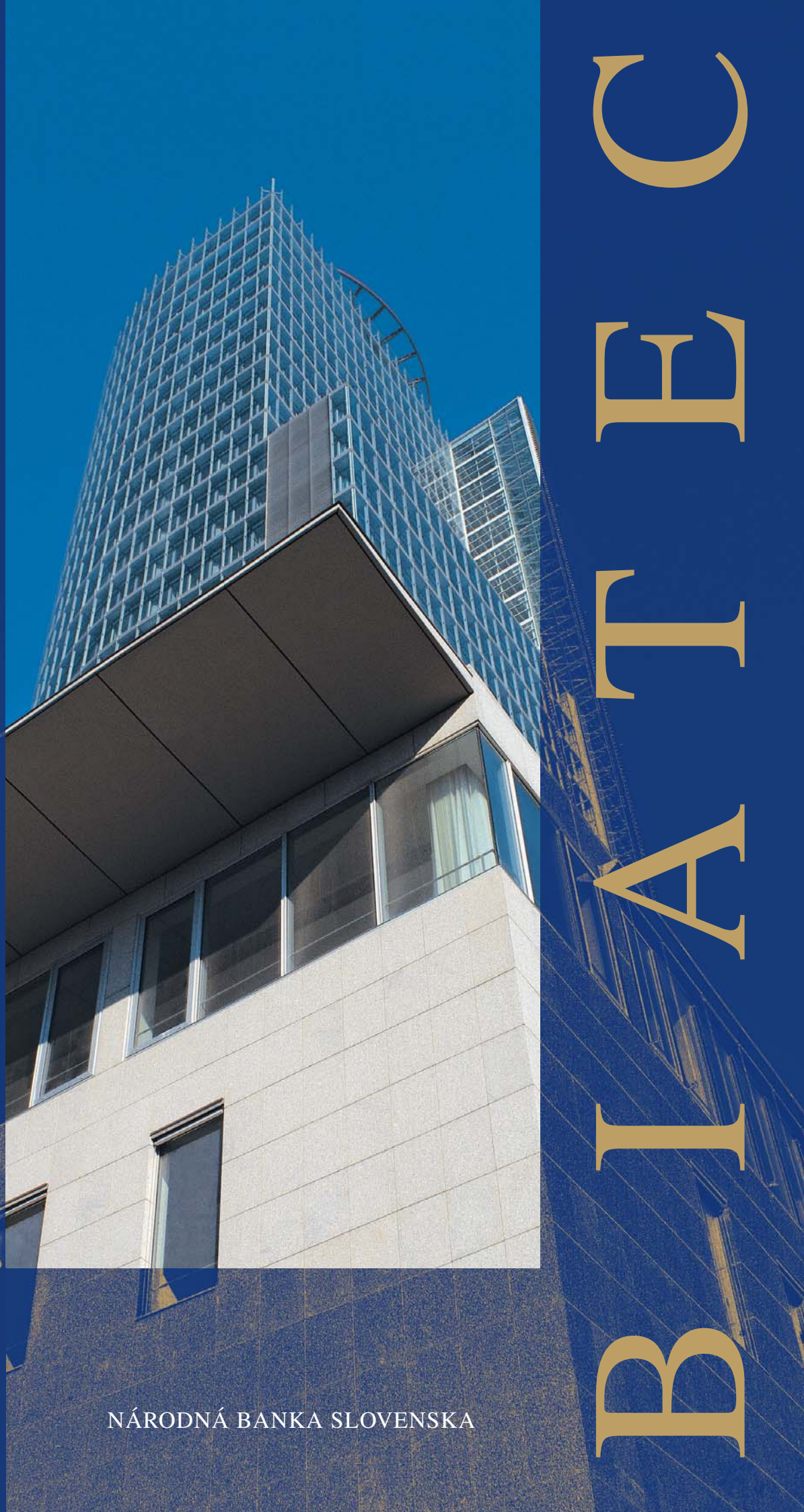


3

Marec 2013
Ročník 21

ODBORNÝ
BANKOVÝ
ČASOPIS



C
E
A
T
I
B



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA



SEPA sa stáva realitou

Vo februári sa uskutočnila tlačová konferencia Národnej banky Slovenska, Zastúpenia Európskej komisie na Slovensku a Slovenskej bankovej asociácie, ktorej cieľom bolo upozorniť na blížiaci sa termín zavedenia SEPA platobných nástrojov v Slovenskej republike. Od 1. februára 2014 budú totiž na Slovensku domáce úhrady a inkasá nahradené SEPA platbami (Single Euro Payments Area). Vytvorí sa tak spoločný priestor 32 európskych krajín, v ktorých budú môcť spotrebiteľia a podniky zasielať a prijímať platby v eurách za rovnakých podmienok ako domáce platby. Ako povedal vedúci tlačového a politického oddelenia Zastúpenia Európskej komisie na Slovensku Andrej Králik, nové pravidlá vytvoria predpoklady pre integrovaný európsky trh bankových prevodov a inkasných platieb bez toho, aby sa rozlišovalo, či ide o vnútroštátne alebo cezhraničné transakcie.



Foto: Archív Zastúpenia EK na Slovensku

Na tlačovej konferencii, ktorá sa konala v priestoroch Zastúpenia Európskej komisie na Slovensku, sa zúčastnili (zľava) Ladislav Unčovský, výkonný riaditeľ SBA, Peter Holička, generálny riaditeľ odboru platobného styku NBS, a Andrej Králik, vedúci tlačového a politického oddelenia Zastúpenia EK na Slovensku.

Jednotná oblasť platieb v eurách prinesie používateľom množstvo výhod. Všetky SEPA platby budeme môcť vykonávať z jedného účtu do celej oblasti SEPA rovnako jednoducho ako domáce platby. „Používateľom platobných služieb tak bude stačiť jeden bankový účet, jedna platobná karta, jedna úhrada a jedno inkaso,“ povedal výkonný riaditeľ SBA Ladislav Unčovský.

„Predpokladáme, že SEPA prispeje k tomu, že klienti bánk budú častejšie využívať bezhotovostné platobné nástroje,“ povedal generálny riaditeľ odboru platobného styku NBS Peter Holička. Garantovaná lehota pripísania SEPA platby na účet

príjemcu je najneskôr nasledujúci pracovný deň po zaslaní platby. SEPA zároveň garantuje, že poskytovatelia platobných služieb musia účtovať rovnaké poplatky za cezhraničné a domáce platby v eurách.

Štandardizácia formátov platieb SEPA prinesie podnikom rýchlejšie zúčtovanie, zjednodušené spracovanie a zníženie nákladov a rizík manipulácie s hotovosťou, čo prispeje k zníženiu nákladov a uľahčí prístup podnikov na nové trhy. Zavedenie jednotného štandardu v rámci celej EÚ by tak malo znížiť naklady cezhraničných transakcií a zjednodušiť platobný styk.

Zo spoločnej tlačovej správy

BIATEC

Odborný bankový časopis
Marec 2013

Vydavateľ:

Národná banka Slovenska

Redakčná rada:

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

Redakcia:

Ing. Alica Polónyiová
tel.: 02/5787 2153
e-mail: alica.polonyiova@nbs.sk

Adresa redakcie:

NBS, redakcia BIATEC
Imricha Karvaša 1, 813 25 Bratislava
fax: 02/5787 1128
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: 13. 3. 2013

Dátum vydania: 25. 3. 2013

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>

Niektoré príspevky môžu byť publikované
v inom ako slovenskom jazyku. Anotácie
príspevkov v anglickom jazyku sú uvedené
na poslednej strane časopisu.

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

Záporné úrokové sadzby a ich implikácie 2
(Roman Kostelný)

M A C R O E C O N O M I C I S S U E S

Inflation targeting vs. nominal GDP targeting 5
(Tomáš Sivák)

M A K R O E K O N O M I C K É O T Á Z K Y

Alternatívne zdroje financovania a ich využívanie
v podmienkach SR 12
(Ing. Katarína Belanová, PhD.)

L E G I S L A T Í V A

Zoznam zákonov a iných všeobecne záväzných právnych
predpisov patriacich do kompetencie Národnej banky Slovenska
(platných k 15. 3. 2013) 17
(JUDr. Renáta Bašková)

F I N A N Č N É V Ý K A Z N Í C T V O

Podstatné zmeny v klasifikácii a oceňovaní finančných nástrojov ... 22
(doc. Ing. Božena Petrjánošová, CSc.)

R E C E N Z I A

Vybrané segmenty peňažného trhu 28
(doc. Ing. Dana Tkáčová, PhD.)

I N F O R M Á C I E

Vedecký seminár profesora Imricha Karvaša – Aktuálne úlohy
Európskej centrálnej banky v oblasti menovej politiky a dohľadu
nad finančným trhom 29

V Ý Z N A M N É O S O B N O S T I

Univerzitný profesor Imrich Karvaš 30
(doc. Ing. Emília Zimková, PhD.)

E N G L I S H S U M M A R Y 32



Záporné úrokové sadzby a ich implikácie

Roman Kostelný
Národná banka Slovenska

Rada guvernérov Európskej centrálnej banky na svojom zasadnutí dňa 7. marca rozhodla o ponechaní kľúčových úrokových sadzieb na aktuálnych úrovniach. Napriek tomu, že je situácia momentálne stabilizovaná, podľa trhových analytikov úvahy o možných ďalších nekonvenčných postupoch nezanikli. Jedným z nich sú aj záporné úrokové sadzby, o ktorých sa momentálne medzi účastníkmi trhu a odbornou verejnosťou síce nevedú intenzívne diskusie, ale táto téma zostáva latentne otvorená. Niekoľkými poznámkami sa k tejto problematike vrátíme a ilustrujeme, ako zápornú depozitnú úrokovú sadzbu aplikuje v praxi dánska centrálna banka (Danmarks Nationalbank). Ďalším z dôvodov je aj skutočnosť, že o alternatívne záporných úrokových sadzieb sa podľa trhu uvažovalo v Bank of Japan a Bank of England. Súčasťou článku je aj načrtnutie niektorých alternatív nastavenia záporných menovopolitických sadzieb, konkrétne zápornej depozitnej a hlavnej úrokovej sadzby.

Úvod

Od začiatku finančnej krízy ECB implementovala niekoľko neštandardných opatrení vo výkone operácií menovej politiky. Reagovala tým na stupňujúce sa napätie na peňažnom trhu z dôvodu rastúcej nedôvery medzi bankami navzájom, ktorá sťažila prístup ku zdrojom niektorým rizikovejším subjektom.

Okrem znižovania kľúčových úrokových sadzieb ECB upravovala rámec operácií menovej politiky na stimuláciu poskytovania úverov nefinančným subjektom do reálnej ekonomiky a prekonanie nedôvery medzi účastníkmi na peňažnom trhu. Podľa názoru trhu sa aj napriek poklesu menovopolitických sadzieb na najnižšie úrovne a zavedeniu neštandardných opatrení nepodarilo spomínané zámery úplne naplniť, pretože tieto opatrenia viedli len k stabilizácii situácie. Prekážkou pri naplnení tohto zámeru je zrejme nižší dopyt domácností a nefinančných subjektov po úveroch, zapríčinený rastúcou nezamestnanosťou a zhoršeným výhľadom reálnej ekonomiky. Na strane ponuky je to neochota finančných subjektov podstúpiť zvýšené riziko pri úverovaní v turbulentnom prostredí.

V tejto súvislosti významné centrálny banky uvažovali o zavedení ďalších mimoriadnych opatrení na oživenie obchodnej aktivity na medzibankovom trhu a najmä na stimuláciu ekonomického rastu formou poskytovania úverov do reálnej ekonomiky. Jeden z možných prístupov, uplatnenie záporných úrokových sadzieb na vklady v centrálnej banke, v súčasnosti využíva Danmarks Nationalbank. Vzhľadom na nedávne úvahy vo významných menových autoritách na tému negatívnych úrokových sadzieb chceme upriamiť pozornosť na systém fungovania menovopolitických nástrojov v tejto centrálnej banke vrátane spôsobu, akým sa aplikovali. Navyše chceme rozšíriť našu pozornosť aj na japonskú

centrálnu banku, kde sa podľa trhu uvažovalo o uplatnení zápornej úrokovej sadzby na refinančné aktivity.

ZÁPORNÉ ÚROKOVÉ SADZBY PRI DEPOZITNÝCH OPERÁCIÁCH

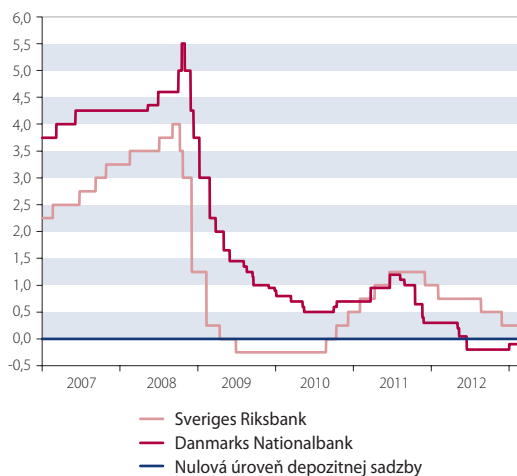
Menové authority (centrálny banky) siahajú po záporných úrokových sadzbách ako krajnom neštandardnom opatrení menovej politiky až po využití ostatných dostupných možností v prípadoch, ak nefungovali predošlé opatrenia v požadovanej miere a nenaplnili pôvodné ciele. Najčastejším dôvodom je nadmerné zhodnotenie výmenného kurzu domácej meny alebo prebytok likvidity, ktorý banky deponujú na účtoch v národných centrálnych bankách. V prvom prípade je snahou menovej authority oslabiť domácu menu (eliminovať nadmerné zhodnotenie) a utlmiť špekulatívne toky kapitálu, ktoré sa negatívne podieľajú na brzdení ekonomického rastu a vytváraní deflačných tlakov. V druhom prípade je zasa snahou podnieť banky, aby voľné prostriedky nedeponovali na účtoch v centrálnej banke, ale použili na poskytovanie úverov nefinančným subjektom do reálnej ekonomiky alebo na obchodovanie na medzibankovom trhu.

DÁNSKA CENTRÁLNA BANKA – ZÁPORNÁ ÚROKOVÁ SADZBA

Podľa našich zistení od začiatku finančnej krízy v roku 2007 pristúpili k implementácii záporných úrokových sadzieb na depozitné operácie dve európske centrálny banky, a to *Sveriges Riksbank* v roku 2009 a *Danmarks Nationalbank* (DNB) v roku 2012. V prípade *Sveriges Riksbank* boli vklady úročené zápornou sadzbou od júla 2009 do septembra 2010, pričom vklady spadajúce pod záporné úročenie boli veľmi nízke. Okrem centrálnych bánk v dávnejšej histórii zaviedli záporné úrokové sadzby aj v komerčnom bankovom sektore. Kon-



Graf 1 Jednodňové depozitné úrokové sadzby vybraných centrálnych bánk (v %)



Zdroj: Bloomberg.

krátne švajčiarske banky v 70. rokoch 20. storočia úročili vklady prijaté od nerezidentov zápornou úrokovou sadzbou. Podľa zverejnených správ sa niektoré komerčné švajčiarske banky opätovne vrátili k úročeniu vkladov vybraných klientov zápornou úrokovou sadzbou.

Nastavenie menovopolitických úrokových sadziieb DNB je naviazané na úroveň kľúčových úrokových sadziieb ECB, pretože spread (rozpätie) medzi nimi vplyva na vývoj výmenného kurzu dánskej koruny voči euru. Akákoľvek výraznejšia odchýlka by spôsobila nežiaducu volatilitu oproti centrálnej parite, ktorú DNB eliminuje menovopolitickými rozhodnutiami alebo intervenciami na devízovom trhu vzhľadom na to, že obchodovanie domácej meny je ohraničené zvoleným úzkym pásmom (2,25%) oproti centrálnej parite v rámci mechanizmu výmenných kurzov ERM 2.

Počas stupňujúceho sa napätia na globálnom finančnom trhu dánska koruna čelila podstatným špekulatívnym tlakom z dôvodu zvýšeného dopytu investorov po bezpečnejších aktívach. DNB na elimináciu nadmerného zhodnotenia domácej meny znižovala menovopolitické sadzby, aby odstránila jej atraktivitu, a taktiež vo výrazných objemoch intervenovala v jej neprospech.

Do záporného pásma (na -0,2%) DNB posunula sterilizačnú úrokovú sadzbu po tom, čo ECB na júlovom zasadnutí v roku 2012 znížila úrokovú sadzbu jednodňových sterilizačných operácií na 0%. Touto sadzbou úročí prebytočné prostriedky z bežných účtov protistrán a sterilizuje prebytok likvidity prostredníctvom tendrov vo forme depozitných certifikátov. O tomto kroku však bol bankový sektor vopred informovaný, keď už vo februári 2012 DNB pripustila možnosť implementovať záporné sadzby, aby tak zabránila nadmernému zhodnoteniu domácej meny voči euru. Okrem indikácie zverejnila na internetovej stránke technický popis zaobchádzania s prípadnými zápornými úrokovými sadzbami s cieľom poskytnúť protistránam dostatok času na prípravu IT systé-

mov a obchodných postupov, aby hladšie zvládli prechod na záporné sadzby.

Po viditeľnom uvoľnení napätia na globálnom finančnom trhu DNB na januárovom zasadnutí v roku 2013 upravila menovopolitické úrokové sadzby, a to sterilizačnú úrokovú sadzbu z -0,2% na -0,1%.

Rámec menovopolitických nástrojov DNB pozostáva z operácií na voľnom trhu a individuálnych limitov na bežných účtoch protistrán. V rámci operácií na voľnom trhu majú akceptovateľné protistrany prístup k refinančným operáciám na dodanie likvidity a k sterilizačnej operácii, prostredníctvom ktorej môžu uložiť voľné prostriedky vo forme 7-dňových depozitných certifikátov. Zmyslom nastavenia individuálnych limitov na bežných účtoch protistrán je zamedziť špekulatívnym tokom na oslabenie dánskej koruny. Ak agregátny stav na bežných účtoch protistrán prevyšuje stanovený agregátny limit, DNB automaticky zníži stav prostriedkov na výšku limitu individuálnej protistrany a prebytočné prostriedky prevedie do depozitných certifikátov. Momentálne sú zápornou úrokovou sadzbou úročené automaticky prebytočné prostriedky z účtov protistrán a v prípade participácie protistrán v sterilizačných tendroch aj 7-dňové depozitné certifikáty.

ZÁPORNÉ ÚROKOVÉ SADZBY PRI DEPOZITNÝCH OPERÁCIÁCH ECB

V prípade eurozóny trhové očakávania, pokiaľ ide o záporné úrokové sadzby, zosilneli po tom, čo ECB v júli 2012 znížila depozitnú sadzbu, čiže úrokovú sadzbu jednodňových sterilizačných operácií na 0%. Tieto úvahy trhových analytikov vyplývali z predpokladu, že akékoľvek zníženie základnej úrokovej sadzby, čiže úrokovej sadzby hlavných refinančných operácií, by pri zachovaní rozpätia medzi menovopolitickými sadzbami na aktuálnej úrovni 150 bázických bodov automaticky znamenalo posun depozitnej sadzby do záporného pásma. Takémuto kontroverznému kroku sa dá vyhnúť len v prípade, ak by sa zúžilo rozpätie, či už symetricky alebo asymetricky. Pri takejto úprave si treba uvedomiť, že čím je rozpätie užšie, tým viac sú banky demotivované obchodovať na medzibankovom trhu, keďže riziková prémia (trhová úroková sadzba voči základnej úrokovú sadzbe) je v takom prípade minimálna. Na jednej strane môžu viaceré banky nahradiť obstaranie zdrojov na trhu účasťou v refinančných operáciách ECB a na druhej strane ukladajú trhové subjekty nezobchodované prostriedky v ECB. V skutočnosti by tým ECB prevzala na seba v oveľa väčšej miere úlohu sprostredkovateľa medzi subjektmi na medzibankovom trhu. Takáto situácia od vypuknutia krízy už nastala, keď ECB zúžila rozpätie medzi menovopolitickými sadzbami z pôvodného symetrického pásma 200 bázických bodov. V októbri 2008 ho zúžila prechodne (na niekoľkodňové obdobie) asymetricky, hoci následne ho symetricky upravila na 100 bázických bodov. Podľa vyjadrení trhových analytikov tento



uší koridor neprispel k zlepšeniu obchodnej aktivity na nezabezpečenom trhu, ale viedol k viditeľnému nárastu čerpania zdrojov z ECB na jednej strane a zároveň k sterilizácii značných prebytkov likvidity v ECB. Úrokový koridor s týmto rozsahom medzi menovopolitickými sadzbami zostal len do januára 2009, keď ho ECB podľa trhu po posúdení negatívnych efektov vrátila do pôvodného symetrického rozpätia 200 bázických bodov. Ak by ECB ponechala rozpätie na štandardnej úrovni 200 bázických bodov, už v máji 2009 by sa bola znížila sadzba na depozitné operácie na 0 %. Tomuto kroku sa zrejme chcela vyhnúť, preto radšej pristúpila k opätovnému zúženiu koridoru na 150 bázických bodov.

Podľa názorov trhu je zúženie koridoru snažiace sa o zotavenie obchodnej aktivity na medzibankovom trhu v skutočnosti kontraproduktívne, pretože prehĺbi existujúce problémy a oddiali oživenie trhu. V tejto súvislosti je potom vhodné zdôrazniť minimálne momentálny presun obchodnej aktivity v rámci peňažného trhu z nezabezpečeného trhu smerom k zabezpečenému, ktorý počas krízy získaval na význame a stal sa segmentom s najväčšou obchodnou aktivitou. Návrat obchodnej aktivity do pôvodného stavu (pred krízou) na nezabezpečenom trhu nepredpokladajú zatiaľ ani viacerí účastníci trhu. Šírka koridoru vplyva aj na vývoj trhových úrokových sadzieb, ktoré sa pod vplyvom naakumulovaného prebytku likvidity odvíjajú skôr od úrovne depozitnej sadzby na rozdiel od štandardných podmienok, keď zvykli závisieť predovšetkým od úrovne základnej úrokovej sadzby, v okolí ktorej sa obchodovali najkratšie depozitá na nezabezpečenom peňažnom trhu.

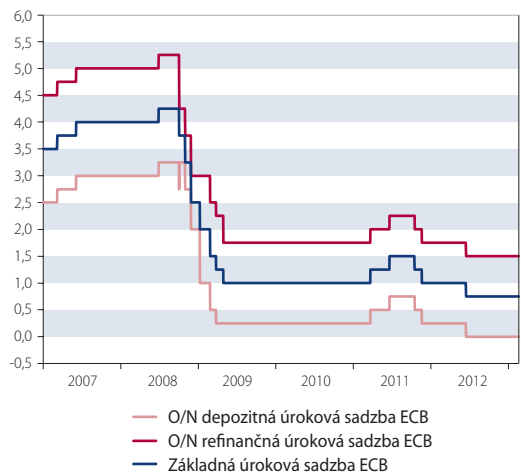
Implementácia zápornej úrokovej sadzby na depozitné operácie má podľa trhu zmysel len v prípade súčasného zavedenia sankčnej úrokovej sadzby na prebytočné rezervy v rovnakej výške, aby sa banky eurozóny nemohli vyhnúť sankciám za deponovanie prebytočných prostriedkov. Takéto nastavenie však podľa niektorých analytikov vytvára teoretickú otázku o zmysluplnosti depozitných operácií. V niektorých prípadoch by proti ich dočasnému vyňatiu z rámca operácií na voľnom trhu boli povinnosti niektorých bánk eurozóny dané regulátormi, ktorí rozdielne posudzujú deponovanie voľných prostriedkov v ECB.

V súčasnosti akútnosť implementovať záporné sadzby na depozitné operácie zoslabujú vyjadrenia predstaviteľov ECB, podľa ktorých je to nepreskúmaná agenda a uvedomujú si najmä viaceré možné negatívne dôsledky pre finančný trh, ale aj reálnu ekonomiku. Podobne na prípadné riziká upozorňujú aj účastníci trhu, ktorí sú vzhľadom na problémy na strane dopytu, ale aj ponuky (skôr spomínané v úvode článku) skeptickí, pokiaľ ide o účinnosť záporných menovopolitických sadzieb.

ZÁPORNÁ ZÁKLADNÁ ÚROKOVÁ SADZBA ECB

Podľa trhových analytikov by najkontroverzejším opatrením bolo implementovanie zápornej sadzby v prípade základnej úrokovej sadzby, čiže

Graf 2 Menovopolitické úrokové sadzby ECB (v %)



Zdroj: Bloomberg a ECB.

úrokovej sadzby hlavných refinančných operácií, za ktorú ECB poskytuje bankám refinančné zdroje na pokrytie potreby likvidity. Takéto opatrenie síce znie na prvý pohľad absurdne, keďže by banky pri splatnosti refinančného tendra vrátili nižšiu sumu, než si pôvodne požičali, pretože rozdiel tvoria záporné úroky. Podľa nich je preto potrebné takýto postup vnímať v kontexte zavedenia zápornej sadzby na depozitné operácie a súčasnej penalizácie prebytočných rezerv. O takejto alternatíve podľa zverejnených správ uvažovali v Japonsku, s cieľom podporiť zotavenie dlhodobo stagnujúcej domácej ekonomiky.

Takéto refinancovanie (napr. -0,25 %) sa zdá byť na prvý pohľad výnosným, ale pri zavedení zápornej sadzby na depozitné operácie (napr. -1 %) a súčasnom uplatnení sankcií na prebytočné rezervy (napr. -1 %) by banka v prípade nepoužitia čerpaných prostriedkov stratila počiatočnú výhodu a dostala by sa do úrokovej straty po deponovaní či už na bežnom účte, alebo formou depozitnej operácie počas viac ako polovice z dĺžky splatnosti požičaných zdrojov z ECB. Len na porovnanie, ak v rámci súčasného modelu banka zdroje získané z ECB nepoužije a ponechá ich na bežnom účte alebo využije možnosť jednodňovej sterilizačnej operácie, stráca úrokový rozdiel 75 bázických bodov. V prípade modelu záporných sadzieb by bol konečný efekt rovnaký, úroková strata 75 bázických bodov.

Väčšina analytikov vníma zmysel záporných refinančných sadzieb skôr v podobe stimulácie účelového čerpania zdrojov z centrálnych bánk a minimalizácie špekulatívnych motívov. Podľa nich by sa tým podarilo eliminovať použitie získaných prostriedkov najmä na investície do bankových, podnikových alebo štátnych cenných papierov. Napriek tomu, že uskutočnené ročné a trojročné tendre neprispeli k zotaveniu či ekonomickej aktivite alebo aktivite na medzibankovom trhu, podľa trhových analytikov podporili stabilizáciu napätej situácie na medzibankovom trhu.



Inflation targeting vs. nominal GDP targeting

Tomáš Sivák¹

In this paper we will compare two monetary policy frameworks: inflation targeting and nominal GDP targeting. At present, inflation targeting is the currently used regime. But in fact there is quite a hot debate that it should be replaced with nominal GDP targeting. We will compare these two frameworks and try to argue that nominal GDP targeting is slightly superior to inflation targeting. The paper is divided into four sections. The first section deals with the current state of monetary policy. The second section describes inflation targeting, the concept and also the empirical experience, as it has been used for the last two decades. The third section describes nominal GDP targeting, its benefits and drawbacks, and compares it with currently used inflation targeting. The fourth section sums up the previous discussion and concludes, why nominal GDP targeting can be a better option.

1. INTRODUCTION

At present, most of the developed world central banks use a framework called inflation targeting. In a simplified view, central banks set a target for annual inflation rate, usually a low one, and endeavour to achieve this goal. By this nominal anchor they attempt to maintain price stability, which is understood to be a low and stable inflation rate. The predecessor of inflation targeting was monetary targeting (where central banks target money supply growth), but it encountered several difficulties in the 1980s, so a discussion about its successor began. Gradually, inflation targeting had been considered the most suitable approach. The first country which, in March 1990, adopted inflation targeting was New Zealand. Later on, this framework was also chosen by major developed countries. It was broadly supported by academia, among others also by current Fed chairman Ben Bernanke and one of the most prominent scholars in the field of monetary policy Frederic Mishkin. The policy framework proved to be very successful and became the main monetary policy strategy in the previous two decades.

Response of monetary policy to the current crisis

Yet the crisis came and world central banks started to deal with it. To stimulate the economy, they at first applied common monetary policy tools, mainly in order to lower short-run interest rates. As the time went by, target interest rates were cut to almost zero, and central banks fell into liquidity traps. Nominal interest rates cannot be lower than zero, because customers would not deposit their money at negative interest rates, and rather hold cash, which literally pays zero nominal interest rate. In practice, however, nominal interest rates can be slightly lower than zero (as we saw in Japan), but this can only happen because people feel safer if their money sit in a bank account instead of being under the pillow. When there was no option for lowering nominal interest rates,

less conventional tools came into use, and several rounds of so-called quantitative easing followed. The US Fed also started to buy long-term debt in order to increase its price, i.e. to lower the long-run interest rates and thereby to support investment. Yet many observers deemed these steps insufficient. Unemployment remained still quite high. Inflation was very low in 2010 and in fact there was a deflation in the US in 2009. Monetary policy should act to increase the aggregate demand but a lot of analysts said that Fed hasn't done enough to increase it. Another case is the European Central Bank (ECB). Many commentators describe its policy as more restrictive than expansionary. One of the problems can be inflation targeting itself. The ECB has adopted inflation targeting and its primary goal is to reach a defined level of inflation (close to but lower than 2%). (The Federal Reserve has a dual mandate of price stability and full employment). Outgoing head of the Bank of England Mervyn King once called central bankers strictly adhering to inflation targets as "inflation nutters". This term could now refer to the ECB, which is extremely caring about inflation and is reluctant to ease its policy. If fiscal policy in the euro area were expansionary, monetary policy would offset its expansion by restrictive policy, conducted in order to maintain the targeted inflation rate. Even in July 2008 the ECB raised its key interest rates as the crisis was emerging, because of fears that high oil prices would cause increased inflation.

Nominal GDP targeting debate

Therefore, questions started to arise: Is the inflation targeting the best option we have, or is there something better? Some economists answered: yes, there is. It is called nominal GDP targeting. Instead of targeting inflation, central banks would start to target nominal GDP, which is the product of price level (as measured by GDP deflator) and real GDP (amount of final goods and services produced within one year in real terms). The cause for it is a little bit complicated, and we will elab-

¹ The author of this article is a student at the Department of Economics, Central European University.



2 To mention some: Lars Christensen at „Market Monetarist“, David Beckworth at „Macromarket Musings“, Marcus Nunes at „Historinhas“

3 Minutes of the Federal Open Market Committee meeting, November 1-2 2011.

4 Peter Diamond, Eldar Shafir, Amos Tversky. 1997 „Money Illusion.“ *The Quarterly Journal of Economics*, Volume CXII, Issue 2.

5 Daniel Levy, Mark E. Bergen, Shantanu Dutta, and Robert Venable. 1997. „The Magnitude of Menu Costs: Direct Evidence from Large U.S. Supermarket Chains.“ *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112, No. 3, pp. 791-825.

borate on it later. Even when monetary targeting was in demise at the end of the 1980s, nominal GDP targeting was one of the options to supersede it. Nevertheless, inflation targeting became the winner. Inflation targeting seemed to be very successful and was believed to be one of the contributors to the Great Moderation. The problems (some were already mentioned) came later. As time went by, supporters of the switch to nominal GDP targeting started to show up. One of its main proponents is avid blogger Scott Sumner, with his blog „The Money Illusion“. Also some other enthusiastic bloggers joined.² The idea of nominal GDP targeting was becoming more and more popular and finally, in November 2011, also the Federal Open Market Committee (FOMC) discussed this idea.³

Is nominal GDP targeting really superior to inflation targeting? We will try to discuss the issue in this paper and compare inflation targeting with nominal GDP targeting. In the next section we will describe inflation targeting, its concept and also the empirical evidence, as it has been used for the last two decades. In the subsequent section we will describe nominal GDP targeting, its benefits and drawbacks, and compare it directly with currently used inflation targeting. As it has never been used in practice, we can only rely on the theory or on simulations. In the final section we will sum up the discussion and conclude, why nominal GDP targeting is a better option.

2. INFLATION TARGETING

Inflation targeting is something more than just setting the target for inflation rate. Mishkin (2007) describes it as monetary policy strategy that encompasses the following five elements:

1. the public announcement of medium-term numerical targets for inflation;
2. an institutional commitment to price stability as the primary, long-run goal of monetary policy and a commitment to achieve the inflation goal;
3. an information-inclusive approach in which many variables (not just monetary aggregates) are used in making decisions about monetary policy;
4. increased transparency of the monetary policy strategy through communication with the public and the markets about the plans and objectives of monetary policymakers;
5. increased accountability of the central bank for attaining its inflation objectives.

The first country to adopt inflation targeting was New Zealand, in March 1990. Since then on it was followed by Canada, Chile, the United Kingdom, Sweden, Israel, Brazil and other countries. What is the main argument for targeting a specific inflation rate? The reason is to achieve price stability. When there is high inflation (or deflation), it is hard to distinguish between real changes in prices and nominal changes in prices. In order to allocate resources in the economy efficiently, people should make decisions based on real values. In this case

they should make decisions in line with relative price changes. Yet there is evidence that people are subject to money illusion.⁴ In their decision making they take into account changes in nominal prices rather than changes in relative prices. If they see prices going up by 2% they mistakenly interpret this as a real change, even though the inflation could be 6%, which would mean that real prices went down. The same problem is with wages (which is the price of labour). Workers are reluctant to accept nominal wage cuts. If they see a 2% nominal decrease in their wages (with 0% inflation), they consider it unfair. Yet they are happy with 2% nominal increase, even though the inflation is 4%. In real terms, these two outcomes are equivalents. Hence, as it seems, money illusion exists.

Costs of inflation

For efficient functioning of the economy, right price signals are needed, since inflation can cause misallocation of resources. However, this is not the only cost of inflation. There are several others. Frequently mentioned are: shoeleather costs, menu costs, inflation-induced tax distortions, confusion and inconvenience and arbitrary redistribution of wealth. Shoeleather costs are costs of reducing the money holdings, as people during inflation periods use to hold less cash and therefore they need to go to their banks more often. This is the cost of lost time, which has an opportunity cost. The cost is more obvious in countries with very high inflation, when people start rather speculate with money than enter productive activities. Menu costs are borne by firms because every change of prices requires them to „print new menu“. More generally, it involves the cost of deciding about the amount of price change, printing new catalogues, advertising new prices, and so on. One study found that they can be higher than one would think (in the study the menu costs were 35% of net profits).⁵ Inflation causes also problems with taxation. There is agreement that taxed should be real values rather than nominal values. Yet tax codes do not take it into account in many cases. Most of the taxes reduce economic activities. This problem is even exacerbated by inflation. If somebody bought a stock for 10 dollars in 1980 and sold it for 50 dollars in 2000, tax laws would tax the capital gain of 40 dollars. But what if prices doubled during this time? Then the 10 dollars in 1980 has the same value as 20 dollars in 2000. So the real gain would be only 30 dollars. Government taxed the gain of 40 dollars instead of 30 dollars, so the tax burden was higher than it should be. A similar problem can arise with progressive personal income tax, if the tax brackets are not adjusted for inflation (but the benefit can be that it becomes an automatic stabilizer). Such distortions in general discourage people from saving, which can lower investment and, as a consequence, future growth. Confusion and inconvenience arises with inflation. It is harder to interpret all economic data. Money has



different value in different time, so computing a true firm's profit becomes cumbersome. If the inflation is unexpected, it causes arbitrary redistribution of the wealth between creditors and debtors. Debtors profit from unexpected inflation, while creditors profit from unexpected deflation (or lower-than-expected inflation).

Should we target 0% inflation?

After mentioning all of the costs of inflation (as well as deflation) we can see, how important it is to maintain stable price level. One can first think that the best would be to have always zero inflation, i.e. no changes in general price level. This can call for a target level for inflation of 0%. We will see that it is not as easy as it seems to be. There are several reasons to set the target above zero. First, policy makers are not omnipotent people who will always achieve their target. With target inflation at 0% level, deflation becomes more likely. Deflation can be especially harmful to economy and we saw a big fear of it in recent times in the USA (Japan is unfortunately having this unkind experience for almost last two decades). Second, it was found that consumer price index (CPI), which is used as the most widely measure of inflation, actually overstates the inflation rate.⁶ Since these findings, several measures have been adopted, but still it is believed that the overstatement is between 0.5 and 1 percentage points. So with measured 0% inflation, the economy can be actually experiencing deflation. Third, the higher the target, the lower the probability of liquidity traps. As we mentioned, nominal interest rates cannot fall under 0%. If we want to further boost the economy, instead of decreasing nominal interest rates we can increase the inflation rate and hence decrease the real interest rate. Investment and saving decisions are made based on real interest rates, so lowering it can give a stimulus to economy. Fourth, there is also one benefit of inflation. It "greases the wheels of labour market". Workers are reluctant to accept nominal wage cuts. If there is a necessity to lower them (in order to limit the costs of enterprises), workers would be reluctant to accept the cuts. With such downward wage stickiness, price of labour will be above equilibrium which will cause unemployment. Yet there is a solution for this. If we cannot cut nominal wages, we can let inflation to make the job. Higher inflation will lower real wages, which is what is important for companies. Therefore, labour market can achieve equilibrium much faster. These arguments for avoiding zero inflation targeting are quite persuasive.

Yet it does not mean that the target should be very far from zero, because of already mentioned costs. There is a widely cited definition of price stability proposed by Alan Greenspan. According to him price stability is "a rate of inflation that is sufficiently low that households and businesses do not have to take it into account in making everyday decisions."⁷ Taking into account already mentioned constraints, inflation targets between

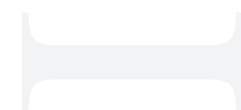
1% and 3% can meet these criteria. And most of the inflation targeting countries actually set their targets within this range. One of the most important central banks, the ECB, has a target of inflation rate close to but lower than 2%. Finally, also Ben Bernanke, the Fed chairman, announced on 25 January 2012 explicitly an inflation target of 2% for the first time in Fed's history⁸ (even though it still remains under dual mandate, i.e. still cares the same about employment as about inflation).

Advantages of inflation target

It is useful to set the targets for inflation in numerical terms rather than to produce some vague statements like "central bank will strive to achieve low inflation". Explicit targets provide a nominal anchor for the central bank. The nominal anchor is a set variable that serves as a target for monetary policy. It helps to peg inflation expectations and avoid the time inconsistency problem. If there is a numerical target and the bank has accountability, inflation expectations tend to follow the target. This widely promotes the planning of firms and households. Also it is less probable that the central bank will fall into the time inconsistency trap. This was mentioned for the first time in an influential paper by Kydland and Prescott.⁹ Time inconsistency arises when central banks focus on the short run instead of the long run. There is a wide agreement among economists that central banks can influence output and employment in the short run but not in the long run. It is just the restatement of money neutrality. Central banks announce the inflation target and hence form expectations. Yet after expectations are formed central bankers are prone to conduct expansionary monetary policy, because unexpected inflation will boost the economy. This is true in the short run, but in the long run they cannot influence output and the only outcome will be permanently higher price level. So it is better to set the goal and then stick to it, which means to be consistent over time.

Inflation targeting was adopted because of its superiority to monetary targeting, which was used before. There are several advantages of inflation targeting. First, it is very easy to be understood by the public, at least easier than other potential goals. Second, for inflation targeting, the relationship between money and inflation is not as crucial as was with monetary targeting. Money influences inflation in the long run, but in the short run the correlation is not that strong and also other factors influence inflation. Actually, that is also a reason why central banks chose the short-term interest rate as their tool to perform monetary policy. The link between interest rates and inflation is tighter than the link between monetary aggregates and inflation.¹⁰ Third, an explicitly stated inflation goal increases the accountability of the bank by decreasing the likelihood that the central bank will fall into the time inconsistency trap. Fourth, and according to Mishkin¹¹ the

- 6 Michael J. Boskin, Ellen R. Dulberger, Robert J. Gordon, Zvi Griliches, Dale Jorgenson. 1996. „Toward A More Accurate Measure of the Cost of Living: The Final Report to the Senate Finance Committee from the Advisory Commission to Study the Consumer Price Index.“
- 7 Frederic S. Mishkin. 2001. „Inflation Targeting.“ *An Encyclopedia of Macroeconomics* (Edward: London).
- 8 Press Release, January 25, 2012, Federal Open Market Committee.
- 9 Finn E. Kydland, Edward C. Prescott. 1977. „Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans.“ *The Journal of Political Economy*, Vol. 85, No. 3, pp. 473-492.
- 10 Mishkin, Frederic S.. 2007. „The Economics of Money, Banking and Financial Markets.“ Eight edition. Pearson Addison Wesley.





- 11 Mishkin, Frederic S.. 2007. „The Economics of Money, Banking and Financial Markets.“ Eight edition. Pearson Addison Wesley.
- 12 Mishkin, Frederic S., Klaus Schmidt-Hebbel. 2001. „One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know And What Do We Need To Know?“ NBER Working Paper 8397.
- 13 Sumner, Scott. 2012. „The Case for Nominal GDP Targeting.“ Mercatus Center, George Mason University.

most important, it can help to focus the political debate on what a central bank can do in the long run – that is, control inflation, rather than what it cannot do – that is, permanently fuel growth and the number of jobs through expansionary monetary policy. Moreover, the communication part of inflation targeting is important. Even though other monetary regimes can also communicate their monetary policy, part of inflation targeting is highly transparent and regular communication with the public. Central bank gains accountability and the planning of the private sector improves.

Disadvantages of inflation target

There are also mentioned several disadvantages connected with inflation targeting. Yet as we will see, they are not always justified. First, there is delayed signalling. Monetary aggregates are easier to control than inflation rates. Therefore, monetary aggregates were supposed to send better signals to the public about the state of monetary policy. However, the past experience told us that it was not true. So it is hard to say that monetary targeting was superior in this sense. Second, many economists criticize inflation targeting for too much rigidity. Actually, this is not very legitimate because inflation targeting provides mainly a goal for central bankers, but they can choose whatever tools to achieve the goal. The policy making is quite flexible with inflation targeting. Third, inflation targeting can potentially increase the output fluctuations. If monetary policy looks too much only at the inflation target, it can oversee the impact on the output. However, from experience we can say that also inflation targeting countries care about output fluctuations. Fourth, there are concerns about economic growth. In fact, during the periods of disinflation countries suffer from quite high output losses, as the Phillips curve predicts, and sacrifice ratios are sometimes very high. But after achieving low inflation, its low rate and low volatility actually provides a favourable growth environment.

All in all, inflation targeting has been quite successful. Many countries have undergone painful disinflation periods and then were able to maintain low inflation. This success would not be possible without inflation targeting. Even though inflation targeting is not as successful as some other regimes in industrialized non-inflation targeting countries, still it is more successful than previously used frameworks.¹²

3. NOMINAL GDP TARGETING

As the name suggests, in nominal GDP targeting framework central banks will target nominal GDP. Nominal GDP is the nominal value of all final goods and services produced in the economy within one year. The name nominal income targeting is also used interchangeably.

After the recession, inflation targeting started to be criticized by some scholars. Some say it did not pay enough attention to asset price bubbles. Others criticize not sufficient responses of some

central banks to slump in the economy because of the fear of increased inflation. Avid advocate of nominal GDP targeting Scott Sumner reasons in his paper¹³ that “because of inflation fears, the Fed did not provide enough monetary stimulus in late 2008, allowing the largest decline in nominal spending since 1930s“. Later he states that “this demand shock intensified the financial crisis and led to high unemployment. Nominal GDP targeting would have greatly reduced the severity of recession, and also eliminated the need for fiscal stimulus. The national debt would be far lower“.

Logic of nominal GDP targeting

As with inflation targeting the central bankers try to hit a certain value of inflation rate, with NGDPT central bankers strive to hit a certain level of nominal GDP or its growth rate. The main idea behind NGDPT is that it can help to stabilize output fluctuations, i.e. the business cycle. The process is as follows: First, the central bank sets a target for growth of nominal GDP. For the US it is usually mentioned as 5%. This relates to 3% growth in real GDP (which is approximately the average rate of real GDP growth in the USA for last decades) and 2% target for inflation rate. If the real GDP growth is below its potential, let's say 1%, central bank should carry out expansionary monetary policy and try to achieve inflation rate of 4% (in order to hit a target of 5% for nominal GDP growth). Expansionary monetary policy will boost the economy and finally move it back to the potential growth path. This will stabilize output fluctuations and mitigate business cycle impacts. If the economy is above its potential and is overheated, let's say real GDP grows by 4%, there are inflationary pressures. In this case the central bank should carry out contractionary monetary policy and try to lower the inflation to 1%, in order to hit 5% target of nominal GDP growth. All in all, during expansions the central bank carries out contractionary monetary policy and during recessions (or lower growth) the central bank conducts expansionary policy. This should stabilize output fluctuations and make business cycle impacts less severe. This is the main advantage of NGDPT – by its mechanism it automatically leads to stabilization of the economy.

Why nominal GDP targeting can be better than inflation targeting?

One can say that inflation targeting is not that rigid and can also react to economic shocks. The problem is that it can react well to demand shocks, e.g. to a recession abroad or a change in the velocity of money, but it cannot react well to supply shocks, e.g. to a rise in oil prices or in food prices. If an adverse supply shock strikes, let's say there is a sharp increase in the world oil prices, countries would face a stagflation. There are two bad news for the economy – decline in output and high inflation. The central bank can accommodate only one of them. If it starts to carry out expansionary monetary policy, it would move the



economy out of recession, but it would increase inflation even further. If it starts to carry out contractionary monetary policy, it would lower inflation rate but only at the expense of further exacerbating the recession. With inflation targeting, the second option should be chosen. If a central bank targets 2% inflation and an exogenous adverse supply shock comes and puts pressure on inflation increase, central bank would reduce money supply growth and throw the economy into deeper recession. Obviously, such an outcome is not favourable. It is better to let inflation rise in order to decrease unemployment. Anyway, if we allow the inflation rate to grow from 2% to 4%, economists do not consider such a low inflation a big problem. We even mentioned one benefit of inflation, that it can bring the labour market faster to its equilibrium, which is especially useful during recessions. NGDPT lets the inflation to make its job of "greasing the wheels of labour market". Recession causes unemployment to increase. This increase refers to cyclical unemployment "only" and should be reversed during the subsequent boom. However, a theory called hysteresis asserts that high unemployment can become permanent, and the cyclical part will change into a higher natural rate of unemployment. The reasons can be that unemployed people will lose valuable job skills or willingness to work. This can be especially true during the current very long "bad times" (we see economic growth but its "jobless", i.e. unemployment still remains high). NGDPT can avoid this by letting inflation rise rather than keeping it fixed as under inflation targeting. Central banks would not be so feared of expansionary monetary policy.

Here would be helpful to change the rhetoric, and not to convey to the public that the goal of central bank is to increase inflation. People are subject to inflation fallacy, that is, they think that inflation decreases their purchasing power. It is more correct to say that central banks attempt by expansionary monetary policy to increase the aggregate demand and hence income and inflation can be called only a "byproduct". It is better for the public to hear that the central bank tries to increase their income, because increasing the inflation rate is interpreted as a decrease in income (or purchasing power), i.e. the complete opposite.

Distribution of supply shock between inflation and real GDP

Every supply shock would be distributed between inflation and real GDP under NGDPT. What decides how the shock would be distributed? The basic AD-AS model gives us the answer. The key is the slope of the aggregate supply curve. In the short run the aggregate supply curve is upward sloping curve (some prices are sticky and some prices are flexible in the short run)¹⁴. If the short-run aggregate supply curve (SRAS) is more horizontal, expansionary monetary policy (shift of the aggregate demand curve to the right) will affect

output more than prices, i.e. distribution will be more on the real GDP side than on the inflation side. On the other hand, if the SRAS is more vertical, expansionary monetary policy will affect more prices than output. Lucas (1973)¹⁵ found out some international differences in the slope of the SRAS. In countries, where aggregate demand (AD) fluctuates widely, SRAS is more vertical. In countries, where AD is relatively stable, SRAS is more horizontal. The second finding was that countries experiencing high inflation have SRAS more vertical and countries experiencing low inflation have SRAS more horizontal.¹⁶ If we sum up these findings, more developed countries (countries with relatively stable AD and low inflation) have SRAS, which is more horizontal, that means that prices are stickier. Thus, the effect of expansion of AD via monetary policy will be felt more in real GDP changes than in inflation changes. This makes monetary policy more powerful in developed countries compared to developing countries.

As we saw, supply shocks are always problematic with inflation targeting. We do not know if there is a huge supply shock just ahead of us, but at least we should expect it. NGDPT is prepared for such occasion. This makes it more favourable than inflation targeting.

Moreover, if a positive supply shock comes (such as IT revolution in 1990s), under inflation targeting, the central bank would conduct rather loose monetary policy in order to hit the inflation target. The problem is that this could lead to asset price bubbles (which cause problems as they burst). Under NGDPT, monetary policy would be tighter in order to hit the nominal GDP target. Thus, NGDPT can possibly avoid asset price bubbles or at least mitigate them.

Bernanke and Mishkin discuss nominal GDP targeting

Bernanke and Mishkin (1997)¹⁷ also discuss NGDPT as an option, however, they mention three reasons why inflation targeting is slightly better in their opinion. We will attempt to show that they are not that convincing. One of them is that for inflation targeting there are still enough escape clauses which provide enough flexibility. Yet with NGDPT there is no need for such escape clauses. It directly mandates the central bank to target different inflation rates according to circumstances. As the second argument they mention that the concept of inflation is better understood by the public than the concept of nominal GDP. If we under the public understand the general population, we can assume that hardly anybody knows that there exists something like inflation targeting. Of course, for people would be much better if central bank tried to stabilize the business cycle rather than to target a specific inflation rate. If we under the public mean the experts who everyday follow the financial markets, there is no problem for them to understand what nominal GDP is if they understand what inflation is. Lastly, authors would mildly prefer inflation targeting, because

14 We deviate from the extreme short-run macroeconomic assumption that all prices are sticky in the short run. This is useful as a first approximation. In reality, some prices are sticky (e.g. prices of magazines) in the short run and some are flexible (especially prices in the financial markets). This makes short-run aggregate supply curve upward sloping rather than horizontal.

15 Lucas, Robert E. 1973. "Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs." *The American Economic Review*, Volume 63, Issue 3, 326-334.

16 These findings are quite intuitive. In countries with high inflation and high AD fluctuations suppliers should have learned that most of the price changes are not changes in relative prices, so they do not respond so much to them by changing the production. On the other hand, in countries with low inflation and low AD fluctuations suppliers expect most of the price changes to be changes in relative prices, so they respond by increasing or decreasing the production.

17 Bernanke, Ben S., Frederic S. Mishkin. 1997. "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?" *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 11, No.2 (Spring, 1997), pp. 97-116.

A

H

B



- 18 There are various ways how to „measure“ expected inflation (in the USA). One way is to look at the TIPS breakeven rate, that is the difference between the same maturity interest rate on government bond and interest rate of TIPS bond, which is always adjusted for inflation. Another way is to look at the University of Michigan Inflation Expectation index. Cleveland's Fed also makes its own estimates combining different methods. There can be also found classical survey-based estimates.
- 19 Sumner, Scott. 2012. „The Case for Nominal GDP Targeting.“ Mercatus Center, George Mason University.
- 20 Hall, Robert, N. Gregory Mankiv. 1994. „Nominal Income Targeting.“ In Mankiv N. G., ed., *Monetary Policy*. Chicago: University of Chicago Press for NBER, pp. 71-94.
- 21 Sumner, Scott. 1989. „Using Futures Instrument Prices to Target Nominal Income.“ *Bulletin of Economic Research* 41: 157-62.

data on prices are obtained more frequently than nominal GDP data.

Looking at inflation expectations rather than current inflation

Nevertheless, one problem arises: Central banks should rather target the forecast than the actual value. When they are deciding about changes in monetary policy, a better way is to look at inflation expectations¹⁸ rather than at current inflation and accordingly adjust their policies. If we make decisions based on actual data, it is like trying to steer car by looking in the rear-view mirror¹⁹. If the current inflation rate is above the target but the expected figure is below the target we should rather loosen the policy to achieve the target in the future. This is one of the main reproaches to the Fed by Scott Sumner. He proposes to target the forecast and do the same with NGDPT. Nevertheless, there arises a problem of how to forecast the nominal GDP. Several ways were proposed: to use the consensus of Federal Open Market Committee (FOMC) members, or to use the consensus of private forecasters, such as Blue Chip consensus.²⁰ As it seems, Scott Sumner proposed the best solution: targeting futures instrument prices for assessing nominal GDP.²¹ From the futures market we can directly see the wide market consensus about expected nominal GDP (same as we can use today TIPS bonds breakeven rate to see wide market consensus about expected inflation). Central bank should target this rate, e.g. if the target for nominal GDP is 5% but the market expectation is only 4%, the central bank should conduct expansionary monetary policy in order to increase inflation and real growth (which it can do in the short run) and move expectations to 5% target.

Level targeting vs. growth rate targeting

There are several technical issues with NGDPT. As we already mentioned, there are two possibilities of how to conduct NGDPT. The first one is to target the growth rate of nominal GDP and the second is to target the level of nominal GDP. The advantage of level targeting is that divergences from target in certain years can be made up for in the years to follow. It is more intuitive to explain this with inflation targeting. If we target the price level and not the inflation rate (i.e. growth in price level) and we overshoot in certain year (e.g. we will achieve 4% inflation instead of 2% target), we can accommodate for this overshoot in the next years (e.g. to target only 1% inflation). With targeting directly the inflation rate, this overshoot in one year will be never accommodated in the future (one possibility of how to overcome it is to target medium-term inflation rates). With reference to NGDPT, the same analogy applies with level targeting versus growth targeting.

Lagged adjustment vs. forecast adjustment

Another technical issue with NGDPT is if to use lagged adjustment or forecast adjustment. We al-

ready mentioned this problem, and here we will elaborate on it. With lagged adjustment, central bankers will respond only to already observed nominal GDP. The figures are at disposal every quarter with a few weeks lag. With forecast adjustment, central bankers will look at forecasts of future nominal GDP and respond in advance. As we know, there are lags in implementing monetary policy. Economists distinguish between inside lag and outside lag. Inside lag is the lag between the shock and the response of the government authority (policy action). This lag is very short for monetary policy because central banks can adjust their interest rates (or use other tools) very quickly. The problem is the outside lag. It is the time between the authority response and the impact on the real economy. For monetary policy this lag can be very long, usually from half a year to one and a half year. This can be the main problem with lagged adjustment. If the central bank reacts too late, only after observation of digression of nominal GDP, it can exacerbate the shock rather than accommodate it. Thus, forecast adjustment looks superior to lagged adjustment.

4. CONCLUSION

In this paper we tried to compare current monetary framework inflation targeting with potential substitute NGDPT. Both regimes have their proponents and opponents. Several countries have adopted inflation targeting since 1990 and we were able to observe its functioning in practice. As the recession stroke and the monetary authorities responded, more and more proponents of NGDPT have started to emerge. We tried to argue that NGDPT is a slightly better framework than inflation targeting. As we mentioned, there are several arguments why NGDPT can be more suitable for many developed countries. First of all, NGDPT can better stabilize the economy. The business cycle, though not well understood, causes a lot of trouble. It would be better to have milder growth, and, therefore, also milder recession, as they are responsible for a lot of unnecessary unemployment and related social problems, which we are currently the victims of. NGDPT by its rule makes contractionary monetary policy during excessive expansions and stimulates the economy during recessions. One can argue that monetary policy can exacerbate the business cycle rather than to stabilize it because of slow response. Yet the same is true with inflation targeting. Moreover, it can be partially overcome by targeting expectations of nominal GDP. Also one can say that monetary policy under inflation targeting regime also stabilizes demand shocks. That is true, if there is an adverse demand shock, central banks can increase aggregate demand and put the economy back to its potential and at the same time follow their inflation target. The difference is in the response to supply shocks. Monetary policy which targets inflation rate should by definition react to potential price level increases by narrowing money supply. With adverse supply shock this will of course



22 Clark, Todd E. 1994. „Nominal GDP Targeting Rules: Can They Stabilize the Economy?“ *Economic Review*. Third Quarter 1994. Federal Reserve Bank of Kansas City.

put the economy into more severe recession, just because the central bank does not allow inflation to rise. This does not apply under NGDPT. In this case central banks let inflation grow and they do not worsen the recession. Moreover, as already mentioned, inflation during a recession can be beneficial, because in lots of times it is necessary to lower the real wages of workers. As they are reluctant to accept nominal wage cuts, inflation can bring labour market faster to equilibrium and hence lower the unemployment faster than under inflation targeting.

Inflation will stay predictable

The argument here can be that inflation would be less predictable. This can be true, but not to a large extent. Inflation will still stay quite predictable, as it is by definition a part of nominal GDP (as GDP deflator). The target for nominal GDP will be constructed as the GDP growth potential (let's say 3% for the USA) plus an inflation target (let's say 2%). If growth remains on average the same, the central bank is still "targeting inflation", but moreover it dampens business cycle fluctuations. The public can still use the forecasts for planning for the future, e.g. setting nominal interest rates in contracts. There can be higher fluctuations of inflation rate over the short run, yet still inflation can be predictable. As there will be a fixed rule (e.g. 5% nominal GDP growth), the public gets the short term inflation forecasts just by subtracting the expected rise of real GDP from the nominal GDP target. It will be predictable that during the periods of low growth there will be higher inflation and during higher growth periods inflation will be lower.

Simulations of NGDPT

There is no experience with NGDPT and therefore we can only rely on theoretical reasoning or simulations. Certain simulations were already made. Paper by Clark (1994)²² found, that NGDPT would significantly stabilize both real GDP growth and inflation. This model assumes that central banks will target forecasts rather than respond to actual nominal GDP (these simulations brought slightly worse predictions). Two "forecast adjustment rule" models were constructed: atheoretical model and a structural model. The atheoretical model predicts a reduction of real GDP volatility of 8.6%, and the structural model of 4.9%. The model predicted also a reduction in volatility of inflation, but as this paper is from 1994 and used data before inflation targeting was more widely spread, these numbers are not that informative. Moreover, we should not forget that it is only a model, and we can get the best reference only from the real world application.

The voices for NGDPT are rising in academic circles and also among policy makers. In this paper we tried to give some arguments that NGDPT can be slightly superior to currently used inflation targeting. Yet if we start thinking about the switch to NGDPT we should be very cautious. It took a lot of time to adopt inflation targeting and this framework promoted economic growth in the recent two decades. A switch to NGDPT can cause a loss of credibility in monetary policy which outcomes are difficult to predict. So even if policy makers propose a move to the new monetary policy framework, it should be communicated very seriously in order to eschew any potential problems which can arise just because of such a rapid change itself.

References:

- Bernanke, Ben S., Frederic S. Mishkin. 1997. "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?" *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 11, No.2 (Spring, 1997), pp. 97-116.
- Boskin, Michael J., Ellen R. Dulberger, Robert J. Gordon, Zvi Griliches, Dale Jorgenson. 1996. "Toward A More Accurate Measure of the Cost of Living: The Final Report to the Senate Finance Committee from the Advisory Commission to Study the Consumer Price Index."
- Clark, Todd E. 1994. "Nominal GDP Targeting Rules: Can They Stabilize the Economy?" *Economic Review*. Third Quarter 1994. Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Diamond, Peter, Eldar Shafir, Amos Tversky. 1997 "Money Illusion." *The Quarterly Journal of Economics*, Volume CXII, Issue 2.
- Fischer, Stanley. 1993. "The Role of Macroeconomic Factors in Growth." NBER Working Paper No. 4565.
- Frankel, Jeffrey. 2012. "Nominal GDP Targeting Could Take the Place of Inflation Targeting." Jeff Frankels Weblog.
- Frankel, Jeffrey. 2012. "The Death Of Inflation Targeting." Project Syndicate.
- Friedman, Benjamin M. 2004. "Why the Federal Reserve Should Not Adopt Inflation Targeting." *International Finance* 7:1, 2004: pp. 129-136.
- Hall, Robert, N. Gregory Mankiw. 1994. "Nominal Income Targeting." In Mankiw N. G., ed., *Monetary Policy*. Chicago: University of Chicago Press for NBER, pp. 71-94.
- Kydland, Finn E., Edward C. Prescott. 1977. "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans." *The Journal of Political Economy*, Vol. 85, No. 3., pp. 473-492.
- Levy, Daniel, Mark E. Bergen, Shantanu Dutta, and Robert Venable. 1997. "The Magnitude of Menu Costs: Direct Evidence from Large U.S. Supermarket Chains." *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112, No. 3, pp. 791-825.
- Lucas, Robert E. 1973. "Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs." *The American Economic Review*, Volume 63, Issue 3, 326-334.
- Mankiw, N. G. 2007. "Macroeconomics." Sixth Edition. Worth Publishers.
- Mishkin, Frederic S., Klaus Schmidt-Hebbel. 2001. "One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know And What Do We Need To Know?" NBER Working Paper 8397.
- Mishkin, Frederic S. 2007. "The Economics of Money, Banking and Financial Markets." Eight edition. Pearson Addison Wesley.
- Mishkin, Frederic S. 2001. "Inflation Targeting." *An Encyclopedia of Macroeconomics* (Edward: London).
- Mishkin, Frederic S. 2009. "Monetary policy Strategy." The MIT Press.
- Romer, Christina D. 2011. "Dear Ben: It's Time for Your Volcker Moment." in NY Times, October 29 2011.
- Shiller, Robert. 1996. "Why Do People Dislike Inflation?" Cowless Foundation Discussion Paper No. 1115.
- Sumner, Scott. 1989. "Using Futures Instrument Prices to Target Nominal Income." *Bulletin of Economic Research* 41: 157-62.
- Sumner, Scott. 2012. "The Case for Nominal GDP Targeting." Mercatus Center, George Mason University.
- Minutes of Federal Open Market Committee, November 1-2 2011, <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcminutes20111102.htm>
- Press Release, January 25, 2012, Federal Open Market Committee. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120125c.htm>
- CPI index. Bureau of Labor Statistics. ftp://ftp.bls.gov/pub/special_requests/cpi/cpiaixt
- <http://www.themoneyillusion.com/>





Alternatívne zdroje financovania a ich využívanie v podmienkach SR

Ing. Katarína Belanová, PhD.
Ekonomická univerzita v Bratislave

Vo vyspelých trhových ekonomikách sú rozhodujúcim zdrojom financovania podnikových potrieb interné zdroje, v užšom vymedzení čistý zisk a odpisy. Možnosti využitia týchto zdrojov v podmienkach SR sú značne obmedzené, pretože finančno-ekonomická situácia slovenských podnikov je nerovnovážna. V SR je ekonomická funkcia odpisov silne deformovaná, pretože hodnota dlhodobého majetku sa nevalorizuje, doby odpisovania sú dlhé, a tak sa znižuje reálna možnosť aspoň jednoduchej obnovy výrobného potenciálu podnikov. Výška rezervných fondov v slovenských akciových spoločnostiach nedosahuje úroveň rezervných fondov spoločností vo vyspelých krajinách. Dôvodom je to, že dosahovaná efektívnosť podnikania vyjadrená ziskom neumožňuje vyššie prídely do rezervných fondov. V tejto situácii sa rozhodujúcim zdrojom financovania stávajú zdroje externé, z nich dominuje klasický cudzí zdroj – úver. Kapitálový trh však ponúka aj iné, z hľadiska slovenského podnikateľského sektora stále neznáme zdroje financovania (alternatívne zdroje financovania). Pritom ich využívanie vo väčšine prípadov predpokladá, že podnikatelia budú mať o týchto zdrojoch určité poznatky. Takisto možno konštatovať, že alternatívne finančné zdroje využívajú takí podnikatelia, ktorým na rozvoj a inovácie svojho podnikania štandardné zdroje nepostačujú, resp. pre vysoké riziko by ich nezískali. V článku stručne charakterizujeme jednotlivé alternatívne zdroje a ich využívanie v podmienkach SR.

KLASIFIKÁCIA ZDROJOV FINANCOVANIA PODNIKATEĽSKEJ SFÉRY

Skôr ako prejdeme k samotnej charakteristike jednotlivých alternatívnych zdrojov financovania, považujeme za potrebné uviesť klasifikáciu zdrojov financovania, z ktorej vychádzame.

Podľa toho, z akého zdroja kapitál do podniku prichádza, môžeme hovoriť o externých a interných zdrojoch financovania (podrobnejšie členenie zachytáva obrázok na nasledujúcej strane).

Interné zdroje predstavujú zdroje, ktoré vznikli a aj sa využívajú v podniku. Ako vyplýva z obrázku, v rámci interného financovania ďalej rozlišujeme financovanie zo zisku, z odpisov, z rezerv a financovanie v dôsledku uvoľnenia peňazí (racionalizácia, uplatnenie technického pokroku a pod.).

Externé zdroje financovania poskytujú podniku iné subjekty. V rámci externého financovania rozlišujeme vlastné a cudzie financovanie.

Poskytovateľ externého vlastného kapitálu je vlastníkom alebo spoluvlastníkom podniku, podľa toho, či ide o podnik jednotlivca alebo rôzne obchodné spoločnosti. Pokiaľ ide o poskytovateľa externého cudzieho kapitálu, je vlastne veriteľom, to znamená, že má právo na spätnú platbu, a to v dohodnutej lehote, a súčasne má nárok aj na príslušnú výšku úroku.

Cudzíe zdroje boli v minulosti podstatne obmedzené. V súčasnosti si podnikatelia, ktorí pociťujú nedostatok finančných zdrojov, môžu vyberať z väčšieho spektra možností. Cudzíe zdroje môžeme rozdeliť na klasické (bežne využívané, s určitou tradíciou a väčšine podnikateľov známe) a alternatívne (využívajú sa zriedkavejšie, väčši-

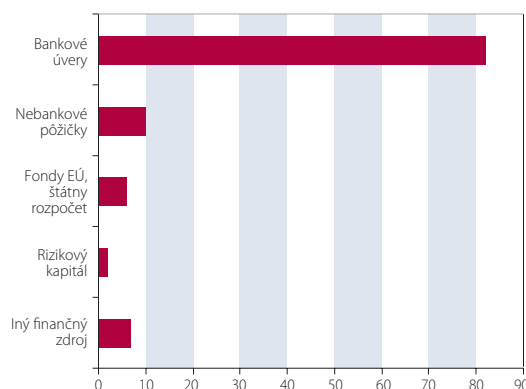
nou ide o novšie formy financovania, pre veľa podnikov aj neznáme).

V roku 2011 sme formou dotazníka uskutočnili prieskum medzi 62 výrobnými firmami na Slovensku, ktorý sa zaoberal získavaním zdrojov financovania.¹ Firmy v našej vzorke boli z hľadiska veľkosti malé a stredné.² Ako dokumentuje graf 1, najčastejšie využívanou inštitúciou v prípade malých a stredných podnikov (MSP) v SR, keď potrebujú získať dodatočné finančné zdroje, sú banky.

ALTERNATÍVNE ZDROJE FINANCOVANIA

Vymedzenie alternatívnych finančných zdrojov sa v odbornej literatúre rozchádza. Vo všeobecnosti však možno povedať, že alternatívne finančné zdroje sú tie, ktoré sa na financovanie podnikov používajú v menšom rozsahu a väčšina podnika-

Graf 1 Zdroje financovania MSP v SR (v %)

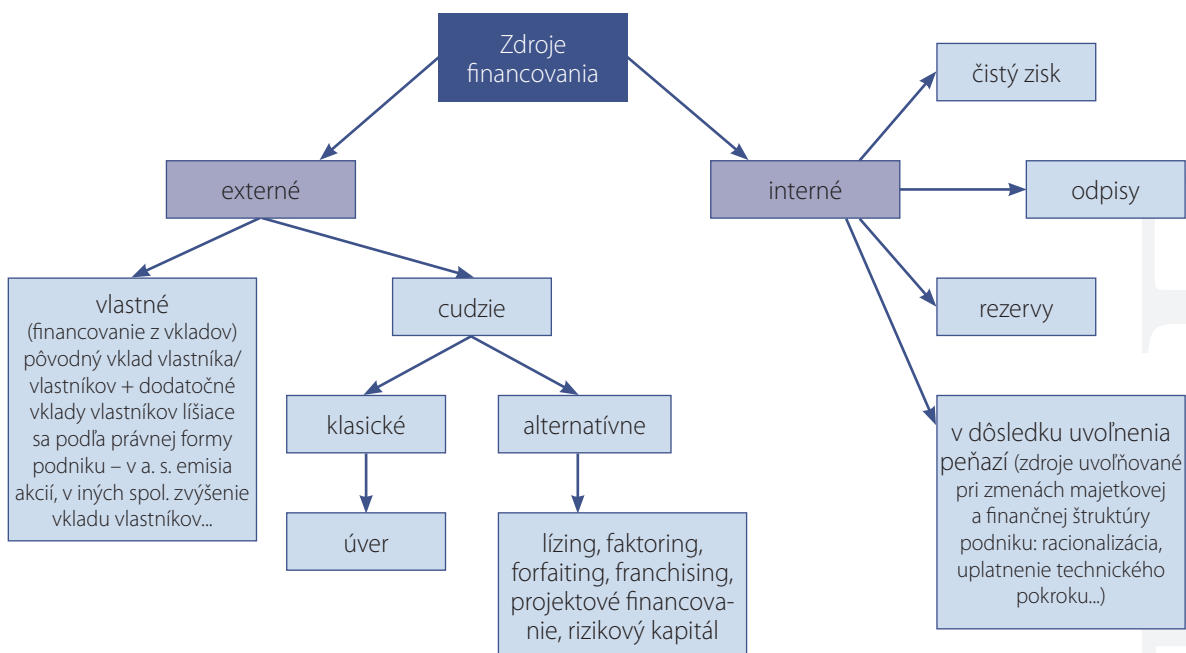


Zdroj: Vlastný prieskum (2011).

1 Belanová, K.: Empirická analýza faktorov vplyvajúcich na schopnosť MSP získať bankový úver v SR. In: Nová Ekonomika, č. 1, 2013.
2 Veľkostná kategorizácia podnikov používaná na Slovensku je v súlade s odporúčaním Európskej komisie č. 2003/361/EC platným od 1. 1. 2005.



Členenie zdrojov financovania



Zdroj: Belanová, K. (2010). *Teória a politika podnikateľských financií*. Bratislava: EKONÓM, s. 38.

teľov nemá o ich charaktere a postupe získavania presné a podrobné informácie. Považujú sa za nové, inovatívne formy financovania podnikov.³

Naopak klasický (štandardný) cudzí externý zdroj (bankový úver) má dlhú tradíciu a väčšina podnikov ho pozná.

V tomto článku sa zameriame na lízing, faktoring, forfaiting, franchising, projektové financovanie a rizikový kapitál ako alternatívne zdroje financovania.⁴ V ďalšom texte každý zdroj stručne charakterizujeme a opíšeme jeho využívanie v podmienkach SR.

LÍZINGOVÉ FINANCOVANIE

Lízingové financovanie je pomerne obľúbený spôsob financovania najmä menších podnikov, pretože na obstaranie dlhodobého majetku nemusia mať k dispozícii potrebný, zväčša veľký kapitál. Lízingová spoločnosť nevyžaduje v prípade nového podnikateľského zámeru detailný projekt, ako napríklad banka. Postačia jej finančné výkazy len na preukázanie schopnosti splácania splátok. Podnikateľ nemusí preukázať majetok na ručenie, potrebuje iba dostatok financií na zaplatenie prvej zvýšenej splátky – akontácie.

Všetky podmienky nájomného vzťahu, ako je prenechanie prenajatej veci do užívania nájomcovi, doba trvania zmluvy, dohoda o službách, ktoré bude lízingová spoločnosť poskytovať nájomcovi, úprava poistenia, zabezpečenie údržby a opráv majetku, výška akontácie, ako aj výška a frekvencia lízingových platieb sú podrobne zachytené v lízingovej zmluve.

Lízingová platba sa skladá zvyčajne z dvoch častí: zo splátky obstarávacej ceny predmetu prenájmu (lízingu) a z lízingovej marže zahŕňajúcej

náklady služieb, ktoré podľa zmluvy poskytujú prenajímateľ nájomcovi, úrok z úveru, ktorý poskytla lízingová spoločnosť nájomcovi prenechaním predmetu lízingu do užívania, a rizikový prírážku kryjúcu riziká prenajímateľa.

Podľa času, na ktorý sa lízingová zmluva uzatvára, sa lízing člení na operatívny (krátkodobý prenájom) a finančný (dlhodobý kontrakt).

Finančná a hospodárska kríza zasiahla aj lízingový trh. Zatiaľ čo medziročné zmeny obchodov v rokoch 2007 a 2008 boli pozitívne, rok 2009 zaznamenal početné prepady. Kým objem lízingových obchodov v Európe v roku 2009 poklesol o zhruba 30%, prepad v SR bol markantnejší, pokles bol až 45 %.

Tabuľka 1 ponúka medziročné zmeny v objeme financovania nových obchodov lízingovými spoločnosťami Asociácie lízingových spoločností SR (ALS SR) v členení podľa predmetov. V roku 2009, keď kríza zasiahla našu ekonomiku, bol pokles objemu obchodov oproti roku 2008 dosť výrazný, či už v segmente hnuteľných alebo nehnuteľných vecí. Situácia sa začala stabilizovať v roku 2010, v roku 2011 v SR lízingový trh narástol z pohľadu nového objemu obstarávacích cien financovaných predmetov medziročne o 14 % na 1 848 mil. €. Celková obstarávacía cena predmetov financovaných prostredníctvom ALS SR dosiahla počas roka 2012 hodnotu 1 841 mil. €, čo bolo medziročne takmer identické číslo. Počet nových zmlúv medziročne narástol o 10%, t. j. v roku 2012 bolo uzatvorených 73 369 nových zmlúv (tab. 2). Môžeme teda konštatovať, že celkový lízingový trh v minulom roku v SR stagnoval. Jednociferný rast bol pri tzv. štandardných komoditách (autá, ťažké vozidlá, stroje a zariadenia). Negatívny vývoj, i keď

3 Majková, M.: *Možnosti financovania MSP v SR*. Brno: Tribun, 2008, s. 88.

4 Možno sa stretnúť aj s iným členením finančných zdrojov, napr. časť odborníkov považuje lízing, faktoring a forfaiting za štandardné finančné zdroje.

5 Toto číslo bolo pozitívne ovplyvnené jednorazovými obchodmi vo financovaní alternatívnych energetických zdrojov. Po zohľadnení tohto vplyvu bol medziročný rast lízingu do 10 %.



6 Podľa Asociácie lízingových spoločností SR. Dostupné na internete: <http://finweb.hnonline.sk/lizingovy-trh-pokracoval-v-miernom-raste>

7 Konkrétne sa v roku 2009 faktoring prepadol viac než o štvrtinu a podľa údajov Asociácie faktoringových spoločností prefinancoval pohľadávky za 1,12 mld. €, t. j. objem obchodov v roku 2009 bol približne na úrovni spred štyroch rokov. Až v roku 2011 sa obchody faktoringových spoločností odrazili od dna a dosiahli zhruba objem roku 2009.

Tab. 1 Prehľad medziročných zmien v objemoch lízingových obchodov

Druh majetku	Objem obchodov (v mil. EUR)				Index 2011/2010 (v %)	Index 2009/2008 (v %)
	2011	2010	2009	2008		
Objem obchodov spolu	1 848	1 615	1 511	2 762	14,4	-45,3
Z toho: hnutelné veci	1 694	1 494	1 422	2 625	13,3	-45,8
nehnutelné veci	154	121	89	137	27,3	-35,0

Zdroj: Asociácia lízingových spoločností SR.

Tab. 2 Počet zmlúv

Rok	Počet zmlúv (v ks)	Medziročná zmena (v %)
2008	106 054	–
2009	68 293	-35,6
2010	66 002	-3,4
2011	66 578	+0,9
2012	73 369	+10,2

Zdroj: Asociácia lízingových spoločností SR.

dosť výrazný, bol zaznamenaný pri financovaní menších komodít, akými sú nehnuteľnosti a technológie na obnoviteľné zdroje. Ide však o vývoj očakávaný, keďže obe tieto komodity výrazne narástli v roku 2011 a z hľadiska dlhodobej štruktúry komodít tak ide iba o návrat do normálu. Rovnako tak i štvrtinový rast financovania spotrebiteľov voči mierne klesajúcemu segmentu podnikateľov, ktorý spôsobil zvýšenie ich podielu na celkových minuloročných obchodoch lízingových spoločností (medziročne z 11 % na 14%), je návrat do normálneho stavu, keďže v rokoch pred krízou sa štandardný podiel spotrebiteľov na celkovom financovaní lízingových spoločností pohyboval od 14 do 15 %.⁶

ODKÚPENIE POHLADÁVK (FAKTORING/FORFAITING)

Odkúpenie pohľadávok predstavuje v súčasnosti už pomerne známu formu financovania. Podnikatelia, ktorí majú peniaze viazané v pohľadávkach, sa vďaka odkúpeniu dostanú k potrebným financiam skôr, ako je doba splatnosti pohľadávok, aj keď na úkor zaplatenej provízie. Odkúpenie krátkodobých pohľadávok sa nazýva faktoring a odkúpenie dlhodobých pohľadávok forfaiting.

FAKTORING A JEHO VYUŽÍVANIE V SR

Financovanie faktoringom sa na Slovensku stáva čoraz populárnejším. Je zaujímavou možnosťou, ako môžu podniky získať potrebné finančné prostriedky, najmä ak majú problém získať bankové úvery.

V roku 2009 počas krízy sa objem prefinancovaných pohľadávok znížil.⁷ Treba tiež podotknúť, že s poklesom prefinancovaných pohľadávok sa zhoršila aj ich kvalita a poistenie je drahšie a menej dostupné.

Čo sa týka ponuky, môžeme konštatovať, že faktoring sa postupne stáva produktom, ktorý poskytujú takmer výlučne banky. Jediným nebankovým hráčom zostal najmenší hráč tohto segmentu – Bibby Factoring Slovakia.

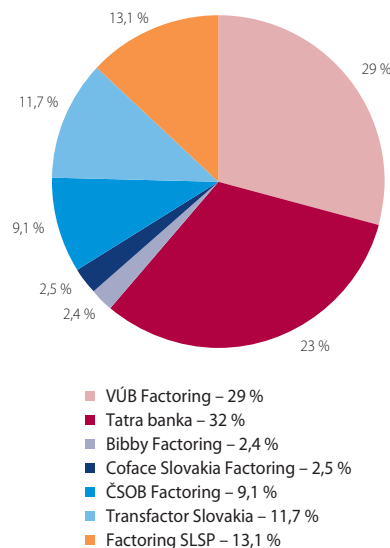
Factoringové spoločnosti sa snažia čoraz viac zameriavať na segment malého a stredného podnikania. Veľké firmy im síce tvoria veľký obrat, ale prinášajú menšiu maržu. Preto malí a strední podnikatelia, ktorí využívajú faktoring na financovanie prevádzkových potrieb, sezónnych výkyvov alebo majú pravidelné dodávky pre bonitných odberateľov predstavujú pre ne veľký potenciál. Na druhej strane rozhodujúcim kritériom výberu faktoringovej spoločnosti sú v súčasnosti limity. Dôležité je, koľko vedia spoločnosti prefinancovať, na cenu sa prihliada až v druhom rade.

Slovenské podniky sa však stále len učia využívať faktoring na svoje financovanie. Kým v zahraničí je podiel faktoringu na HDP na úrovni okolo 6%, na Slovensku sú to zhruba 2 %. Pre podniky, ktoré realizujú pravidelné dodávky tovaru s vyššou lehotou splatnosti, je to pritom výborný spôsob získavania potrebnej hotovosti.

FORFAITING A JEHO VYUŽÍVANIE V SR

Pre podniky, ktoré svoju produkciu, resp. jej časť exportujú, môže mať význam aj tento špecifický

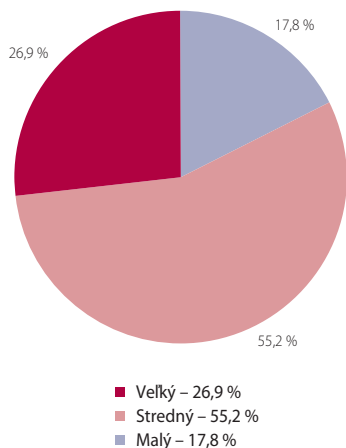
Graf 2 Trhové podiely vo faktoringu na Slovensku (v %, 2011)



Zdroj: Asociácia faktoringových spoločností.



Graf 3 Rozloženie faktoringu podľa typu klientov (v %, 2011)



Zdroj: Asociácia faktoringových spoločností.

úverový zdroj. Všetky jeho podmienky sú zakotvené v zmluve medzi exportérom a forfajterom. Prednosťou pre exportéra je, že pre neho sa predaj na úver vlastne mení na predaj za hotovosť. Znižuje sa tak viazanie jeho kapitálu v pohľadávkach. Nevýhodou sú pomerne vysoké provízie forfajterov, ktoré môžu podstatne znížiť zisk z exportného kontraktu.

Definícia forfaitingu nie je v slovenskej legislatíve zakotvená, čo je tiež dôvodom, prečo si ho každá inštitúcia vysvetľuje po svojom.

Banky považujú za klasický taký forfaiting, pri ktorom ide o odkúpenie pohľadávok zabezpečených bankovou zárukou, akreditívom⁷, alebo zmenkou. Niektoré banky do forfaitingu započítavajú aj nákup nezabezpečených pohľadávok.

I keď forfaiting vznikol na prelome päťdesiatych a šesťdesiatych rokov minulého storočia vo Švajčiarsku, na Slovensku sa s ním banky stretli v sedemdesiatych rokoch minulého storočia. Forfaitingové domy sa zaujímali o odkúpenie pohľadávok voči slovenským dovozcom.

V pravom zmysle, keď banka nakupuje pohľadávky, sa na Slovensku objavil až v deväťdesiatych rokoch 20. storočia, keď výrobcovia začali priamo vyvážať tovar a zahraniční odberatelia od nich požadovali dodávateľské úvery, ktoré slovenské podniky nedokázali samy financovať. Na Slovensku banky väčšinou odkupujú pohľadávky z medzinárodného obchodu.

FRANCHISING

Franchising je osobitný marketingový odbytový systém, resp. metóda podnikania, prostredníctvom ktorého sa predávajú výrobky, služby alebo technológia. Spočíva v úzkej a stálej spolupráci právne samostatných a finančne nezávislých podnikov. Z hľadiska financovania predstavuje spôsob rozširovania podnikateľských aktivít s vynaložením menšieho objemu kapitálu, než aký by bol inak potrebný. Franchisingové podnikanie možno nájsť v každej oblasti: v službách (napríklad realitné kancelárie), v stavebníctve, v reštau-

račnom stravovaní, vo výrobe nábytku, odevov, v automobilovom priemysle, reklame atď.

Franchisor je spoločnosť, ktorá úspešne funguje na trhu niekoľko rokov a má overenú koncepciu podnikania so známou značkou. Pri rozširovaní firmy však nevolí klasický spôsob pobočiek so zamestnancami, ale ponúkne svoje vedomosti, skúsenosti a známu značku nezávislému podnikateľovi vo forme licencie.

Rozdiel medzi kúpou jednoduchej licencie a franchisingovej licencie je v tom, že pri kúpe jednoduchej licencie má podnikateľ právo využívať len značku so striktnými predpismi (a všetko ostatné je jeho starosť), pri franchisingovej licenci je podnikateľ navyše aj zaučený, podporovaný a vedený franchisorom. Je to ako kúpa hotového podnikania na kľúč.

Franchisingová zmluva tvorí základ na spoluprácu vo franchisingovom systéme. Do hĺbky sa zaoberá partnermi, právami a povinnosťami jednotlivých zmluvných partnerov, obchodnou činnosťou, reklamou a ďalšími skutočnosťami.

Franchisingový manuál je hlavným zdrojom informácií, obsahuje všetky relevantné údaje, postupy a inštrukcie na podnikanie.

Franchisant (prijímateľ licencie) platí vstupný poplatok v čase podpisu zmluvy. Nazývame ho aj cena licencie. Napriek tomu, že franchisor pravdepodobne pokryje väčšiu časť zriadovacích výdavkov franchisingovej pobočky, príspevkov sa očakáva aj od franchisanta. V tomto smere mu franchisor môže pomôcť napr. so získaním bankového úveru. Okrem vstupného poplatku platí franchisant royalty – poplatok platený mesačne za služby vypočítaný ako percento z obratu alebo fixná suma. Môže, no nemusí byť súčasťou zmluvy medzi partnermi. Ďalším poplatkom je poplatok centrálne na rozvoj poskytovaných služieb (reklamu, publicitu a pod.).

I keď franchising vznikol v USA už v r. 1850, na Slovensku sa začal prakticky používať až po r. 1989. K jeho rozvoju prispeli najmä globálne zahraničné reťazce, ktoré u nás začali rozvíjať svoje siete s použitím vlastnej metódy franchisingu. Presadzovali moderný spôsob podnikateľského myslenia a zamestnaneckú kultúru vyspelých krajín, čo sa hneď neprijímalo pozitívne. V posledných rokoch tento proces „osvojenia“ urýchlila kríza a v jej dôsledku jednoduchá ekonomická existenčná nutnosť. Až prax a úspešnosť známych značiek presvedčila mnohých našich podnikateľov, že je rozumnejšie využívať overené podnikateľské skúsenosti, ako učiť sa na vlastných chybách. Z tohto pohľadu sa teda využívanie franchisingu na Slovensku postupom času primerane rozširuje, jeho úroveň však ešte nie je porovnateľná s úrovňou vyspelých krajín.

PROJEKTOVÉ FINANCOVANIE

Projektové financovanie je založené najmä na posúdení bonity projektu a klienta. Projektuje sa návratnosť poskytnutých prostriedkov podľa metódy výpočtu čistej súčasnej hodnoty projektu, na jej základe sa poskytne úver na realizáciu. Štruktúra financovania je prispôbená realizácii projektu.

⁷ V obchodnom styku sa čoraz viac upúšťa od zabezpečovania pohľadávok bankovými zárukami alebo akreditívami, pretože predražujú tovar.

F

F

A

I

B



Tab. 3 Investície privátnych fondov rizikového kapitálu v SR (v mil. EUR)

2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
4,5	7,1	19,5	19,3	23,5	31,1	0	6

Zdroj: Európska asociácia private equity a venture kapitálu.

8 Stotožňujeme sa s tým, že tieto dva pojmy (private equity a venture kapitál) je potrebné rozlišovať. Venture kapitál je podskupina private equity investícií. V prípade venture kapitálu ide o takú private equity investíciu, keď firma investuje do mladých a rozvíjajúcich sa spoločností (start up), iba zriedkavo však vlastní majoritný podiel. V typickom účelovom odkúpení (tradičnej investície private equity) investor nakupuje majoritný podiel.

9 Business angel čiže obchodný (podnikateľský) anjel je investor – fyzická osoba, ktorá do podniku prináša okrem kapitálu i vlastné skúsenosti a aktívne sa zapája do riadenia podniku.

Za základné motívy pre využitie projektového financovania možno označiť vysokú kapitálovú náročnosť veľkých projektov, ktorých financovanie nie je z viacerých dôvodov v silách jedného investora (ani jednej banky), a tiež rozdelenie investičného rizika daného projektu na viacej zúčastnených subjektov.

Forma financovania závisí od požiadaviek klienta a možnosti banky pri optimalizácii úverových nákladov. Projektové financovanie na rozdiel od klasického úverového nesleduje ekonomickú históriu podnikateľského subjektu, ale ziskovosť budúceho projektu, dobu jeho návratnosti a zabezpečenie. Svojimi špecifikami a využitím v podmienkach Slovenskej republiky ho môžeme zaradiť medzi inovatívne formy financovania potrieb podnikov.

Medzi podmienky projektového financovania patrí predloženie investičného zámeru, určenie výšky a štruktúry nákladov, doby návratnosti projektu, formy zabezpečenia a bonita projektu. Na objem úveru vplyva viacero faktorov, ako napr. výška investičných nákladov, štruktúra financovania, výška vlastných zdrojov, bonita projektu a subjektu a tiež zabezpečenie.

Na medzinárodných finančných trhoch je možné o väčšom význame projektového financovania hovoriť od polovice 70. rokov minulého storočia. U nás sa táto technika objavuje zhruba v posledných desiatich rokoch, predovšetkým v súvislosti s financovaním komerčných nehnuteľností. V závislosti od vývoja ekonomiky bude možné využiť tento zdroj financovania vo financovaní projektov v energetike, telekomunikačnom odvetví, doprave, zdravotníctve či v PPP projektoch.

RIZIKOVÝ (VENTURE) KAPITÁL

Za osobitnú pozornosť stoja možnosti spojené s tzv. venture kapitálom (rizikovým kapitálom), čo sa dnes vníma ako synonymum pre „private equity“⁸. Venture kapitál (ako i private equity) predstavuje investície výhradne do spoločností, ktoré nie sú obchodované na verejných burzách. Vo svete ide o celkom samostatnú oblasť podnikania s označením „venture capital industry“. Podstatou venture kapitálu je, že fond vstúpi do vybraného podniku a zvýši jeho základný kapitál; tým podnik získa potrebný kapitál. Po zhruba 3 až 7 rokoch, keď je podnik pod trvalou kontrolou rizikového fondu, jeho hodnota v prípade úspechu vzrastie a fond svoj podiel predá s veľkým ziskom buď pôvodnému majiteľovi, manažmentu, strategickému investorovi, alebo realizuje predaj na burze.

V prípade investovania finančných prostriedkov formou venture kapitálu nejde teda o jednorazové poskytnutie finančných prostriedkov, ale o niekoľko-ročný vzťah medzi podnikateľom a investorom.

Investormi private equity, a teda aj venture kapitálu môžu byť verejné penzijné fondy, podnikové penzijné fondy, poisťovacie spoločnosti, nadácie, fondy fondov, jednotlivci, súkromné spoločnosti. Špeciálnymi investormi sú obchodní anjeli (business angels).⁹

Venture kapitál vznikol v USA. Napriek tomu v súčasnosti expandujú predovšetkým investície neamerických spoločností. Tento druh kapitálu sa využíva predovšetkým v rozvojových regiónoch na akceleráciu ekonomického rastu. V množstve regiónov so slabým finančným sektorom formy venture kapitálu hrajú veľmi dôležitú úlohu, pretože uľahčujú predovšetkým malým a stredným podnikom prístup k potrebnému kapitálu.

Na Slovensku sa investíciami private equity, a teda aj venture kapitálom zaoberá viacero spoločností. Patrí medzi ne Národná agentúra pre rozvoj malého a stredného podnikania prostredníctvom špecializovanej dcérskej spoločnosti Fond fondov (predtým Seed Capital Company), SAEF (Slovensko – americký podnikateľský fond), Slova (Slovenská asociácia rizikového kapitálu), Arca Capital a iné. Poskytovanie venture kapitálu je na Slovensku stále málo rozvinuté a nepokrýva potreby podnikov. Podľa údajov Európskej asociácie private equity a venture kapitálu bol v roku 2011 podiel rizikového kapitálu na HDP v SR 0,00% (najvyšší podiel bol vo Švédsku, Dánsku a Veľkej Británii). Ako vyplýva z tabuľky 3, rizikový kapitál začína po kríze prakticky od nuly. Finančná a hospodárska kríza priniesla privátnym fondom rizikového kapitálu pád až na úplné dno. V roku 2009 neurobili ani jednu investíciu, v roku 2010 sa s celkovými investíciami 6 mil. € dostali na úroveň rokov 2003 až 2004.

Trh by podľa odhadov vedel prijať aj niekoľko desiatok miliónov eur takýchto zdrojov, pretože veľká časť slovenských firiem je trvalo podkapitalizovaná. Ich finančná štruktúra je taká slabá, že významne obmedzuje ich schopnosť prijímať cudzie zdroje vo forme bankových úverov. Vhodným preklenutím tohto stavu môže byť práve doplnenie vlastných zdrojov podniku prostredníctvom venture kapitálu.

ZÁVER

Nedostatok finančných zdrojov sa často uvádza ako dôvod brzdiaci rozvoj podnikania na Slovensku. Treba zdôrazniť, že na prekonanie tejto významnej prekážky rozvoja podnikov je potrebné posilniť informovanosť podnikateľskej sféry o ďalších možnostiach, ktoré sa im okrem klasického bankového úveru v tomto smere ponúkajú.

Okrem tradičných foriem financovania podnikových potrieb je možné využívať aj alternatívne formy, ktoré sme v článku stručne charakterizovali.

Použitá literatúra:

1. Belanová, K. (2013). Empirická analýza faktorov vplyvajúcich na schopnosť MSP získať bankový úver v SR. In: Nová Ekonomika, č. 1.
2. Belanová, K. (2010). Teória a politika podnikateľských financií. Bratislava: EKONÓM.
3. Fetisovová, E. (2012). Vybrané kapitoly z podnikania v malých a stredných podnikoch. Bratislava: EKONÓM.
4. Majková, M. (2008). Možnosti financovania malých a stredných podnikov v SR. Brno: TRIBUNE.
5. Údaje Asociácie lízingových spoločností SR, Asociácie faktoringových spoločností, Európskej asociácie private equity a venture kapitálu.



Zoznam zákonov a iných všeobecne záväzných právnych predpisov patriacich do kompetencie Národnej banky Slovenska (platných k 15. 3. 2013)

*JUDr. Renáta Bašková
Národná banka Slovenska*

ZÁKONY

- Zákon č. 659/2007 Z. z. o zavedení meny euro v Slovenskej republike a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov
- Zákon NR SR č. 566/1992 Zb. o Národnej banke Slovenska v znení neskorších predpisov
- Zákon č. 483/2001 Z. z. o bankách a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov
- Zákon č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov (zákon o cenných papieroch) v znení neskorších predpisov
- Zákon č. 492/2009 Z. z. o platobných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov
- Zákon č. 747/2004 Z. z. o dohľade nad finančným trhom a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov
- Zákon Národnej rady Slovenskej republiky č. 202/1995 Z. z. Devízový zákon a zákon, ktorým sa mení a dopĺňa zákon Slovenskej národnej rady č. 372/1990 Zb. o priestupkoch v znení neskorších predpisov, v znení neskorších predpisov
- Zákon č. 8/2008 Z. z. o poisťovníctve a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov
- Zákon č. 203/2011 Z. z. o kolektívnom investovaní v znení zákona č. 547/2011 Z. z.
- Zákon č. 43/2004 Z. z. o starobnom dôchodkovom sporení a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov
- Zákon č. 650/2004 Z. z. o doplnkovom dôchodkovom sporení a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov
- Zákon č. 186/2009 Z. z. o finančnom sprostredkovaní a finančnom poradenstve a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení zákona č. 129/2010 Z. z.
- Zákon č. 381/2001 Z. z. o povinnom zmluvnom poistení zodpovednosti za škodu spôsobenú prevádzkou motorového vozidla a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov

- Zákon Slovenskej národnej rady č. 310/1992 Zb. o stavebnom sporení v znení neskorších predpisov
- Zákon Národnej rady Slovenskej republiky č. 118/1996 Z. z. o ochrane vkladov a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov
- Zákon č. 530/1990 Zb. o dlhopisoch v znení neskorších predpisov
- Zákon č. 429/2002 Z. z. o burze cenných papierov v znení neskorších predpisov

VYHLÁŠKY

OBLASŤ EMISIE BANKOVIEK A MINCÍ

- Vyhláška č. 456/2001 Z. z., ktorou sa ustanovujú podrobnosti o podmienkach, za ktorých možno zhotoviť a používať reprodukcie bankoviek, pamätných bankoviek, mincí, pamätných mincí, obchodných mincí a cenných papierov vydaných Národnou bankou Slovenska, ako aj predmety, ktoré ich úpravou napodobňujú, vrátane ich záznamov v elektronickej forme v znení vyhlášky č. 607/2008 Z. z.
- Vyhláška č. 464/2001 Z. z., ktorou sa ustanovujú podrobnosti o podmienkach, za ktorých podnikatelia môžu spracúvať bankovky a mince pre iné osoby, postup bánk a podnikateľov pri spracúvaní bankoviek a mincí v znení vyhlášky č. 607/2008 Z. z.
- Vyhláška č. 465/2001 Z. z., ktorou sa ustanovujú podrobnosti o postupe pri prijímaní zákonných peňazí a pri nakladaní s nimi a podrobnosti o poskytovaní náhrad za necele bankovky alebo za inak poškodené bankovky a mince v znení vyhlášky č. 607/2008 Z. z.
- Vyhláška č. 607/2008 Z. z. o niektorých podrobnostiach o hotovostnom peňažnom obehú a o zmene niektorých vyhlášok v znení vyhlášky č. 11/2011 Z. z.

OBLASŤ BANKOVNÍCTVA

- Vyhláška č. 600/2001 Z. z. o registri hypoték a podrobnostiach o postavení a činnosti hypotekárneho správcu a jeho zástupcu v znení vyhlášky č. 661/2004 Z. z.



- Vyhláška č. 221/2008 Z. z., ktorou sa ustanovujú niektoré pravidlá pre duálne zobrazovanie niektorých cien, platieb a iných hodnôt pre oblasť finančného trhu a služieb finančných inštitúcií v oblasti bankovníctva, kapitálového trhu, poisťovníctva a dôchodkového sporenia.

OBLASŤ KAPITÁLOVÉHO TRHU VRÁTANE CENNÝCH PAPIEROV

- Vyhláška č. 92/2002 Z. z., ktorou sa ustanovujú podrobnosti a spôsob preukazovania splnenia podmienok na udelenie povolenia na vznik a činnosť centrálného depozitára cenných papierov
- Vyhláška č. 93/2002 Z. z., ktorou sa ustanovujú náležitosti žiadosti o udelenie predchádzajúceho súhlasu podľa § 102 ods. 1 zákona č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov (zákon o cenných papieroch)
- Vyhláška č. 494/2002 Z. z., ktorou sa ustanovujú podrobnosti a spôsob preukazovania splnenia podmienok na udelenie povolenia na vznik a činnosť burzy cenných papierov
- Vyhláška č. 495/2002 Z. z., ktorou sa ustanovujú náležitosti žiadosti o udelenie predchádzajúceho súhlasu podľa § 6 ods. 5 zákona č. 429/2002 Z. z. o burze cenných papierov
- Vyhláška č. 681/2004 Z. z., ktorou sa ustanovujú kritériá posudzovania trhovej praxe
- Vyhláška č. 240/2008 Z. z., ktorou sa určuje počet desatinných miest pri zaokrúhľovaní pri premene menovitej hodnoty niektorých druhov cenných papierov zo slovenskej meny na eurá

OBLASŤ POISŤOVNÍCTVA

- Vyhláška č. 413/2001 Z. z., ktorou sa vykonáva zákon o povinnom zmluvnom poistení zodpovednosti za škodu spôsobenú prevádzkou motorového vozidla a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení vyhlášky č. 569/2004 Z. z.

OBLASŤ DÔCHODKOVÉHO SPORENIA

- Vyhláška č. 217/2005 Z. z. o vlastných zdrojoch doplnkovej dôchodkovej spoločnosti a o metódach a postupoch stanovenia hodnoty majetku v doplnkových dôchodkových fondoch v znení neskorších predpisov
- Vyhláška č. 91/2008 Z. z. o poskytovaní informácií o transakciách s majetkom v dôchodkovom fonde a o stave majetku v dôchodkovom fonde dôchodkovou správcovskou spoločnosťou a jej depozitárom a o zmene vyhlášky Národnej banky Slovenska č. 567/2006 Z. z., ktorou sa ustanovuje obsah správ o hospodárení s majetkom v dôchodkovom fonde, správ o hospodárení s vlastným majetkom dôchodkovej správcovskej spoločnosti, spôsob a rozsah ich zverejňovania a obsah dennej informácie o každej transakcii s majetkom v dôchodkovom fonde v znení neskorších predpisov
- Vyhláška č. 101/2008 Z. z. o vlastných zdrojoch dôchodkovej správcovskej spoločnosti v znení vyhlášky č. 523/2008 Z. z.

- Vyhláška č. 74/2009 Z. z. o predkladaní oznámení o prekročení a zosúladiení limitov v majetku dôchodkového fondu a doplnkového dôchodkového fondu
- Vyhláška č. 75/2009 Z. z. o poskytovaní informácie o čistej hodnote majetku v doplnkových dôchodkových fondoch
- Vyhláška č. 270/2009 Z. z. o poskytovaní informácií o stave majetku v doplnkových dôchodkových fondoch
- Vyhláška č. 545/2009 Z. z. o ročných správach a polročných správach predkladaných dôchodkovou správcovskou spoločnosťou
- Vyhláška č. 546/2009 Z. z. o ročných správach a polročných správach predkladaných doplnkovou dôchodkovou spoločnosťou
- Vyhláška č. 161/2012 Z. z. o spôsobe preukazovania splnenia podmienok na udelenie povolenia na vznik a činnosť doplnkovej dôchodkovej spoločnosti
- Vyhláška 179/2012 Z. z. o náležitostiach žiadosti o udelenie predchádzajúceho súhlasu Národnej banky Slovenska podľa zákona č. 650/2004 Z. z. o doplnkovom dôchodkovom sporení a o zmene a doplnení niektorých zákonov

OPATRENIA

OBLASŤ BANKOVNÍCTVA

- Opatrenie NBS č. 14/2001, ktorým sa ustanovujú náležitosti žiadosti o registráciu zastúpenia zahraničnej banky alebo obdobnej zahraničnej finančnej inštitúcie, ktorá vykonáva bankové činnosti (oznámenie č. 591/2001 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 15/2001, ktorým sa ustanovujú náležitosti žiadosti banky o predchádzajúci súhlas na zriadenie pobočky v zahraničí (oznámenie č. 592/2001 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 17/2001 o náležitostiach oznámenia potrebného na zistenie ďalších osôb, ktoré na základe vzťahu k oznamovateľovi majú k banke alebo k pobočke zahraničnej banky osobitný vzťah (oznámenie č. 594/2001 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 14/2004, ktorým sa ustanovuje osnova rozšírenej správy audítora pre audit bánk a pobočiek zahraničných bánk (oznámenie č. 674/2004 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 15/2004 o vlastných zdrojoch finančného konglomerátu a o majetkovej angažovanosti finančného konglomerátu (oznámenie č. 675/2004 Z. z.) v znení opatrenia NBS č. 13/2006 (oznámenie č. 660/2006 Z. z.), opatrenia NBS č. 5/2007 (oznámenie č. 352/2007 Z. z.) a opatrenia NBS č. 24/2008 (oznámenie č. 513/2008 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 12/2005 o analýze rizík súvisiacich s bezpečnosťou prevádzkových priestorov a bánk a pobočiek zahraničných bánk (oznámenie č. 632/2005 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 4/2007 o vlastných zdrojoch financovania bánk a požiadavkách na vlastné zdroje financovania bánk a o vlastných zdrojoch financovania obchodníkov s cennými papiermi a požiadavkách na vlastné zdroje fi-



- nancovania obchodníkov s cennými papiermi (oznámenie č. 121/2007 Z. z.) v znení opatrenia NBS č. 10/2007 (oznámenie č. 420/2007 Z. z.), opatrenia NBS č. 17/2008 (oznámenie č. 443/2008 Z. z.), opatrenia NBS č. 12/2010 (oznámenie č. 279/2010 Z. z.), opatrenia NBS č. 3/2011 (oznámenie č. 145/2011 Z. z.) a opatrenia NBS č. 1/2012 (oznámenie č. 9/2012 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 18/2008 o likvidite bánk a pobočiek zahraničných bánk a o postupe riadenia rizika likvidity bánk a likvidity pobočiek zahraničných bánk a o zmene opatrenia Národnej banky Slovenska č. 11/2007 o predkladaní výkazov, hlásení a iných správ bankami, pobočkami zahraničných bánk, obchodníkmi s cennými papiermi a pobočkami zahraničných obchodníkov s cennými papiermi na účely vykonávania dohľadu a na štatistické účely (oznámenie č. 423/2008 Z. z.) v znení opatrenia NBS č. 5/2009 (oznámenie č. 519/2009 Z. z.) a opatrenia NBS č. 14/2010 (oznámenie č. 368/2010 Z. z.)
 - Opatrenie NBS č. 6/2009 o predkladaní výkazov, hlásení a iných správ bankami, pobočkami zahraničných bánk, obchodníkmi s cennými papiermi a pobočkami zahraničných obchodníkov s cennými papiermi na účely vykonávania dohľadu a o zmene opatrenia Národnej banky Slovenska č. 26/2008 o predkladaní výkazov bankami, pobočkami zahraničných bánk, obchodníkmi s cennými papiermi a pobočkami zahraničných obchodníkov s cennými papiermi na štatistické účely (oznámenie č. 520/2009 Z. z.) v znení opatrenia NBS č. 4/2011 Z. z. (oznámenie č. 146/2011 Z. z.), opatrenia NBS č. 2/2012 (oznámenie č. 10/2012 Z. z.) a opatrenia č. 7/2012 (oznámenie č. 209/2012 Z. z.)
 - Opatrenie NBS č. 6/2010, ktorým sa ustanovujú náležitosti žiadosti o predchádzajúci súhlas Národnej banky Slovenska podľa § 28 ods. 1 zákona o bankách (oznámenie č. 219/2010 Z. z.)
 - Opatrenie NBS č. 11/2010, ktorým sa ustanovujú metódy oceňovania pozícií zaznamenaných v bankovej knihe a podrobnosti o oceňovaní pozícií zaznamenaných v bankovej knihe vrátane frekvencie tohto oceňovania (oznámenie č. 278/2010 Z. z.) v znení opatrenia NBS č. 4/2012 (oznámenie č. 45/2012 Z. z.)
 - Opatrenie NBS č. 13/2010 o ďalších druhoch rizík, o podrobnostiach o systéme riadenia rizík banky a pobočky zahraničnej banky a ktorým sa ustanovuje, čo sa rozumie náhlou a neočakávanou zmenou úrokových mier na trhu (oznámenie č. 367/2010 Z. z.)
 - Opatrenie NBS č. 15/2010 o uverejňovaní informácií bankami a pobočkami zahraničných bánk (oznámenie č. 387/2010 Z. z.) v znení opatrenia NBS č. 19/2011 (oznámenie č. 506/2011 Z. z.)
 - Opatrenie NBS č. 1/2011 o registri bankových úverov a záruk (oznámenie č. 77/2011 Z. z.) v znení opatrenia NBS č. 12/2011 (oznámenie č. 413/2011 Z. z.)
 - Opatrenie NBS č. 16/2011 o náležitostiach žiadosti a spôsobe preukazovania splnenia podmienok na udelenie bankového povolenia pre banku a pobočku zahraničnej banky (oznámenie č. 454/2011 Z. z.)
 - Opatrenie NBS č. 17/2011 o predkladaní výkazov bankami, pobočkami zahraničných bánk, obchodníkmi s cennými papiermi a pobočkami zahraničných obchodníkov s cennými papiermi na štatistické účely (oznámenie č. 24/2012 Z. z.)
 - Opatrenie NBS č. 21/2011 o informáciách poskytovaných v súvislosti s odplatami klienta banky alebo pobočky zahraničnej banky (oznámenie č. 480/2011 Z. z.)
- ### OBLASŤ KAPITÁLOVÉHO TRHU VRÁTANE CENNÝCH PAPIEROV
- Opatrenie NBS č. 4/2007 o vlastných zdrojoch financovania bánk a požiadavkách na vlastné zdroje financovania bánk a o vlastných zdrojoch financovania obchodníkov s cennými papiermi a požiadavkách na vlastné zdroje financovania obchodníkov s cennými papiermi (oznámenie č. 121/2007 Z. z.) v znení opatrenia NBS č. 10/2007 (oznámenie č. 420/2007 Z. z.), opatrenia NBS č. 17/2008 (oznámenie č. 443/2008 Z. z.), opatrenia NBS č. 12/2010 (oznámenie č. 279/2010 Z. z.), opatrenia NBS č. 3/2011 (oznámenie č. 145/2011 Z. z.) a opatrenia NBS č. 1/2012 (oznámenie č. 9/2012 Z. z.)
 - Opatrenie NBS č. 8/2007 o vlastných zdrojoch finančného konglomerátu a metódach výpočtu dostatočnej výšky vlastných zdrojov na úrovni finančného konglomerátu podľa zákona o cenných papieroch (oznámenie č. 386/2007 Z. z.) v znení opatrenia NBS č. 24/2008 (oznámenie č. 513/2008 Z. z.)
 - Opatrenie NBS č. 16/2007 o predkladaní výkazov burzou cenných papierov a centrálnym depozitárom cenných papierov na účely dohľadu nad finančným trhom (oznámenie č. 651/2007 Z. z.) v znení opatrenia NBS č. 24/2008 (oznámenie č. 513/2008 Z. z.)
 - Opatrenie NBS č. 12/2008, ktorým sa ustanovuje spôsob preukazovania splnenia podmienok na udelenie povolenia na poskytovanie investičných služieb (oznámenie č. 198/2008 Z. z.)
 - Opatrenie NBS č. 22/2008 o predkladaní výkazov faktoringovými spoločnosťami, spoločnosťami splátkového financovania a lízingovými spoločnosťami na štatistické účely (oznámenie č. 457/2008 Z. z.)
 - Opatrenie NBS č. 64/2008 Z. z., ktorým sa ustanovujú rovnocenné požiadavky pre emitentov so sídlom v nečlenských štátoch, ktorých cenné papiere sú prijaté na obchodovanie na regulovanom trhu
 - Opatrenie NBS č. 1/2010 o spôsobe preukazovania splnenia podmienok na udelenie povolenia na vykonávanie činnosti samostatného finančného agenta a na udelenie povolenia na vykonávanie činnosti finančného poradcu (oznámenie č. 39/2010 Z. z.)
 - Opatrenie NBS č. 2/2010 o obsahu, členení a spôsobe predkladania výkazu o vykonávaní finančného sprostredkovania a výkazu o vyko-



návaní finančného poradenstva (oznámenie č. 40/2010 Z. z.)

- Opatrenie NBS č. 7/2010, ktorým sa ustanovujú náležitosti žiadosti o udelenie predchádzajúceho súhlasu Národnej banky Slovenska podľa § 70 ods. 1 zákona o cenných papieroch (oznámenie č. 220/2010 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 9 /2010 o odbornej skúške a odbornej skúške s certifikátom na účely zákona o finančnom sprostredkovaní a finančnom poradenstve (oznámenie č. 259/2010 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 16/2010 o uverejňovaní informácii obchodníkmi s cennými papiermi a pobočkami zahraničných obchodníkov s cennými papiermi (oznámenie č. 388/2010 Z. z.) v znení opatrenia NBS č. 20/2011 (oznámenie č. 507/2011 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 5/2011 o podrobnostiach o obsahu informácií pre podielnikov pri zlúčení podielových fondov (oznámenie č. 264/2011 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 6/2011 o náležitostiach žiadosti o udelenie predchádzajúceho súhlasu Národnej banky Slovenska podľa zákona o kolektívnom investovaní (oznámenie č. 265/2011 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 7/2011 o vlastných zdrojoch správcovskej spoločnosti (oznámenie č. 266/2011 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 8/2011 o náležitostiach zmlúv, ktoré sa uzatvárajú pri hlavnom fonde a zbernom fonde a o obsahu vnútorných pravidiel činnosti správcovskej spoločnosti spravujúcej hlavný fond a zberný fond (oznámenie č. 267/2011 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 9/2011 o podmienkach na vymedzenie likvidných finančných aktív a o podrobnostiach k prevoditeľným cenným papierom a nástrojom peňažného trhu obsahujúcim derivát a k podielovým fondom kopírujúcim zloženie indexu (oznámenie č. 284/2011 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 10/2011 o kritériách, limitoch a obmedzeniach, ktoré musí spĺňať fond krátkodobého peňažného trhu a fond peňažného trhu (oznámenie č. 302/2011 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 11/2011 o rizikách a systéme riadenia rizík, meraní rizík a výpočte celkového rizika a rizika protistrany (oznámenie č. 317/2011 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 13/2011 o spôsobe určenia hodnoty majetku v štandardnom podielovom fonde a vo verejnom špeciálnom podielovom fonde a o spôsobe výpočtu hodnoty podielu emisie podielových listov v podielových fondoch, v ktorých sa vydávajú podielové listy viacerých emisií (oznámenie č. 428/2011 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 18/2011 o predkladaní výkazu správcovskými spoločnosťami za podielové fondy alebo podfondy na štatistické účely (oznámenie č. 23/2012 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 3/2012 o predkladaní výkazov správcovskými spoločnosťami a depozitármi podielových fondov na účely dohľadu nad finančným trhom (oznámenie č. 25/2012 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 5/2012 o podrobnostiach o obsahu štatútu podielového fondu a štatú-

tu strešného podielového fondu (oznámenie č. 101/2012 Z. z.)

- Opatrenie NBS č. 6/2012 o spôsobe preukazovania splnenia podmienok na udelenie povolenia na činnosť správcovskej spoločnosti (oznámenie č. 182/2012 Z. z.)

OBLASŤ POISŤOVNÍCTVA

- Opatrenie NBS č. 15/2007 o predkladaní výkazov, hlásení, správ a iných informácií Slovenskou kanceláriou poisťovateľov (oznámenie č. 650/2007 Z. z.) v znení opatrenia NBS č. 24/2008 (oznámenie č. 513/2008 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 1/2008, ktorým sa ustanovuje maximálna výška technickej úrokovej miery (oznámenie č. 53/2008 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 4/2008 o predkladaní výkazov, hlásení, prehľadov a iných správ poisťovňami a pobočkami zahraničných poisťovní (oznámenie č. 121/2008 Z. z.) v znení opatrenia NBS č. 27/2008 (oznámenie č. 578/2008 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 6/2008 o predkladaní výkazov, hlásení, prehľadov a iných správ zaistovňami a pobočkami zahraničných zaistovní (oznámenie č. 143/2008 Z. z.) v znení opatrenia NBS č. 24/2008 (oznámenie č. 513/2008 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 7/2008, ktorým sa ustanovujú limity umiestnenia prostriedkov technických rezerv v poisťovníctve (oznámenie č. 170/2008 Z. z.) v znení opatrenia NBS č. 24/2008 (oznámenie č. 513/2008 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 10/2008, ktorým sa ustanovuje spôsob určenia hodnoty cenných papierov a nehnuteľností, v ktorých sú umiestnené prostriedky technických rezerv v poisťovníctve (oznámenie č. 184/2008 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 11/2008 o náležitostiach správy zodpovedného aktuára o činnosti poisťovne alebo zaistovne a o náležitostiach správy zodpovedného aktuára o činnosti pobočky zahraničnej poisťovne alebo pobočky zahraničnej zaistovne (oznámenie č. 197/2008 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 13/2008 o odbornej skúške aktuára (oznámenie č. 218/2008 Z. z.) v znení opatrenia NBS č. 24/2008 (oznámenie č. 513/2008 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 14/2008, ktorým sa ustanovuje spôsob preukazovania splnenia podmienok na udelenie povolenia na vykonávanie poisťovacej činnosti a na udelenie povolenia na vykonávanie zaistovacej činnosti (oznámenie č. 250/2008 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 20/2008 o predkladaní poisťovno-matematických údajov a štatistických údajov poisťovne a pobočky zahraničnej poisťovne (oznámenie č. 455/2008 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 25/2008 o solventnosti a minimálnej výške garančného fondu poisťovne, pobočky zahraničnej poisťovne, zaistovne a pobočky zahraničnej zaistovne (oznámenie č. 566/2008 Z. z.) v znení opatrenia NBS č. 12/2009 (oznámenie č. 591/2009 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 27/2008 o predkladaní výkazov poisťovňami a pobočkami zahraničných poisťovní na štatistické účely a o zmene opatre-



nia Národnej banky Slovenska č. 4/2008 o predkladaní výkazov, hlásení, prehľadov a iných správ poisťovňami a pobočkami zahraničných poisťovní (oznámenie č. 578/2008 Z. z.)

- Opatrenie NBS č. 1/2009 o správe o výsledkoch činnosti útvaru vnútorného auditu a o pláne činnosti útvaru vnútorného auditu poisťovne, pobočky zahraničnej poisťovne, zaistovne a pobočky zahraničnej zaistovne (oznámenie č. 86/2009)
- Opatrenie NBS č. 11/2009 o registri finančných agentov, finančných poradcov, finančných sprostredkovateľov z iného členského štátu v sektore poistenia alebo zaistenia a viazaných investičných agentov a o zmene a doplnení opatrenia Národnej banky Slovenska č. 8/2008 o poplatkoch za úkony Národnej banky Slovenska (oznámenie č. 584/2009 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 3/2010 o predkladaní hlásení poisťovňou z iného členského štátu na štatistické účely (oznámenie č. 59/2010 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 4/2010, ktorým sa ustanovuje vzor formulára o podmienkach uzavretia poisťovnej zmluvy (oznámenie č. 87/2010 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 5/2010, ktorým sa ustanovujú podrobnosti o systéme vnútornej kontroly a o činnosti útvaru vnútorného auditu poisťovne, zaistovne, pobočky zahraničnej poisťovne a pobočky zahraničnej zaistovne (oznámenie č. 88/2010 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 8/2010, ktorým sa ustanovujú náležitosti o udelenie predchádzajúceho súhlasu Národnej banky Slovenska podľa § 45 ods. 1 zákona č. 8/2008 Z. z. o poisťovníctve a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov (oznámenie č. 221/2010 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 17/2010, ktorým sa ustanovujú náležitosti oznámenia o osobách s osobitným vzťahom k poisťovni, zaistovni, pobočke zahraničnej poisťovne a pobočke zahraničnej zaistovne (oznámenie č. 389/2010 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 18/2010 o priemernej výške vkladov na finančné sprostredkovanie v životnom poistení (oznámenie č. 390/2010 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 2/2011 o predkladaní výkazov poisťovňami a zaistovňami, ktoré sú predmetom dohľadu nad skupinou (oznámenie č. 98/2011 Z. z.)

OBLASŤ DŮCHODKOVÉHO SPORENIA

- Opatrenie NBS č. 21/2008 o predkladaní výkazov dôchodkovými správcovskými spoločnosťami a doplnkovými dôchodkovými spoločnosťami na štatistické účely (oznámenie č. 456/2008 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 154/2012 Z. z. o poplatkoch pre emitenta cenného papiera a o spôsobe ich úhrady dôchodkovou správcovskou spoločnosťou
- Opatrenie NBS č. 162/2012 Z. z. o spôsobe preukazovania splnenia podmienok na udelenie povolenia na vznik a činnosť dôchodkovej správcovskej spoločnosti
- Opatrenie NBS č. 163/2012 Z. z., ktorým sa ustanovuje, čo sa rozumie nepravdivou alebo zavá-

dzajúcou informáciou, službou alebo plnením, ktoré nesúvisia so starobným dôchodkovým sporením

- Opatrenie NBS č. 180/2012 Z. z. o metódach a postupoch určenia hodnoty majetku v dôchodkovom fonde a doplnkovom dôchodkovom fonde v znení opatrenia NBS č. 38/2013 Z. z.
- Opatrenie NBS č. 5/2013 Z. z. o systéme riadenia rizík, meraní rizík a výpočte celkového rizika a rizika protistrany v dôchodkových fondoch
- Opatrenie NBS č. 6/2013 Z. z. o náležitostiach žiadosti o udelenie predchádzajúceho súhlasu Národnej banky Slovenska v starobnom dôchodkovom sporení

OBLASŤ PLATOBNÉHO STYKU

- Opatrenie NBS č. 8/2009, ktorým sa ustanovuje štruktúra bankového spojenia, štruktúra medzinárodného bankového čísla účtu a podrobnosti o vydávaní prevodníka identifikačných kódov (oznámenie č. 521/2009 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 14/2011, ktorým sa ustanovujú niektoré podrobnosti povoľovania na výkon činnosti a podnikania platobných inštitúcií a inštitúcií elektronických peňazí (oznámenie č. 443/2011 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 15/2011 o predkladaní výkazov platobnými inštitúciami a inštitúciami elektronických peňazí (oznámenie č. 444/2011 Z. z.)

DEVÍZOVÁ OBLASŤ

- Opatrenie NBS č. 233/1993 Z. z. o rozšírení úhrad vo voľne vymeniteľnej mene pri reexportných operáciách
- Opatrenie NBS č. 6/1999, ktorým sa ustanovujú podmienky na usmerňovanie platobnej bilancie Slovenskej republiky (oznámenie NBS č. 358/1999 Z. z.) v znení opatrenia NBS č. 12/2002 (oznámenie č. 701/2002 Z. z.), opatrenia NBS č. 8/2003 (oznámenie č. 568/2003 Z. z.), opatrenia NBS č. 6/2005 (oznámenie č. 593/2005 Z. z.), opatrenia NBS č. 19/2008 (oznámenie č. 426/2008 Z. z.) a opatrenia NBS č. 10/2009 (oznámenie č. 573/2009 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 1/2000, ktorým sa ustanovuje postup devízových miest pri uskutočňovaní platieb do zahraničia, zo zahraničia a voči cudzozemcom (oznámenie č. 9/2000 Z. z.)
- Opatrenie NBS č. 614/2003 Z. z. o podrobnostiach náležitostí žiadosti o devízovú licenciu, spôsobu preukazovania splnenia podmienok udelenia devízovej licencie a o požiadavkách podľa § 13 ods. 8 Devízového zákona v znení opatrenia NBS č. 412/2006 Z. z.
- Opatrenie NBS č. 467/2010 Z. z. o predkladaní hlásení podľa Devízového zákona v znení opatrenia NBS č. 332/2012 Z. z.

POPLATKY A PRÍSPEVKY DOHĽADANÝCH SUBJEKTOV FINANČNÉHO TRHU

- Opatrenie NBS č. 8/2012 o poplatkoch za úkony Národnej banky Slovenska (oznámenie č. 376/2012 Z. z.)



Podstatné zmeny v klasifikácii a oceňovaní finančných nástrojov

doc. Ing. Božena Petrjánošová, CSc.

Pre finančné inštitúcie, v ktorých dominujú banky a poisťovne, je prístup k finančným nástrojom, k ich klasifikácii a oceňovaniu (najmä na strane aktív) jedným z rozhodujúcich faktorov reálnosti informácií o ich ekonomike, o výsledku hospodárenia, ale aj o podstupovanom riziku a stabilite. Rozvoj finančného trhu a narastajúce objemy cenných papierov a derivátov túto potrebu ešte podčiarkujú. Preto koncom minulého storočia vznikla myšlienka oceňovať všetky finančné nástroje reálnou hodnotou, ktorá by odrážala nielen ich objektívnu hodnotu, ale aj mieru podstupovaného rizika. Po dlhých diskusiách a enormnom úsilí bol vytvorený ucelený systém klasifikácie a oceňovania finančných nástrojov, ktorý v súčasnom období prechádza podstatnými zmenami. Cieľom tohto príspevku je oboznámiť čitateľa s týmito systémami, pričom vychádzame z pôvodného, ešte stále platného systému ich klasifikácie a oceňovania. V závere sa pokúsime poukázať na dosah týchto zmien na ekonomiku účtovných jednotiek, na možné problémy a úskalia spojené s prechodom na nový systém.

1. DÔVODY VYTVORENIA IAS 32 A IAS 39, ICH PODSTATA A CHARAKTER

Od sedemdesiatych rokov minulého storočia postupne narastala nestabilita a riziko trhových výkyvov. Táto situácia vyústila do potreby vytvorenia systémov regulácie a riadenia rizík, s čím zase súvisela požiadavka stanovenia pravdivej, čiže objektívnej reálnej hodnoty majetku a záväzkov účtovných jednotiek, najmä finančných inštitúcií.

V roku 1988 bol vytvorený prvý medzinárodný dokument pre sledovanie finančných rizík, známy ako Bazilej I, ktorý požadoval meranie výlučne úverového rizika banky, čo sa následne ukázalo ako nepostačujúce. Preto bol v roku 1996 vypracovaný doplnok o zahrnutí trhových rizík a neskôr nový dokument Bazilej II, ktorý nielenže stanovil požiadavku kvantifikácie operačného rizika, ale aj požiadavku na zdokonalenie v oblasti už predtým sledovaných rizík. Ďalším vývojovým stupňom je dokument Bazilej III, ktorý skvalitňuje predchádzajúce požiadavky, pričom reaguje na zvýšenú mieru podstupovaných rizík vyvolaných posledným vývojom [5].

Uvedené dokumenty, ktoré sa stali základom bankovej regulácie a dohľadu, nastolili požiadavku zmien v účtovnej evidencii a ukázali okrem iného na potrebu vykazovania v reálnej hodnote. Preto v rámci tvorby medzinárodných účtovných štandardov (IAS) vznikla myšlienka vytvoriť pravidlá na čo najobjektívnejšie zachytenie finančných nástrojov, ktoré majú kľúčový význam pre účtovníctvo finančných inštitúcií. Pôvodným zámerom bolo vytvorenie jediného štandardu pre finančné nástroje. Práce sa začali v roku 1989 a po viac ako piatich rokoch neschopnosti prijať konečné riešenie sa v roku 1995 (s účinnosťou od 1. 1. 1996) rozhodlo o prijatí štandardu IAS 32 Finančné nástroje: zverejňovanie a prezentácia. Tento štandard požadoval zverejňovanie reálnych hodnôt každej skupiny finančných aktív a finančných

záväzkov v účtovnej závierke, a to bez ohľadu na spôsob ich ocenenia v súvahe.

Práce pokračovali a v decembri 1998 bol prijatý medzinárodný účtovný štandard IAS 39 Finančné nástroje: vykazovanie a oceňovanie (s účinnosťou od 1. 1. 2001), ktorý riešil zachytenie, klasifikáciu a oceňovanie finančných nástrojov v priebehu účtovného obdobia [4, str. 59 – 60]. Hoci IAS 39 predstavoval výrazný pokrok v celosvetovom zjednotení účtovného zachytenia finančných nástrojov, jeho tvorcovia ho považovali za akési provizórium s perspektívou ďalšieho dopracovania a zdokonalenia.

Prijatie IAS 39 bolo progresívnym prvkom, prvýkrát sa zakotvila povinnosť oceňovania finančných nástrojov v reálnej hodnote, pričom dôraz sa kládol na zachytenie rizík v účtovníctve v súlade s požiadavkami regulácie a dohľadu. Do textu IAS 39 boli prevzaté prvky amerického účtovníctva (US GAAP), konkrétne z FAS 107, FAS 115, FAS 133, FAS 138 a FAS 140 [4, str. 60-61].

Predmetom IAS 32 a IAS 39 boli finančné nástroje ako celok, podstatná časť sa venovala cenným papierom, odúčtovaniu finančných aktív a likvidácii záväzkov vrátane sekuritizácie a repo obchodov. Značným prínosom bolo stanovenie povinnosti zachytiť deriváty v súvahe, ich rozdelenie podľa účelu použitia na špekulatívne (na obchodovanie) a zabezpečovacie, pričom bolo dôsledne rozpracované najmä účtovníctvo zabezpečovacích derivátov. Prínosom boli aj pravidlá na kvantifikáciu znehodnotenia finančných aktív (v našej terminológii na tvorbu opravných položiek).

Podstatným nedostatkom IAS 39 bolo vytvorenie dvojkoľajného systému zachytenia a oceňovania finančných nástrojov. Pre časť z nich sa stanovila povinnosť oceňovania v reálnej hodnote, ostatné sa oceňujú v umorovanej hodnote. IAS 39 bol často kritizovaný ako zložitý a príliš detailný, bol to však najmä dôsledok spojenia dvoch systémov do jedného celku. Pôvodným zámerom



bolo následné dopracovanie štandardu do jedného systému oceňovania všetkých finančných nástrojov vo výkaze finančnej pozície (v súvahe) reálnou hodnotou, čo sa napokon ukázalo ako nereálne. Dodnes pretrvávajú pôvodná dvojkolajnosť, dokonca aj v novonastavenom systéme štandardom IFRS 9.

Prínosom IAS 32 a IAS 39 bolo presné vymedzenie základných pojmov týkajúcich sa účtovníctva finančných nástrojov. IAS 32 definoval pojem finančného nástroja, finančného aktíva, finančného záväzku, kapitálového nástroja a reálnej hodnoty, IAS 39 vymedzil pojem derivátu, štyroch kategórií finančných aktív a záväzkov, ako aj ďalšie pojmy.

2. KLASIFIKÁCIA FINANČNÝCH NÁSTROJOV PODĽA IAS 39

IAS 39, ktorý je stále ešte pre členské štáty EÚ plne v platnosti, člení finančné aktíva na štyri kategórie (portfóliá) [6, str. 43]:

- Finančné aktíva oceňované v reálnej hodnote cez výsledok hospodárenia (*Financial assets at fair value through profit or loss*)
- Finančné aktíva k dispozícii na predaj (*Available-for-sale financial assets*)
- Investície držané do splatnosti (*Held-to-maturity investments*)
- Úvery a pohľadávky (*Loans and receivables*)

Finančné záväzky člení na dve kategórie [6, str. 44]:

- Finančné záväzky oceňované v reálnej hodnote cez výsledok hospodárenia (*Financial liabilities at fair value through profit or loss*)
- Ostatné finančné záväzky (nie sú priamo definované)

Hoci IAS 39 prešiel od svojho vzniku viacerými zmenami, vzhľadom na jeho pôvodné nastavenie išlo spravidla o dielčie a nepodstatné zmeny. Za zmienku stojí zmena z roku 2003 s účinnosťou od 1. 1. 2005, keď bola kategória Finančné aktíva na obchodovanie a Finančné záväzky na obchodovanie (tieto názvy boli uvedené v pôvodnom znení štandardu) rozšírená o tie finančné nástroje, ktoré si sem účtovná jednotka mohla zaradiť dobrovoľne, čo spôsobilo napokon zmenu ich názvu.

Súčasný znenie uvedených kategórií je Finančné aktíva alebo Finančné záväzky oceňované v reálnej hodnote cez výsledok hospodárenia a obsahuje tieto dve zložky – celá časť rozdelenia do jednotlivých kategórií je spracovaná podľa [6, str. 44-59]:

- Finančné aktíva a záväzky na obchodovanie (tie prevládajú)
- Finančné aktíva a záväzky zaradené do tejto kategórie dobrovoľne (opcia na reálnu hodnotu)

Finančné nástroje držané na obchodovanie sa držia s cieľom dosahovania zisku z krátkodobých cien alebo marže dílra. Účtovná jednotka však môže označiť akékoľvek finančné aktívum alebo akýkoľvek finančný záväzok pri počiatocnom zachytení ako položku v reálnej hodnote cez výsledok hospodárenia (výnimkou sú investície do akciových nástrojov, pri ktorých nie je možné zistiť ich reálnu hodnotu) – vtedy hovoríme o tzv. opcii na reálnu hodnotu (*fair value measurement option*).

Voľba je však viazaná na splnenie podmienky, že sa tým dosiahne relevantnejšia informácia alebo ide o finančný nástroj s vloženým derivátom (pri splnení niektorých ďalších podmienok).

Finančné aktíva k dispozícii na predaj (realizovateľné finančné aktíva) sú tie, ktoré sa určili ako k dispozícii na predaj alebo ktoré nie sú zatriedené, t. j. nespĺňajú podmienky ostatných kategórií (kategórie Finančné aktíva a záväzky oceňované v reálnej hodnote cez výsledok hospodárenia, kategórie Investície držané do splatnosti alebo kategórie Úvery a pohľadávky).

Kategória Investície držané do splatnosti obsahuje nederivátové finančné aktíva s fixnými alebo určitými platbami a fixnou splatnosťou, pri ktorých má účtovná jednotka zámer a schopnosť držať ich do splatnosti, pričom nebola použitá opcia na reálnu hodnotu.

Kategória Úvery a pohľadávky obsahuje nederivátové finančné aktíva s fixnými alebo určitými platbami a fixnou splatnosťou, ktoré nie sú kótované na aktívnom trhu, pričom nebola použitá opcia na reálnu hodnotu.

Kategória Ostatné finančné záväzky obsahuje rôzne finančné záväzky, ktoré nie sú oceňované reálnou hodnotou cez výsledok hospodárenia.

3. OCEŇOVANIE FINANČNÝCH NÁSTROJOV PODĽA IAS 39

Finančné nástroje sa v súčasnosti, t. j. podľa IAS 39, oceňujú dvoma spôsobmi:

- reálnou hodnotou:
 - finančné aktíva a finančné záväzky preceňované na reálnu hodnotu cez výsledok hospodárenia (rozdielely z ocenenia sa vykazujú priamo do nákladov a výnosov bežného obdobia),
 - finančné aktíva k dispozícii na predaj (rozdielely z ocenenia sa vykazujú do vlastného kapitálu);
- umorovanou hodnotou:
 - investície držané do splatnosti,
 - úvery a pohľadávky,
 - ostatné finančné záväzky.

Od roku 2009 sa o oceňovacích rozdieloch vykazovaných do vlastného kapitálu hovorí, že sa vykazujú do ostatného komplexného výsledku. Je to v dôsledku zmeny výkazu ziskov a strát na výkaz ostatného komplexného výsledku, ktorý obsahuje aj tieto údaje.

Reálna hodnota je objektívna hodnota (*fair value*). Podrobný návod, ako ju stanoviť, dáva od 1. 1. 2013 štandard IFRS 13 Oceňovanie reálnou hodnotou. Reálnu hodnotu definuje ako cenu, za ktorú by bolo možné predat aktívum alebo previesť záväzok v rámci riadnej transakcie medzi účastníkmi trhu v deň stanovenia tejto hodnoty.

Umorovaná hodnota (*amortised cost*), niekedy sa používa aj pojem akumulovaná alebo zostatková hodnota, je suma, ktorou je finančné aktívum alebo finančný záväzok ocenený pri prvotnom vykázaní, mínus splátky istiny, plus alebo mínus kumulatívne umorovanie rozdielu medzi prvotnou účtovnou hodnotou a splatnou sumou, ktoré sa



realizuje metódou efektívnej úrokovej miery, mínus akékoľvek zníženie hodnoty.

Finančné nástroje sa do jednotlivých kategórií zaraďujú podľa vopred stanoveného zámeru ich obstarania, presun medzi nimi je sťažený. Najprísnejšie obmedzujúce pravidlá platia pre kategóriu Finančné aktíva a finančné záväzky preceňované na reálnu hodnotu cez výsledok hospodárenia. Z tejto kategórie nebol pôvodne možný žiadny presun do inej kategórie, ani v opačnom smere. Prísne pravidlá platia aj pre kategóriu Investície držané do splatnosti, nesmie sa z nej presunúť viac ako nevýznamná časť finančných aktív. Ak k tomu dôjde, nastupuje sankčné pravidlo (*tainting rule*), podľa ktorého účtovná jednotka následne musí previesť všetky finančné nástroje z tejto kategórie a do konca aktuálneho účtovného obdobia a počas dvoch nasledujúcich účtovných období nesmie tvoriť portfólio do splatnosti.

Z hľadiska ekonomiky účtovnej jednotky predstavuje najväčšie riziko kategória Finančné aktíva a finančné záväzky preceňované na reálnu hodnotu cez výsledok hospodárenia, pretože akýkoľvek trhový výkyv sa bezprostredne (v dôsledku ocenenia reálnou hodnotou) prenáša do výsledku jej hospodárenia. Menej rizikovou je kategória Finančné aktíva na predaj, rozdiely z precenenia zostávajú počas ich zachytenia v účtovníctve vo vlastnom kapitáli a do výsledku hospodárenia sa prenášajú až pri ich odúčtovaní.

Kategorizácia finančných nástrojov a na to nadväzujúce spôsoby ich oceňovania boli z IAS 39 prevzaté do národnej legislatívy SR od 1. 1. 2003. Európska únia ich prevzala až prijatím nariadenia Európskeho parlamentu a Rady č. 1606/2002 o uplatňovaní medzinárodných účtovných štandardov, ktorým uzákonila používanie týchto štandardov pre vybrané účtovné jednotky v jej priestore. Pre ostatné účtovné jednotky zostávajú v platnosti smernice EÚ z oblasti účtovníctva, ktoré sa od uvedenej kategorizácie a oceňovania výrazne odlišujú.

Až do prepuknutia finančnej a hospodárskej krízy (do roku 2008) nespôsobovalo znenie IAS 39 v oblasti preceňovania finančných nástrojov cez výsledok hospodárenia v ekonomike účtovných jednotiek žiadne väčšie problémy. Ťažkosti nastali až v roku 2008 v dôsledku výrazných negatívnych výkyvov na finančnom trhu. Značný pokles reálnej hodnoty začal spôsobovať veľké straty, možným riešením bol iba okamžitý predaj týchto finančných aktív, čo však spravidla nebolo možné, keďže sa s nimi prestalo obchodovať.

Táto situácia si vynútila novelu IAS 39 v októbri 2008 (s použitím od 1. 7. 2008), ktorá umožnila vo výnimočných situáciách, za akú sa považovala aj kríza, reklasifikáciu finančných nástrojov z kategórie precenenia na reálnu hodnotu cez výsledok hospodárenia do kategórie na predaj, investícií do splatnosti, prípadne do úverov a pôžičiek.

Táto situácia zároveň poukázala na zraniteľnosť súčasného systému kategorizácie a oceňovania finančných nástrojov, následne sa začala pripravovať radikálna zmena tvorby nového štandardu k finančným nástrojom IFRS 9.

4. KLASIFIKÁCIA FINANČNÝCH NÁSTROJOV PODĽA IFRS 9

Hoci bol IAS 39 od prvého použitia v roku 2001 až do súčasnosti pravidelne novelizovaný, nikdy nedošlo k podstatnejšej zmene v jeho koncepcii. K tomu dochádza až teraz, keď ho má plne nahradit' nový štandard IFRS 9 Finančné nástroje [3]. IFRS 9 je dlhodobý projekt a rozpracúva sa v týchto troch etapách:

- klasifikácia a oceňovanie finančného majetku a finančných záväzkov,
- umorovaná hodnota a znehodnotenie finančného majetku,
- zabezpečovacie účtovníctvo.

V novembri 2009 vydala Rada pre medzinárodné účtovné štandardy (IASB) štandard IFRS 9 ako dokončenie prvej etapy nahradenia štandardu IAS 39 týmto novým štandardom, s povinným použitím od 1. 1. 2013, čo sa neskôr presunulo na neskorší termín od 1. 1. 2015, podobne ako aj ostatné etapy projektu. Kompetentné orgány EÚ ho však ešte nepotvrdili, zatiaľ nie je ani stanovený termín, kedy by k tomu malo prísť.

Prvá etapa už prijatá IASB rieši klasifikáciu a oceňovanie finančných aktív [2, str. 2 – 6]. Rozsah pôsobnosti je rovnaký ako pri IAS 39, čiže platí pre všetky finančné aktíva, ktoré v súčasnosti patria do IAS 39.

Oproti klasifikácii finančných aktív podľa IAS 39 prináša IFRS 9 tieto podstatné zmeny:

- úplne ruší uvedené štyri kategórie vrátane s nimi spojených pojmov a ocenení,
- pri následnom ocenení finančných aktív ich rozdeľuje na dve časti – oceňované v umorovanej hodnote a oceňované v reálnej hodnote,
- zachovala sa možnosť oceniť pri prvom zaúčtovaní akékoľvek finančné aktívum reálnou hodnotou (*fair value option*).

5. OCEŇOVANIE FINANČNÝCH NÁSTROJOV PODĽA IFRS 9

Pri prvotnom zachytení finančných aktív zostáva v platnosti ich oceňovanie v reálnej hodnote. Následné ocenenie finančných aktív sa podstatne mení, najskôr treba rozlíšiť, či ide o dlhový alebo kapitálový finančný nástroj.

5.1 Oceňovanie kapitálových finančných nástrojov podľa IFRS 9

Kapitálový nástroj sa podľa IFRS 9 vždy následne oceňuje reálnou hodnotou. Je však otázkou, kde sa budú evidovať oceňovacie rozdiely. Môžu sa zaevidovať do výsledku hospodárenia [2, str. 2],

- ak ide o kapitálový finančný nástroj určený na obchodovanie (tak ako podľa IAS 39),
- ak o tom účtovná jednotka rozhodne, keďže vo všetkých ostatných prípadoch okrem kapitálového finančného nástroja na obchodovanie zostáva na jej rozhodnutí, či sa zaevidujú do výsledku hospodárenia alebo do vlastného kapitálu, pričom dané rozhodnutie sa urobí pre každé finančné aktívum osobitne a je nezvratné.

Vo všetkých ostatných prípadoch sa oceňovacie rozdiely z následného ocenenia kapitálového



nástroja reálnou hodnotou zaevidujú do vlastného kapitálu.

Pri kapitálových nástrojoch je účtovná jednotka povinná podľa IFRS 7 Finančné nástroje: zverejňovanie uviesť v poznámkach k účtovnej závierke tieto informácie:

- ktoré kapitálové finančné nástroje boli zaradené do tých, ktoré sa oceňujú reálnou hodnotou so zaevidovaním oceňovacích rozdielov do vlastného kapitálu, ako aj dôvody, prečo tam boli zaradené,
- reálnu hodnotu jednotlivých kapitálových finančných nástrojov na konci účtovného obdobia,
- dividendy zaúčtované v priebehu účtovného obdobia oddelene pri tých nástrojoch, ktoré boli v jeho priebehu odúčtované, a oddelene pri tých nástrojoch, ktoré naďalej vlastní,
- pri odúčtovaných kapitálových finančných nástrojoch dôvody, prečo ich vyradila, ich reálnu hodnotu k dátumu ich odúčtovania a kumulovaný zisk alebo stratu z ich vyradenia.

5.2 Oceňovanie dlhových finančných nástrojov podľa IFRS 9

Ak je finančné aktívum dlhovým nástrojom, môže sa podľa IFRS 9 následne oceniť [2, str. 2]:

- umorovanou hodnotou alebo
- reálnou hodnotou so zaevidovaním oceňovacích rozdielov do výsledku hospodárenia.

Na rozdiel od ustanovení IAS 39 nie je možné finančné aktívum – dlhový nástroj následne oceniť reálnou hodnotou so zaevidovaním oceňovacích rozdielov do vlastného kapitálu, čo je jednou z podstatných zmien.

Následné ocenenie reálnou hodnotou sa použije vtedy, ak sa účtovná jednotka rozhodne využiť opciu na reálnu hodnotu (pri akceptovaní podmienok stanovených podobne ako v IAS 39), ako aj vtedy, ak nie sú splnené súčasne obidve tieto podmienky stanovené IFRS 9 pre ocenenie dlhového nástroja umorovanou hodnotou:

- účtovná jednotka drží finančné aktívum so zámerom inkasovať peňažné toky, ktoré z neho plynú, v zmysle tomu zodpovedajúceho ekonomického modelu,
- na základe dojednaných zmluvných podmienok ide pri peňažných tokoch, ktoré z neho plynú, výlučne o platbu istiny a úrokov z doteraz nesplatennej istiny, pričom úroky sú vyjadrením časovej hodnoty peňazí a kreditného rizika.

Test ekonomického modelu

Pri posudzovaní charakteru dlhového finančného aktíva sa najskôr urobí test ekonomického modelu [2, str. 3], pričom:

- test sa nerobí na úrovni jednotlivých finančných aktív,
- vychádza sa z toho, ako manažment riadi podnikanie, nie zo zámerov, ktoré má s konkrétnymi finančnými aktívami,
- klasifikácia sa spravidla neuskutočňuje ani na úrovni účtovnej jednotky ako celku, pretože tá má pre riadenie finančných aktív väčšinou viac ekonomických modelov súčasne.

Pojem ekonomického modelu sa v IFRS 9 použil prvýkrát, v implementačnej príručke sú uvedené niektoré prípady spolu s vysvetlením. Častým a typickým je portfólio dlhových cenných papierov so stanovenou splatnosťou istiny, z ktorej účtovná jednotka poberá vopred stanovené (fixnou alebo variabilnou sadzbou) úroky odrážajúce časovú hodnotu peňazí a kreditné riziko. Niekedy však môže dôjsť k pochybnostiam o charaktere modelu.

Účtovná jednotka síce môže držať finančné aktíva s cieľom inkasovať z nich zmluvné peňažné toky, model však môže obsahovať ďalšie skutočnosti, ktoré treba dôkladne posúdiť. Môže to byť:

- vopred stanovený predpoklad, že ak nastanú určité okolnosti (potreba peňazí na investičné výdavky, finančné aktívum už neplní limity stanovené stratégiou investovania apod.), dôjde k predaju finančných aktív. Napriek tomuto predpokladanému zámeru má model charakter ekonomického modelu inkasovania istiny a pravidelných peňažných tokov,
- vopred stanovený predpoklad, že ak sa vyskytnú prípady nesplácania, napr. pri úveroch, účtovná jednotka podnikne kroky na ich vymáhanie, prípadne sa bude usilovať zabezpečiť toto riziko adekvátnymi nástrojmi, napríklad úverovými swapmi. V danom prípade model vyhovuje, keďže nie je narušený základný predpoklad splatenia istiny a poberania pravidelných výnosových úrokov potrebných vlastností.

Predaj finančných aktív oceňovaných umorovanou hodnotou je možný, neplatí tu sankčné pravidlo (*tainting rule*) ako pri portfóliu držanom do splatnosti podľa IAS 39, predaje by však nemali byť príliš časté. V tom prípade by vznikla otázka, či bol model hodnotený správne a následne by ho bolo potrebné zmeniť.

Test vlastností peňažných tokov

Ak sa potvrdí, že cieľom príslušného ekonomického modelu je držať finančné aktíva s cieľom inkasovať pravidelné peňažné toky, je potrebné následne vykonať test vlastností peňažných tokov. Skúma sa, či pri nich ide výhradne o platbu istiny a úrokov z doteraz nesplatennej istiny, pričom úrok je protiplnením za časovú hodnotu peňazí a úverové riziko spojené s finančným aktívom. Nesmie obsahovať tzv. pákový efekt, ktorý posilňuje jeho variabilitu a nemá ekonomické vlastnosti úroku.

Implementačná príručka opäť ponúka príklady, pri ktorých dané vlastnosti peňažného toku zodpovedajú, resp. nezodpovedajú stanoveným kritériám. Klasickým príkladom vlastností, ktoré vyhovujú a zároveň sa vyskytujú pri dlhových nástrojoch najčastejšie, je okrem pevne stanovenej splatnosti dlhovej istiny fixná alebo premenlivá úroková sadzba. V praxi sa však môžu vyskytnúť aj iné prípady, pri ktorých môžu nastať pochybnosti, či vyhovujú alebo nevyhovujú kritériám stanoveným IFRS 9.

V implementačnej príručke môžeme nájsť tieto príklady finančných nástrojov, ktoré spĺňajú pod-



mienky potrebných vlastností peňažných tokov pre oceňovanie umorovanou hodnotou [2, str. 5]:

- platby istiny a úrokov sú viazané na index inflácie meny, v ktorej je dlhopis vydaný, indexácia neobsahuje „páku“,
- úrok je stanovený variabilnou úrokovou sadzbou, s presným termínom splatnosti istiny a úrokov; k termínu splatnosti úrokov má dlžník možnosť voľby trhovej úrokovej sadzby, ktorú pri výpočte úroku použije,
- dlhopis so stanoveným termínom splatnosti, úrok je naviazaný na variabilnú trhovú „cap“ sadzbu,
- finančný nástroj je pôžičkou s regresom, ktorá je zabezpečená kolaterálom a pod.

Pri všetkých uvedených prípadoch, napriek ich určitému špecifiku, nebola porušená zásada, že peňažný tok pozostáva z istiny a úrokov, ktoré sú protiplnením za časovú hodnotu peňazí a úverové riziko.

Implementačná príručka uvádza aj niektoré prípady, keď peňažné toky finančného nástroja potrebným vlastnostiam nezodpovedajú, napríklad [2, str. 6]:

- finančný nástroj je konvertibilným dlhopisom, teda dlhovým finančným nástrojom s možnosťou transformácie na kapitálový nástroj,
- finančný nástroj je úverom, ktorý je úročený inverznou pohyblivou úrokovou sadzbou, ktorá nezodpovedá časovej hodnote peňazí na finančnom trhu,
- večný dlhopis, ktorý nemá stanovenú splatnosť, emitent však môže kedykoľvek uplatniť svoju opciu na jeho spätné odkúpenie, pričom držiteľovi zaplatí jeho menovitú hodnotu a akumulovaný úrok,
- dlhopis s premenlivou sadzbou, výška úroku je viazaná na finančnú výkonnosť dlžníka a pod.

V uvedených prípadoch nebola splnená podmienka, že peňažným tokom je platba istiny a úroku, ktorý je protiplnením za časovú hodnotu peňazí a prípadné úverové riziko.

6. REKLASIFIKÁCIA FINANČNÝCH AKTÍV PODĽA IFRS 9

IFRS 9 pôvodne vo svojich zámeroch predpokladala, že po prvotnom zaradení finančných nástrojov z aspektu ich charakteru vzhľadom na príslušný ekonomický model a následný spôsob oceňovania nebude možná ich akákoľvek reklasifikácia. No v konečnej verzii od toho ustúpila a povoľuje reklasifikáciu v prípade, ak účtovná jednotka zmení svoj ekonomický model, čo však bude skôr ojedinelé. Implementačná príručka opäť uvádza príklady možných dôvodov na zmenu, prípadne kedy k tejto zmene napriek určitým zmeneným okolnostiam nemôže prísť. Sú to napríklad tieto situácie [2, str. 12]:

- Účtovná jednotka má portfólio úverov na obchodovanie, ktoré preceňuje reálnou hodnotou cez výsledok hospodárenia. Kúpi inú účtovnú jednotku, ktorá drží úvery v značnom objeme s cieľom poberať ich pravidelný úrokový výnos. Preto dôjde ku zmene modelu a svoje pôvodne

portfólio obchodných úverov zmení na úvery s cieľom pravidelného výnosu.

- Účtovná jednotka, ktorá poskytovala hypotekárne úvery, sa rozhodla tento produkt zrušiť a ich portfólio dala na trh, čím došlo ku zmene ekonomického modelu.
- Účtovná jednotka prehodnotí svoje pôvodné zámery s konkrétnymi finančnými aktívami, čo samo osebe nie je dôvodom na zmenu ekonomického modelu, hoci by boli podnetom aj zásadné zmeny na trhu (i napriek tomu, že pre dané aktívum by trh prestal existovať). Ak dôjde ku zmene ekonomického modelu, musia sa preklasifikovať všetky finančné aktíva, na ktoré mala táto zmena dosah, pričom môžu nastať tieto dva prípady:

- finančné aktíva oceňované umorovanou hodnotou sa prevedú do kategórie oceňovanej reálnou hodnotou – ku dňu prevodu sa účtovná hodnota daná ich umorovanou hodnotou prepočíta na reálnu hodnotu, prípadný rozdiel sa vykáže do výsledku hospodárenia a v takto stanovenej reálnej hodnote sa prvotne zachytia v novej kategórii,
- finančné aktíva oceňované v reálnej hodnote sa prevedú do kategórie oceňovanej umorovanou hodnotou – ich reálna hodnota sa stane účtovnou hodnotou pri ich prvotnom zachytení v kategórii oceňovanej umorovanou hodnotou.

Reklasifikácie sa nebudú účtovať spätné, ale prospektívne, od dátumu reklasifikácie, t. j. od prvého dňa účtovného obdobia, ktoré nasleduje po zmene ekonomického modelu. Keďže ide o podstatnú zmenu, IFRS 9 v súvislosti s tým požaduje, aby sa v poznámkach účtovnej závierky zverejnil dátum reklasifikácie a sumy prevedené medzi kategóriami, ako aj dôvod, prečo k reklasifikácii došlo.

Ak dôjde k prevodu z kategórie finančných nástrojov oceňovaných reálnou hodnotou do kategórie finančných nástrojov oceňovaných umorovanou hodnotou, musia sa v poznámkach zverejniť doplňujúce informácie, ktoré obsahujú ich reálnu hodnotu k termínu účtovnej závierky a rozdiel v porovnaní s ich reálnou hodnotou na začiatku účtovného obdobia, ako aj dosah do nákladov a výnosov, ktorý by nastal, ak by k reklasifikácii nedošlo.

7. KLASIFIKÁCIA A OCEŇOVANIE FINANČNÝCH ZÁVÄZKOV PODĽA IFRS 9

Oblasť finančných záväzkov je z hľadiska klasifikácie a oceňovania menej náročná ako oblasť finančných aktív [3]. Podľa IAS 39 sú iba dve kategórie finančných záväzkov – tie, ktoré sa oceňujú v reálnej hodnote cez výsledok hospodárenia (deriváty, záväzky z krátko predaja a záväzky zaradené s použitím opcie na reálnu hodnotu), a všetky ostatné, ktorých je väčšina, sú oceňované v umorovanej hodnote.

Podobne aj podľa IFRS 9 sa prevažná časť finančných záväzkov bude oceňovať v umorovanej hodnote, v reálnej hodnote iba tie, ktoré sa držia na obchodovanie. Štandard obsahuje limitovanú možnosť určiť finančný záväzok ako oceňovaný reálnou hodnotou cez výsledok hospodárenia.



Hlavnou zmenou bude povinnosť účtovnej jednotky vykázať efekty zmien vlastného úverového rizika finančných záväzkov ocenených v reálnej hodnote s dosahom nie cez výsledok hospodárenia, ale do vlastného kapitálu.

8. PRECHOD Z IAS 39 NA IFRS 9 A JEHO PRAKTICKÝ DOSAH

IFRS 9 stanovuje pravidlá prechodu z IAS 39 na IFRS 9 takto [1, 3]:

- predpokladaný termín povinného použitia je od 1. 1. 2015,
- dobrovoľné použitie je možné aj pred týmto termínom, pre krajiny EÚ však až po schválení orgánmi EÚ,
- IFRS 9 sa bude uplatňovať spätne, rozhodnutie o zatriedení a ocenení finančných nástrojov umorovanou alebo reálnou hodnotou sa bude viazať iba na tie finančné nástroje, ktoré sú uvedené vo výkaze finančnej pozície (v súvahe) s ohľadom na skutočnosti k dátumu prvej aplikácie štandardu,
- posúdi sa, ktoré finančné aktívum je zaradené na obchodovanie, no k termínu prvej aplikácie štandardu ho bude možné preklasifikovať na aktívum oceňované v umorovanej hodnote a naopak,
- IFRS 9 sa nebude aplikovať na tie finančné nástroje, ktoré boli odúčtované pred jeho prvou aplikáciou.

Pri zvažovaní možných praktických dosahov prechodu sa zameriame na oblasť bánk, kde je objem finančných aktív najvyšší. Ak vezmeme do úvahy štruktúru finančných aktív, prevažnú časť v nej tvoria dlhové finančné nástroje – poskytnuté úvery a nakúpené dlhopisy. Iba malú časť tvoria majetkové cenné papiere alebo úvery na obchodovanie.

Podľa IAS 39 je väčšina dlhových finančných nástrojov začlenená buď do kategórie držané do splatnosti (dlhové cenné papiere), alebo do kategórie úvery a pôžičky (poskytnuté úvery a pôžičky) a je oceňovaná umorovanou hodnotou.

Pri prechode na IFRS 9 by väčšina z nich mala zostať ocenená umorovanou hodnotou, pretože budú vo väčšine prípadov vyhovovať ekonomickému modelu poberania pravidelných peňažných tokov, pozostávajúcich z istiny a úroku, ktorý predstavuje časovú hodnotu peňazí a úverové riziko, hoci pôvodné názvy jednotlivých kategórií stanovené IAS 39 sa už nebudú používať.

Otázna bude časť dlhových finančných nástrojov – dlhopisov zaradených podľa IAS 39 do kategórie na predaj, ktoré boli preceňované na reálnu hodnotu so zaevidovaním do vlastného kapitálu. Takýto postup podľa IFRS 9 už nebude možný. Budú sa zaradiť do dlhových finančných nástrojov, ktoré sú oceňované umorovanou hodnotou, alebo sa budú naďalej preceňovať na reálnu hodnotu, ale so zaevidovaním do výsledku hospodárenia. Podstatné je, ktorému ekonomickému modelu budú vyhovovať.

Pokiaľ ide o kapitálové finančné nástroje, podľa IFRS 9 sa možno rozhodnúť, či sa oceňovacie

rozdiely zo zmeny reálnej hodnoty budú evidovať do výsledku hospodárenia alebo do vlastného kapitálu. Avšak okrem tých, ktoré sú určené na obchodovanie, a tých, pri ktorých sa použije opcia na reálnu hodnotu – tie musia byť precenené cez výsledok hospodárenia.

Podstatná zmena teda spočíva v tom, že pri kapitálových finančných nástrojoch, ktoré sú podľa IAS 39 zaradené na predaj a preceňované do vlastného kapitálu, je podľa IFRS 9 možné rozhodnúť, či sa oceňovacie rozdiely plynúce z reálnej hodnoty zaevidujú do výsledku hospodárenia alebo do vlastného kapitálu.

Napokon netreba zabúdať na fakt, že prechod z IAS 39 na IFRS 9 vyvolá zmeny v technickej stránke spracovania, čiže:

- účtovné jednotky budú musieť preukázať, prečo boli jednotlivé finančné aktíva zaradené do príslušného ekonomického modelu,
- zmeny sa premietnu do účtovných systémov – interných účtovných predpisov, účtovného rozvrhu, programového zabezpečenia apod.

Zmenené pravidlá v oblasti finančných nástrojov v zmysle IFRS 9 môžu výrazne ovplyvniť ekonomiku spoločnosti, čo závisí najmä od objemu finančných nástrojov, ale aj od ich štruktúry. Preto treba dôkladne zvážiť, najmä v oblastiach variantného prístupu a vlastných rozhodnutí, začlenenie a následné ocenenie finančných nástrojov, prípadne považovať nad zmenami v oblasti súčasnej stratégie tvorby ich portfólií.

9. MALÝ OTÁZNIK NA ZÁVER

Hoci klasifikácia a oceňovanie finančných nástrojov podľa IFRS 9 (tak, ako sme o nich písali v tomto príspevku) boli schválené IASB už koncom roka 2009, Európska únia ich zatiaľ neschválila a termín ich schválenia nie je známy. Je možné, že znenie IFRS 9 sa do konečného schválenia ešte pozmení.

Poukazuje na to aj fakt, že v súčasnosti IASB už vydal návrh doplnku k štandardu IFRS 9, v ktorom rozširuje pôvodné dve portfóliá finančných aktív o ďalšie, ktoré by sa malo oceňovať v reálnej hodnote cez ostatné položky komplexného hospodárskeho výsledku (do vlastného kapitálu). Aktíva držané v tomto portfóliu by mali spĺňať obidve podmienky určené pre model; mali by byť držané jednak na účely získania výnosu z rozdielu cien, ale aj na účely získania zmluvného peňažného toku.

To znamená, že pôvodný zámer IFRS 9, aby sa rozdiely v reálnej hodnote pri dlhových finančných nástrojoch neúčtovali do vlastných zdrojov tento návrh neguje. Oceňovacie rozdiely vyplývajúce zo zmeny reálnej hodnoty by sa mali účtovať cez ostatné položky komplexného hospodárskeho výsledku (do vlastného kapitálu), znehodnotenie a úroky by sa mali účtovať cez výsledok hospodárenia.

Návrh doplnku rada IASB zdôvodňuje jednak námietkami a skúsenosťami používateľov štandardu, ako aj snahou priblížiť sa k americkým štandardom (US GAAP).

Použitá literatúra:

1. DVORÁK, V.: *IFRS 9 – Klasifikace a oceňování*, KPMG Česká republika, s.r.o., Praha 2010, 14 str., www.kpmg.cz.
2. ERNST & YONG: *IFRS 9 – IASB vydala první část standardu nahrazujícího IAS 39*, Mimořádné vydání IFRS newsletteru – číslo 60/listopad 2009, Praha 2009, 19 str., www.ey.com/cz.
3. International Accounting Standards Board: *International Financial Reporting Standard 9*, London 2009.
4. JÍLEK, J., SVOBODOVÁ, J.: *Účetnictví bank a finančních institucí*, GRADA Publishing, a.s., Praha 2005, 588 str., ISBN 80-247-1237-7.
5. PETRÁNOŠOVÁ, B.: *Bankovní management*, Masarykova univerzita v Brně – ESF, Brno 2004, 124 str., ISBN 80-210-3481-5.
6. SVITEK, M.: *Finančné nástroje podľa IFRS/IAS*, Iura Edition, spol. s r.o., Bratislava 2008, 339 str., ISBN 978-80-8078-188-0.
7. TUMPACH, M.: *Medzinárodné štandardy na zostavenie účtovnej závierky IFRS/IAS*, Iura Edition, spol. s r.o., Bratislava 2006, 470 str., ISBN 80-8078-072-2.
8. www.iasb.org.



ING. VIERA
MALACKÁ, PHD.

VYBRANÉ SEGMENTY PEŇAŽNÉHO TRHU

Vydavateľstvo EKONÓM,
Bratislava 2013,
ISBN 978-80-225-3512-0

Predkladaná monografia skúma medzibankový trh, ktorý je dôležitým segmentom peňažného trhu. Zaoberá sa tiež skúmaním repo obchodov, ktoré sú produktom finančných trhov, a skúmaním medzibankových úrokových sadziieb, z ktorých niektoré vystupujú ako referenčné úrokové sadzby na peňažných trhoch.

Cieľom publikácie je podľa autorky poskytnúť podrobné informácie z danej oblasti študentom Národohospodárskej fakulty, ale zároveň aj pracovníkom bankovej praxe a všetkým, ktorí sa zaujímajú o uvedenú problematiku.

Monografia je rozdelená do troch kapitol. Prvá kapitola sa venuje medzibankovému trhu ako osobitnému segmentu peňažného trhu, jeho charakteristike, podstate a subjektom, ktoré pôsobia na tomto trhu. Na medzibankovom trhu sa uskutocňujú obchody medzi centrálnou bankou a komerčnými bankami a medzi komerčnými bankami navzájom. V tejto kapitole sú spracované tiež typy obchodov na zabezpečenie operácií na voľnom trhu Eurosystemu, formy ich realizácie a ich výkon.

V eurozóne pod obchodmi s centrálnou bankou rozumieme obchody medzi Eurosystemom a komerčnými bankami. V rámci eurozóny vykonávajú národné centrálné banky obchody len s akceptovateľnými zmluvnými stranami, ktoré musia spĺňať požadované kritériá Eurosystemu. Do súboru nástrojov menovej politiky ECB patria operácie na voľnom trhu, automatické operácie a povinné minimálne rezervy. Operácie na voľnom trhu sa vykonávajú na základe iniciatívy národných centrálnych bánk a ECB nimi riadi likviditu a úrokové sadzby na peňažnom trhu.

Medzi hlavné časti peňažného trhu eurozóny v rámci obchodov medzi komerčnými bankami navzájom patrí trh nezabezpečených obchodov, trh zabezpečených obchodov – derivátový trh, trh krátkodobých cenných papierov a repo trh. Zabezpečený a nezabezpečený trh sú základnými segmentmi európskeho peňažného trhu. Na trhu medzibankových depozít sa plní jeho hlavná úloha – zvýšiť efektívnosť využitia dočasne voľných zdrojov bánk. Na derivátovom trhu eurozóny obchodujú komerčné banky s finančnými derivátmi denominovanými v eurách.

Praktická časť tejto kapitoly sa venuje fungovaniu trhu medzi ECB a komerčnými bankami v štandardných podmienkach a v neštandardných podmienkach súčasnej finančnej krízy. V rámci obchodovania na medzibankovom trhu eurozóny v čase finančnej krízy sa zameriava na obchodnú aktivitu komerčných bánk na agregátnej úrovni. Táto časť je spracovaná na základe materiálov, ktoré vypracúva ECB a ostatné národné centrálné banky ESCB.

Druhá kapitola opisuje medzibankové úrokové sadzby, prostredníctvom ktorých sa dosahuje rovnováha na peňažnom trhu. Zaoberá sa referenčnými úrokovými sadzbami a ich úlohou na trhu. V rámci HMÚ je medzibankovou referenčnou sadzbou úroková sadzba EURIBOR. Panelové banky, ktoré kótujú EURIBOR, sú prvotriedne banky s najvyššou úverovou schopnosťou a ich výber je

založený na trhových kritériách. EONIA ako medzibanková jednodňová úroková sadzba eurozóny je akceptovaná referenčnou sadzbou na európskom medzibankovom trhu pre uskutočňovanie jednodňových obchodov v eurách v segmente nezabezpečeného trhu. Jej význam podčiarkuje aj skutočnosť, že najväčšia časť swapového obchodu eurozóny je založená práve na tejto sadzbe.

Praktická časť druhej kapitoly je venovaná vplyvu kľúčových úrokových sadziieb ECB na vývoj sadziieb EURIBOR a EONIA v období od začiatku krízy do októbra 2012. V závere je spracovaná rizikovosť transakcií na medzibankovom trhu eurozóny. Dôležitým nástrojom merania rizika a likvidity na peňažných trhoch sú úrokové sadzby Overnight Index Swap (OIS). Spready medzi medzibankovými úrokovými sadzbami a úrokovou sadzbou OIS sa považujú za indikátory určenia relatívneho stresu na peňažných trhoch.

Posledná tretia kapitola sa zaoberá repo obchodmi, ktoré charakterizujeme ako predaj cenných papierov za hotovosť so súčasnou dohodou o ich spätnom odkúpení v budúcnosti. Je to v podstate kolateralizovaná pôžička hotovosti, pričom kritériom klasifikácie obchodu ako kolateralizovanej pôžičky je pevný záväzok predávajúceho nakúpiť späť cenné papiere. V tejto kapitole sú podrobne spracované základné druhy repo obchodov, ktorými sú sell-and-buy back (SABB), klasické repo a požičkovanie, resp. vypožičkovanie cenných papierov, repo obchody podľa doby splatnosti a ďalšie druhy repo obchodov. Opísané sú v nej aj výhody a nevýhody repo obchodov, ich využitie a vlastnosti. Podrobne je tiež spracovaný európsky repo trh, ktorý je v súčasnosti najrýchlejšie sa rozvíjajúcim segmentom medzinárodného peňažného trhu. Analytická časť európskeho repo trhu poukazuje na to, ako súčasná finančná kríza ovplyvnila celkový objem obchodov na tomto trhu. Zároveň sa však zameriava aj na jeho vývojové tendencie. Repo obchody sú aj v súčasných podmienkach finančnej krízy nástrojom, prostredníctvom ktorého sa dosahuje efektívnosť a likvidita v bankovom podnikaní.

Monografia je napísaná na základe najnovších vedeckých poznatkov z uvedenej problematiky. Je vhodne štruktúrovaná, napísaná na vysokej odbornej úrovni, jasne, prehľadne, so znalosťou problematiky. Obsahuje veľa konkrétnych údajov, vhodne spracovaných do tabuliek a grafov, na základe ktorých sú dokumentované teoretické závery.

Positívne možno hodnotiť úroveň a komplexnosť spracovania uvedenej problematiky, keďže problematika medzibankových obchodov a ich súvislostí nebola doteraz v dostupnej literatúre u nás a v zahraničí takto komplexne spracovaná.

Predkladaná monografia je vhodným študijným materiálom pre poslucháčov vysokých škôl, pre doktorandov, pracovníkov finančných inštitúcií a všetkých, ktorých zaujíma problematika finančných trhov.

doc. Ing. Dana Tkáčová, PhD.

*Katedra bankovníctva a medzinárodných financií
Ekonomická univerzita v Bratislave*



Vedecký seminár profesora Imricha Karvaša Aktuálne úlohy Európskej centrálnej banky v oblasti menovej politiky a dohľadu nad finančným trhom



Na konci februára sme si pripomenuli 110. výročie narodenia významnej vedeckej osobnosti a prvého guvernéra Národnej banky Slovenska, Imricha Karvaša. Pri tejto príležitosti sa dňa 4. marca konal na pôde Ekonomickej fakulty Univerzity Mateja Bela v Banskej Bystrici vedecký seminár, ktorý niesol meno tohto uznávaného národohospodára, praktika v oblasti hospodárskej vedy a v neposlednom rade uznávaného pedagóga. Záštitu nad týmto podujatím prevzala Národná banka Slovenska a dekan Ekonomickej fakulty univerzity Mateja Bela v Banskej Bystrici Ing. Vladimír Hiadlovský, PhD.

Na úvod vystúpila doc. Ing. Emília Zimková, PhD., hlavná organizátorka a gestorka vedeckého seminára, ktorá privítala všetkých zúčastnených a predstavila významných hostí, ktorí prijali pozvanie: guvernéra Národnej banky Slovenska doc. Ing. Jozefa Makúcha, PhD., a syna ústrednej osobnosti podujatia, doc. Ing. Milana Karvaša, PhD.

Dekan Ekonomickej fakulty Univerzity Mateja Bela v Banskej Bystrici Ing. Vladimír Hiadlovský, PhD., vyzdvihol vo svojom prejave významné zásluhy Imricha Karvaša pri rozvoji hospodárstva Slovenska v časoch druhej svetovej vojny, ako aj jeho významný krok, financovanie Slovenského národného povstania. Ten následne viedol k internovaniu prof. Karvaša v koncentračných táboroch a následným perzekúciám, ktoré pretrvávali v druhej polovici jeho života. Jeho slová doplnil vzácný hosť, doc. Milan Karvaš, ktorý odcitoval slová svojho otca, čím poukázal na jeho významnú prácu a optimizmus. Poďakoval sa za inštitucionalizáciu Vedeckého seminára Imricha Karvaša a zaželal podujatiu dlhé a úspešné fungovanie.

S hlavnou prednáškou na tému Aktuálne úlohy Európskej centrálnej banky v oblasti menovej politiky a dohľadu nad finančným trhom vystúpil guvernére NBS doc. Jozef Makúch. V rámci makroekonomického vývoja v eurozóne upozornil na heterogénny vývoj tak hrubého domáceho produktu, ako aj inflácie, čo výrazne vplýva na správanie účastníkov finančného trhu. Uplynulé mesiace

môžeme charakterizovať ako krízu nedôvery medzi účastníkmi finančného trhu i jednotlivých ekonomických subjektov. V snahe eliminovať krízu nedôvery Európska centrálna banka uviedla niekoľko nekonvenčných opatrení, ktorých cieľom bolo dodávanie likvidity do bankového sektora. Napriek dodatočnej likvidite, ktorú počas finančnej krízy uvoľnila Európska centrálna banka uvoľnila v prospech komerčných bánk, transmisia týchto prostriedkov v podobe úverov do reálnej ekonomiky stále zostáva. Absorpčná schopnosť reálnych ekonomík v eurozóne však závisí od štrukturálnych reforiem, ktoré v Európe postupujú pomaly. V závere prednášky guvernére Národnej banky Slovenska uviedol informácie o príprave bankovej únie, ktorá je postavená na troch pilieroch: jednotnom mechanizme dohľadu, jednotnom rezolučnom mechanizme a jednotnom fonde ochrany vkladov. Reálny výkon jednotného mechanizmu dohľadu je plánovaný na rok 2014, čomu však predchádzajú prípravné aktivity. Po prednáške nasledovali otázky študentov, ktoré boli zamerané predovšetkým na nefunkčnosť transmisného mechanizmu, možnosť morálneho hazardu zo strany komerčných bánk a tiež na oblasť aktuálnej kľúčovej úrokovvej sadzby Európskej centrálnej banky.

Podujatie ukončila doc. Zimková, ktorá poďakovala aktívne participujúcim účastníkom i všetkým prítomným a uviedla hosta nasledujúceho vedeckého seminára, ktorým bude univerzitný profesor Mikuláš Ľuptáčik. Bude sa venovať národohospodárskej dileme, prečo sú niektoré krajiny bohaté a niektoré chudobné.

Ambíciou Vedeckého seminára Imricha Karvaša je pravidelne diskutovať o národohospodárskych otázkach spojených s koncepcnými cieľmi ekonomiky, ale tiež s každodennou ekonomickou realitou. Súčasne si budú účastníci seminára pripomínať morálnu autoritu, vedecký i pedagogický odkaz univerzitného profesora Imricha Karvaša.

*Daniela Dvorščáková
členka organizačného výboru*



Univerzitný profesor Imrich Karvaš

Spomienka na morálnu autoritu ekonomickej vedy a národohospodárskej politiky Slovenska v uplynulom storočí

doc. Ing. Emília Zimková, PhD.

Ekonomická fakulta Univerzity Mateja Bela v Banskej Bystrici

Vo februári 2013 sme si pripomenuli 110. výročie narodenia univerzitného profesora Imricha Karvaša, najvýznamnejšej osobnosti ekonomickej vedy a národohospodárskej politiky Slovenska v období 30. a 40. rokov minulého storočia. Niet pochyb o tom, že univerzitný profesor Imrich Karvaš, národohospodár, právnik, vysokoškolský pedagóg, guvernér prvej Slovenskej národnej banky, autor výnimočných monografií a nadčasových myšlienok, by si dnes zaslúžil omnoho väčšiu pozornosť, ako sa mu zo strany odbornej i laickej verejnosti dostáva. Slovenská skromná histografia neponúka dlhý zoznam výrazných osobností, ktoré vzbudzujú rešpekt doma i v zahraničí. Medzi také však určite patrí Imrich Karvaš, ktorého prvá polovica života bola požehnaná ľudským šťastím i odborným úspechom a tá druhá bola nesmierne tragická. Našťastie, aj v tých najkrutejších časoch prežitých v koncentračných táborech a po návrate domov vo väzenských celách mu bola oporou jeho manželka Helena a deti Milan, Oľga a Ivan.

ZO ŽIVOTA UNIVERZITNÉHO PROFESORA IMRICH KARVAŠA

Profesor JUDr. Imrich Karvaš sa narodil 25. februára 1903 vo Varšanoch (dnešné Kalinčiakovo), okres Levice. Jeho otec Viktor bol notárom. Imrich Karvaš pochádzal zo šiestich detí, samých chlapcov, iba posledné dieťa bolo dievča. Sociálna situácia rodiny nebola najlepšia, najmä keď jej živiteľ skoro zomrel. V priebehu 1. svetovej vojny zomreli v mladom veku i dvaja bratia na tuberkulózu. V roku 1910 sa rodina presťahovala do Holíča, a tak strednú školu ukončil maturitou na gymnáziu v Skalici a ako výborný študent sa uchádzal o štúdium na právnickej fakulte v Bratislave. Pretože rodina nemala prostriedky na financovanie štúdia, musel si od začiatku privyrábať, či už doučovaním iných študentov, alebo ako pomocná sila na fakulte. Už počas štúdia ho zvolili za predsedu spolku Právnik, kde sa bližšie zoznámil a spolupracoval s Helenou Růžičkovou, ktorá sa po skončení štúdia stala jeho manželkou. Viacerí ho zaraďovali k najtalentovanejším študentom Univerzity Komenského. Promoval v roku 1925 a získané štipendium mu umožnilo doplniť svoje vzdelanie štúdiom hospodárskeho práva v Paríži a Štrasburgu. Vedecko-pedagogickú cestu nastúpil na Právnickej fakulte UK v Bratislave ako jeden z prvých Slovákov. Ako 27-ročný sa habilitoval a vo veku 31 rokov sa stal mimoriadnym profesorom. Popri svojej pedagogickej činnosti sa stále viac zapájal do riadenia národohospodárskych inštitúcií a bankovníctva. V rokoch 1926 až 1938 zastával viacero významných funkcií. Bol tajomníkom obchodnej a priemyselnej komory, Zväzu slovenských bánk, generálnym tajomníkom Národohospodárskeho ústavu pre Slovensko a Podkarpatskú Rus a vice-



prezidentom Exportného ústavu v Prahe. V roku 1938 sa stal ministrom československej vlády.

Od roku 1939 do roku 1944 bol guvernérom Slovenskej národnej banky (SNB) a súčasne predsedom Najvyššieho úradu pre zásobovanie (NÚZ). Začiatky činnosti v SNB neboli jednoduché. Profesor Karvaš sa musel starať o riadny chod tejto dôležitej inštitúcie, musel zabezpečovať viaceré činnosti, i také, ktoré sa dosiaľ nevykonávali, a to za podmienok silného tlaku nacistov, ktorých snahou bolo maximálne využiť slovenské hospodárstvo v prospech veľkonemeckých záujmov. Ako predseda NÚZ rozhodoval o mnohých hospodárskych problémoch. Spolu so spolupracovníkmi sa staral o zásobovanie obyvateľstva potravinami, obuvou, priemyselnými výrobkami, pohonnými hmotami a niesol za tieto prijaté opatrenia zodpovednosť.

V roku 1939 bol Imrich Karvaš vymenovaný nielen za guvernéra Slovenskej národnej banky, ale i za riadneho profesora na právnickej fakulte UK v Bratislave pre odbor národného hospodárstva



a finančnej vedy. Napriek mimoriadnemu pracovnému zaťaženiu si veľmi zodpovedne a rád plnil aj naďalej svoje vedecké a pedagogické povinnosti na univerzite. Stal sa spoluzakladateľom Vysokéj obchodnej akadémie, ktorá sa postupne premenila na Ekonomickú univerzitu. Svoju mimoriadnu osobnú statočnosť profesor Imrich Karvaš preukázal i svojím postojom a činmi k prenasledovaným židom v tomto období. Podieľal sa na vydávaní tzv. bielych preukazov, ktoré im poskytovali určitú dočasnú imunitu. Od roku 1943 zabezpečoval finančné a hospodárske prípravy Slovenského národného povstania. Zapojil sa do protifašistického odboja, pričom úzko spolupracoval s Dr. Ing. Petrom Zaťkom, generálnym tajomníkom Ústredného združenia slovenského priemyslu a členom vrcholného odbojového orgánu – ilegálnej Slovenskej národnej rady. V septembri 1944 bol gestapom zatknutý, mučený a nacistickým súdom odsúdený na trest smrti za sabotáž fašistického hospodárstva a za pomoc pri organizovaní Slovenského národného povstania. Pri mučení mu vážne poranili oko a celkovo narušili jeho zdravie. Rozsudok nebol vykonaný a profesor Imrich Karvaš bol uväznený vo viacerých koncentračných táboroch a oslobodený spojeneckými vojskami.

Po vojne sa zúčastnil na ekonomickej obnove Slovenska a pôsobil ako pedagóg v Bratislave. Odmietol však spoluprácu s komunistickým režimom. V roku 1949 ho obvinili zo špionáže a takmer dva roky väznili. V roku 1958 bol v procese s ďalšími predstaviteľmi Slovenského národného povstania odsúdený za velezradu a špionáž na sedemnásť rokov. V roku 1960 bol amnestovaný a úplne rehabilitovaný až v roku 1969. Zomrel 20. februára 1981 v Bratislave.

ČRIEPKY MYŠLIENOK UNIVERZITNÉHO PROFESORA IMRICH A KARVAŠA

Publikácie univerzitného profesora Imricha Karvaša majú nadčasovú hodnotu. Ani po desaťročiach nestratili na svojej aktuálnosti, čitateľa obohacujú odborné i eticky. Patria medzi knihy, ktoré sa čítajú nielen rozumom, ale aj srdcom. Nasledujúce čriepky jeho myšlienok ho charakterizujú v pozícii národohospodára, vizionára ekonomickej integrácie a nositeľa pozitívneho myslenia.

„Hodnota jednotlivca z hľadiska spoločnosti je určená mierou, v akej prispieva nie k vlastnému, ale k všeobecnému blahobytu celku. Tento všeobecný hospodársky a sociálny blahobyť celku, teda nielen majetkovo silných, je ústredným objektívnym cieľom, a preto aj predmetom stálej starostlivosti politiky štátu. Tak ako štát zabraňuje vraždám a krádežiam, musí zabrániť aj zneužívaniu hospodársky slabšieho alebo jeho vylučovaniu z možností sociálneho a hospodárskeho rozvoja.“ [1, str. 18]

„V národnom hospodárstve niet otázky, ktorú by rozum nedokázal vyriešiť. Môj optimizmus? Možno som ho načerpal v minulom boji, možno vo svojom minulom živote, keď som musel byť optimista, lebo v opačnom prípade by som nebol mohol pracovať či existovať. Vždy som mal rád iniciatívnu prácu

a aktivitu. Bez optimizmu sa hospodárska politika robiť nedá. Keby človek videl len to zlé, len to, čo sa mu nedarí, prekážky, ktoré stoja v ceste, nikdy by nič nedokázal. Možnosti sú v našich hlavách a rukách.“ [4, z rozhovoru s novinárom po rozsudku, ktorý profesora Karvaša plne rehabilitoval]

„Po stránke vývojevoj vývoj v 20. storočí vykazujú určité znaky, z ktorých možno usudzovať, že treba počítať so vznikom nadnárodných organizačných útvarov štátnych. Tieto útvary nemajú za základ národnú bytnosť sociálnej skupiny, ale zoskupovanie, vyznačujúce sa snahou po väčších hospodárskych celkoch. K tomuto vývojevému stupňu sa dospieva cez národné celky. Národné využitie etnickej skupiny je cestou k nadnárodným celkom.“ [1, str. XIV]

PUBLIKÁCIE A OCENENIA UNIVERZITNÉHO PROFESORA IMRICH A KARVAŠA

Univerzitný profesor Imrich Karvaš publikoval 13 monografií a 68 odborných článkov. K najvýznamnejším dielam patrí monografia Základy hospodárskej vedy z roku 1947, ktorej nové súhrnné vydanie vďaka univerzitnému profesorovi Mikulášovi Ľuptáčikovi publikovala Slovenská akadémia vied v roku 1999. Prednášal vo Francúzsku, Nemecku, Anglicku, absolvoval prednáškové turné a študijný pobyt v USA a v Kanade. Aktívne pôsobil v šiestich vedeckých spolkoch v Československej republike, bol členom Academy of Political Science v New Yorku.

Za celoživotné dielo, vynikajúce zásluhy o demokraciu a ľudské práva, mu boli in memoriam udelené viaceré pamätné medaily a vyznamenania, medzi nimi v roku 1991 najvyššie vyznamenanie Českej a Slovenskej federatívnej republiky – Rad T. G. Masaryka a v roku 2001 najvyššie štátne vyznamenanie Slovenskej republiky Pribinov kríž I. triedy. Ekonomická univerzita v Bratislave od roku 2001 udeľuje významným osobnostiam medailu prof. Imricha Karvaša.

MYŠLIENKY UNIVERZITNÉHO PROFESORA IMRICH A KARVAŠA ZAZNIEVAJÚCE AJ DNES

Dnešné časy sa mnohým z nás zdajú bezútešné z národohospodárskeho hľadiska i z hľadiska etiky a morálky. Práve preto je dôležité pripomínať si pozitívne vzory z minulosti i prítomnosti a hľadať východiská zo zložitých situácií. Tým je vzácne pôsobenie na univerzite, každý deň môže učiteľ svojim študentom niečo odovzdať a niečo nemenej vzácne získať. Dovoľte mi riadky o univerzitnom profesorovi Imrichovi Karvašovi ukončiť slovami jeho syna, docenta Milana Karvaša, ktoré napísal v predhovore svojej knihy: Môj otec Imrich Karvaš:

„Ozdravenie spoločnosti prinesie mladá vzdelaná generácia, ktorej krédom nebude len hmotné bohatstvo, ktorá bude mať ambície priblížiť Slovensko na úroveň vyspelých štátov Európy, bude mať uznávané morálne vlastnosti a oprie sa o skúsenosti a tradíciu tých, ktorí neboli ochotní spolupracovať s diktátorskými režimami, pretože bude vedieť, aké praktiky a dôsledky takéto režimy prinášajú.“ [2, str. 20]

Použitie zdroje:

1. Karvaš, I. 1999. Základy hospodárskej vedy. Veda, vydavateľstvo Slovenskej akadémie vied. 637 s. ISBN 80-224-0596-5.
2. Karvaš, M. 2001. Môj otec Imrich Karvaš. Vydavateľstvo Rak. 151 s. ISBN 9798085501208.
3. Karvaš, M. 2002. Profesor JUDr. Imrich Karvaš. Literárny fond. 12 s.
4. Karvaš, M. 2013. Príhovor príležitosti vzniku Vedeckého seminára Imricha Karvaša na pôde Ekonomickej fakulty Univerzity Mateja Bela v Banskej Bystrici dňa 4. marca 2013.



NEGATIVE INTEREST RATES AND THEIR IMPLICATIONS

Roman Kostelný
Národná banka Slovenska

At its meeting held on 7 March 2013, the ECB Governing Council decided to keep the key ECB interest rates unchanged. Despite recent signs of stabilisation, analysts believe that unconventional solutions still remain at play. One of them are negative interest rates. Although they are not widely discussed at present by market participants and other professionals, their possible application remains in its latent phase. The article comments on the topic and uses the example of Denmark's Nationalbank that implements the negative deposit interest rate. Markets believe its application has also been considered by the Bank of Japan and the Bank of England. The article further outlines possible options for negative monetary policy rate settings, such as the negative deposit rate, i.e. the interest rate on the overnight deposit facility, and the negative interest rate on the main refinancing operations. (p. 2)

INFLATION TARGETING VS. NOMINAL GDP TARGETING

Tomáš Sivák, a student at the Department of Economics, Central European University

In this paper, we compare two monetary policy frameworks: inflation targeting and nominal GDP targeting. Currently, the inflation targeting regime is mostly used. However, there is an intense debate about its possible replacement by nominal GDP targeting. We compare these two frameworks and try to argue that nominal GDP targeting is slightly more advantageous than inflation targeting. The paper is divided into four sections. The first section deals with the current state of monetary policy. The second section describes inflation targeting, its concept and practical experience of its application for the last two decades. The third section describes nominal GDP targeting, its benefits and drawbacks, and compares it with currently used inflation targeting. The fourth section sums up the previous discussion and concludes why nominal GDP targeting could be a better option. (p. 5)

ALTERNATIVE SOURCES OF FINANCING AND THEIR USE IN THE SLOVAK ENVIRONMENT

Ing. Katarína Belanová, PhD.
University of Economics, Bratislava

The issue of raising funds belongs to those dealt with by almost all companies. Since the current

economic environment changes very quickly, the funding of companies has shown up to be even more important and complex. Along with the dominating standard form of external financing (through bank loans), alternative methods have also become more widely used. The article focuses on these methods of financing, gives their brief characteristics and describes how they are employed in Slovakia. (p. 12)

LAWS AND DECREES WITHIN THE COMPETENCE OF NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA IN FORCE FROM 15 MARCH 2013

JUDr. Renáta Bašková
Národná banka Slovenska

Full texts of these laws can be found on the NBS website www.nbs.sk/en/legislation. Only the Slovak texts published in the Collection of Laws of the Slovak Republic, and in the case of NBS decrees also in the NBS Journal, are considered authentic and legally binding. The date on which the laws and decrees were last amended is stated in their respective texts. (p. 17)

SUBSTANTIAL CHANGES IN THE CLASSIFICATION AND MEASUREMENT OF FINANCIAL INSTRUMENTS

doc. Ing. Božena Petrijánošová, CSc.

Currently, the new financial instruments standard – IFRS 9 is being developed with the aim of replacing IAS 39, an older standard dealing with financial instruments. The International Accounting Standards Board (IASB) has decided to replace IAS 39 gradually, in the process of 3 phases: Phase 1 – Classification and measurement of financial assets and financial liabilities, Phase 2 – Impairment Methodology, and Phase 3 – Hedge Accounting. IFRS 9 will be mandatory for all IFRS reporters in 2015. The new standard classifies financial assets into two main categories of financial assets subsequently measured at amortized cost and those subsequently measured at fair value, while IAS 39 classified them into four categories. IFRS 9 thus brings certain simplification. Financial liabilities are classified under IFRS 9 into financial liabilities measured at fair value through profit or loss and other financial liabilities measured at amortized cost using the effective interest method. In this case, not much has been changed in comparison with IAS 39. Entities can designate financial assets and financial liabilities at fair value through profit or loss at their initial recognition, regardless of the category. (p. 24)



V Košiciach sa uskutočnil prvý seminár pre podnikateľov na tému SEPA – Jednotná oblasť platieb v eurách

Vo štvrtok 14. marca 2013 sa v Košiciach uskutočnil seminár pre podnikateľský sektor na tému SEPA – Jednotná oblasť platieb v eurách (Single Euro Payment Area). Seminár bol prvým z troch plánovaných seminárov organizovaných Národnou bankou Slovenska v spolupráci so Slovenskou obchodnou a priemyselnou komorou.



Priestory košickej expozitúry Národnej banky Slovenska, kde sa seminár konal, navštívilo takmer 50 účastníkov. S témou SEPA, povinnosťami a s najdôležitejšími termínmi, ktoré na podnikateľov čakajú, oboznámil pítomných generálny riaditeľ odboru platobného styku NBS Peter Holíčka. Legislatívnu úpravu a implementačný plán predstavil vedúci oddelenia stratégie platobných systémov Rudolf Patakí a s praktickými príkladmi vo vzťahu klient – banka oboznámil podnikateľov zástupca Slovenskej bankovej asociácie Roman Hains. V rámci priestoru na otázky sa podnikatelia obrátili na prednášajúcich aj s reálnymi problémami a otázkami, s ktorými sa stretávajú v súvislosti so SEPA už dnes, čo viedlo k podnetnej a obsažnej diskusii.

Ďalšie dva semináre pre podnikateľov pripravuje Národná banka Slovenska spolu so Slovenskou obchodnou a priemyselnou komorou v dňoch 20. 3. (v Žiline) a 27. 3. (v Bratislave).

*Petra Pauerová
hovorkyňa Národnej banky Slovenska*



