, ktoré si banky vylobovali s cieľom hľadania medzier v pravidlách a ich obchádzania
- Basel III nereguluje tzv. „tieňový bankový systém“, t. j. nebankové inštitúcie, ako sú hedgeové fondy, penzijné fondy, fondy peňažného trhu, poisťovne a podobne, ktoré vykonávajú niektoré bankové aktivity a tým ovplyvňujú mieru systémového rizika.
- Banky majú stále príliš veľký vplyv na parametre určujúce váhu rizika, odporúčania Basel III aj naďalej do značnej miery závisia od chybných modelov určovania rizikovosti kapitálu (ľubovoľné rizikové váhy, vlastné modely merania rizika, koncepty účtovnej hodnoty a podobne), ktoré sa ukázali ako nedostatočné ukazovatele finančnej sily počas nedávnej krízy
- vyrovnávací kapitálová rezerva a proticyklická rezerva sú podľa niektorých odborníkov nedostatočné na ochranu pred náhlymi šokmi, problém systémovo významných bánk nie je optimálne riešený.



- Basel III sa zameriava na účtovné údaje a nie na informácie generované finančnými trhmi, ktoré indikujú, či investor považuje aktivity banky za príliš riskantné alebo nie atď. [5, s. 323]

Iní autori prezentujú názor, že väčšiu pozornosť treba venovať problematike účinnosti regulačnej reformy, pretože mnohé návrhy regulačných opatrení vychádzajú z nevhodne odmeraných rizík [7, s. 24], a tak sa kvalita regulácie opiera o kvalitu zmeraných rizík, ktorá je nespoľahlivá, o čom svedčí aj fakt, že kríza zasiahla najviac regulovanú časť finančného systému (banky).

Kapitálová vybavenosť komerčných bánk by mala byť postavená na piatich stabilných podlažiach:

1. dostatočný objem a kvalita vlastného kapitálu (napr. základný vlastný kapitál/rizikovo nevážené aktíva min. 10 %),
2. dostatočná výška kapitálovej požiadavky (napr. min. 10 % Tier 1 a min. 12 % celková kapitálová primeranosť),
3. používanie vhodných modelov na meranie rizík a výpočet kapitálovej primeranosti (prednostné používanie štandardných modelov),
4. vhodné modely riadenia úverového rizika (stále najväčšie riziko v bankovníctve),
5. konzervatívny prístup k aktívnym obchodom.

Takto konštruovaná kapitálová vybavenosť bánk umožňuje prípadne nadstaviť aj ďalšie regulačné poschodia.

Najdôležitejším princípom novej regulácie a základným pilierom by mal byť výrazný rast podielu kvalitného vlastného kapitálu (splatený akciový kapitál + nerozdelený zisk) na celkových aktívach bánk, ktorý však Basel III chápe iba ako doplnkový nástroj a chce o ňom ešte niekoľko rokov diskutovať.

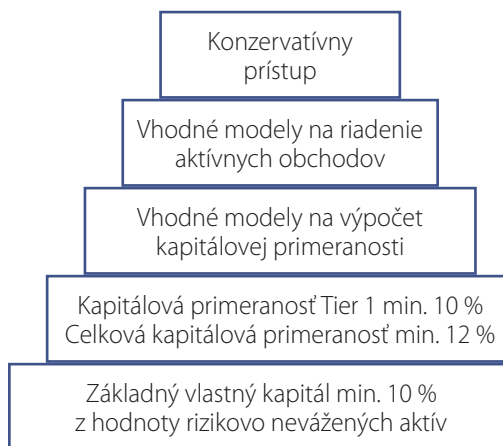
Razantné zníženie finančnej páky bánk predstavuje dôležitý nástroj na zníženie procyklického chovania bánk, zvyšuje zodpovednosť a bezpečnosť podnikania, vytvára rovnaké podmienky na bankové podnikanie (nemožno ho použiť ako konkurenčnú výhodu).

Tento nástroj (ak bude vhodne nastavený) bude mať väčšiu účinnosť ako proticyklický vankúš kapitálovej primeranosti, ktorý zavádza Basel III.

Bank of Canada [1] prezentuje výhody regulácie finančnej páky: napriek svojim limitom je cyklicky neutrálna, môže byť užitočným nástrojom riadenia rizika (model asymetrie informácií medzi bankami a regulátorom poukazuje na fakt, že banky podceňujú riziko s cieľom znížiť objem rizikovo vážených aktív) a zabraňuje bankám zmeniť štruktúru rizikovo vážených aktív v prospech menej rizikových, ktorých kvalita sa môže časom zhoršiť (pomáha zmierniť riziko likvidity počas *boom phase of a cycle*).

Regulácia finančnej páky predstavuje mikro- a zároveň makroriešenie. V Kanade sa tento nástroj (aktíva + vybrané položky podsúvahy¹² / Tier 1 + Tier 2) dlhodobo používa. V roku 1991 bol stanovený na úrovni 20, od r. 2000 na úrovni 23, pre malé banky bola hodnota páky nastavená v intervale [10,12].¹³

Obr. 2 Konštrukcia minimálnej kapitálovej vybavenosti komerčných bánk



Zdroj: Vlastné spracovanie.

Podľa dokumentu Bank of Canada v bankovej praxi nastáva kombinácia statického Tier 1 a prudko rastúcej finančnej páky (Basel II tomu nebráni) a použitie páky ako regulačného nástroja by mohlo mierniť účinky ekonomického cyklu. Je ťažké kvantifikovať účinok pôsobenia finančnej páky, ale Kanada potvrdzuje jej opodstatnenie (empirické výskumy potvrdzujú negatívnu koreláciu medzi finančnou pákou a cyklickosťou úverových podmienok – rast úverov, čo naznačuje ich pokles počas boomu).

Je zrejmé, že tento pilier nemôže udržať celý systém, preto je potrebné vhodným spôsobom postaviť aj ďalšie poschodia stavby.

V tomto kontexte by bolo vhodné zvážiť možnosti optimalizácie štandardných modelov na meranie rizík, výrazne obmedziť, resp. vyladiť možnosti, podmienky a modely interného merania rizika na výpočet kapitálovej primeranosti a celý systém urobiť jednoduchým, logickým a prehľadným. Systém merania rizika by nemal byť predmetom konkurencie v bankovom sektore a rôzne banky by mali hodnotiť riziko rovnakého obchodu rovnakým spôsobom.

Dôležitá je aj zmena pohľadu na modely riadenia aktívnych obchodov v komerčnej banke. Napr. sofistikované modely na výpočet úverového rizika by banky mali vnímať ako užitočné nástroje pri celkovom hodnotení úverového rizika klienta a nie ako „úverové automaty“ a pod.

Vzhľadom na štátne garancie vkladov je namiestne aj úvaha o intenzite rizika, ktoré by mali podstupovať banky. Pravdepodobne správny a jediný možný prístup je konzervatívny prístup k aktívnym obchodom,¹⁴ príliš rizikové aktíva prenechať nebankovým finančným inštitúciám a permanentne informovať o tom verejnosť, príp. vhodnou formou kompenzovať bankám výpadok výnosov, pretože sú súkromno-verejnou spoločnosťou atď.

V tejto súvislosti by regulátor mal mať k dispozícii nástroje na zistenie extrémnej rizikovosti jednotlivých finančných aktív a mal by mať právomoc zakázať bankám investície do týchto nástrojov.

12 Sú to všetky priame zmluvné expozície k úverovému riziku vrátane akreditívov a záruk – okolo 75 % z celkového objemu.

13 Hodnota finančnej páky, pohybujúca sa v tomto intervale a platná pre všetky komerčné banky by a priori výrazným spôsobom zvýšila bezpečnosť bankového sektora. Vzhľadom na predkladané a predpokladané pripomienky zo strany bánk možno predpokladať, že jej regulačná úroveň bude podstatne väčšia. Pre informáciu uvádzame, že priemerná hodnota finančnej páky v bankovom sektore Českej republiky za posledných päť rokov predstavovala 12,02 a v Slovenskej republike približne 16,00 (pričom v poslednom období došlo k jej výraznému zníženiu na hodnotu 13,3 v roku 2010). Pravdepodobné argumenty bánk o znížení výkonnosti bankového sektora (prípadne celej ekonomiky) je potrebné prijateľnou mierou zohľadniť pri stanovení jej hodnoty. Napr. v Českej republike bankový sektor v roku 2007 (priaznivá fáza cyklu) dosiahol ROE 23,05 % pri finančnej páke 13,4 a kapitálovej primeranosti 11,50 %. V roku krízy (2009) bol ROE 23,31 pri finančnej páke 11,4 a kapitálovej primeranosti 14,10 %. [9,10] Basel III uvažuje s hodnotou finančnej páky na úrovni 30-násobku kapitálu, čo je úroveň, ktorú dosiahol Lehman Brothers pri svojom krachu. Táto úroveň by sa mala znížiť na 15-násobok do roku 2019.

14 Paradoxne menej rozvinuté bankové sektory, napr. v ČR a v SR, lepšie ustáli krízu než bankové systémy vyspelejších krajín.



15 V čase blahobytu sa mnohé banky správajú ako súkromné firmy a v čase krízy využívajú na jej riešenie štát.

16 Napr. podriať sa prísnejšej bankovej regulácii. V tomto kontexte rozumne nastavená banková daň môže byť vhodným ekonomickým prístupom k riešeniu problému (banky si tiež účtujú poplatky za vystavenie bankových záruk). Prípadný ekonomicky odôvodnený rast bankových poplatkov predstavuje celospoločensky lepšie riešenie ako odolávať následkom bankovej krízy.

17 Vzdať sa štátnych garancií za vklady by pravdepodobne vnieslo krízu do systému.

18 Tento prístup nemožno v blízkej budúcnosti predpokladať vzhľadom na extrémne vysoké náklady a dlhé obdobie implementácie.

Súčasný spôsob riešenia garančných schém v oblasti vkladov a v oblasti financovania záchrany bánk nie je vhodný. Regulácia vyvolaná sociálnymi a politickými aspektmi zároveň determinuje existenciu systémov štátnej garancie za bankové podnikanie a komerčné banky podnikajú (podstupujú riziká) na vlastný účet s cudzími peniazmi, za ktoré sa zaručil štát. Postupom času vznikol súkromno-verejný hybrid a v konečnom dôsledku občania zodpovedajú za zlé hospodárenie (veľkých) bánk v čase krízy.

Existujúce súkromné garančné systémy v bankovom sektore sú v zásade nepotrebné pre obdobie ekonomického rastu a nefunkčné v čase krízy. Banky vlastnými prostriedkami nedokážu vybudovať vlastné robustné garančné systémy, a preto sa v prípade problémov spoliehajú na štát.

Systémové riešenie tohto problému by malo mať tento logický postup: banky by mali tento fakt zohľadniť pri svojich obchodoch¹⁵ a mali by za štátne garancie primeraným spôsobom platiť štátu,¹⁶ alebo sa týchto garancií vzdať¹⁷ a vybudovať si vlastné dostatočne robustné systémy¹⁸.

Zároveň je potrebné dodať, že optimálne riešenie tohto zdanlivo jednoduchého problému neexistuje. Regulácia bankového sektora trhovými nástrojmi bola nahradená spoločensko-politickým prístupom, existujúci systém garancií za bankový sektor je súčasťou noriem vo svete, požadovaný účastníkmi trhu, a jeho razantná zmena na reguláciu trhom by určite vyvolala značné turbulencie na finančnom trhu.

ZÁVER

Skúsenosti s uplatňovaním bankovej regulácie v podmienkach Basel II neboli priaznivé, a preto dochádza k postupnej inovácii regulačného systému v bankovníctve.

Úverová kríza v rokoch 2007 až 2009 ukázala, že súčasný prístup ku kapitálovej primeranosti bánk je príliš úzky. Predpoklad, že systém ako celok bude bezpečný, ak jeho individuálne súčasti (banky) budú stabilné, sa ukázal ako chybný (klam kompozície). Banky majú tendenciu správať sa rovnako – investujú do podobných aktív, podstupujú zhodné riziká a ich záujem o riziko sa vyvíja podobne. [7, s. 20]

Bank of England zdôrazňuje makroekonomický rozmer regulácie a prezentuje názor, že makroprudenciálna politika má za úlohu významne ovplyvňovať systémové riziko, pričom abscentuje v súčasnom regulačnom rámci (v posledných desaťročiach bola veľká medzera medzi makroekonomickou politikou a reguláciou jednotlivých finančných inštitúcií). [2, s. 3]

Dokumentačná platforma Basel III predstavuje snahu o komplexnejší a proticyklický rámec regulácie, pričom implementácia jednotlivých nástrojov je naplánovaná na dlhšie časové obdobie.

Napriek evidentnej snahe optimalizovať existujúce regulačné nástroje je zrejme, že tento regulačný systém iba do istej miery minimalizuje riziká krízy a má značné rezervy vo vzťahu ku kvalite regulácie, nie je komplexný, jeho kvalita je stále diskutabilná (možno očakávať výrazný tlak bánk na zníženie náročnosti kritérií, prípadne časové posuny zavedenia niektorých nástrojov atď.), reálne nerieši základné zdroje rizika bankového systému a implementačná doba je príliš dlhá.

Pre korektnosť treba dodať, že existencia kríz vo finančnom sektore je objektívnou súčasťou systému, pretože je determinovaná „racionálnym“, i keď nebezpečným správaním jednotlivých ekonomických subjektov, preto je úloha regulačnej politiky mimoriadne náročná.

V tomto kontexte je vhodné odborne analyzovať problémy bankovej regulácie v komplexnom rámci, dôkladne posúdiť ich dosah na ekonomický a bankový systém, vypracovať a implementovať kvalitné systémy včasného varovania, ktoré sú založené na sledovaní významných makroekonomických indikátorov a uskutočniť celý rad ďalších regulačných aktivít.

Vzhľadom na dôležitosť procesu regulácie pre celú ekonomiku, veľký počet rozdielných záujmov jednotlivých účastníkov a veľkú ekonomickú silu regulovaných subjektov je príprava kvalitnej, vyváženej a efektívnej regulácie mimoriadne náročnou a zodpovednou úlohou pre príslušné regulačné authority. Treba len veriť, že sa jej zhostia optimálnym spôsobom a Basel III vytvorí vhodné predpoklady na stabilnejší a bezpečnejší bankový systém vo svete.

Použitá literatúra

1. Bank of Canada: *Regulatory Constraints on Bank Leverage: Issues and Lessons from the Canadian Experience*. Discussion Paper. Ottawa, Ontario 2009.
2. Bank of England: *The role of macroprudential policy*. Discussion Paper. London 2009.
3. Basel Committee on Banking Supervision: *Strengthening the resilience of the banking sector*. Consultative Document. BASEL 2009.
4. Basel Committee on Banking Supervision: *International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*. Consultative Document. BASEL 2009.
5. Belás J. a kol.: *Management komerčných bánk, bankových obchodov a operácií*. Žilina: Georg 2010.
6. Danielson, J. a kol.: *An Academic Response to Basel II*. Special paper No 130. Financial Markets Group, 2001.
7. Tözsér, T.: Od mikro- k makroobozretnéj finančnej regulácii. In Biatec 9/2010.
8. www.basel-iii-accord.com
9. www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/zpravy_fs/FS_2009-2010_indikatory_financni_stability.xls
10. www.nbs.sk/sk/publikacie/publikacie-nbs/analyzy_slovenskeho_financneho_sektora



MIROSLAV LONDÁK:

EKONOMICKÉ REFORMY V ČESKOSLOVENSKU V 50. A 60. ROKOCH A SLOVENSKÁ EKONOMIKA

Historický ústav SAV, Bratislava 2011, 296 strán

Miroslav Londák je odbornej verejnosti už dlhšie známy kvalifikovanou a intenzívnou odbornou publikačnou činnosťou, v ktorej prináša výsledky svojho historického bádania. Tematicky osciluje v priestore hospodársko-politického vývoja Slovenska v jeho moderných dejinách.

Predstavovaná publikácia sa zameriava na problematiku, ktorou žila naša generácia a ktorá nás v rôznych podobách ovplyvňovala. A zachovala nám istý odkaz pre roky dnešné a budúce, čiže tematicky ide o prácu výsočne aktuálnu.

V prezentovanej monografii sa autor na takmer tristo stranách textu s prílohami a mimoriadne hodnotnými vlastnými tabuľkami zaoberá ekonomickými reformami, ktorými sa komunistický režim snažil v 50. a 60. rokoch reagovať na ťažkosti a symptómy krízy v hospodárstve krajiny. A tie sa objavujú neobyčajne skoro po nastolení režimu na čele s vládou KSČ. A v týchto súvislostiach analyzuje tiež peripetie Slovenska, dopady reforiem na jeho ekonomiku a snahy o zmenu asymetrického modelu štátoprávneho usporiadania. Tak tiež rozširuje horizont skúmanej problematiky za „hranice vlastného chotára“.

Stali sme sa v tom čase, ako je všeobecne známe, súčasťou zóny, do ktorej sme sa po roku 1948 nejako zvlášť nepýtali, skôr sme tam boli vtlačení. Autor prináša zaujímavé pohľady na pokusy o mini reformy vo vtedajšom ZSSR, z ktorých vyplýva jednoznačná dominancia politiky nad ekonomikou, čo sa nemohlo nezopakovať aj „počas celého nášho dočasného pobytu v zóne“.

Prínos prezentovanej publikácie je predovšetkým v tom, že je perfektne a korektne zvládnutá profesne – z hľadiska historika. Nevieť, či to ešte platí, ale prípad dr. Londáka by to potvrdzoval, že dobrú prácu musí historik najprv riadne vysedieť a potom to, čo pozbieral, našiel, ozmysliť, nachádzať príčinné súvislosti. Originálne spracovaná štatistika, vlastné prepočty, excerptované materiály z činnosti ústredných orgánov, znalosť odbornej literatúry podmienili, skúmať tému vo vzájomnej interakcii týchto fenoménov:

- monopol moci jednej politickej strany, jej ideológia a hodnoty,
- hospodársky rozvoj krajiny, potreba riešiť jeho krízové symptómy,
- zaostávanie Slovenska a prirodzená snaha o zmenu v štátoprávnej a ekonomickej oblasti.

To je základný Londákov trojuholník, ktorým vymedzuje obsahovú stránku výskumu predmetnej problematiky (aspoň v našom videní) a naplňuje ju. Z jeho analýzy vyplýva (pre mňa) asi nasledovné: spolu s národno-emancipačným pohybom Slovenska ešte pri jeho východiskách v 19. storočí sa na program dňa dostáva aj ekonomika, hospodársky rozvoj krajiny. A aj po vzniku Československej republiky v relatívne priaznivejšom období pre Slovensko, ale aj po roku 1948 sme boli frustrovaní dilemou, ktorá mala korene v realite: dopláca sa na nás, alebo sme vysávaní? Rozvíjajú sa adekvátne potenciálne zdroje a možnosti Slovenska, alebo sme len doplnkom potrieb českej ekonomiky, dodávateľom pracovnej sily? Aké je teda tempo reálneho hospodárskeho rozvoja, kam sme sa až dostali pri dobíjaní a vyrovňovaní na úroveň českých krajín? Aký vzťah to malo k roku 1968 a vlastne k rozdeleniu republiky? Čo naši ekonómovia, Ota Šik, Viktor Pavlenda, Hvezdoň Kočtúch? Máme sa čím a kým pochváliť.

Tie národy a spoločenstvá a ich zodpovedné elity, ktoré sa snažia pochopiť svoju minulosť, sa efektívnejšie orientujú aj v spleťoch prebiehajúcich pohybov, ako aj budúcich vývojových trendov.

Historický ústav SAV a jeho vedenie cieľavedome orientujú výskumné aktivity, najmä ak sú na to vytvorené bádateľské podmienky, v patričnej miere aj na naše najnovšie dejiny, ich kľúčové a nosné udalosti a ich aktérov. A v tejto súvislosti hospodársko-politické dejiny Slovenska a ich spracovanie, ako o tom vypovedá aj prezentovaná monografia dr. Londáka, dozrievajú podľa môjho názoru na syntézu.

prof. Ivan Laluha





BR NBS rozhodla spoločnosti CAPITAL odobrať povolenie na poskytovanie investičných služieb

Dňa 4. 3. 2011 nadobudlo právoplatnosť rozhodnutie Bankovej rady NBS, podľa ktorého spoločnosť INVEST, o.c.p., a.s. (CI) nie je oprávnená poskytovať investičné služby.

Podľa zistení NBS spoločnosť CAPITAL INVEST v skutočnosti správu portfólia pre družstvá nikdy nevykonávala.

CI nepredložil NBS žiadnu dokumentáciu, ktorá by preukázala, že CI na základe vlastného rozhodnutia v rámci schválených prospektov investícií a ich dodatkov spravoval portfóliá družstiev. CI taktiež nedokázal preukázať, že vykonával ktorúkoľvek z činností uvedených v zmluve o riadení portfólia.

Národná banka Slovenska taktiež preverila výpisy z účtov družstiev za roky 2008, 2009, ktoré spoločnosť CI zriadila pre družstvá ešte v roku 2002. Na uvedených účtoch neboli vo vzťahu k družstvám žiadne pohyby.

Spoločnosť CI v rokoch 2008 až 2010 od družstiev platby prijala a družstvám platby zasielala, platby však nemali (podľa názoru NBS) žiadne vecné, ekonomické a zmluvné odôvodnenie. Na základe zistených informácií dochádzalo k platbám neoprávnene, nakoľko spoločnosť CI okrem zmluvy o riadení portfólia nepreukázala existenciu žiadnej inej zmluvy, na základe ktorej by vznikol nárok na účtovanie odplaty.

Keďže Národná banka Slovenska vyčerpala všetky svoje oprávnenia, ktoré jej legislatíva umožňuje použiť pri výkone dohľadu a mala podozrenie, že činnosť CI a družstiev by mohla naplniť skutkovú podstatu niektorých trestných činov, (a to aj vzhľadom na ich personálnu prepojenosť), poskytla v júli 2010 všetky svoje zistenia orgánom činným v trestnom konaní.

V súvislosti s požiadavkou družstiev na vyplatenie náhrady za nedostupný klientsky majetok z Garančného fondu investícií NBS upozorňuje, že majetok družstiev nemôže byť považovaný za klientsky majetok, pretože družstvá nie sú klientom, na ktorého sa vzťahuje systém Garančného fondu investícií.

Garančný fond investícií je povinný vyplatiť náhradu za nedostupný klientsky majetok len v prípade, ak sú splnené podmienky ustanovené zákonom o cenných papieroch. Podľa tohto zákona právnická osoba, ktorá musí mať povinne účtovnú závierku overenú audítorom, nespadá do okruhu osôb, ktorých majetok je považovaný za klientsky majetok na účely zákona o cenných papieroch.

S ďalšími doplňujúcimi otázkami NBS odporúča obrátiť sa priamo na Garančný fond investícií.

Oznámenie pre majiteľov dlhopisov spoločnosti Oleofin, a.s., SK4120006495

Národná banka Slovenska, ako orgán dohľadu nad finančným trhom, oznamuje majiteľom dlhopisov vydaných spoločnosťou Oleofin, a.s., so sídlom Ústí nad Labem, Střekov, Žukovova 100, s názvom dlhopisu Dluhopis Oleofin CZK 2009, ISIN: SK4120006495 séria 01, ktoré boli vydané 20.1.2009 a splatné 20.1.2014, že spoločnosť je

v úpadku a vyplatenie istiny a výnosov z dlhopisov je ohrozené.

Národnú banku Slovenska o uvedených skutočnostiach informoval obchodník s cennými papiermi, spoločnosť M Securities o.c.p., a.s..

Bližšie informácie sú prístupné na webovej stránke www.justice.cz v časti insolvenční rejstřík.

Inštitút bankového vzdelávania NBS, n.o.

Inštitút bankového vzdelávania NBS, n.o. (IBV NBS, n.o.) poskytuje zvyšovanie kvalifikácie a zručností pracovníkov finančného sektora. Inštitút zriadila NBS a v súčasnosti ako samostatný právny subjekt pokrýva dopyt po vzdelávacích aktivitách finančného trhu a NBS.

IBV NBS, n.o. ponúka pestrú škálu približne 120 kurzov zameraných na bankový systém, účtovníctvo bánk, bankovú reguláciu, platobný styk, finančné trhy, ale aj manažérske a jazykové vzdelávanie. Ministerstvo školstva, vedy, výskumu a športu Slovenskej republiky schválilo programy kontinuálneho vzdelávania v oblasti finančnej gramotnosti pre učiteľov základných a stredných

škôl. Poskytované služby sú na profesionálnej úrovni v súlade so systémom manažérstva kvality ISO 9001:2008.

NBS poverila IBV NBS, n.o. zabezpečovaním odborných skúšok finančných sprostredkovateľov a finančných poradcov pre stredný stupeň odbornej spôsobilosti a výhradne pre vyšší stupeň odbornej spôsobilosti podľa platných zákonov o finančnom sprostredkovaní a finančnom poradenstve a zároveň aj organizáciou skúšok aktuára.

Viac informácií o vzdelávaní a odbornej príprave nájdete v Programe vzdelávacích podujatí. IBV NBS, n.o. poskytuje aj možnosť zabezpečenia ubytovania a stravy v sídle inštitútu.



Strieborná zberateľská minca Zoborské listiny – 900. výročie vzniku

Ing. Dagmar Flaché
Národná banka Slovenska

Prvá zberateľská minca z emisného plánu NBS na rok 2011 je venovaná 900. výročiu vzniku zoborských listín, najstarších zachovaných listinných originálov na Slovensku.



Prvú cenu získal návrh
Mgr. art. Petra Valacha

Zoborské listiny z roku 1111 a 1113 predstavujú písomné pamiatky mimoriadnej hodnoty a sú dokladom o vyspelom kultúrnom prostredí Nitry v období ich vzniku.

Obe sú napísané na pergamenových listoch v latinskom jazyku. Listina z roku 1111 má rozmery 560x320 mm a je takmer nepoškodená. Je rozsudkovou listinou v spore zoborského opáta Gaufrida s vyberačmi kráľovských daní o tretinu z mýtnych poplatkov v hradnom obvode Nitry a pri rieke Váh až po Trenčín, ktoré zoborskému kostolu udelil kráľ Štefan I. V spore vystupuje vyše dvadsať svedkov, predstaviteľov svetských i cirkevných inštitúcií v Nitre.

Listina z roku 1113 obsahuje súpis majetkov Zoborského opátstva. Je zachovaná na poškodenom hrubom pergamene s rozmermi 460x620 mm, z ktorého časť chýba. Spomína sa v nej do 200 miestnych názvov, ktoré sú dokladom vyvinutého včasného stredovekého osídlenia ako aj prevažnej slovacity príslušného územia na začiatku 12. storočia.

Obidve listiny si dal vyhotoviť zoborský opát počas panovania uhorského kráľa Kolomana (1095-1116), ktorý ich potom potvrdením svojou pečatou mal uznať ako vlastné. Pečate ani znaky spečatenia sa však na nich nezachovali. Obe listiny sú v súčasnosti uložené v Nitrianskom biskupskom archíve.

NBS vyhlásila vo februári 2010 verejnú anonymnú súťaž na výtvarný návrh mince. Dvanásť autorov do nej predložilo sedemnást výtvarných prác. Komisia guvernéra NBS na posudzovanie výtvarných návrhov slovenských eurových mincí ich hodnotila v apríli 2010.

Prvú cenu získal návrh Mgr. art. Petra Valacha. Komisia pozitívne hodnotila najmä skutočnosť, že návrh zodpovedá požiadavkám z výtvarného i historického hľadiska a zadanú tému vystihol zo všetkých predložených diel najlepšie. Na averze ocenila figurálnu kompozíciu dvoch benediktínskych mníchov, zasadenú do románskej architektúry. Skonštatovala, že písmo prevzaté z prvej zoborskej listiny ako aj pečať kapituly kostola svätého Hypolita zo Zobora na reverze sú čitateľné a sochársky veľmi dobre zvládnuté. Vyzdvihla tiež jasnosť a vyváženosť kompozície.

Druhá cena nebola v súťaži udelená. Tretiu cenu získal Mgr. art. Patrik Kovačovský.

Strieborná zberateľská minca v nominálnej hodnote 10 eur, s priemerom 34 mm a hmotnosťou 18 g bola vyrazená zo striebra s rýdzosťou 900/1000 v Mincovni Kremnica, š.p. Na hrane je razbou do hĺbky umiestnený nápis NAJSTARŠIE ZACHOVANÉ LISTINY NA SLOVENSKU. Vyrazených bolo 7 300 kusov mincí v bežnom vyhotovení a 8 950 kusov mincí v proof vyhotovení.



Tretiu cenu získal
Mgr. art. Patrik Kovačovský

Foto: Štefan Fröhlich

