



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA

## **PORTFÓLIOVÉ INVESTÍCIE NA SLOVENSKU**

**Ing. Adela Hošková, PhD.**

Inštitút menových a finančných štúdií  
Bratislava 1999

## **Portfóliové investície na Slovensku**

Toky zahraničného kapitálu majú najčastejšie formu priamych zahraničných investícií, portfóliových investícií, pôžičiek a dlhodobých úverov. Najefektívnejšou formou zahraničného kapitálu sú priame zahraničné investície (PZI). Ide o také investície, ktoré investorovi zabezpečujú určitý podiel vlastníctva a kontroly konkrétnej organizácie v hostiteľskej krajine. Na rozdiel od portfóliových investícií vstupujú priamo do výrobnjej, obchodnej alebo obslužnej sféry konkrétnej ekonomiky.

Priame zahraničné investície by mali byť kľúčovou formou prenikania zahraničného kapitálu do našej ekonomiky. Mali by sa stať základom modernizácie výrobného zariadenia, transferu nových technológií, know-how, vytvorenia zdravej konkurencie, efektívnejšieho integrovania našej ekonomiky do medzinárodnej deľby práce.

Financovanie schodku bežného účtu platobnej bilancie je prakticky možné iba z prebytku na kapitálovom účte, predovšetkým z čistého dovozu kapitálu alebo z devízových rezerv. Najvýhodnejším zdrojom sú priame zahraničné investície, ktoré do konkrétnej krajiny prichádzajú dlhodobo. Zvyčajne sú spojené s modernizáciou a všestranným zdokonalením hmotných kapitálových hodnôt v krajine, pričom nezvyšujú jej zadlženosť, a teda ani úročenie.

Priamym zahraničným investíciám a ich vývoju na Slovensku sme sa na stránkach časopisu BIATEC podrobne venovali v č. 3 a 4/1997 a č. 4/1998.

Najmenej efektívna je tá časť zahraničného kapitálu, ktorá prichádza do krajiny formou zahraničných úverov. Jednak ide o peniaze, ktoré treba v stanovenom čase vrátiť vrátane úrokov a v prípade, že nie sú správne investované, napr. do rozvoja priemyselnej výroby, ide o málo efektívne investície.

## **Portfóliové investície**

Portfóliové investície (PI) predstavujú pohyb cenných papierov, ktorých zmyslom je hodnotený výnos, zatiaľ čo v prípade PZI sa okrem výnosu ráta aj s možnosťou vplyvu na už existujúce alebo práve vytvárané podniky. Na portfóliové investície viac pôsobia jednak faktory, ako sú výnosy z cenných papierov, úrokové miery, ale aj rôzne špekulačné manipulácie. Ich vplyv sa za určitých podmienok môže veľmi rýchlo zmeniť v pozitívnom alebo negatívnom smere a tým môže destabilizačne pôsobiť aj na platobnú bilanciu krajiny. Tá časť portfóliových investícií, ktorá sa vloží do akcií bude menej pulzujúca, pretože smeruje do sféry dlhodobjších výrobných zámerov. Rozsah zahraničných investícií vkladanych do rôznych druhov cenných papierov závisí od rozvinutosti kapitálového trhu.

## **Výhody a riziká spojené s prílevom portfóliových investícií**

Ako významné pozitívum sa uvádza vyššia spoluúčasť na riziku. Zahraničný investor podporuje činnosť firmy, do ktorej investoval, pretože má záujem na tom, aby prosperovala. Veľké investície do akcií môžu danej krajine priniesť výhody spojené s transferom technológií, know-how, s prístupmi na svetové trhy, a tým udržanie alebo rast zamestnanosti a pod.

Ďalšou výhodou je dlhodobý prínos zvýšenia trhovo orientovaných tokov. Fungujúca burza cenných papierov môže prispieť k lepšej alokácii kapitálu. Súčasne s vplyvom zahraničnej

konkurencie sa vytvára tlak na znižovanie domácich úrokových sadzieb a tým sa mobilizuje domáci kapitál pre miestne firmy s nižšími nákladmi.

V tejto sfére existujú aj určité riziká, napr. splatnosť bondov môže byť nedostatočná na financovanie dlhodobých projektov. Sú reálne obavy z nestability krátkodobého kapitálu, ktorý sa na základe doterajších skúseností správa dosť nevypočítateľne.

Portfóliové investície smerujú predovšetkým do krajín, ktoré urobili najväčší pokrok od úverovej krízy v osemdesiatych rokoch, t.j. tam, kde sa zlepšilo makroekonomické riadenie, kde sa realizovali privatizačné programy, kde je rozvinutý kapitálový trh a pod. Smerujú do krajín, kde investori predpokladajú veľký ekonomický rast a dlhodobú stabilitu. Využívajú však aj možnosť predpokladu vysokých krátkodobých ziskov, ktoré vyplývajú z okamžitých výhod nekonzistentnosti domácej politiky<sup>1</sup>.

V menšej miere portfóliové investície smerujú aj do krajín, ktoré ešte nedosiahli takúto úroveň, ale je tu predpoklad pozitívneho vývoja. V tomto prípade prichádzajú zahraniční investori skôr s krátkodobými vkladmi, využívajúcimi vysoké krátkodobé zisky vyplývajúce z okamžitých výhod, vytváraných momentálnou neucelenosťou ekonomiky, ktorá je zároveň sprevádzaná vysokými úrokovými sadzbami.

Pohyby krátkodobého kapitálu sa uskutočňujú v rámci zmien pohľadávok a záväzkov tuzemských rezidentov voči zahraničným. Okruh rezidentov môže zahŕňať vládu, banky a iné finančné inštitúcie, finančných sprostredkovateľov (burzových brokerov, obchodníkov s cennými papiermi a pod.), ale i priemyselné a obchodné firmy. Z tohto hľadiska najtypickejšími krátkodobými dokumentmi sú vklady centrálnych a obchodných bánk, zmenky, úvery a pod.

Opatrnosť však treba aplikovať v rámci krátkodobých portfóliových investícií, ktoré sú veľmi pohyblivé. Už pri malých náznakoch, voči nim negatívnych, sú sťahované z krajiny, čo vo väčších množstvách môže spôsobovať aj závažnejšie poruchy. Prevenciou voči takýmto javom je čo najlepší prehľad - štatistické informácie. Preto treba venovať významnú pozornosť sledovaniu portfóliových investícií v krajine a preventívne vybudovať kvalitný štatistický systém ich pohybu.

Medzi najtypickejšie dlhodobé dokumenty patria akcie, dlhopisy (určitým podielom), stabilizačné pôžičky, pôžičky na financovanie dovozu, viazané pôžičky a pod. Pre získanie zahraničných pôžičiek má významnú úlohu vypracovanie dôveryhodných projektov, schopnosť efektívnej absorpcie krajiny, kumulácie pôžičiek, výška úroku a pod.

## **Vývoj portfóliových investícií na Slovensku**

Databáza pre sledovanie a analýzu portfóliových investícií na Slovensku bola donedávna obmedzená. Najkompletnejší prehľad o objeme obchodov s cennými papiermi má Stredisko cenných papierov SR, a. s, Bratislava.

Národná banka Slovenska priebežne sleduje portfóliové investície na základe údajov oslovených inštitúcií, doposiaľ však nebolo možné zistiť, aký podiel PI sa v súčasnosti darí zmapovať z celkového objemu obchodov s cennými papiermi. V roku 1998 NBS začala spracovávať vykazovanie PI podľa Manuálu MMF z r. 1993, piate vydanie. Štruktúra údajov

---

<sup>1</sup> Olšovský, R.: Příliv zahraničního kapitálu má své výhody a rizika. Praha, Bankovníctví 1995, č. 3.

vyhovuje požiadavkám MMF, problémy sa sústreďujú do ich náplne.

Burza cenných papierov, a. s., Bratislava (BCPB) začala sledovať podiel zahraničných investorov na celkovom objeme obchodov v roku 1996. Výsledky sú uverejňované v Ročenke BCPB. Uvedené údaje nezahŕňajú objem obchodov v RM Systéme Slovakia, a. s., kde sa však nepredpokladá výraznejší podiel účasti zahraničných investorov. Z celkového objemu obchodov zahraničných investorov podiel RM Systému Slovakia, a. s., predstavuje približne 5 - 8 %, na základe toho podiel BCPB, t.j. 92 - 95 %, možno považovať za dostatočne preukázateľnú databázu.

Údaje za portfóliové investície na Slovensku v uvedenej štruktúre zatiaľ nemôžeme porovnávať z hľadiska vývoja, keďže je v danom zložení vypracovaná po prvýkrát. Vývojové tendencie môžeme sledovať iba v úhrnných údajoch.

### **Portfóliové investície na Slovensku**

	rok 1996 (v mil. Sk)	rok 1997 (v mil. Sk)
<b>Portfóliové investície v zahraničí</b>	<b>2 094,0</b>	<b>-2 895,8</b>
<b>Portfóliové investície v SR</b>	<b>898,0</b>	<b>3 278,0</b>
<b>Portfóliové investície spolu</b>	<b>2 992,0</b>	<b>382,2</b>

*Prameň: Výročná správa NBS 1996, 1997; Situačná správa o menovom vývoji v SR za august 1998*

Už na prvý pohľad je zrejماً rozkolísanosť vo vývoji celkového objemu PI na Slovensku. V roku 1997 a v prvom polroku 1998 zaznamenal slovenský kapitálový trh odlev portfóliových investícií. Veľá zahraničných investorov predalo svoje podiely (majetkové cenné papiere) v slovenských firmách, čo spôsobilo pokles zahraničnej kapitálovej účasti do 10 % v slovenských podnikoch o 2,1 mld. Sk.

Údaje Burzy cenných papierov sú čiastočne odlišné. BCPB obchoduje iba so slovenskými cennými papiermi, kde z celkového obratu pripadá na zahraničných portfóliových investorov pri predaji 9 % , pri kúpe 10 % a v rámci celkového obratu podiel 10 %. Objem predaných cenných papierov na BCPB bol za 1. polrok okolo 1,6 mld. Sk.

NBS ako porovnateľný údaj vykazuje 157 mil. Sk. Oba údaje sú uvedené v trhových cenách. Rozdiel môže spočívať v inej štruktúre respondentov, v inej štruktúre skúmaných druhov cenných papierov a pod. V budúcom období by bolo vhodné pre potreby platobnej bilancie využiť oba zdroje.

### **Metodické prístupy spracovania PI**

Metodické prístupy na spracovávanie portfóliových investícií v jednotlivých ekonomikách v súčasnosti vychádzajú z jednotných predpisov MMF - Manuálu z roku 1993, piate vydanie. V Manuáli je významne revidovaná tak oblasť platnosti, ako aj klasifikácie portfóliových investícií. Formálne rozlišovanie medzi dlhodobými a krátkodobými investíciami (prvé sa týkajú pôvodnej splatnosti vyššej ako jeden rok alebo bez uvedenej splatnosti a druhé sa týkajú pôvodnej splatnosti jeden rok alebo menej, resp. na videnie) sa pre PI nerobí.

Skutočnosť, že pôvodná splatnosť je teraz pre mnohých účastníkov trhu menej dôležitá pri

investičných a úverových aktivitách, mala za následok zaradenie ďalších nástrojov do PI. Hlavné zložky PI, ktoré sú klasifikované pod aktívami a pasívami, sú majetkové a dlhové cenné papiere, oba druhy zvyčajne obchodované na organizovaných a ostatných finančných trhoch. Dlhové cenné papiere sa ďalej delia na dlhopisy a zmenky, nástroje peňažného trhu a finančné deriváty vrátane mnohých nových finančných nástrojov, ako sú majetkové cenné papiere, dlžobné cenné papiere, dlhopisy, dlžobné úpisy, cenné papiere peňažného trhu a deriváty, všetko za aktíva a pasíva a za ústrednú banku, vládu, obchodné banky a ostatné sektory.

## **Problémy spojené so zberom údajov PI na Slovensku**

- NBS sleduje portfóliové investície prostredníctvom výkazov z podnikovej sféry a obchodných bánk. Chýbajú zatiaľ zdroje od jednotlivých brokerov, keďže zatiaľ nie je vyriešený problém možnej duplicity v kombinácii s údajmi z podnikovej oblasti.
- V súčasnosti nie je jednoznačne stanovená a na základe toho nie je dôsledne plnená ohlasovacia povinnosť respondentov pri vykazovaní predmetných dát pre NBS. Z tohto dôvodu nie je dostatočne preukázateľná možnosť duplicity.
- V prípade krátkodobých produktov kapitálového trhu nie je možné s dostatočnou mierou presnosti zachytiť ich pohyb a vylúčiť určitú možnosť duplicity. Na základe konzultácií s pracovníkmi burzy mohli by byť duplicitné aj údaje o PI z jednotlivých podnikov pri nahlasovaní pre NBS. Mohlo by to byť z dôvodov dvojitého hlásenia, t.j. jednak z uvedených podnikov, a jednak kúskových bánk, ktoré ich cenné papiere spravujú.
- Pre potreby platobnej bilancie sa portfóliové investície sledujú v trhových cenách, ktoré vyjadrujú peňažné toky. V tomto prípade, ak počas sledovaného obdobia nastane väčší pohyb cien jednotlivých cenných papierov, úplne sa stráca prehľad o úrovni skutočného objemu akcií. Napr. za prvý polrok 1998 dochádzalo aj k 51 % zníženiu ceny niektorých akcií, čo vo vyjadrení v trhových cenách môže navodiť zdanie, že objem akcií poklesol. Z tohto dôvodu pre tie organizácie, ktoré sledujú práve problematiku úrovne stavu akcií, bolo by potrebné uviesť PI aj v stálych cenách. Je však otázne, ktorá inštitúcia.

## **Záver k problematike portfóliových investícií**

Druhou významnou časťou zahraničného kapitálu, ktorá by mohla pôsobiť na úroveň platobnej bilancie sú zahraničné portfóliové investície. Tieto síce v súčasnosti nezaznamenávajú výraznejší objem, to sa však po upokojení situácie na slovenskom kapitálovom trhu môže zmeniť.

Paradoxom je, že oživenie slovenského kapitálového trhu je ťažko možné práve bez vstupu zahraničných portfóliových investorov. V súčasnosti možno konštatovať ich slabý záujem o investovanie na Slovensku, ba možno pozorovať až pokles.

Odrádza ich predovšetkým:

- nízky rating politickej stability Slovenska,
- nízka transparentnosť trhu

- nedostatočná dostupnosť dôležitých informácií, absencia cenotvorného trhu a nízka informačná hodnota oficiálnych kurzov,
- absolútny nedostatok systému ochrany práv investorov, predovšetkým minoritných akcionárov,
- málo hodnoverná a nedostatočne účinná regulácia trhu,
- extrémne nízka likvidita a z nej vyplývajúce veľmi obmedzené možnosti portfóliového investovania,
- netransparentná privatizácia s následnou deformáciou trhových cien.<sup>2</sup>

Vzhľadom na novú politickú klímu na Slovensku možno rátať s postupným oživením. Z tohto dôvodu by sme mali byť na takúto situáciu pripravení aj v oblasti zberu a spracovávania údajov o PI, ktoré vo väčších objemoch môžu významnejšie pôsobiť na platobnú bilanciu.

Aké sú možnosti zdokonalenia systému zberu podkladov na sledovanie portfóliových investícií?

- NBS od roku 1998 pracuje s novou metódou zberu PI, ktorá vychádza, tak ako v iných krajinách, z metodiky MMF. Metodika NBS je pre súčasné podmienky stavu PI na Slovensku dostatočná.
- Pre budúcnosť, najmä ak by sa situácia na našom kapitálovom trhu významnejšie zmenila predpokladáme, že bude potrebné sledovať PI na Slovensku aj z časového hľadiska. To znamená ich sledovanie v dvoch formách: ako krátkodobé a dlhodobé.
- Bude potrebné zvýrazniť disciplinovanosť v oblasti ohlasovacej povinnosti a zvážiť aj prípadné sankčné opatrenia pre prípady neplnenia - predovšetkým pre nábehové obdobie vytvárania kvalitného systému zberu a spracúvania PI na Slovensku pre potreby platobnej bilancie.
- Bude potrebné preveriť, či nedochádza k duplicitám z hľadiska vybraných respondentov a v prípade ich existencie nájsť možnosti ich odstránenia.
- V súčasnom období PI na Slovensku sleduje okrem NBS aj Burza cenných papierov, a. s. Údaje sa v súčasnosti líšia. Vzhľadom na to, že BCPB má pravdepodobne, najmä v oblasti majetkových cenných papierov a časti dlhopisov komplexnejšiu údajovú základňu, bolo by pozitívne, keby aspoň v najbližšom období NBS mohla využívať v spolupráci aj túto databázu v záujme čo najpresnejších údajov.
- Nezanedbateľnou skutočnosťou je aj kapacitne dostatočné personálne obsadenie štatistického spracovávania a analýz PI, ktoré je zábezpekou prípadnej včasnej regulácie, najmä krátkodobých, špekulatívnych zahraničných investičných vstupov.

---

<sup>2</sup> Horváth, M.: Kapitálový trh v Slovenskej republike. Prednesené na M.E.S.A. 10 dňa 25. 2. 1998 v Bratislave.