



Obsah

NA AKTUÁLNU TÉMU

- Ing. Tibor Lalinský / **Hodnotenie konkurencieschopnosti Slovenska v rámci EÚ / 2**
Ing. Zoja Čutková, PhD., Ing. Milan Donoval / **Odvetvová špecializácia v SR / 6**
doc. Ing. Božena Chovancová, PhD. / **Bude liberálnejší mechanizmus fungovania penzijných fondov v EÚ? / 10**
Ing. Rastislav Dopiriak / **Dvojité zdanenie priamymi daňami a jeho eliminácia po daňovej reforme 2004 / 14**

PROFILY SVETOVÝCH EKONÓMOV

- prof. Ing. Tibor Paulík, CSc. / **Karel Engliš / 19**

TEÓRIA

- Ing. Silvia Gantnerová / **Ceny aktív v ekonomickej teórii / 23**

POSTREHY – PODNETY

- Ing. Vladimír Kubica / **Zostane USD naďalej svetovou rezervnou menou? / 27**

Z ARCHÍVU NBS

- Mgr. František Chudják / **Ružomerský účastinársky úverkový spolok / 29**

INFORMÁCIE

- Z rokovania Bankovej rady NBS / 30**
Tlačové správy / 31
Vybrané ukazovatele hospodárskeho a menového vývoja SR / 32

BIATEC

Odborný bankový časopis
august 2004

Vydavateľ: Národná banka Slovenska

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

Redakcia: šéfredaktorka: Mgr. Soňa Babincová

☎ 5787 2150, fax: 5787 1127

zástupkyňa šéfredaktorky: Ing. Alica Polónyiová

☎ 5787 2153

výtvarná redaktorka: Anna Chovanová

☎ 5787 2152

Adresa redakcie: Národná banka Slovenska
redakcia BIATEC, Imricha Karvaša 1, 813 25 Bratislava

Objednávky na inzerciu prijíma redakcia: ☎ 5787 2150

e-mail: biatec@nbs.sk

Počet vydaní: 12-krát do roka

Cena výtlačku: 21 Sk + poštovné

Ročné predplatné: 252 Sk + poštovné

Tlač: i + i print, spol. s r. o.

Mlynské Luhy 27, 821 05 Bratislava

Objednávky na predplatné v SR a do zahraničia,

reklamácie, distribúcia: ☎ 5063 3546, fax: 5556 5535

VERSUS, a. s., Expedičné stredisko,

Pribinova 21, 819 46 Bratislava

e-mail: expedicia@versusprint.sk

Termín odovzdania rukopisov: 2. 8. 2004

Dátum vydania: 16. 8. 2004

Registračné číslo: MK SR 698/92

ISSN 1335 - 0900

Foto na obálke: Pavel Kochan – sídlo pobočky NBS

v Bratislave na Tomášikovej ulici a Inštitútu
bankového vzdelávania NBS.

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

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

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



HODNOTENIE KONKURENCIESCHOPNOSTI SLOVENSKA V RÁMCI EÚ

Ing. Tibor Lalinský, Národná banka Slovenska

V súčasnosti existuje viacero prístupov k hodnoteniu konkurencieschopnosti krajiny. V záujme komplexného zhodnotenia postavenia krajiny treba použiť nielen klasické ukazovatele cenovej a nákladovej konkurencieschopnosti (mzdy, produktivitu práce, jednotkové náklady práce a pod.), ale je vhodné identifikovať a porovnať aj ukazovatele charakterizujúce všetky rozhodujúce zložky vnútorného prostredia krajiny, ako aj mieru jej medzinárodnej spolupráce.

Metodológia hodnotenia

Hodnotenie celkového postavenia (konkurencieschopnosti) Slovenska v rámci rozšírenej EÚ (EÚ-25) je založené na 53 ukazovateľoch. Pri výbere vhodných ukazovateľov sa vychádzalo z World Competitiveness Yearbook – ročne aktualizovanej analýzy konkurencieschopnosti 49 ekonomicky najvýznamnejších krajín. World Competitiveness Yearbook hodnotí konkurencieschopnosť krajín na základe 314 ukazovateľov, z toho 128 ukazovateľov je numerických, 115 dodatočne vytvorených na základe prieskumu a 71 predstavuje podporné ukazovatele nezahrnuté do celkového hodnotenia.

V snahe minimalizovať vplyv subjektívneho faktora, za základ identifikácie vhodných ukazovateľov boli (v porovnaní s World Competitiveness Yearbook) vybrané len objektívne merateľné numerické ukazovatele, ktoré sú k dispozícii za všetky krajiny EÚ-25¹ a sú zverejňované eúrostatom, prípadne inou renomovanou inštitúciou.² Na základe týchto kritérií sme identifikovali viac ako 50 ukazovateľov.

Ukazovatele sú zatriedené do ôsmich základných oblastí, ktoré možno stotožniť s hlavnými faktormi konkurencieschopnosti.³ Prvé štyri faktory zahŕňajú ukazovatele popisujúce súčasnú pozíciu Slovenska v rámci EÚ-25

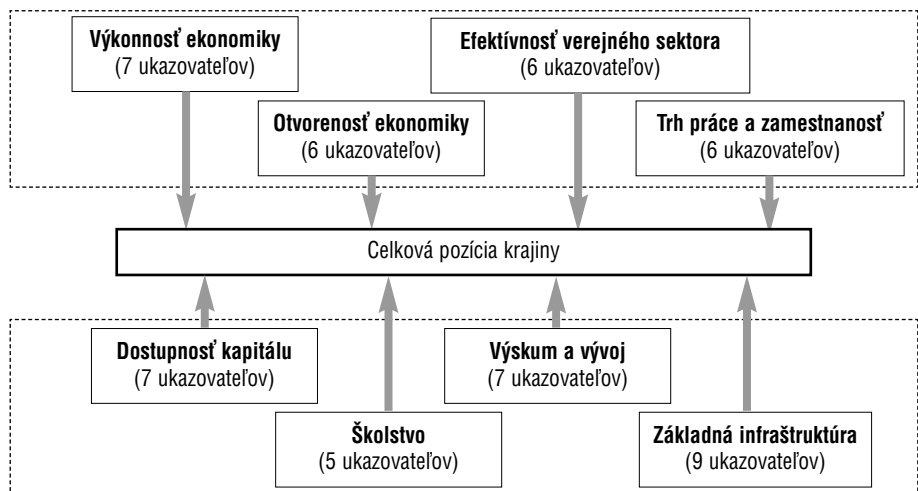
a ďalšie štyri oblasti sa zaoberajú hodnotením miery plnenia predpokladov na udržanie a zlepšenie súčasnej konkurencieschopnosti (obr.1).

Ukazovatele charakterizujúce súčasné postavenie krajiny sa zaoberajú výkonnosťou ekonomiky, efektívnosťou verejného sektora, mierou otvorenosti ekonomiky a úrovňou trhu práce. Ukazovatele naznačujúce schopnosť udržať, prípadne zlepšiť si súčasnú pozíciu v budúcnosti sú zahrnuté v rámci dostupnosti kapitálu, výskumu a vývoja, školstva a základnej infraštruktúry. Zoznam použitých ukazovateľov a ich zatriedenie do jednotlivých oblastí je v tab.1.

Hodnotenie vychádza zo stanovenia poradia jednotlivých krajín pre každý z 53 ukazovateľov. Na základe príslušnosti konkrétnych ukazovateľov k jednotlivým

Obr. 1: Schéma hodnotenia pozície SR v rámci EÚ-25

Faktory súčasnej konkurencieschopnosti



Faktory budúcej konkurencieschopnosti

¹ World Competitiveness Yearbook nehodnotí konkurencieschopnosť všetkých 25 krajín EÚ a využíva iné zdroje údajov.

² Ukazovatele týkajúce sa akciového trhu pochádzajú z Federácie európskych burz cenných papierov.

³ World Competitiveness Yearbook vychádza zo štyroch hlavných oblastí konkurencieschopnosti, ktorými sú výkonnosť ekonomiky, efektívnosť vlády, výkonnosť podnikovej sféry a infraštruktúra.

Každá z týchto oblastí sa ďalej delí na 5 menších skupín. Keďže výkonnosť podnikovej sféry obsahuje väčšinou subjektívne ukazovatele a zvyšné objektívne merateľné ukazovatele by nedostatočne charakterizovali výkonnosť podnikovej sféry ako samostatného faktora konkurencieschopnosti, tieto ukazovatele sú zatriedené do piatich ďalších, v súčasnosti veľmi vyzdvihovalých faktorov konkurencieschopnosti.



Tab. 1: Zoznam použitých ukazovateľov

<p>Výkonnosť a rast ekonomiky Rast HDP (2003) Rast HDP na obyvateľa (2003) HDP na obyvateľa v PPS (2003) HDP na obyvateľa v EUR (2003) Rast produktivity práce (2003) Investície súkromného sektora (2002) HICP inflácia (2003)</p> <p>Efektívnosť verejného sektora Deficit verejného rozpočtu (2003) Verejný dlh (2003) Náklady dlhovej služby (2002) Pokles výdavkov štátneho rozpočtu (2003) Rast príjmov štátneho rozpočtu (2003) Stabilita výmenného kurzu (2003)</p> <p>Miera otvorenosti ekonomiky Saldo bežného účtu PB (2003) Podiel exportu výrobkov na HDP (2003) Zmena exportu výrobkov (2003) Podiel zahraničného obchodu na HDP (2003) Terms of trade (2003) Prílev piamych zahraničných investícií (2001)</p> <p>Trh práce a zamestnanosť Miera zamestnanosti (2002) Zmena počtu zamestnaných (2003) Miera nezamestnanosti (2003) Zmena jednotkových nákladov práce (2002) Výška nominálnych miezd (2003) Množstvo odpracovaného času (2002)</p>	<p>Dostupnosť kapitálu Reálna krátkodobá úroková miera (2002) Nominálna dlhodobá úroková miera (2002) Bilančná hodnota bánk (2001) Trhová kapitalizácia domáceho akciového trhu (2003) Počet kótovaných domácich podnikov (2003) Hodnota obchodovaných akcií (2003) Index cien akcií (2003)</p> <p>Školstvo a vzdelanostná úroveň Verejné výdavky na vzdelávanie (2001) Podiel absolventov VŠ na obyvateľstve (2001) Podiel absolventov prírodných a technických vied (2001) Podiel stredoškolsky vzdelaného obyvateľstva (2003) Pomer žiakov a učiteľov (2001)</p> <p>Vedecko-technická základňa a moderné technológie Verejné výdavky na výskum a vývoj (2001) Podiel absolventov vedecko-technického smeru (2001) Počet high-tech patentov (2001) Výdavky na IT (2003) Zamestnanosť v službách náročných na vzdelanie (2002) Používatelia mobilných telefónov (2002) Používatelia internetu (2002)</p> <p>Základná infraštruktúra a zdravotníctvo Cena telefónnych hovorov (2002) Energetická náročnosť ekonomiky (2001) Podiel obnoviteľnej energie (2001) Čistá migrácia obyvateľstva (2002) Priemerná očakávaná dĺžka života (2002) Počet lekárov na obyvateľa (2001) Príjmová nerovnosť obyvateľstva (2001) Hustota cestnej siete (2000) Hustota železničnej siete (2000)</p>
---	--

Hodnotenie vychádza z posledných dostupných údajov za jednotlivé ukazovatele, konkrétne obdobie pre každý ukazovateľ je uvedené v zátvorke.

oblastiam sa určí poradie v rámci každého faktora (oblasti), prípadne v rámci skupiny faktorov (skupiny určujúcej súčasnú pozíciu a skupiny určujúcej budúcu pozíciu). Celková pozícia krajiny je daná jednoduchým priemerom poradí za všetky faktory.

Výsledky hodnotenia

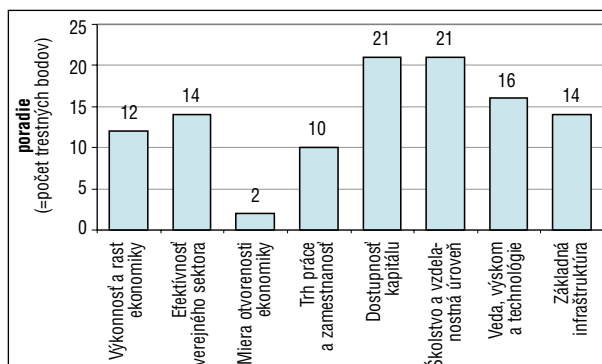
Na základe porovnania uvedených 53 ukazovateľov bolo zostavené poradie za každý ukazovateľ pre všetkých 25 krajín rozšírenej EÚ. Postupnou agregáciou tzv. trestných bodov zodpovedajúcich poradiu (1. miesto = 1 bod) sme v prvej fáze získali obraz o postavení krajín v rámci každého z 8 faktorov. Pozícia Slovenska v jednotlivých faktoroch súčasnej a budúcej konkurencieschopnosti je znázornená na obr. 2.

Najlepšie postavenie dosahuje Slovensko v otvorenosti ekonomiky. V EÚ-25 sa radí Slovensko na 2. miesto za Estónsko. Rozhodujúcu úlohu zohráva v tomto prípade najmä výrazný nárast exportu, ale aj podiel celkového zahraničného obchodu na HDP v roku 2003.

Vďaka nízkym mzdovým nákladom a rastu počtu zamestnaných dosahuje Slovensko relatívne dobré postavenie aj v oblasti trhu práce a zamestnanosti (10. miesto), a to i napriek veľmi vysokej (po Poľsku druhej najvyššej) miere nezamestnanosti.

O dobrej súčasnej konkurencieschopnosti možno hovoriť tiež vďaka výkonnosti a rastu ekonomiky (12. miesto). Rast HDP a miera súkromných investícií patria

Obr. 2: Pozícia Slovenska v jednotlivých faktoroch





k najvyšším v rámci EÚ-25. Reforma verejnej správy – prudký medziročný pokles verejných výdavkov prispel k tomu, že Slovensko sa blíži k prvej polovici krajín aj v oblasti efektívnosti verejnej správy.

V zabezpečení predpokladov budúcej konkurencieschopnosti však Slovensko dosahuje oveľa horšie výsledky ako vo faktoroch spadajúcich pod súčasnú konkurencieschopnosť. Priemeru EÚ-25 (14. miesto) sa približuje len v základnej infraštruktúre (zahŕňajúcej aj kvalitu života), a to najmä vďaka najnižšej príjmovej nerovnosti a hustote železničnej siete.

V oblasti vedy a výskumu a implementácie moderných technológií dosahuje 16. miesto spomedzi krajín EÚ-25. V posledných rokoch dochádza k poklesu výdavkov na vedu a výskum a slabšia je aj miera využívania moderných technológií.

Na Slovensku pretrváva nízka dostupnosť kapitálu. Okrem nerozvinutého trhu s cennými papiermi sú nevýhodou aj stále vysoké úrokové miery.

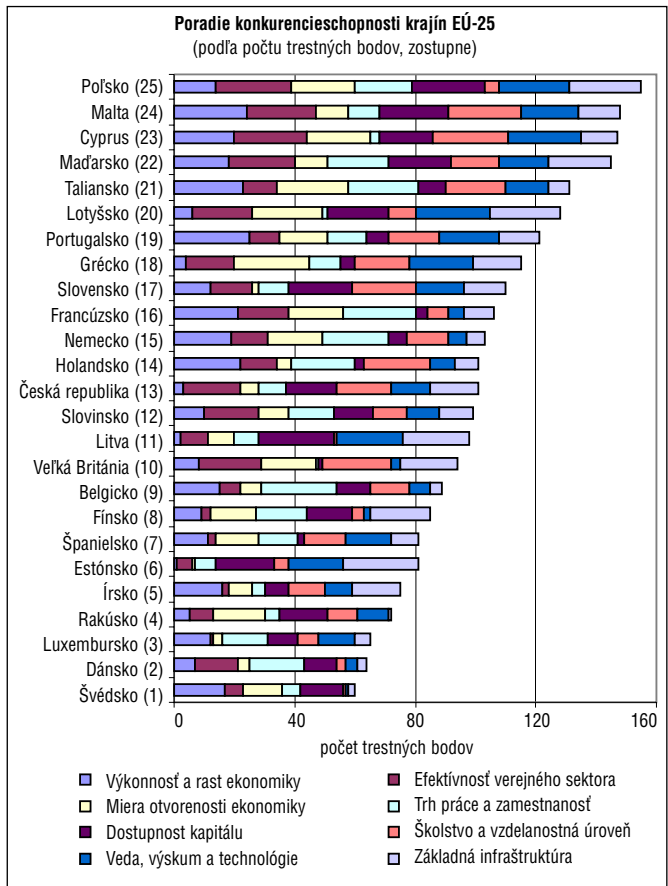
Najproblematickejšia je oblasť školstva. Podiel výdavkov na školstvo vyjadrený v % HDP je druhý najnižší spomedzi všetkých 25 krajín a pomer žiakov a učiteľov je tretí najhorší.

Po agregovaní výsledkov za všetkých osem oblastí získame celkové poradie zodpovedajúce postaveniu jednotlivých krajín v rámci EÚ-25. Ako vidieť z obr. 3, zobrazujúceho okrem celkového poradia krajín aj podiel jednotlivých oblastí na celkovom postavení konkrétnej krajiny, Slovensko sa zaraďuje v súčasnosti na 17. miesto a dosahuje lepšiu pozíciu ako niektoré krajiny EÚ-15.⁴

Ako už bolo uvedené, súčasná relatívne priaznivá pozícia Slovenska je daná predovšetkým výsledkami v oblasti ekonomického rastu a zahraničného obchodu. Na udržanie tejto pozície, najmä však na udržanie rýchleho tempa rastu do budúcnosti, je nevyhnutné orientovať sa sústredenejšie na zabezpečenie trvalo udržateľného rastu a budúcej konkurencieschopnosti prostredníctvom reformy školstva, pokračovaním zmien v prístupe ku kapitálu, ale tiež uvedením si významu výskumu, vývoja a moderných technológií pre naplnenie predpokladov dlhodobého rastu. Význam faktorov budúcej konkurencieschopnosti narastá hlavne v súvislosti s očakávaným postupným poklesom výhod spojených s nízkymi mzdovými nákladmi a s potrebou postupnej orientácie na produkciu s vyšším podielom sofistikovanej práce.

Vo všeobecnosti možno pozorovať pozitívny vzťah medzi štrukturálnymi reformami a rastom konkurencie-

Obr. 3: Súhrnné postavenie krajín v rámci EÚ-25



schopnosti Slovenska. Reštrukturalizácia bankového sektora, ale predovšetkým reforma verejných financií vytvorili predpoklady na rýchly ekonomický rast a premietajú sa do rastúcej konkurencieschopnosti Slovenska.⁵

SWOT analýza

Na základe výsledkov analýzy postavenia Slovenska v rámci EÚ-25 je možné identifikovať oblasti (zodpovedajúce konkrétnym ukazovateľom), ktoré by bolo potrebné zlepšiť, ako aj ukazovatele, ktoré sú základom našej konkurencieschopnosti a ktoré si treba udržať.

Zo súboru 53 použitých ukazovateľov možno vybrať 20, ktoré rozhodujúcou mierou vypovedajú o súčasnej pozícii Slovenska a jej stabilite. Tieto ukazovatele sú zatriedené do jednoduchej SWOT tabuľky (obr. 4) obsahujúcej silné stránky, slabé stránky, príležitosti a hrozby.

Slovensko sa zaraďuje podielom súkromných investícií na HDP na prvé miesto spomedzi všetkých 25 kra-

⁵ Nedostupnosť konzistentných údajov za dlhšie časové obdobie pre všetky krajiny EÚ-25 neumožňuje získať presný obraz o vývoji konkurencieschopnosti Slovenska v čase. Približné hodnotenie založené na údajoch o 40 ukazovateľoch (z pôvodných 53 ukazovateľov) potvrdzuje, že konkurencieschopnosť Slovenska rastie. Za uplynulých 5 rokov (v porovnaní s rokom 1998) postúpilo Slovensko z 20. miesta na 17. miesto v rámci EÚ-25.

⁴ Postavenie Cypru a Malty je potrebné brať iba ako orientačné, keďže viacero údajov bolo doplnených z predchádzajúcich rokov a v niektorých prípadoch neboli údaje vôbec k dispozícii.



Obr. 4: Jednoduchá SWOT analýza Slovenska

Silné stránky	Pozícia v EÚ-25	Slabé stránky	Pozícia v EÚ-25
Investície súkromného sektora	1	HDP na obyvateľa v PPS	21
Podiel zahraničného obchodu na HDP	5	HICP inflácia	25
Výška nominálnych miezd	3	Deficit verejného rozpočtu (Náklady dlhovej služby)	21 (21)
Podiel stredoškolsky vzdelaného obyvateľstva	3	Používatelia mobilných telefónov	22
Zamestnanosť v službách náročných na vzdelanie	5	Energetická náročnosť ekonomiky	23
Príležitosti		Hrozby	
Rast HDP (Rast exportu)	5 (1)	Trhová kapitalizácia domáceho akciového trhu	25
Pokles výdavkov štátneho rozpočtu	1	Miera nezamestnanosti	24
Zmena počtu zamestnaných	3	Verejné výdavky na vzdelávanie	24
Index cien akcií	3	Verejné výdavky na výskum a vývoj	21
Príjmová nerovnosť obyvateľstva	1	Čistá migrácia obyvateľstva	21

jín, čo vypovedá o možnosti udržania si vysokého rastu ekonomiky. Významnou silnou stránkou je tiež miera otvorenosti Slovenska meraná podielom zahraničného obchodu na HDP, ktorá je predpokladom výmeny skúseností a prívlevu moderných technológií. Dôležitým faktorom vysokej miery medzinárodnej spolupráce, ako aj zvýšeného prívlevu priamych zahraničných investícií v poslednom čase je úroveň mzdových nákladov, ale zároveň aj dobrá vzdelanostná úroveň pracovnej sily.⁷ Za veľmi priaznivé možno označiť zistenie, že Slovensko dosahuje jeden z najlepších výsledkov v zamestnanosti v službách náročných na vzdelanie. Bolo by žiaduce udržať si túto silnú stránku aj v budúcnosti.

Slabou stránkou Slovenska je nízka ekonomická úroveň obyvateľstva, HDP na obyvateľa v PPS (parita kúpnej sily) patrí k najnižším v EÚ-25. Negatívne dôsledky má aj vysoká miera inflácie, vysoký deficit verejných financií, ako aj náklady dlhovej služby. Ďalšími vážnymi nedostatkami sú pretrvávajúca energetická náročnosť ekonomiky, ako aj dostupnosť moderných technológií pre obyvateľstvo (a následne aj ich využívanie).

Príležitosti možno hľadať v súčasnom vysokom tempe rastu ekonomiky (HDP) a zároveň aj exportu. Dôkazom správneho smeru naštartovaných reforiem je aj skutočnosť, že v roku 2003 sa v SR dosiahol najvyšší percentuálny pokles výdavkov štátneho rozpočtu spomedzi všetkých 25 krajín. Výsledkom reforiem bol aj značný nárast počtu zamestnaných. Relatívnu ľahkosť presadzovania reforiem, nízku mieru prejavovania odporu a zvolávania štrajkov možno čiastočne vysvetliť aj pretrvávajúcou najnižšou príjmovou nerovnosťou obyvateľstva v rámci EÚ-25. Za príležitosť možno považovať tiež rast indexu cien akcií, ktorý môže zvýšiť záujem o investovanie do akcií, zefektívniť trh s cennými papiermi a zlepšiť tak dostupnosť kapitálu.

V rámci hrozieb pre budúcu konkurencieschopnosť je

nevyhnutné spomenúť nízku úroveň výdavkov na vzdelávanie a výskum a vývoj, ktorých význam sa bude zvyšovať s poklesom výhod pramieniacich z nízkych mzdových nákladov. Problémom je aj pretrvávajúca vysoká miera nezamestnanosti. Dôležitosť riešenia týchto problémov narastá aj v súvislosti s potrebou zapojiť sa do plnenia cieľa lisabonskej stratégie, ktorého obsahom je vytvoriť z európskej únie najkonkurencieschopnejšiu a najdynamickejšiu vedomostne založenú ekonomiku na svete, schopnú zabezpečiť udržateľný ekonomický rast s viacerými a lepšími pracovnými príležitosťami a sociálnou kohéziou. Určitú hrozbu predstavuje aj nízka trhová kapitalizácia domáceho akciového trhu a záporná čistá migrácia obyvateľstva.

Celkové zhodnotenie konkurencieschopnosti SR

Okrem väčšiny novoprijatých členov EÚ je konkurencieschopnosť Slovenska v rámci EÚ-25 v súčasnosti lepšia ako konkurencieschopnosť niektorých pôvodných krajín EÚ. V spojitosti s realizovanými reformami dochádza k ďalšiemu zvyšovaniu konkurencieschopnosti Slovenska v porovnaní s ostatnými krajinami EÚ.

Súčasná pozícia konkurencieschopnosti Slovenska je daná hlavne otvorenosťou ekonomiky. Tá súvisí s úrovňou mzdových nákladov, ale zároveň aj dobrou vzdelanostnou úrovňou pracovnej sily. Slabou stránkou Slovenska je nízka ekonomická úroveň obyvateľstva. V súvislosti s plánovaným plnením maastrichtských kritérií možno očakávať postupné odstránenie slabých stránok našej konkurencieschopnosti, akými momentálne sú vysoká miera inflácie, vysoký deficit verejných financií, ako aj náklady dlhovej služby. Príležitosti budúceho rastu konkurencieschopnosti možno hľadať v dosahovanom vysokom tempe rastu ekonomiky.

Dôležitým predpokladom ďalšieho rastu konkurencieschopnosti Slovenska je pokračovanie v proreformnom smerovaní, dokončení začatých reforiem a vytvorení podmienok na rozvoj školstva, vedy a výskumu.

⁶ SWOT – Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats.

⁷ Silná stránka v oblasti nízkych mzdových nákladov nie je z dlhodobého hľadiska udržateľná, preto by bolo potrebné nahradiť ju v budúcnosti silnou stránkou v oblasti produktivity práce.

ODVETVOVÁ ŠPECIALIZÁCIA V SR

Ing. Zoja Čutková, PhD., Ing. Milan Donoval
Národná banka Slovenska

Úvod

Odvetvová špecializácia sa v širšom význame chápe ako stupeň, v akom sa zamestnanosť a pridaná hodnota sústreďujú v odvetviach ekonomiky jednej krajiny v porovnaní s druhou. Jej vplyv sa môže prejavíť:

- vo vývoji produktivity práce i konjunkturálneho cyklu,
- v úrovni celkovej inflácie vzhľadom na odlišný cenový vývoj a váhu jednotlivých odvetví,
- cez transmisný mechanizmus, prostredníctvom ktorého zásahy menovej politiky vplývajú na úroveň inflácie.

Na základe ekonomickej teórie endogénneho rastu odvetvová špecializácia má dôležitý vplyv na rast produktivity z dlhodobého aspektu. Jednotlivé odvetvia sa môžu odlišovať ich produkčným potenciálom, ktorý závisí predovšetkým od technologického pokroku, od úspor z veľkovýroby a od miery regulácie zo strany hospodárskej politiky štátu. Štrukturálne zmeny, pri ktorých sa presúvajú zdroje z odvetví s nízkou produktivitou práce do produktívnejších, sú impulzom rýchlejšieho rastu ekonomiky v dlhšom horizonte.

Odvetvová špecializácia môže vplývať na rast ekonomiky aj z krátkodobého hľadiska. Vývoj v jednotlivých odvetviach môže byť odlišný vzhľadom na konjunkturálny cyklus celej ekonomiky, v závislosti od previazanosti odvetví, resp. ich integrácie so svetovým obchodom. Napríklad, odlišné výrobné a výrobové charakteristiky odvetvia (životnosť výrobku, význam zásob, kapitálová náročnosť výroby) môžu zabezpečiť odlišné reakcie jednotlivých odvetví na štrukturálne šoky v ekonomike. Výsledkom je rôzna dĺžka a amplitúda ekonomických cyklov jednotlivých krajín, ako aj ich synchronizácia, ktorá sa odlišuje medzi jednotlivými štátmi.

Vzájomná koordinácia hospodárskej a menovej politiky, prepojenosť makroekonomickej politiky a mikroekonomickej reštrukturalizácie spolu s nápravou deformovaného inštitucionálneho rámca môže na Slovensku vytvoriť prostredie, ktoré zabezpečí dlhodobý, udržateľný ekonomický rast pri lepšom využití ľudského kapitálu. Tomu môže napomôcť poznanie štrukturálneho vývoja ekonomiky SR v nadväznosti na pôsobenie tak domácich, ako aj

externých faktorov, v rámci ktorých zohráva významnú úlohu vstup Slovenska do Európskej únie.

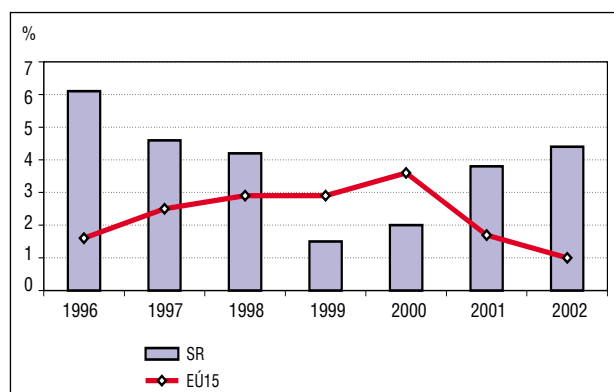
1. Štrukturálne aspekty vývoja ekonomiky Slovenska

Článok analyzuje vývoj odvetvovej štruktúry slovenskej ekonomiky na základe pridanej hodnoty, zamestnanosti a produktivity práce a porovnáva ich s priemernými údajmi za Európsku úniu, ktorá v čase spracovania zahŕňala 15 krajín (t. j. stav pred 1. májom 2004). Vzhľadom na obmedzenú dostupnosť údajov za krajiny EÚ základom analýzy je obdobie rokov 1996 – 2002. Tieto údaje boli použité aj v druhej časti článku pri výpočte štrukturálnych indikátorov za SR.

Na účely analýzy sú získané údaje agregované do šiestich kategórií odvetví:

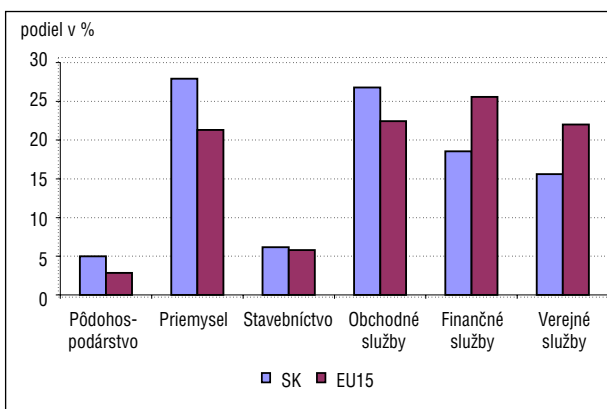
- pôdohospodárstvo (poľnohospodárstvo, poľovníctvo a lesníctvo; rybolov, chov rýb),
- priemysel (ťažba nerastných surovín, priemyselná výroba, výroba a rozvod elektriny, plynu a vody),
- stavebníctvo,
- obchodné služby (veľkoobchod a maloobchod, oprava motorových vozidiel, motocyklov a spotrebného tovaru; hotely a reštaurácie; doprava, skladovanie, pošty a telekomunikácie),
- finančné služby (finančné sprostredkovanie, nehnuteľnosti, prenájom a obchodné činnosti),
- verejné služby (verejná správa a obrana; povinné sociálne zabezpečenie; školstvo; zdravotníctvo)

Graf 1 Vývoj reálneho HDP v SR a EÚ (15)





Graf 2 Váhy pridanej hodnoty EÚ15 a SR



Zdroj: OECD, priemer 1996 – 2002, prepočty NBS z objemov v bežných cenách jednotlivých krajín

rastu. V rokoch 1999 – 2000 sa vplyvom poklesu reálnych miezd a domáceho dopytu reálny rast ekonomiky spomalil a jeho postupné zrýchľovanie v ďalšom období súviselo s oživením spotreby a investícií. Vývoj ekonomiky Európskej únie bol odlišný, keď päťročné obdobie expanzie do roku 2000 bolo vystriedané spomalením dynamiky rastu HDP v rokoch 2001 – 2002.

Odvetvová štruktúra slovenskej ekonomiky napovedá, že relatívne vyšší podiel pridanej hodnoty sa v SR v porovnaní s priemernou štruktúrou ekonomík Európskej únie vytvorí v priemysle a pôdohospodárstve. Kým v EÚ je podiel služieb na tvorbe pridanej hodnoty v priemere 70 %, v SR služby prispievajú k celkovej tvorbe pridanej hodnoty 60 %.

SR – štruktúra pridanej hodnoty podľa odvetví

(% , bežné ceny)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	priemer 1996 – 2002
Pôdohospodárstvo	5,6	5,6	5,3	4,7	4,7	4,5	4,5	5,0
Prírodné hospodárstvo	31,1	27,4	27,1	29,1	27,6	26,7	26,4	27,9
Prírodné hospodárstvo	7,5	7,1	7,1	5,5	5,4	5,0	5,4	6,2
Služby spolu	55,8	59,8	60,5	60,7	62,4	63,7	63,7	60,9
Obchodné služby	24,1	26,3	26,9	26,9	27,6	28,9	26,8	26,8
Finančné služby	15,6	17,7	17,5	18,1	19,9	19,9	21,2	18,6
Verejné služby	16,1	15,8	16,1	15,7	14,9	14,9	15,7	15,6

Zdroj: Prepočty NBS z údajov OECD

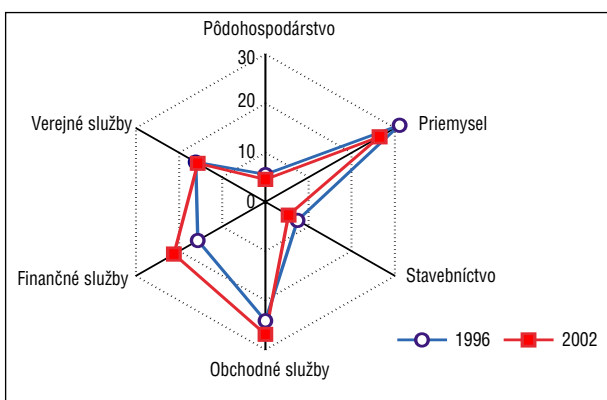
a sociálna pomoc; ostatné spoločenské, sociálne a osobné služby).

1.1 Pridaná hodnota

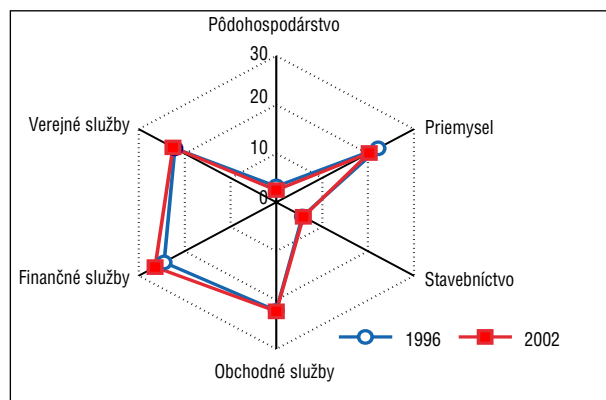
V celom analyzovanom období je zreteľný asynchronný priebeh ekonomického cyklu v SR v porovnaní s cyklom krajín EÚ. Hrubý domáci produkt SR v rokoch 1996 – 1998 dosahoval v dôsledku zvyšujúceho sa domáceho dopytu pomerne vysoké tempá

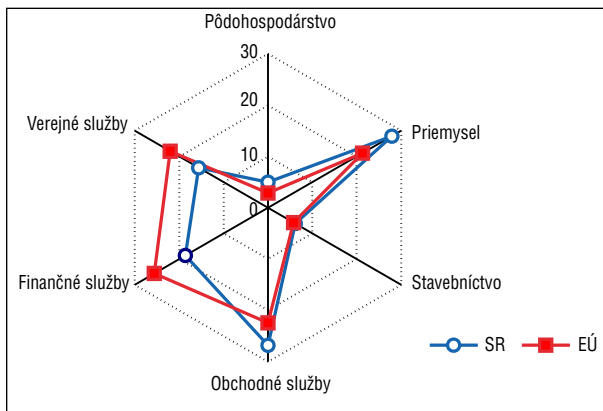
Vplyvom štrukturálnych zmien v ekonomike SR sa mení podiel jednotlivých odvetví na tvorbe pridanej hodnoty a približuje sa postupne k úrovňam v krajinách EÚ. Za obdobie rokov 1996 – 2002 podiel priemyslu poklesol z 31 % na 26 %, pri súčasnom náraste finančných a obchodných služieb. V porovnaní s trendmi vývoja v EÚ štrukturálne zmeny najmenej zasiahli verejné služby, kde ich podiel na pridanej hodnote SR sa v priebehu celého obdobia zachoval (zaostával za podielom v krajinách Európskej únie

Graf 3 Pridaná hodnota podľa odvetví v SR



Graf 4 Pridaná hodnota podľa odvetví v EÚ



Graf 5 Pridaná hodnota podľa odvetví v SR a EÚ rokoch 1996 – 2002


viac prevyšovalo Írsko (34,3 %). V ostatných krajinách bol podiel priemyslu nižší v porovnaní so SR, pričom významná bola tvorba pridanej hodnoty v priemysle vo Fínsku, Nemecku a Švédsku.

Stavebníctvo je odvetvím s najmenším rozptylom jeho váhy na tvorbe pridanej hodnoty v rámci krajín EÚ. Priemerný (5,8 %) podiel mierne prevyšovalo iba Rakúsko, Grécko, Španielsko a Portugalsko, čo by mohlo súvisieť s čerpaním finančných prostriedkov zo štrukturálnych fondov EÚ. Slovensko svojím priemerným 6,2 % podielom dosahovalo priemer EÚ, predovšetkým v dôsledku výrazného rastu investícií v rokoch 1996 – 1998.

V krajinách EÚ v priemere 70 % pridanej hodnoty

Odv. štruktúra pridanej hodnoty v SR a EÚ – priemer za roky 1996 – 2002

(%)

	Pôdohospodárstvo	Priemysel	Stavebníctvo	Obchodné služby	Finančné služby	Verejné služby
SR	5,0	27,9	6,2	26,8	18,6	15,6
EÚ – priemer	2,9	21,3	5,8	22,4	25,6	22,0
Krajiny nad priemerom EÚ	GR 7,9 IE 4,8	IE 34,3	ES 8,0 AT 7,8 PT 7,3 GR 7,2	GR 28,5 ES 27,3	LU 44,1 FR 29,6 DE 29,4	DK 26,3 SE 25,7
Krajiny pod priemerom EÚ	LU 0,7 DE 1,2 UK 1,2	LU 12,3 GR 14,3	SE 4,7 IE 18,2 ES 19,3	DE 17,7 IE 19,3	PT 18,7 IE 17,1	LU 15,8

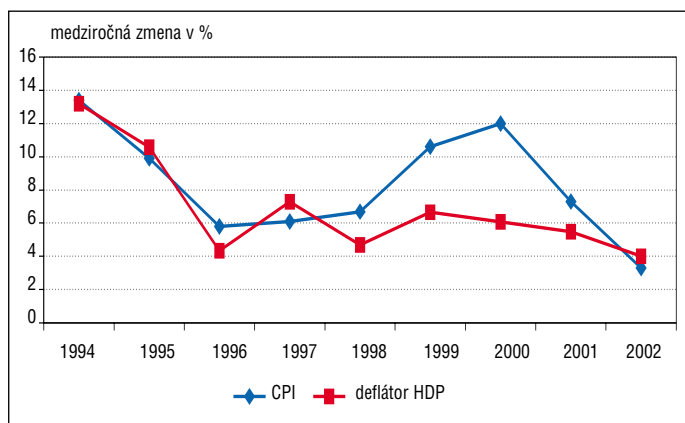
Zdroj: Prepočty NBS z údajov OECD

o 5 percentuálnych bodov). Podiel stavebníctva na celkovej pridanej hodnote SR je zhodný s podielom v európskych krajinách. Podiel pôdohospodárstva v SR síce mierne prevyšuje jeho podiel v rámci váhovej štruktúry EÚ, avšak trend mierneho znižovania tohto podielu v priebehu jednotlivých rokov je rovnaký ako v EÚ.

Z vyššie uvedených grafov vyplýva, že ekonomiky krajín EÚ sa vyznačujú relatívne ustáleným podielom jednotlivých odvetví na tvorbe pridanej hodnoty. Výnimkou je Luxembursko, kde podiel služieb presahuje 80 % a finančné služby dosahujú takmer dvojnásobok priemeru EÚ. V ostatných odvetviach však Luxembursko dosahuje najnižšie hodnoty v rámci EÚ.

V pôdohospodárstve dosahovala väčšina krajín EÚ priemernú úroveň (2,9 %), pričom úroveň 5 % (priemer za SR) dosahovalo, resp. prevyšovalo len Írsko a Grécko. Ich vysoký podiel sa v priebehu rokov 1996 – 2002 znižoval a 7 % úroveň v roku 2002 zaznamenalo iba Grécko.

V priemysle je možné pozorovať miernu disperziu váh medzi krajinami, keď priemer EÚ (21,3 %) naj-

Graf 6 Vývoj CPI a deflátor HDP v SR


pochádzalo zo sektoru služieb, z čoho finančné služby tvorili 25,6 %, obchodné služby 22,4 % a verejné služby 22 %. Okrem Luxemburska sú finančné služby významne rozvinuté aj vo Francúzsku a Nemecku, obchodné služby majú najvyšší podiel v Grécku a Španielsku a pomerne významný podiel verejných služieb sa dosahuje v Dánsku a Švédsku. Slovensko so svojim 60,9 % podielom sa nachádza pod priemerom krajín EÚ.



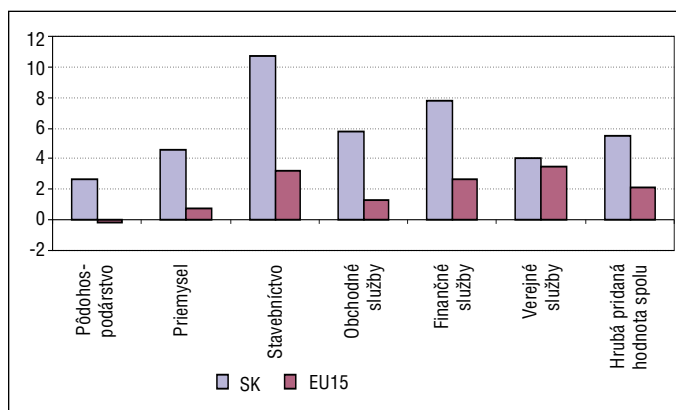
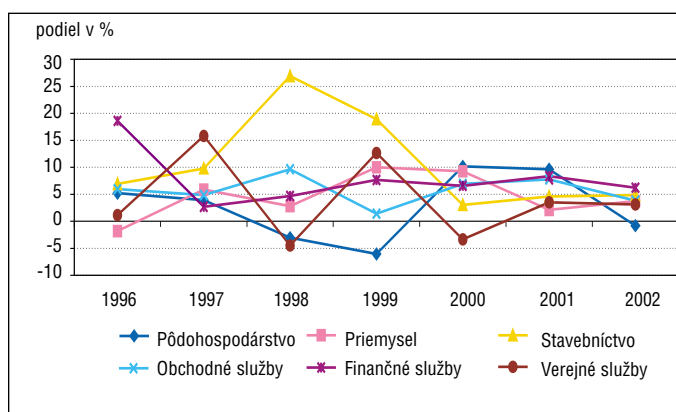
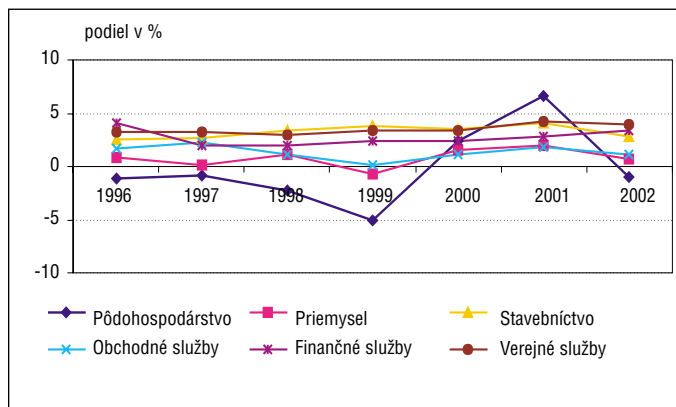
1.1.1 Inflácia pridanej hodnoty

Pre posúdenie cenových zmien pri tvorbe pridanej hodnoty v jednotlivých odvetviach namiesto indexu CPI je vhodnejšie použiť implicitné cenové defláto¹, nakoľko bližšie zohľadňujú cenový vývoj, ktorý je v jednotlivých odvetviach odlišný. Vývoj CPI a celkového defláto¹ HDP v SR má na agregátnej úrovni z hľadiska trendu podobný vývoj.

Cenový vývoj pridanej hodnoty medzi jednotlivými odvetviami v krajinách EÚ vykázal v rokoch 1996 – 2002 menšiu volatilitu v porovnaní so SR. Nižšie hodnoty odvetvovej inflácie v krajinách EÚ súvisia s nižšími hodnotami celkovej inflácie. Najrýchlejší cenový rast bol v stavebníctve a vo verejnom sektore, kým v pôdohospodárstve dochádzalo k deflácií. Na Slovensku najsilnejšie cenové vplyvy na tvorbu pridanej hodnoty nastali v stavebníctve, predovšetkým v rokoch 1997 – 1999 a vo finančných službách. Inflácia tvorby pridanej hodnoty v priemere za obdobie 1996 – 2002 dosiahla v SR 5,5 %, kým v 15 krajinách Európskej únie bol cenový vývoj stabilnejší, a takto vypočítaná inflácia dosiahla 2,1 %.

Kým v krajinách EÚ dosahovala odvetvová inflácia pomerne stabilný vývoj, z údajov za SR vyplýva ich volatilný vývoj, ktorý pravdepodobne vyplýva z realizácie ekonomických reforiem a postupných štrukturálnych zmien v jednotlivých odvetviach. Určitým zdrojom nestabilného cenového vývoja z odvetvového hľadiska môžu byť aj revízie odhadov pridanej hodnoty, keď ďalšie implementácie postupov metodiky ESA 95 by mohli skorigovať vývoj odvetvovej inflácie v SR.

V pôdohospodárstve je možné v slovenskej ekonomike pozorovať cyklus, ktorý konverguje s cenovým vývojom v krajinách EÚ. Prebytky na trhu obilnín i znižovanie cenovej úrovne v živočíšnej výrobe zapríčinili pokles cien v pôdohospodárstve v roku 1999. Zlé klimatické podmienky (sucho) v roku 2000 zapríčinili neúrodu a následný nárast cien v roku 2000, ktorý pokračoval vplyvom intervenčnej politiky v roku 2001. Od roku 2002 vplyvom dobrej úrody i intervenčnej politiky z predchádzajúceho obdobia ceny v poľnohospodárstve postupne klesajú. Volatilný cenový vývoj pridanej hodnoty v stavebníctve pravdepodobne v SR súvisel s vývojom investičného dopytu.

Graf 7 Inflácia pridanej hodnoty podľa odvetví v EÚ15 a v SR**Graf 8 Vývoj inflácie pridanej hodnoty v SR****Graf 9 Vývoj inflácie pridanej hodnoty v EÚ15**

Vývoj cien v priemysle do určitej miery zohľadňoval administratívne zásahy do regulovaných cien a konvergoval k vývoju celkovej inflácie meranej indexom spotrebiteľských cien. Cyklický vývoj inflácie v odvetviach obchodných služieb je zrejme prepojený s konjunkturálnym cyklom slovenskej ekonomiky, keď pri poklese kúpyschopného dopytu a spomalení rastu HDP dynamika rastu cien klesala.

¹ V zahraničnej literatúre sa v tejto súvislosti používa termín „inflácia pridanej hodnoty“.

BUDE LIBERÁLNEJŠÍ MECHANIZMUS FUNGOVANIA PENZIJNÝCH FONDŮ V EÚ?

doc. Ing. Božena Chovancová, PhD.

V spojitosti s diskusiou o dôchodkovej reforme u nás sa často ozývajú hlasy aj o bezpečnosti dôchodkových zdrojov a do akej miery má, či nemá štát zabezpečiť ich ochranu. V tejto súvislosti je žiaduca kvalitná legislatíva, ktorá by eliminovala riziká spojené s touto formou kolektívneho investovania. Príspevok si kladie za cieľ naznačiť odpovede na otázky, aké sú princípy tejto formy investovania a ako fungujú dôchodkové fondy v rámci EÚ, či pracujú tiež v obmedzujúcom režime, alebo majú úplne liberalizované podmienky.

Základné princípy investovania penzijných fondov

V porovnaní s inými finančnými inštitúciami majú dôchodkové fondy veľkú výhodu najmä v tom, že majú dlhodobé zdroje s limitovanou potrebou likvidity. Ich hotovostné príjmy sú vopred známe, pretože predstavujú pevné % z príjmov zamestnancov, z čoho vyplýva, že ich možno určiť s určitou presnosťou. Na druhej strane tiež nie je ťažké predpovedať potrebu výplat v hotovosti.

Správca fondu musí pri investovaní sledovať určité kritéria pri dodržiavaní zásad opatrnosti. Základné kritéria, ktorých sa penzijný fond pri investovaní pridrižava sú: likvidita, rizikovosť a výnosnosť.

Investičná stratégia v penzijných fondoch musí dodržiavať niekoľko odmedzení:

- Minimálna hladina likvidity – fond musí zabezpečiť dostupnosť aktív vo výške potrebnej na úhradu penzií, ktoré môže pomerne presne odhadnúť na základe zmlúv a demografických tabuliek.
- Investičný horizont – vzhľadom na to, že penzijné fondy majú dlhodobé peniaze, môžu nakupovať aj dlhodobé aktíva (rôzne formy dlhopisov), ktoré môžu ľahko načerpať na potrebné peňažné toky.
- Citlivosť jednotlivých aktív na infláciu – osobitne sa to týka úrokových aktív, manažéri fondov môžu však tieto aktíva hedgovať formou napr. swapov, alebo kúpou aktíva s pohyblivým výnosom.
- Daňové a účtovné predpisy – pri niektorých aktívach je veľmi ťažké ich trhové ocenenie, najmä vtedy ak sa s nimi pravidelne neobchoduje, alebo nie sú kótované na burze, pričom tieto aktíva môžu poskytnúť zaujímavý výnos. Nezanedbateľná je aj tá skutočnosť, že celkový výnos je ovplyvnený aj výškou daňovej sadzby.

Aktíva penzijných fondov

Penzijné fondy investujú predovšetkým do rôznych druhov cenných papierov, ktoré zohľadňujú vyššie uvedené kritéria pre investovanie. Najbežnejším aktívom sú:

- Akcie – majú lepšiu výnosnosť ako iné druhy dlhodobých aktív. Majú nízke náklady na obchodovanie. Veľkou nevýhodou je však vysoká volatilita ich cien, čo sa prejavuje aj v nestabilite príjmov z takýchto aktív. Podobná situácia je i v prípade zahraničných akcií, ktoré nakupujú penzijné fondy. Tieto akcie však majú vyššiu nákladovosť pri obchodovaní, na druhej strane ale vyššiu výnosnosť najmä v období ekonomickej expanzie. Treba mať ale na zreteli, že v prípade zahraničných akcií vystupujú do popredia tiež ďalšie riziká ako sú: menové riziko, politické riziko, daňové nevýhody, a pod. Sú to teda rizikovejšie aktíva, ktoré sú rozdielnou mierou zastúpené vo fondoch v závislosti od toho, či ide o súkromný, alebo verejnoprávny fond. Súkromné penzijné fondy majú porovnateľne väčší podiel akcií, ako penzijné fondy kontrolované vládou.

- Vládne a zahraničné obligácie – hlavne tie, ktoré majú vysoký priebežný výnos, ktorý poskytuje krytie vyplácaných dávok s nulovým alebo fixným rastom, z čoho vyplýva, že penzijné plány majú pevne stanovenú výšku výplaty dávok, čím obmedzujú riziko straty v prípade inflácie. V prípade zahraničných obligácií penzijné fondy využívajú hlavne výhody rôznych úrokových mier ako i dobrú obchodovateľnosť týchto dlhopisov v jednotlivých štátoch. Vzhľadom na nižšiu rizikovosť uvedených cenných papierov sú tieto vo väčšej mier zastúpené v portfóliách verejných fondov ako u súkromných fondov.

- Firemné obligácie – prinášajú pre penzijné fondy potenciálne vyššie výnosy, pri menšom či väčšom riziku investovania. Sú to však cenné papiere s nižším rizikom ako akcie a preto sú ako v prípade súkromných, tak i verejných fondoch značne zastúpené. Základnou podmienkou pri nákupe firemných obligácií penzijným fondom je, aby emisia spĺňala podmienku všeobecnej obchodovateľnosti s nízkymi nákladmi.

- Investície do nehnuteľnosti predstavujú nákupy nehnuteľnosti hlavne prostredníctvom realitných kancelárií. Prinášajú značné výhody a to hlavne reálny dlhodobý výnos, ceny nevykazujú takú vysokú kolísavosť, v dôsledku čoho i výnosy sú pomerne stabilné. Naopak v porovnaní s inými aktívami, ceny nehnuteľnosti v prípade inflácie vykazujú nárast, teda u nehnuteľnosti sa vždy predpokladá pozitív-



ny nárast cien i výnosov. Treba však dodať, že tieto investície majú nižší stupeň likvidity, veľmi malé riziko, čo sa odráža aj v nižšej výnosnosti v porovnaní s akciami.

- Peňažná hotovosť penzijného fondu predstavuje z hľadiska fondu krátkodobú hotovosť alebo tzv. "pracovné saldo", aby bolo možné realizovať všetky transakcie. Peňažná hotovosť penzijných fondov sa väčšinou ukladá ako depozitum pri nízkych krátkodobých úrokových mierach.

Investičné limity a pravidlá obozretného podnikania pre penzijné fondy vo svete

Liberalizovaný ale aj zaistený systém v USA

Investovanie penzijných fondov vo svete je dnes regulované buď pravidlami obozretného podnikania, alebo kvantitatívnymi reštrikciami pre jednotlivé typy aktív v portfóliu. Pravidlá obozretného podnikania sa uplatňujú najmä pri oceňovaní aktív v trhovej hodnote, alebo nominálnej hodnote. Naopak kvantitatívne reštriktívne opatrenia sa aplikujú najmä na rizikovejšie aktíva ako sú napr. akcie.

Súkromné penzijné fondy v USA nemajú žiadne investičné limity zo strany štátu. Riadia sa len prísnyimi pravidlami zákona ERISA, ktorý zaväzuje manažérov fondu dodržiavať pravidlá obozretného podnikania. V štruktúre aktív penzijných fondov USA majú veľké zastúpenie nehnuteľnosti (kancelárske, priemyselné, maloobchodné a rodinné priestory). Zameriavajú sa hlavne na nehnuteľnosti v atraktívnych lokalitách a veľkých mestách. V roku 2001 mali penzijné fondy pod kontrolou 39 % podiel na trhu nehnuteľnosti v USA, pričom vnútorná výnosnosť sa pohybovala od 10 – 12 %.

Na začiatku 90-tych rokov zmenili penzijné fondy v USA aj svoju stratégiu a stávajú sa viac agresívnejšími. Dôvodom bola nižšia miera zhodnotenia aktív ako sa očakávalo. Vzhľadom na pokles výnosov najmä z úročených aktív, presúvajú sa aktív z dlhopisov najmä z fixným kupónom do akcií spoločností a penzijné fondy začali investovať viac v zahraničí. V snahe vyhnúť sa kurzovým rizikám presúvajú tiež svoju pozornosť na investície do zahraničných akcií a menej do dlhopisov. Zvýšená atraktivnosť akcií pre penzijné fondy viedla k tomu, že na prelome tisícročia v ich portfóliách bolo viac akcií ako iných aktív. Finančné škandály a kolapsy veľkých podnikov spojený s ich prudkým poklesom ceny akcií viedli k tomu, že penzijné fondy začali mať problémy dosiahnuť predpokladané zhodnotenie. Veľké americké spoločnosti museli vložiť obrovské prostriedky do svojich penzijných fondov, aby dodržali zákonom stanovené podmienky na ochranu dôchodcov.* V dôsledku poklesu hodnoty penzijných fondov, museli podniky použiť prostriedky, ktoré mali slúžiť na obnovu a rozšírenie produkcie, na úhradu poklesu fondu. Značnou stratou pre

*Zákon predpisuje spoločnostiam prispievať do fondu, ak jeho rezervy klesnú pod 90 % svojich záväzkov počas troch rokov.

americké fondy bolo aj to, že spolu s poklesom trhových cien akcií došlo aj poklesu úrokových sadzieb, čo spôsobilo to, že pri presune do úrokových aktív aj tak došlo k poklesu výnosnosti. Kým v roku 1999 78 % penzijných fondov (eviduje ich index S&P 500) vykazuje kladnú výnosnosť, v roku 2002 už len 26 % vykazuje kladnú výnosnosť. Vážnym problémom pri investovaní penzijných fondov sa stáva aj tá skutočnosť, že súčasná úroveň účtovných štandardov vyvoláva pochybnosti u investorov, či vôbec hospodársky výsledok spoločnosti je pravdivý alebo nafúknutý.

Na tomto mieste je potrebné ale pripomenúť, že v USA funguje systéme zaistenia, ktorý realizuje PBGC (Pension Benefit Guarantee Corporation) agentúra v rámci Ministerstva práce. Táto agentúra preberá na seba zodpovednosť, že v prípade krachu penzijného fondu budú dávky vyplatené touto inštitúciou. Zdroje tejto agentúry pochádzajú z príspevkov, ktoré platia jednotliví správcovia fondov a sú taxatívne určené. To jednoznačne nasvedčuje tomu, že penzijné fondy s definovanou dávkou sú zaistené a v prípade, že agentúra by nemal dostatok zdrojov na výplaty dávok, bude ju dotovať štát. V roku 1999 pokrývala táto agentúra okolo 42 miliónov zamestnaných a dôchodcov vo viac ako 44 000 penzijných fondov s definovanou dávkou.

Konzervatívny ale bezpečnejší systém v Európe?

V európskom priestore platia doteraz (s výnimkou Veľkej Británie a Írska) kvantitatívne obmedzenia pri investovaní penzijných fondov. Investičné limity sa najviac vzťahujú na domáce a na zahraničné akcie. Niektoré krajiny majú striktnnejšie podmienky investovania pri nekótovaných akciách (Belgicko, Francúzsko, Fínsko). Obmedzenia sa môžu týkať aj iných aktív. Napríklad vo Švajčiarsku môžu investovať 50 % do nehnuteľností. Vyššie limity pre investície do nehnuteľností v porovnaní do akcií sú aj vo Fínsku. Investičné limity môžu byť aj pre iné finančné nástroje, napr. niektoré krajiny ako sú Rakúsko, Belgicko, Francúzsko majú limity aj pre bankové depozitá. Nemecko a Portugalsko má zasa limity aj pre podnikové dlhopisy a hypotekárne záložné listy.

Väčšina krajín má vytvorené horné investičné limity, ale sú aj krajiny, ktoré majú dolné investičné limity pre svoje penzijné fondy. Napr. Rakúsko má stanovenú minimálnu hranicu pre hypotekárne záložné listy vo výške 35 % aktív, Francúzsko minimálne 50 % aktív môžu byť vládne dlhopisy krajín EÚ. V Dánsku fondy musia investovať 60 % svojich prostriedkov do domácich dlhopisov.

Investičné obmedzenia sa môžu vyskytovať aj pri investíciách do jedného podniku. Môže byť stanovená horná alebo dolná hranica. Napr. vo Švédsku a v Španielsku je dolná hranica 5 %. Horné a dolné limity sa využívajú aj pri investíciách do zahraničných mien. Napríklad fondy v Dánsku, Fínsku, Nemecku a Portugalsku majú určené, že 80 %



svojich aktív má v domácej mene. V Belgicku pre fondy platí obmedzenie, že pri investíciách do akcií môže byť maximálny podiel 65 % zahraničných akcií.

V súčasnosti sú argumenty za i proti týmto limitom. Zástancovia limitov sú toho názoru, že ide o ušetrené prostriedky budúcich dôchodcov, ktorých je potrebné chrániť pred rizikami kapitálového trhu. Na druhej strane odporcovia tvrdia, že s uvedenými obmedzeniami sa znižujú investičné zámery penzijných fondov, najmä pri prístupe ku kapitálu. Častým argumentom odporcov je aj to, že krajiny ako Írsko a ich fondy dosiahli doterajšie priemerné zhodnotenie 12,5 %, kým napr. v Dánsku, kde existujú tvrdé obmedzenia dosiahli fondy výkonnosť len 6,15 %. Tam, kde fungujú tvrdé obmedzenia musia zamestnávateľi i zamestnanci odvádzať väčšie príspevky na krytie dôchodkových príjmov, pretože fondy dosahujú nižší výnos.

Investičné obmedzenia vytvárajú aj dnes ťažké podmienky pre fungovanie penzijných fondov v rámci EÚ. Konceptia jednotného kapitálového trhu v rámci EÚ sa zameriava na to, aby investori mali ľahší prístup ku kapitálu. Zriadenie a kontrola penzijných fondov je stále v rukách členských krajín so značne komplikovanou a neprehľadnou legislatívou. V rámci EÚ, kde existuje voľný pohyb pracovných síl je situácia o to komplikovanejšia, že neexistuje jednotný penzijný systém, ktorý komplikuje prevod dôchodkových úspor medzi štátmi. Ekonomické výhody, ktoré by sa dosahovali z úspor z rozsahu sa strácajú aj tým, že sa odvádzajú prostriedky do rôznych penzijných fondov, ktoré existujú v rôznych krajinách.

Už od roku 2002 sa začali na najvyššej úrovni EÚ viesť diskusie o tom, či bude jednotný penzijný systém v rámci EÚ. Diskusie sa viedli aj o tom, či sú potrebné investičné obmedzenia pre penzijné fondy a nebol by vhodnejší liberálny systém. Niektoré členské krajiny sú však toho názoru, že tento prístup by pomohol iba Veľkej Británii, lebo kapitál by sa presunul na Londýnsku burzu a to kvôli lepšiemu zhodnoteniu.

Zmeny v rámci EÚ

Koncom novembra 2002 Rada ministrov EÚ sa dohodla na základných princípoch novej smernice o dôchodkových (penzijných) fondoch. Smernica 2003/41/ES Európskeho parlamentu a rady z 3. júna 2003 o činnosti a dohľade nad inštitúciami zamestnaneckého dôchodkového zabezpečenia vychádza z Akčného plánu pre finančné služby a jej cieľom je vybudovať jednotný európsky rámec pre pôsobenie týchto inštitúcií. Táto smernica by mala implementovať do legislatívy jednotlivých členských štátov do konca roka 2005. Cieľom tejto smernice je zaistiť členom doplnkových penzijných schém vyššie výnosy, slobodu výberu pri investovaní a súčasne aj vyšší štandard ochrany. V tejto smernici sa už stretávame s problematikou obozretného podnikania i dohľadu a dokonca s pojmom „obzretného človeka“ ako základnej zásady kapitálového investovania.

Najdôležitejšie prvky a princípy smernice sú:

- Prispievateľi do fondov (aj zamestnávateľi, v Smernici sa označujú ako sponzorujúce subjekty) musia byť prísne majetkovo i právne oddelení od správcovskej spoločnosti. Ak sa správcovská spoločnosť stane insolventnou, nesmie sa to dotknúť členov fondu, z čoho vyplýva, že musia byť stanovené aspoň minimálne štandardy obozretnosti na ochranu členov.
- Vyžaduje sa verejný dozor, ktorý určí aj pravidlá pre profesionálne morálne kvality manažérov fondu, pravidlá pre predný výpočet majetku a záväzkov fondu a pravidlá fungovania správcovských spoločností.
- Fondy musia pripraviť auditovanú účtovnú uzávierku a výročnú správu, poskytnúť ich svojim členom. V pravidelných 3 ročných intervaloch poskytovať detailnú správu o svojej investičnej stratégii a spôsobe riadenia rizika. Tieto informácie by mali byť dostupné nielen dozornému orgánu, ale i členovi fondu. Úlohou dozorného orgánu bude preskúmať dodržiavanie tejto stratégie.
- Pre potreby dozorného orgánu je potrebné poskytovať všetky informácie. Inšpekcie sa budú konať priamo na mieste, pričom má možnosť vykonať inšpekciu v auditor-skej firme, ktorá realizovala audit.
- Základnou povinnosťou fondov je zabezpečiť plnenie si svojich záväzkov formou vyplácania dôchodkov. Z tohto dôvodu je nevyhnutný obozretný výpočet poistných rezerv podľa uznávaných metód poistnej matematiky, pričom najvyššie úrokové sadzby by sa mali zvoliť obozretno podľa príslušných vnútroštátnych pravidiel. Vzhľadom na to, že existujú i ďalšie riziká, ktoré sa môžu líšiť v jednotlivých štátoch, smernica dáva možnosť zapracovať do výpočtov aj ďalšie pravidlá, ktoré nie sú jej súčasťou.
- Metódy a prax dohľadu sa v jednotlivých členských štátoch líšia a Smernica dáva členským štátom určitú voľnosť najmä pokiaľ ide o presné pravidlá investovania.
- Smernica vychádza tiež z toho, že fondy sú investori s malými rizikami likvidity a nie je nevyhnutné obmedzovať ich pri investovaní na rizikových kapitálových trhoch, mali by tiež využívať výhody medzinárodnej diverzifikácie, investovať viac do akcií a iných mien v súlade s pravidlami obozretnosti.
- V prípade, že fond pôsobí cezhranične, môžu príslušné orgány hostiteľského štátu žiadať, aby fond uplatnil limity na investovanie napr. do akcií na neregulovaných trhoch, resp. i pri investovaní do iných mien, ale iba za predpokladu, že sa tieto limity vzťahujú i na domáce subjekty.

Pravidlá obozretného investovania

Možno konštatovať, že niektoré pravidlá majú všeobecný charakter a bude úlohou príslušných národných inštitúcií a orgánov dohľadu prispôbiť ich aj národným podmienkam. Iné zasa konkrétne vymedzujú podmienky a limity pre investovanie. Aké sú pravidlá investovania?



1. V súlade s pravidlom „obozretného človeka“ musia byť aktíva investované v najlepšom záujme členov fondu so zreteľom na bezpečnosť, kvalitu, likviditu a rentabilitu portfólia. Aktíva sa investujú prevažne na regulovaných trhoch, ostatné len v súlade s pravidlami obozretného podnikania. Pravidlá umožňujú investovať i do derivátových nástrojov, ale pod podmienkou, že prispievajú k zníženiu investičných rizík alebo uľahčujú efektívne riadenia portfólia. Ich ocenenie sa však musia riadiť pravidlami obozretnosti. Hlavnou myšlienkou investovania je vylúčiť nadmerné riziko čo najväčšou diverzifikáciou, t. j. nesústredovať pozornosť len na niektoré aktíva. Z toho vyplýva aj požiadavka, že aktíva sponzorujúceho subjektu – zamestnávateľa nemôžu presiahnuť vo fonde 5 % podiel na portfóliu. V prípade, že takýto subjekt je súčasťou veľkých celkov napr. konsolidovaných celkov (Smernica hovorí o veľkých skupinách), potom investícia v portfóliu za celú skupinu nesmie presiahnuť 10 %. Táto podmienka sa nemusí viazať na štátne dlhopisy.

2. Členský štát na území ktorého vznikol fond môže zakázať fondu poskytovanie úverov a pôžičiek, resp. vystupovať ako ručiteľ v mene tretích strán. Na druhej strane však členské štáty môžu povoliť niektoré pôžičky na účely likvidity.

3. Členské štáty nebudú vyžadovať, aby inštitúcie, ktoré sa nachádzajú na ich území, investovali do určitých kategórií aktív.

4. Členské štáty môžu pre inštitúcie, ktoré sa nachádzajú na ich území stanoviť podrobnejšie pravidlá vrátane kvantitatívnych obmedzení za predpokladu, že sú odôvodnené obozretnosťou.

5. V súlade so Smernicou je tiež možné:

a) investovať do výšky 70 % aktív pokrývajúcich poistné rezervy alebo celého portfólia pre systémy, v ktorých členovia nesú investičné riziká v akciách, obchodovateľných cenných papieroch (akciami, firemnými dlhopismi) na regulovaných trhoch. Rozhodnutie o váhe týchto nástrojov v danom portfóliu je v právomoci daného subjektu v súlade s pravidlami obozretného investovania. Členské štáty môžu uplatniť i nižšiu hranicu u tých fondov, ktorých dôchodkové produkty sú viazané so zárukou dlhodobej úrokovej miery,

b) investovať do výšky 30 % aktív, ktoré pokrývajú poistné rezervy v aktívach denominovaných v iných menách než sú tie, v ktorých sú vyjadrené záväzky,

c) investovať na rizikových kapitálových trhoch.

6. Členské štáty majú ale možnosť vyžadovať od inštitúcií pôsobiacich na ich území prísnejšie investičné pravidlá za predpokladu, že si to vyžaduje obozretnosť. Vzťahuje sa to však len na časť tých aktív fondu, ktoré sú viazané na príslušný štát.

7. Pre inštitúcie, ktoré pôsobia už na území viacerých štátov, môžu hostiteľský členský štát vyžadovať prísnejšie pravidlá, ale v súlade s pravidlami, ktoré sú v danom štáte pre domáce subjekty.

a) Inštitúcia môže investovať najviac 30 % aktív do akcií a dlhových cenných papierov obchodovateľných na neregulovaných trhoch (mimoburzových trhoch), alebo 70 % aktív do akcií a dlhových cenných papieroch obchodovateľných na regulovaných trhoch (na burze).

b) Maximálna 5 % hranica sa vzťahuje na akcie, dlhopisy a ostatné cenné papiere peňažného a kapitálového trhu jedného emitenta, najviac 10 % môže dosiahnuť investícia do skupiny, v rámci ktorej sa nachádza emitent.

c) Najviac 30 % môže sa investovať do aktív denominovaných v iných menách, než sú meny, v ktorých sú vyjadrené záväzky.

Návrh novej Smernice vytvoril priestor pre fungovanie dôchodkových (penzijné) fondy, aby vyvíjali svoje aktivity slobodne v rámci celej Eurozóny a teda po našom vstupe i na území SR. Z toho vyplýva možnosť aj toho, že veľké fondy môžu zriaďovať svoje pobočky v zahraničí (nevyvíjajúc SR) a naopak prispievatelia do domácich fondov môžu v budúcnosti presúvať svoje prostriedky medzi fondmi v rámci EÚ. Profitovať by v konečnom dôsledku mala i reálna ekonomika, pretože fondy by mali zabezpečiť vyšší prísun kapitálu a jeho efektívnu alokáciu.

Sprístupnením európskeho trhu by sa malo pre penzijné fondy odraziť v lepšej diverzifikácii portfólií a vyšších výnosoch. Vyššie výnosy sú pre ďalší osud penzijných reforiem podstatné. Pri priemernom čistom raste investície 2 % ročne (napr. vládne dlhopisy) by si musel prispievateľ do fondu odkladať ročne 20 % mzdy, aby mal dôchodok porovnateľný so mzdou, kým pri výnose 6 % stačí odkladať 5 % zo mzdy. Takýto efekt sa dá dosiahnuť len pri investiciách do akcií. Napriek tomu, že členským štátom zo Smernice vyplýva ešte možnosť kvantitatívnych odmedzení, je logické že vývoj postupne bude smerovať k vyššej liberalizácii tohto systému v rámci EÚ.

Bude sa zvyšovať hlavne podiel akcií na investiciách a investícií v zahraničí. Smernica pripúšťa možnosť investovať až 70 % prostriedkov do akcií a 30 % do zahraničných cenných papierov. Kvalita a vysoká profesionalita manažérov fondu by mala zabezpečiť, že budú vytvárať diverzifikované portfólia tak, aby sa v čo najväčšej miere eliminovalo riziko. Pravidlá obozretného podnikania, ktoré sa dnes vzťahujú na bankový sektor, obchodníkov s cennými papiermi sa stanú základom podnikania aj pre efektívne fungovanie dôchodkových (penzijných) fondov v Európe.

Z tohto aspektu bude nevyhnutné zvýšiť aj funkčnosť a účinnosť národných orgánov dohľadu, čo sa odzrkadľuje aj v v direktíve EÚ 2003/41/EC, ktorá okrem investičných možností sa zaoberá aj problémom dohľadu nad uvedenými inštitúciami. Naznačovaný vývoj teda aj v rámci EÚ smeruje k vyššiemu stupňu liberalizácie. Je však dnes otáznne, či v budúcnosti nebude potrebné, podobne ako je to v USA, budovať aj systém zaistenia, pretože hazardovať s touto formou investovania je v súčasnosti veľmi povážlivé.



DVOJITÉ ZDANENIE PRIAMymi DAŇAMI A JEHO ELIMINÁCIA PO DAŇOVEJ REFORME 2004

Ing. Rastislav Dopiriak

Dane sú v každej krajine jedným z najdôležitejších zdrojov príjmov štátneho rozpočtu a tým aj rozhodujúcim zdrojom krytia výdavkov na financovanie vedy, školstva, zdravotníctva, kultúry, sociálnej sféry a pod. Suverénnym právom každého štátu je stanoviť podmienky výberu daní od daňových subjektov, t. j. fyzických a právnických osôb na svojom území bez akéhokoľvek obmedzenia, čiže bez ohľadu na daňové systémy iných štátov.

Táto skutočnosť môže v praxi viesť k medzinárodným sporom pri určení daňovoprávneho vzťahu zdaňovaného subjektu k príslušnému štátu, čoho najčastejším dôsledkom je dvojité zdanenie.

Pravidlá daňových systémov jednotlivých štátov sú výsledkom ich spoločenského, hospodárskeho a právneho poriadku, hospodárskeho rozvoja, historického vývoja a tradícií. Preto sa daňové systémy vzájomne líšia v štruktúre daní, daňovom konaní a v dôsledkoch nesplnenia daňovej povinnosti, v určení príjmov, ktoré podliehajú zdaneniu, stanovení základu dane a pod. Rozdielnosť daňových systémov jednotlivých štátov je prirodzená, vyžaduje si však riešiť daňové vzťahy medzi nimi na medzinárodnej úrovni. Daňový systém môže byť smerom dovnútra štátu akokoľvek precízny a prepracovaný, ak však nemá zabezpečené medzinárodné prepojenie, v súčasnosti sa mu vzhľadom na vysokú medzinárodnú integráciu nemusí podariť zabezpečiť dostatočné zdroje pre štátny rozpočet.

Existuje všeobecná zhoda na úrovni teórie i v praxi, že „medzinárodné dvojité zdanenie má škodlivý dopad na výmenu tovarov a služieb, ako aj na voľný pohyb kapitálu, technológií a osôb“ a „je potrebné prizvukovať dôležitosť odstraňovania prekážok, ktoré medzinárodné dvojité zdanenie predstavuje pre rozvoj ekonomických vzťahov medzi krajinami.“

Definovaniu dvojitého zdanenia, príp. medzinárodného dvojitého zdanenia sa na teoretickej úrovni venuje množstvo autorov. Často je definované ako „uvalenie porovnateľných daní v dvoch alebo viacerých štátoch na toho istého platiteľa, pokiaľ ide o identický príjem v identických zdaňovacích obdobiach.“ Ani táto definícia však nie je dôsledná. Dvojité zdanenie (double taxation) je potrebné chápať širšie. Pri jeho definovaní musíme rozlíšiť viaceré formy dvojitého zdanenia, a to právne dvojité zdanenie a ekonomické dvojité zdanenie.

Právne dvojité zdanenie

K právnemu dvojitému zdaneniu dochádza vtedy, ak sa jeden a ten istý príjem zdaní u toho istého daňovníka viackrát tou istou alebo obdobnou daňou.

Právne dvojité zdanenie sa môže vyskytnúť na vnútroštátnej i medzinárodnej úrovni. Vnútroštátne právne dvojité zdanenie môže nastať v prípade viacstupňového zdaňovania príjmu v krajinách, ktoré ho uplatňujú. Príkladom môže byť príjem zdanený raz na federálnej a raz na štátnej úrovni tou istou (obdobnou) daňou, prípadne zdanenie príjmu daňou stanovenou výlučne na tento druh príjmu a navyše aj daňou postihujúcou celkové príjmy alebo majetok toho istého daňovníka. Právne dvojité zdanenie je však na vnútroštátnej úrovni veľmi neobvyklé a v prípade, že dochádza k takémuto stavu, svedčí to o zlej konštrukcii daňového systému.

Právne dvojité zdanenie sa bežne chápe ako medzinárodné dvojité zdanenie, čo znamená, že ten istý príjem je zdanený raz v štáte zdroja príjmu a následne v štáte rezidencie príjemcu.

Príklad:

Aktivity spoločnosti A v Rakúsku, ktorá je rezidentom Slovenska, ustanovujú stálu prevádzkareň v rámci daňových zákonov Rakúska. Výsledkom je, že zisky stálej prevádzkarne sú zdanené v Rakúsku a celosvetové zisky spoločnosti A sú zdaňované na Slovensku. V prípade neexistencie dohody o zamedzení dvojitého zdanenia medzi krajinami dochádza k dvojitému zdaneniu spoločnosti A na medzinárodnej úrovni.



Ekonomické dvojité zdanenie

Ide o dvojité zdanenie, pri ktorom dvaja alebo viacerí rozdielni daňovníci sú zdanení viackrát vo vzťahu k tomu istému príjmu alebo kapitálu. Ekonomické dvojité zdanenie sa môže vyskytnúť na domácej i medzinárodnej úrovni.

Príkladom vnútroštátneho ekonomického dvojitého zdanenia je zdanenie zisku podniku a potom ešte raz dividend vyplácaných vlastníkom podielov z tohto už raz zdaneného zisku. Vnútroštátne dvojité zdanenie je dôsledkom zvoleného daňového systému, v rámci ktorého sa potom využívajú rôzne postupy a nástroje na jeho elimináciu.

Medzinárodné ekonomické dvojité zdanenie si priblížime na nasledujúcom príklade. Spoločnosť A v štáte A a spoločnosť B v štáte B sú členmi rovnakého nadnárodného podniku. Spoločnosť A predáva tovar spoločnosti B za cenu 100 j. Cena na trhu je 150 j. Daňový úrad v krajine A na základe legálnych ustanovení o kontrole transferového oceňovania upraví zisk spoločnosti A o + 50 j. Ekonomické dvojité zdanenie nastáva vtedy, ak daňový úrad v štáte B nezredukuje zisk spoločnosti B o – 50 j. Rozdiel transferového ocenenia (50 j) je zdanený dvakrát. Raz v spoločnosti A umelým navýšením na základe uplatnenia mechanizmu na elimináciu transferového ocenenia, a druhýkrát ako súčasť obchodnej marže spoločnosti B.

V súvislosti s vnútroštátnym a medzinárodným dvojitým zdanením príjmov treba poznamenať, že v oboch prípadoch, ak tieto príjmy posudzujeme z pohľadu príjemcu, ide o dvojnásobné alebo viacnásobné zdanenie tej istej osoby alebo tých istých príjmov.

Eliminácia dvojitého zdanenia

Medzinárodné dvojité zdanenie predstavuje neúmerne daňové zaťaženie a je brzdou hospodárskych stykov, pohybu kapitálu, osôb, tovaru a pod. Nepriaznivo pôsobí na rozvoj hospodárskych a kultúrnych vzťahov, preto sa každý štát snaží odstrániť jeho negatívne vplyvy. Na zamedzenie dvojitého zdanenia štáty využívajú jednostranné vnútroštátne opatrenia a medzinárodné viacstranné opatrenia prostredníctvom uzatvárania zmlúv o zamedzení dvojitého zdanenia.

Metódy na zamedzenie medzinárodného dvojitého zdanenia

Kolízie daňových systémov je potrebné riešiť v dvoch smeroch. Jednak treba prispôsobiť vnútroštátne daňové predpisy zakomponovaním metód

zamedzujúcich dvojité zdanenie do legislatívy štátu rezidenta a tiež je nutné uzatvoriť zmluvy o zamedzení dvojitého zdanenia na medzištátnej úrovni.

V medzinárodných zmluvách, ktorými je Slovensko viazané, sa objavujú dve metódy eliminácie dvojitého zdanenia, a to metóda jednoduchého zápočtu (ordinary credit) a metóda vyňatia s progresiou (exemption with progression). Zásadný rozdiel medzi nimi spočíva v tom, že metóda vyňatia sa uplatňuje na príjem, kým metóda zápočtu sa aplikuje na daň. Iné daňové systémy ešte využívajú možnosti započítania dane do nákladov.

V zahraničí daňový subjekt dosahuje príjmy v cudzej mene, ktoré treba pred aplikáciou metódy vždy prepočítať na domácu menu. Daňová reforma, ktorá v roku 2004 zaviedla výlučne proporcionálnu daňovú sadzbu, tzv. rovnú daň, zmenila aj reálne dopady metód na zamedzenie dvojitého zdanenia.

Keďže niektoré odvodené metódy využívajú výlučne progresiu daňovej sadzby a pri proporcionálnej sadzbe strácajú význam, pre objektivnosť si ukážeme výsledok metódy jednak pri proporcionálnej daňovej sadzbe (19 %), ako aj pri progresívnej daňovej sadzbe platnej v roku 2003 v SR.

Metódy vyňatia

Podstatou týchto metód je, že v štáte rezidenta sa jeho príjem dosiahnutý v zahraničí vyjme, resp. vôbec nezahrnie do daňového základu. Táto metóda má dve odvodené formy, a to úplné vyňatie a vyňatie s výhradou progresie.

Úplné vyňatie

Pri tejto metóde sa z celkového daňového základu vyjme príjem dosiahnutý v zahraničí. Týmto spôsobom sa štát rezidencie vzdáva zdanenia zahraničného príjmu v plnom rozsahu. Metóda úplného vyňatia príjmov zo zahraničia je totožná s oslobodením príjmov od dane z príjmov v štáte rezidenta. Termín oslobodenie, ako aj využitie metódy úplného vyňatia sú súčasťou niektorých starších zmlúv o zamedzení dvojitého zdanenia. V novších zmluvách je táto metóda nahradená metódou vyňatia s výhradou progresie.

Príklad:

Slovenský daňový rezident – fyzická osoba dosiahol v zahraničí príjmy vo výške 500 000 Sk, kde z nich zaplatil daň 110 000 Sk. Na Slovensku dosiahol príjem 200 000 Sk. Pri výpočtoch abstrahujeme od všetkých odpočítateľných a pripočítateľných položiek k základu dane, ako aj iných využívaných doplnkových prvkov daňovej techniky.



Riešenie – proporcionálna daňová sadzba v tuzemsku:

1.	Súčet čiastkových daňových základov	700 000 Sk
2.	Základ dane po úplnom vyňatí príjmov zo zahraničia (t. j. len tuzemské príjmy)	200 000 Sk
3.	Daňová povinnosť na Slovensku $200\,000 \times 19\%$	38 000 Sk
4.	Celková daňová povinnosť (tuzemsko + zahraničia, t. j. daňové zaťaženie podnikateľa spolu, pričom daňové zaťaženie v zahraničí je 22 % a na Slovensku 19 %)	148 000 Sk
5.	Percento daňového zaťaženia celosvetových príjmov (celková daň / celkový príjem)	21,14 %

Riešenie – progresívna daňová sadzba:

1.	Súčet čiastkových daňových základov	700 000 Sk
2.	Základ dane po úplnom vyňatí príjmov zo zahraničia (t. j. len tuzemské príjmy)	200 000 Sk
3.	Daňová povinnosť na Slovensku $27\,000 + 28\% \text{ z } 20\,000$ (progresívna daňová sadzba podľa daňovej legislatívy SR v r. 2003)	32 600 Sk
4.	Celková daňová povinnosť (tuzemsko + zahraničia, t. j. daňové zaťaženie podnikateľa spolu)	142 600 Sk
5.	Percento daňového zaťaženia (celková daň / celkový príjem)	20,37 %

Vyňatie s výhradou progresie

Ide o najčastejšie využívanú odvodenú formu vyňatia. Pri tejto metóde sa síce príjem dosiahnutý v zahraničí nezdaní, ale poslúži na úpravu daňovej sadzby pre zdanenie ostatných príjmov tým, že využíva dopad progresívnej daňovej sadzby.

Na tento účel sa príjem zo zahraničia sčíta s ostatnými príjmami, na základe čoho sa určí konkrétne daňové pásmo (prípadne daňová sadzba), v ktorom sa zdaní príjem z domácich zdrojov.

Táto metóda má význam len pri progresívnej daňovej sadzbe, pri ktorej sa s výškou daňového základu zvyšuje percento daňového zaťaženia. V prípade proporcionálnej daňovej sadzby je efekt tejto metódy totožný s úplným vyňatím (oslobodením). Pre nasledujúce prepočty sme preto využili progresívnu daňovú sadzbu platnú v SR v roku 2003 v porovnaní s proporcionálnou sadzbou platnou od 1. 1. 2004.

Metóda sa vyskytuje v dvoch formách. Prvou formou je spriemerovanie, ktoré sa bežne využíva v moderných zmluvách o zamedzení dvojitého zdanenia. Menej využívanou formou je metóda vrchnej vrstvy, ktorá sa však v zmluvách uzavretých SR nevyužíva, preto jej nebudeme venovať ďalší priestor.

Vyňatie s progresiou formou priemerovania

Pri priemerovaní sa vypočíta priemerné daňové zaťaženie pripadajúce na súčet všetkých dosiahnutých príjmov v tuzemsku aj v zahraničí a týmto sa zdaní domáce príjmy. Dôsledkom je, že daň z domácich príjmov môže byť vďaka vplyvu príjmov dosiahnutých v zahraničí vyššia.

Príklad:

Použijeme ten istý príklad ako pri úplnom vyňatí. Slovenský daňový rezident – fyzická osoba dosiahol príjmy v zahraničí 500 000 Sk, kde z týchto príjmov zaplatil daň 110 000 Sk. Na Slovensku dosiahol príjem 200 000 Sk. Pri výpočtoch abstrahujeme od všetkých odpočítateľných položiek.

Riešenie – proporcionálna daňová sadzba

1.	Súčet čiastkových daňových základov	700 000 Sk
2.	Základ dane po vyňatí príjmov zo zahraničia (t. j. len tuzemské príjmy)	200 000 Sk
3.	Priemerná daňové zaťaženie pred vyňatím $700\,000 \times 19\% = 133\,000$ t. j. $133\,000 / 700\,000$ (táto sadzba slúži len ako prepočítacia, v prípade proporcionálnej sadzby sa priemerná sadzba rovná nominálnej proporcionálnej sadzbe)	19 %
4.	Daňová povinnosť na Slovensku (po vyňatí zahraničných príjmov) 19 % z 200 000 (t. j. priemerná sadzba vypočítaná pred vyňatím krát tuzemské príjmy, príp. základ dane po vyňatí)	38 000 Sk
5.	Celková daňová povinnosť (tuzemsko + zahraničia)	148 000 Sk
6.	Percento skutočného daňového zaťaženia	21,14 %

Riešenie – progresívna daňová sadzba

1.	Súčet čiastkových daňových základov	700 000 Sk
2.	Základ dane po vyňatí príjmov zo zahraničia (t. j. len tuzemské príjmy)	200 000 Sk
3.	Priemerné daňové zaťaženie pred vyňatím $146\,280 + 38\% \text{ z } 136\,000 = 197\,960$ Sk t. j. $197\,960 / 700\,000$ (táto sadzba slúži len ako prepočítacia)	28,28 %
4.	Daňová povinnosť na Slovensku $28,28\% \text{ z } 200\,000$ (t. j. priemerná sadzba vypočítaná pred vyňatím krát tuzemské príjmy, príp. základ dane po vyňatí)	56 560 Sk
5.	Celková daňová povinnosť (tuzemsko + zahraničia)	166 560 Sk
6.	Percento skutočného daňového zaťaženia	23,79 %

Z prepočtu vidieť, ako prostredníctvom započítania príjmov zo zahraničia na účely zvýšenia progresie



narástlo percento daňového zaťaženia z 20,37 % pri úplnom vyňatí na 23,79 % pri vyňatí s výhradou progresie formou priemerovania. Pri aplikácii tejto metódy v prípade proporcionálnej daňovej sadzby (tzv. rovnej dane) nie je žiadny rozdiel medzi metódou vyňatia s výhradou progresie spriemerovaním a úplným vyňatím, keďže priemerná daňová sadzba a nominálna proporcionálna daňová sadzba sú rovnaké.

Možno preto skonštatovať, že zrušenie progresívneho zdaňovania príjmov výrazne zvyhodňuje a zjednodušuje procesy priameho zahraničného podnikania daňových rezidentov SR v zahraničí. Štát však stráca výhody spojenia metód vyňatia a progresívnej daňovej sadzby a tým aj možnosť „dodania“ zahraničných príjmov slovenských rezidentov.

Metódy zápočtu

Pri metóde zápočtu sa do daňového základu zahrnú príjmy z tuzemska aj zo zahraničia. Zo základu dane sa vypočíta daň rovnako ako z čisto tuzemských príjmov a od nej sa odpočíta daň zaplatená v zahraničí. V porovnaní s metódou vyňatia, kde sa zo súhrnu celosvetových príjmov vyjme celý zahraničný príjem bez ohľadu na to, či z neho bola daň v zahraničí zaplatená alebo nie, pri metóde zápočtu sa do základu dane zahrnie zahraničný príjem v brutto výške, teda vrátane prípadnej dane zaplatenej v zahraničí. To platí aj pre prípady, keď bol príjem zdanený zrážkovou daňou a v účtovníctve je zachytený v netto podobe. Takýto príjem sa musí upraviť (zvýšiť) na stav pred zdanením.

Aj metóda zápočtu má dve základné formy, a to úplný zápočet a novšiu, modifikovanú formu – jednoduchý zápočet.

Prax uplatňovaná v medzinárodných zmluvách však priniesla aj odvodenú formu jednoduchého zápočtu, ktorý sme nazvali jednoduchý zápočet s možnosťou započítania fiktívnej (nezaplatenej) dane.

Úplný zápočet

V praxi zriedkavo využívanou metódou je metóda úplného zápočtu. Podľa tejto metódy sa od vypočítanej dane z celkových príjmov odpočíta celá čiastka dane zaplatenej v zahraničí a to bez ohľadu na výšku sadzby dane v zahraničí. Slabou stránkou tejto metódy je zraniteľnosť rozpočtu štátu rezidenta, pretože pri vysokom daňovom zaťažení zahraničného príjmu musí daňovníkovi vrátiť daň presahujúcu priemerné zdanenie v štáte rezidenta. Pri tejto metóde má daňovník zaručené zdanenie na rovnakej úrovni, ako keby jeho príjmy pochádzali z domácej krajiny, je teda zdanený priemerne ako ktorýkoľvek domáci daňovník.

Príklad:

Riešenie – proporcionálna daňová sadzba

1.	Súčet čiastkových daňových základov	700 000 Sk
2.	Predbežná daňová povinnosť na Slovensku (z celosvetových príjmov)	
	700 000 Sk x 19 %	133 000 Sk
3.	Zápočet zaplatenej dane	110 000 Sk
4.	Konečná daňová povinnosť na Slovensku	23 000 Sk
5.	Celková daňová povinnosť	133 000 Sk
6.	Percento daňového zaťaženia	19 %

Riešenie – progresívna daňová sadzba

1.	Súčet čiastkových daňových základov	700 000 Sk
2.	Predbežná daňová povinnosť na Slovensku 146 280 + 38 % zo 136 000	197 960 Sk
3.	Zápočet zaplatenej dane	110 000 Sk
4.	Konečná daňová povinnosť na Slovensku	87 960 Sk
5.	Celková daňová povinnosť	197 960 Sk
6.	Percento daňového zaťaženia	28,28 %

Jednoduchý zápočet

Metóda jednoduchého zápočtu rieši problém nerovnakých daňových sadzieb v zmluvných štátoch. Využitím tejto metódy sa vyhneme tomu, aby štát rezidencie doplácaval na vyššie zdanenie v štáte zdroja príjmu.

Táto metóda je založená na započítaní dane zaplatenej v zahraničí, avšak len do výšky, ktorá by pomerne pripadala na zahraničný príjem v tuzemsku. V praxi sa jednoduchý zápočet realizuje dvoma spôsobmi:

1. Podielový spôsob: sčíta sa príjem z tuzemska a zahraničia (na ktorý sa aplikuje metóda zápočtu) a z tohto daňového základu sa vypočíta daň pred zápočtom. Potom sa vypočíta pomer, ktorým sa na celkovom základe dane podieľajú príjmy, z ktorých sa daň započítava. Týmto pomerom sa rozdelí aj daň pred zápočtom na časť dane z tuzemských príjmov a časť maximálne započítateľnej dane. Skutočne sa môže započítať len daň zaplatená v zahraničí do výšky tejto maximálne započítateľnej dane.

To znamená, že ak zahraničný príjem predstavuje 40 % z daňového základu, maximálne možná výška započítateľnej dane bude 40 % z dane vypočítanej z celého daňového základu, ale len v prípade, že daň zaplatená v zahraničí nie je nižšia. V prípade, že je nižšia, na zápočet sa uzná len daň skutočne zaplatená v zahraničí.

2. Ten istý výsledok sa dosiahne vypočítaním priemernej sadzby (percenta dane na účely zápočtu) a následným vypočítaním maximálnej hranice započí-



tateľnej dane ako násobku zahraničného príjmu a vypočítanej priemernej sadzby. Započítame skutočne zaplatenú daň v zahraničí, ale len do výšky vypočítanej maximálne započítateľnej dane.

Mechanizmus daňového priznania v SR pre daň z príjmov fyzických osôb doposiaľ využíva druhý spôsob výpočtu, t. j. výpočet pomocou priemernej sadzby. V iných krajinách sa však často stretávame s podielovým spôsobom výpočtu započítateľnej dane.

Príklad:

Riešenie – proporcionálna daňová sadzba

1.	Súčet čiastkových daňových základov (z toho 500 000 Sk príjem zo zahraničia – apl. metóda zápočtu, 200 000 Sk tuzemský príjem)	700 000 Sk
2.	Daň zaplatená v zahraničí	110 000 Sk
3.	Predbežná daňová povinnosť na Slovensku (daň vypočítaná z celosvetových príjmov) 700 000 Sk x 19 %	133 000 Sk
4.	Podiel zahraničných príjmov na príjmoch spolu (500 000 / 700 000)	71,43 %
5.	Maximálne možný zápočet 133 000 Sk x 71,43 %	95 001,90
6.	Daň uznaná na zápočet	95 001,90 Sk
7.	Konečná daňová povinnosť na Slovensku	37 998,10 Sk
8.	Celková daňová povinnosť (z celosvetových príjmov)	147 998,10 Sk
9.	Percento daňového zaťaženia	21,14 %

Riešenie – progresívna daňová sadzba

1.	Súčet čiastkových daňových základov	700 000 Sk
2.	Daň zaplatená v zahraničí	110 000 Sk
3.	Predbežná daňová povinnosť na Slovensku (daň vypočítaná z celosvetových príjmov) 146 280 + 38 % zo 136 000	197 960 Sk
4.	Podiel zahraničných príjmov na príjmoch spolu (500 000 / 700 000)	71,43 %
5.	Maximálne možný zápočet 197 960 Sk x 71,43 %	141 402,80
6.	Daň uznaná na zápočet	110 000 Sk
7.	Konečná daňová povinnosť na Slovensku	87 960 Sk
8.	Celková daňová povinnosť	197 960 Sk
9.	Percento daňového zaťaženia	28,28 %

V prípade proporcionálnej daňovej sadzby 19 % je nižšie priemerné zdanenie v tuzemsku ako v zahraničí (22 %). Preto je maximálny zápočet nižší ako daň zaplatená v zahraničí. Rozdiel medzi daňou zaplatenou v zahraničí a daňou uznanou na zápočet v štáte rezidencie nazývame nadmerným daňovým bremenom z medzinárodného obchodu.

Daň zaplatená v zahraničí – Daň uznaná na zápočet = Nadmerné daňové bremeno z medzinárodného obchodu

Ak použijeme progresívnu daňovú sadzbu, je zdanenie v tuzemsku vyššie ako v zahraničí. Vypočítaná pomerná časť dane, ktorú možno maximálne započítať je vyššia (141 402,80 Sk) ako daň zaplatená v zahraničí (110 000 Sk). To v zásade znamená dodanie zahraničného príjmu v tuzemsku (vo výške 31 400 Sk – rozdiel medzi maximálne započítateľnou daňou a daňou skutočne zaplatenou v zahraničí). V takejto forme je táto metóda najvýhodnejšia pre daňovníka, hoci v uvedenom príklade je priemerné daňové zaťaženie rovnaké ako v prípade úplného zápočtu (pri progresívnej daňovej sadzbe). Táto metóda je výhodná výlučne pre štátny rozpočet a jej nepriaznivý vplyv na daňovníka je minimalizovaný v prípadoch rovnakých podmienok zdanenia (hlavne odpočítateľných položiek a daňových sadzieb) v oboch štátoch.

Záver

Na záver treba skonštatovať, že daňová reforma v roku 2004 priniesla významné zvýhodnenia nielen pre zahraničné investície na Slovensku, ale aj pre priame podnikateľské aktivity slovenských firiem v zahraničí.

Prínos je hlavne u fyzických osôb, ktoré boli pred daňovou reformou zdaňované progresívne a ich zahraničné príjmy boli vďaka vyššej hladine zdanenia na Slovensku dodaňované. Zavedenie proporcionálneho zdaňovania príjmov eliminuje negatívny dopad metódy vyňatia s výhradou progresie a nízka sadzba dane vylučuje dodanie príjmov zo zahraničia pri metóde jednoduchého zápočtu tak u fyzických, ako aj u právnických osôb. Prijaté opatrenia uľahčia priame podnikanie slovenských daňových rezidentov v krajinách, s ktorými má SR podpísanú zmluvu o zamedzení dvojitého zdanenia.

Súčasťou daňovej reformy je však aj výrazné znevýhodnenie priameho podnikania slovenských rezidentov v krajinách, s ktorými nemá Slovenská republika uzatvorenú zmluvu o zamedzení dvojitého zdanenia.

Príjmy z takéhoto podnikania budú zahrňované do základu dane slovenského rezidenta bez možnosti využitia metód na zamedzenie dvojitého zdanenia, čo fakticky znamená ich plné dvojité zdanenie. Tento prístup je však štandardom v krajinách OECD, ktoré aj takýmto spôsobom chránia svoje ekonomiky pred únikom zdaniteľných základov do tretích krajín, ktoré mnohokrát môžeme zaradiť medzi daňové raje s nekalou daňovou konkurenciou.

KAREL ENGLIŠ

prof. Ing. Tibor Paulík, CSc.

Karel Engliš patrí medzi najvýraznejšie osobnosti českého ekonomického myslenia medzivojnového obdobia. Napriek tomu, že ho ako ekonomického teoretika ovplyvnila rakúska škola a dosť výrazne aj neoklasicistická škola, nemožno ho považovať len za českého predstaviteľa týchto škôl. Uplatnením noetických foriem poznania, najmä teleológie, sa Engliš veľmi výrazne odlišil od hlavného prúdu ekonomického myslenia a predstavil sa ako svojrázny ekonomický mysliteľ. K dovedy známym noetickým formám poznania, dvoch foriem poznania, a to, aký je svet a aký má byť, pridal tretiu formu, a to svet, aký je žiaduci. Tieto noetické východiská potom podrobne rozpracoval pre národohospodársku vedu a ako spôsob poznávania skutočností rozlišoval formu ontologickú, teleologickú a normologickú. Po noetickom ujasnení foriem poznania sa Engliš podrobne zaoberal uplatnením teleologickej formy poznania v národohospodárskej vede. A práve aplikáciou teleologickej formy poznávania hospodárstva, respektíve uplatnením teleológie v národohospodárskej vede, vzniká jeho jedinečná teleologická národohospodárska teória.



V súlade s noetickými východiskami sa Englišova národohospodárska teória zakladá na myšlienke, že poznávanie a chápanie ekonomických javov je vedec-ky uspokojivé len vtedy, keď v správaní všetkých subjektov sleduje predovšetkým účelovosť, zámernosť, voľbu cieľov a prostriedkov a z tohto hľadiska racionálnosť rozhodovania a postupov. To platí, či ide o rozhodovanie firiem, domácností, bánk, štátu a vôbec každej hospodárskej organizácie. Engliš, verný svojmu teleologickému prístupu, potom v hospodárstve hľadal najmä poriadok, usporiadanie podľa účelu a prostriedkov, a tým vlastne posunul ťažisko národohospodárskej teórie do skúmania systémov, v ktorých ekonomická aktivita prebieha. Na týchto východiskách Engliš ďalej konštruoval hospodárske vzťahy na všetkých úrovniach.

Engliš mal jedinečnú príležitosť overovať si a presadzovať svoje teoretické názory v praxi, a to ako minister financií vlád prvej republiky alebo vo funkcii guvernéra Národnej banky česko-slovenskej. Svojím teleologickým prístupom sa tak veľmi výrazne zapísal do vývoja českého ekonomického myslenia.

Karel Engliš sa narodil 17. augusta 1880 v Hrabyni pri Opave ako deviate dieťa dedinského mäsiara. Maturoval na gymnáziu v Opave a po maturite študoval na Právnickej fakulte Karlovej univerzity. Bol žiakom a zaujatým poslucháčom vtedajšieho popredného českého národohospodára profesora Albína Bráfa. Práve účasť na vychýrených Bráfových seminároch vzbudila v Englišovi záujem o ekonomickú vedu a priviedla ho k vážnym úvahám o vlastnej vedeckej kariére. K tomuto rozhodnutiu prispel aj krátky študijný pobyt na univerzite v Mníchove, kde navštevoval semináre známeho profesora Brentana. V roku 1904 bol Engliš promován na doktora práv.

Prvé zamestnanie získal v Zemskom štatistickom úrade pre Kráľovstvo české, kde ho jeho vedecké záujmy nasmerovali k hlbším štatistickým analýzám. Pri tejto činnosti zotrval len štyri roky. Keď sa ministrom obchodu rakúskej vlády stal český profesor Fiedler, Engliša povolali do administratívy tohto úradu. A práve tu sa začína Englišova vlastná vedecká činnosť.

Ani pôsobenie vo Viedni však netrvalo dlho. Engliš sa

nepretržite zamýšľal nad svojou vedeckou prácou a príležitosť sa mu naskytla na českej Vysokej škole technickej v Brne. Tu sa v roku 1910 habilitoval u profesora Jana Kolouška prácou Tarifní smlouvy pracovní po stránce národohospodárske a súčasne začal prednášať ako docent národného hospodárstva. Keď sa v roku 1911 uvoľnilo miesto profesora po profesorovi Kolouškovi, Engliš sa stal mimoriadnym profesorom a vlastne začína obdobie jeho veľkého vedeckého pôsobenia v Brne.

V roku 1913 vydal pre svojich poslucháčov prednášky o národnom hospodárstve, ktoré boli pozoruhodné novým Englišovým prístupom k chápaniu hodnoty. V roku 1916 vyšla jeho drobná práca s názvom Sociální politika a potom postupne celý rad prác, v ktorých spracoval výsledky svojho štatistického skúmania. Z týchto prác medzi najpozoruhodnejšie patrí Theorie štatistiky spotřebního hospodářství z roku 1917, neoceniteľný prameň poznania o vtedajšej životnej úrovni a spôsobe života stredných vrstiev.

Prvou národohospodárskou prácou sa stala kniha



Peníze, ktorá vyšla v roku 1918. Objavili sa v nej už nové prvky tvoriaceho sa Englišovho chápania národohospodárskej vedy, predovšetkým súvislosť peňažnej politiky s dôchodkovou politikou. Bolo to v čase, keď v Englišovi začínal dozrievať iný pohľad na poznávanie národohospodárskych javov, než aký prevažoval v dovtedajších národohospodárskych „školách“. Za zmienku stojí, že práve v tejto knihe sa už úplne zreteľne prejavovala podstata rozdielneho prístupu k menovej politike medzi Englišom a Rašínom (Dr. Alois Rašín, 1867 – 1923, minister financií v rokoch 1918 – 1919, 1922 – 1923, tvorca československej meny). V roku 1918 vydáva *Nástin národohospodárskej noetiky*, v ktorej podrobne vysvetľuje podstatu svojho teleologického spôsobu poznávania a v roku 1922 vychádza jeho kniha *Základy hospodárskeho myšlení*, v ktorej tento prístup prepracoval už podrobnejšie.

Po tomto období už nasledujú veľké Englišove diela. Prvým je *Národní hospodářství* z roku 1924 a potom v roku 1929 prichádza *Finanční věda, Teleologie jako forma vědeckého poznání* v roku 1930, *Theorie státního hospodářství* v roku 1932, *O řízeném hospodářství* v roku 1935.

Vrcholným Englišovým dielom je dvojzväzková *Sousta-va národního hospodářství – Věda o pořádku, v kterém jednotlivci a národové pečují o udržení a zlepšení života* (Melantrich Praha 1938, 1. zväzok 892 strán, 2. zväzok 725 strán). Tu sa Englišov pohľad už polarizuje na hospodársky systém, ktorý môže mať taký charakter, že každý sa stará sám o seba, je subjektom starostlivosti o seba, alebo je subjektom starostlivosti niekto iný, štátna moc. Na každú z týchto alternatív nadväzuje určitý hospodársky poriadok, určitá hospodárska sústava. Na týchto princípoch potom Engliš formuluje princípy hospodárskeho individualizmu, ktorý označuje ako kapitalizmus a princípy hospodárskeho solidarizmu, ktorý označuje ako komunizmus. Svoju konštrukciu hospodárskych sústav však považoval za určitú abstrakciu, za modely, s ktorými sa v čistej podobe „nikdy nestretáme“. Pozna-

Vedecký odkaz

Dôsledný teleologický pohľad umožnil Englišovi poznať a analyzovať zákonitosti trhovej ekonomiky, súvislosti štyroch trhov, trhu majetkov, kapitálu (peňazí), práce a devíz a ich prepojenie s cenovým mechanizmom, analyzovať princípy rovnovážneho fungovania trhovej ekonomiky a na tomto základe podstatu a metódy štátnej hospodárskej politiky.

Nešiel teda cestou hľadania nadväznosti alebo konfrontácie svojej ekonomickej teórie s novými prúdmi vo svetovom ekonomickom myslení, ktoré reprezentovali také výrazné osobnosti akými boli Irving Fisher, Gustav

menáva však, že každá hospodárska sústava sa skladá z viacerých prvkov, ale jej zloženie musí byť konzistentné, a preto začlenenie cudzorodého prvku, t. j. prvku nekonzistentného, by na sústavy pôsobilo rozkladne.

V roku 1940 vychádza *Národní hospodářství*, ktoré znovu, v rozšírenej forme vychádza ešte v roku 1946. V roku 1946 vychádza aj Englišova kniha *Hospodářské soustavy a následně* v roku 1947 *Malá logika* (malá iba v názve, rozsah je 512 strán). Ekonomický ústav ČSAV vydáva v roku 1991 *Vybrané statě* a v roku 1992 vychádza posledná Englišova kniha *Věčné ideály lidstva*. V roku 1994 ešte vychádza výber hlavných statí z jeho ekonomickej teórie pod názvom *Národní hospodářství: Vybrané kapitoly*. Engliš publikoval množstvo časopiseckých článkov a menších samostatných prác, do roku 1947 spolu 21.

V roku 1939 bol Engliš vymenovaný za profesora národného hospodárstva na Právnickej fakulte Karlovej univerzity v Prahe. Počas vojny sa Engliš intenzívne zaoberal rozpracovaním svojej teleologickej formy poznania. Výsledkom bol rukopis *Velká logika* v roku 1947, ale už hotová sadzba tohto diela bola v roku 1948 zničená.

Obdobie po roku 1945 malo znamenať kulmináciu Englišovej vedeckej, ako aj univerzitnej činnosti. V roku 1947 bol slávnostne promován ako čestný doktor Masarykovej univerzity v Brne a v tom istom roku v novembri bol jednomyselne zvolený za rektora Karlovej univerzity. Vo svojom rektorskom úrade zotrval necelé tri mesiace. Február 1948 vytvoril úplne novú situáciu. Pod tlakom udalostí Engliš 26. februára v roku 1948 podáva písomnú rezignáciu na funkciu rektora Karlovej univerzity.

Pomery, ktoré nastali po februári 1948, doľahli na Engliša v celej svojej tvrdosti. V roku 1952 musel opustiť Prahu a potom sa mu podarilo získať povolenie presťahovať sa do rodnej Hrabyně pri Opave. Napriek tomu aj v týchto ťažkých časoch Engliš zostal obdivuhodne pracovitý. Z tohto obdobia jeho života zostalo veľa drobných vedeckých prác, najmä z oblasti noetickej logiky. Posledným uceleným dielom z tohto obdobia boli *Věčné ideály lidstva*. Karel Engliš zomrel 13. júna 1961 v Harbyni.

Cassel, John Maynard Keynes, Josef Schumpeter, Ludwig von Mises alebo Franz von Hayek.

Trh a rovnováha

Za jedine reálne možnú Engliš považoval kapitalistickú hospodársku sústavu, ale považoval ju súčasne za najvýkonnejšiu a za demokratickú. Preto svoju pozornosť zameriaval na výklad zákonitostí trhovo fungujúcej kapitalistickej ekonomiky a jej hospodárskej politiky. Podstatu fungovania tohto systému, národného hospodárstva, označil za výmenné spoločenstvo. Výmenné spoločenstvo vytvárajú individuálne hospodárstva, domácnosti



a firmy, ktoré sa stretávajú a spolupôsobia na trhoch, pričom prostredníctvom trhového mechanizmu vytvárajú rovnovážny stav, v ktorom výroba a spotreba majú tendencie byť v rovnováhe, ktorá je v záujme výrobcov aj spotrebiteľov. Základným prvkom trhu, ktorý by inak nemal zmysel a nebol by ani trhom, je vzájomná súťaž. Engliš v tejto súvislosti hovorí o trhu majetkov a služieb, kde sa tvorí cena majetkov, trhu kapitálu, kde cenou je úroková miera, trhu práce, kde cenou je mzda a trhu devíz, kde cenou je devízový kurz. Zdôrazňuje, že fungovanie týchto trhov je založené na rovnovážnom pôsobení cenového mechanizmu, pretože cena je neoddeliteľná od trhu a prostredníctvom cien sú všetky trhy prepojené. A práve na tomto cenovom prepojení je podľa Engliša založený sklon celého hospodárstva k rovnováhe, ktorá je prirodzeným hospodárskym procesom.

Teória peňazí, emisií peňazí a menového kurzu

Englišov výklad teórie peňazí vychádza z jeho teleologického prístupu a je založený na vzťahu k subjektom. Je to pohľad, pre ktorý je neprijateľná akákoľvek verzia kvantitatívnej teórie peňazí, ktorá pracuje s množstvom peňazí v ekonomike ako s rozhodujúcim prvkom menovej politiky.

Základom jeho teórie peňazí je vzťah peňazí, resp. ich kúpna sila k tvorbe dôchodkov vo firmách. Tým je vlastne určená aj funkcia peňazí.

Takto chápaný dôchodkový pohľad na peniaze sa odrazil aj v Englišovej definícii peňazí a vo výklade funkcie peňazí. Odmietal definície peňazí, ktoré spájali peniaze s určitým tovarom, napr. zlatom. Zastával názor, že takáto definícia urobí z určitej peňažnej sústavy peňažnú teóriu a tvrdil, že peňažných sústav môže byť viacero, ale peňažná teória, pokiaľ má byť správna, môže byť iba jedna.

Jeho teória peňazí, založená na účelovom vzťahu subjektu, rozlišuje dvojaké hľadisko: kvantitatívne a kvalitatívne. Je to pohľad určitého jednotlivého subjektu, ktorý vidí vždy iba určité množstvo peňazí, vidí vždy len peňažnú jednotku. Pre tieto subjekty sú peniaze tovarom, prostriedkom vhodným na realizáciu účelu hospodárstva (zárobkový účel firmiem, spotrebný účel domácností). Ich použiteľnosť môže byť nepriama, t. j. použiteľnosť nie vzhľadom na hmotu, z ktorej sú vyrobené, ale určenú na iné použitie (vstupenka, cestovný lístok atď.), alebo univerzálna, so všeobecnou použiteľnosťou, na získanie všetkých tovarov. Táto Englišova definícia peňazí ako tovaru s univerzálnou použiteľnosťou vlastne pokrýva tradične vymenovávané funkcie peňazí.

Využitie peňazí na zabezpečenie celej hospodárskej aktivity zabezpečuje centrálna menová autorita. Tá sa stará o to, aby peniaze fungovali ako spoľahlivý prostrie-

dok výmeny, aby na ich základe fungoval trh, aby ich kúpna sila bola stabilná.

Z Englišovho pohľadu na peniaze a z jeho peňažnej teórie je zrejmé, že ide o jednoznačne nominalistickú teóriu. Je preto pochopiteľné, že v peňažnej jednotke vždy videl určitú kúpnu silu. Tento svoj pohľad ilustruje myšlienkou, že nikto nemyslí na obsah peňažnej jednotky daný množstvom materiálu, ale výhradne na nepriamu použiteľnosť peňažnej jednotky danú jej kúpnu silou, výmennou hodnotou. Pripomína, že po odpútaní sa od zakotvenia peňazí do určitého konkrétneho tovaru je možné s peňažnou jednotkou pracovať ako s myšlienkovou konštrukciou čerpanou z cenovej hladiny.

Pre Engliša, ako presvedčeného nominalistu, sa spojenie peňazí s ich kúpnu silou stalo zásadnou otázkou. Preto aj vo svojich názoroch týkajúcich sa emisie peňazí zdôrazňuje, že zmyslom peňazí, ktoré predstavujú určitú kúpnu silu, je odobrať za ne určitý ekvivalent z národného produktu. To však tiež znamená, že kúpnu silu môže tvoriť iba zodpovedajúci prínos do národného produktu. Bankový úver sú peniaze, resp. je to kúpna sila, a preto bankový systém musí fungovať tak, aby sa prostredníctvom jeho úverových aktivít dostávalo do obehu len toľko kúpnej sily, koľko vkladatelia zverili bankovému systému. Emisná politika centrálnej banky tento základný peňažný obeh len dopĺňa a reaguje tak na meniacu sa potrebu peňazí. Takéto peniaze iba uľahčujú výmenu a nenahrádzajú ani netvorí kapitál.

Takto chápaná emisia peňazí však vyžaduje jasné vymedzenie emisných úverov, prostredníctvom ktorých do hospodárstva prichádzajú peniaze ako prostriedok výmeny umožňujúci hladký priebeh predajov a nákupov, od emisných úverov, ktorými sa nahrádza tvorba kapitálu. Inak by emisná banka svojim úverom poskytovala kúpnu silu tomu, kto neprispel do národného produktu, tvorila by umelú kúpnu silu, ktorá by pôsobila inflačne.

Preto Engliš jednoznačne trval na tom, aby emisná banka neposkytovala dlhodobý úver, preferoval emisný úver na báze obchodnej zmenky, čo je z hľadiska menovej stability najspolahlivejší úver. Po znižovaní používania zmienek sa priklonil k diskontnej politike, ktorú považoval za reakciu na vývoj na krátkodobom peňažnom trhu.

Engliš teda odmietal názor, že emisná politika sa má stať nástrojom takej hospodárskej politiky, ktorá hodlá využívať emisnú politiku na urýchlenie hospodárskeho rastu a na znižovanie nezamestnanosti, odmietal teda požiadavky presadzujúceho sa keynesovského myslenia urobiť menu nástrojom takto formulovanej hospodárskej politiky. Zastával názor, že takýmto úverom možno podnecovať hospodársku aktivitu, ale potrebný kapitál by sa mal čerpať pri inflačnom raste cien, teda z presunu kúpnej sily od tých, ktorým sa infláciou reálna spotreba znížila na tých, ktorým sa poskytol finančný zdroj. Bol presvedčený, že emisná banka najlepšie podporí hospo-



dársku politiku vtedy, keď bude realizovať politiku stabilnej kúpnej sily peňažnej jednotky, aby zo strany menovej politiky nevznikli poruchy v národnom hospodárstve.

Ujasnenie emisných súvislostí spolu s požiadavkou na stabilitu kúpnej sily peňazí bolo pre Engliša východiskom riešenia problému inflácie a deflácie. Preto v peňažnom hospodárstve, kde sa cena vyjadruje v peniazoch a kde sú peniaze univerzálny prostriedok výmeny, sa inflácia a deflácia prejavujú v množstve peňazí, ale Engliš súčasne poznamenáva, že toto sú už dôsledky. Preto rozlišoval infláciu a defláciu a inflačné a deflačné metódy, čiže opatrenia alebo udalosti vyvolávajúce inflačné a deflačné účinky. Poznamenal však, že inflácia a deflácia sa neprejavujú iba v zmene cenovej hladiny, ale postupne aj v posunoch hrubých výnosov firiem a hladiny dôchodkov. Ide teda o menové poruchy, v ktorých sa celý výrobný a spotrebný proces odohráva vo vyšších alebo nižších cenových hladinách so spätným dopadom na reálnu výrobu a spotrebu. Rozlišoval štyri rozhodujúce inflačné metódy, a to utváranie umelej kúpnej sily v dôsledku emisie úverov, ktoré netvorí výmenný prostriedok, umelé zásahy do cenovej hladiny, ktorými sa táto hladina odkláňa od hladiny vznikajúcej vo voľnej súťaži, zmeny menového kurzu a zmeny v platobnej bilancii, keď v dôsledku jej aktívneho salda prichádzajú do krajiny devízy, ktorými emisná banka zvyšuje svoje rezervy a ich nákupom rozširuje vnútorný obeh peňazí, ktorý pôsobí inflačne.

Základom Englišovho chápania menového kurzu je trhový mechanizmus a cenové prepojenie štyroch trhov, trhu tovarov, práce, peňazí a devíz. Kurz devíz je vlastne cenou devíz a utvára sa na základe ponuky a dopytu, medzi ktorými udržuje rovnováhu. Aj na tomto trhu platí, že ponuka a dopyt sami neurčujú devízový kurz, pretože sa nevyvíjajú nezávisle na úrovni kurzu.

Rozhodujúcou otázkou pre Engliša bol vzťah medzi kurzom a vnútornou a zahraničnou cenovou hladinou. Každý pohyb devízového kurzu mení cudziu cenovú hladinu, pôsobí teda na výhodnosť nákupu tovarov, práce a kapitálu v cudzine a ich predaja do cudziny. V tomto chápaní menový kurz ukazuje výhodnosť alebo nevýhodnosť všetkých zahraničných transakcií.

Rovnováhu na vonkajších trhoch nevytvára kurz tak, že smeruje k vyrovnávaniu cenových hladín, ale prostredníctvom kurzového pohľadu na cenovú hladinu. Z tohto základného vzťahu odvodzoval úvahy o vzťahu medzi kurzom a dovoznými a vývoznými tendenciami, vravieval, že každému kurzu zodpovedá určitá hranica súťaživosti.

V týchto súvislostiach Engliš konštruoval rovnovážny bod súťaživosti, pri ktorom menový kurz nemá tendenciu k fluktuácii, pretože platobná bilancia je v celkovej rovnováhe. Hovorí o rovnovážnej funkcii menového kurzu, pri ktorej sa rovnováha udržuje tým, že pri danej

vnútornej cenovej hladine svojim rastom alebo poklesom posúva bod súťaživosti k rovnovážnemu bodu. Pre Engliša je teda medzi vnútornou cenovou hladinou, devízovým kurzom a svetovou cenovou hladinou určitý funkčný vzťah determinovaný platobnou bilanciou. Pri danej svetovej cenovej hladine musí byť pomer medzi vnútornými cenami a menovým kurzom taký, aby bod súťaživosti bol v rovnováhe. Buď sa musí postupne prispôbovať kurz cenovej hladine, alebo cenová hladina kurzu. Pripúšťa však, že krajina môže do istej miery ovplyvňovať svoj devízový kurz a môže teda ovplyvňovať svoju hranicu súťaživosti. Pripomína však, že kurzovou politikou nemožno ľubovoľne určovať hranicu svojej súťaživosti, pretože keby prekročila určité medze, nevyhnutne by začal nastávať inflačný proces rastom cenovej hladiny.

Kritické názory na Englišovu teóriu

Prirodzene, že Karel Engliš, ako svojrázny, originálny národohospodársky teoretik, sa zákonite dostával do rozporov s inými názormi.

Pokiaľ išlo o národohospodársku teóriu, najčastejším predmetom kritiky bolo jeho nominalistické chápanie peňazí, odmietanie zlatého štandardu, chápanie menovej politiky ako neutrálnej, výklad determinácie cenových relácií a menového kurzu hodnotovými úžitkovými úvahami hospodárskych subjektov a v neposlednom rade aj tvorba hospodárskej politiky založená na individualistickom základe so solidaristickou nadstavbou.

Oveľa širšie boli kritiky Englišovej finančnej a menovej politiky. Pravda, mal početných prívržencov, ale bol aj terčom takmer nepretržitej kritiky a odmietania, najmä pri realizácii týchto politik. Zostáva skutočnosťou, že táto kritika nebola vždy motivovaná iba nesúhlasom s jeho teoretickými východiskami, ale často motivovaná najmä politickými názormi kritikov.

Veľmi ostré boli spory medzi Englišom a nastupujúcimi predstaviteľmi keynesovského ekonomického myslenia (Josef Mace, Jaroslav Nebesák, Karel Mainwald). Podstatu týchto kritik možno vidieť v názore, že emisná banka nemôže byť menovo neutrálna, ale svojou politikou musí podporovať rozvoj hospodárstva. V tomto smere má pôsobiť aj štátna rozpočtová politika, a to aj za cenu rozpočtového schodku a verejného zadlžovania.

Mimoriadne tvrdá a veľmi osobná bola kritika komunisticky orientovanej opozície, ktorá principiálne vychádzala z odmietania kapitalistického hospodárskeho zriadenia.

Karel Engliš aj napriek uvedeným výhradám a názorovej odlišnosti zostáva originálnym národohospodárskym teoretikom a vedúcou osobnosťou menovej a finančnej politiky, jedinečným tvorcom českého ekonomického myslenia.

CENY AKTÍV V EKONOMICKEJ TEÓRII¹

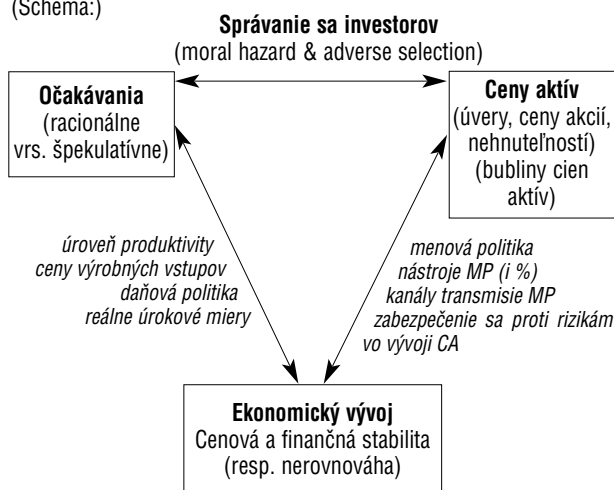
Ing. Silvia Gantnerová, Národná banka Slovenska

Ceny aktív nie sú síce cieľom ani nástrojom menovej politiky, sú však dôležité pre jej výkon, nakoľko tvoria súčasť jej transmisného mechanizmu. Hlavným nástrojom menovej politiky centrálnej banky orientovanej na cenovú stabilitu sú najmä úrokové sadzby, ktorých zmena môže mať dopad na úroveň spotrebiteľských cien aj nepriamo, práve prostredníctvom ich vplyvu na cenu aktív. Vývoj cien aktív je jedným z indikátorov finančnej rovnováhy, pričom jej narušenie môže viesť až k finančnej kríze v celej ekonomike. V dlhodobom horizonte sa však cenová a finančná stabilita navzájom podporujú, čo vyplýva z ich vzájomného prepojenia. Cenová stabilita posilňuje zároveň stabilitu cien aktív, nakoľko znižuje riziko špekulatívnych očakávaní, v dôsledku čoho dochádza k upevneniu celkovej finančnej stability. Ceny aktív môžu pre menovú politiku však slúžiť aj ako dôležitý indikátor očakávaní budúceho vývoja a môžu preto často poskytnúť centrálnej banke potrebné informácie spojené s budúciim vývojom rizika v súvislosti s cenovou stabilitou, ktorá predstavuje hlavný cieľ menovej politiky.

Typy cien aktív, kanály ich transmisie a vplyv menovej politiky v tomto transmisnom mechanizme

Pre bližšie vysvetlenie fungovania cien aktív je potrebné jednak identifikovať faktory, ktoré pôsobia na formovanie cien aktív (očakávania – racionálne, resp. špekulatívne) a následne priblížiť vplyv cien aktív, resp. pôsobenie na celkovú ekonomiku (na jej rovnováhu a stabilitu).

Na formovanie cien aktív vo veľkej miere pôsobia očakávania investorov (racionálne, resp. špekulatívne) ohľadom budúceho ekonomického vývoja, ktoré ovplyvňujú (Schéma:)



čistú súčasnú hodnotu budúcich výnosov aktív². Z toho vyplýva, že dopad na zmeny v cenách aktív majú zmeny v dlhodobých očakávaniach v súvislosti s budúciim vývojom ekonomiky a jej hlavných fundamentov, ako napríklad úroveň produktivity, ceny výrobných vstupov, daňová politika, resp. reálne úrokové miery. Zmeny týchto očakávaní priamo pôsobia nielen na ceny aktív, na úroveň inflácie, ale prostredníctvom rôznych kanálov transmisie aj na celkovú ekonomickú aktivitu.

Zo skúseností z vývoja ekonomiky jednoznačne vyplýva, že ceny aktív sú jedným z kanálov transmisie, prostredníctvom ktorých je ovplyvňovaná ekonomická aktivita a celková makroekonomická úroveň krajiny. Pohyby cien aktív sa vo veľkej miere odzrkadlia vo vývoji ekonomiky prostredníctvom ich vplyvu na finančnú pozíciu (bohatstvo) ekonomických subjektov, predovšetkým podnikov a domácností, v dôsledku čoho sa mení úroveň úspor a investícií (sklon k úsporám, sklon k investíciám). Hodnota aktív má však dôležitý vplyv aj na bilančnú hodnotu finančných sprostredkovateľov (banky) a ich ochotu, resp. schopnosť poskytovať finančné prostriedky, t. j. úvery. Ceny aktív (resp. kanály ich transmisie)³:

- ceny akcií („equity prices“),
- ceny nehnuteľností („housing prices“, resp. „real estate prices“),
- úvery (podnikateľskej sfére a obyvateľstvu),
- výmenný kurz.

Transmisný mechanizmus menovej politiky zastáva v ekonomike podstatnú úlohu, keďže menovou politikou vyvolaná zmena úrokových sadzieb ovplyvňuje aj úroveň cien ďalších aktív v ekonomike (úvery, akcie, dlhopisy a nehnuteľnosti). Práve transmisíou týchto impulzov sa zaoberajú v literatúre napríklad Tobinova teória investícií, F. Modigliani – Teória životného cyklu a s tým spojený efekt bohatstva alebo efekt likvidity.

¹ Článok vychádza z podkladov prezentovaných na workshope ECB s názvom „Asset prices“, pričom všetky materiály a zdroje uvedené v texte sú zverejnené na internetovej stránke ECB (www.ecb.int). Názory uvedené v tomto príspevku sú názory autorky a nemusia nevyhnutne predstavovať stanovisko NBS.

² Čistá súčasná hodnota vychádza z budúcich hotovostných tokov, t. j. z čistých peňažných príjmov z investície, pričom časová hodnota sa premietne prostredníctvom diskontovaných peňažných tokov z investície pri požadovanej miere výnosnosti. Na zistenie súčasnej hodnoty budúcich príjmov a výdavkov sa používa tzv. diskontovanie budúcich príjmov a výdavkov. Čistá súčasná hodnota (ČSH) vyjadruje rozdiel medzi súčasnou (diskontovanou) hodnotou peňažných príjmov a kapitálovými výdavkami. Ak je čistá súčasná hodnota záporná, t. j. diskontované peňažné príjmy sú menšie ako kapitálové výdavky, investícia nie je prijateľná.

³ Hans-Joachim Klöckers



Tobinova teória investícií

Tobinova teória popisuje mechanizmus pôsobenia zmeny menovej politiky a následnej reakcie cien aktív (napr. akcií a iných majetkových cenných papierov), čo ovplyvňuje reálnu ekonomiku. Vysvetľuje, ako môže nárast cien aktív vplývať na investície. Pri uvoľnenej menovej politike (nízke úrokové sadzby) budú rásť ceny akcií (preferovanie investícií na kapitálovom trhu pred vkladmi do bankového sektora), čím sa zvyšuje tržová hodnota firiem v porovnaní s nadobúdacími nákladmi (tento pomer meria tzv. Tobinov koeficient – $q = \text{tržová hodnota firmy} / \text{náklady na obnovu kapitálu}$). Táto situácia dáva podnikom podnet na upisovanie nových akcií za vyššiu cenu, pričom takto získaný kapitál použijú na nákup investičných tovarov. Transmisný mechanizmus menovej politiky v zmysle tejto teórie funguje nasledovne: v dôsledku zníženia úrokových mier ($i \downarrow$) sa zvýšia ceny akcií ($P_e \uparrow$), čo následne vyvolá rast trhovej hodnoty firmy v pomere k nákladom na obnovu kapitálu ($q \uparrow$) a zvýšenie investičných výdavkov ($I \uparrow$), v dôsledku čoho sa zvýši ekonomická aktivita a rastie output ($Y \uparrow$).

Expanzívna menová politika $\Rightarrow i \downarrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow q \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$

F. Modigliani – Teória životného cyklu – teória vplyvu bohatstva na spotrebu

Táto teória je založená na pôsobení efektu bohatstva, ktorý vychádza z predpokladu, že zmena cien akcií ovplyvní bohatstvo a spotrebu. Podľa tejto teórie je spotreba určená celoživotným príjmom spotrebiteľa, ktorý sa skladá z ľudského kapitálu, reálneho kapitálu a finančného bohatstva. Hlavnú zložku finančného majetku tvoria akcie P_e (resp. iné majetkové cenné papiere), ktorých hodnota v podstatnej miere určuje úroveň bohatstva. Ak cena akcií začne stúpať (napr. v dôsledku uvoľnenia menovej politiky), zvýši sa hodnota finančného bohatstva (FW), zvýšia sa aj finančné zdroje spotrebiteľa, v dôsledku čoho bude rásť spotreba (C) a následne sa zvyšuje aj ekonomický output (Y).

Expanzívna menová politika $\Rightarrow i \downarrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow FW \uparrow \Rightarrow C \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$

Na základe takto ponímaného fungovania transmisného mechanizmu menovej politiky možno jeho rozšírením vysvetliť i pôsobenie cien aktív na vývoj úrovne spotrebiteľských cien, nakoľko vyššie ceny akcií súvisia okrem iného s kapitálovými nákladmi a efektom bohatstva a tak v konečnom dôsledku podporujú domáci dopyt, čo má vplyv aj na cenovú úroveň.

Pôsobenie efektu likvidity v rámci transmisného mechanizmu

Efekt likvidity je spojený s preferenciou spotrebiteľov k výdavkom na tovary rozličnej dĺžky spotreby v závislosti od očakávaní budúceho vývoja ekonomiky. Napríklad

výdavky na tovary dlhodobej spotreby sú tiež ovplyvňované trhom akcií. Argumenty tohto efektu likvidity sa sústreďujú na nelikvidnú podstatu tovarov dlhodobej spotreby (napr. nehnuteľností). V prípade predpokladaného rastu cien aktív sa zníži pravdepodobnosť finančných ťažkostí a spotrebiteľia zvýšia výdavky na nákup statkov dlhodobej spotreby, čo v konečnom dôsledku opäť vedie k nárastu ekonomického výstupu.

Opačná situácia je v prípade očakávania finančných ťažkostí, keďže v dôsledku predpokladaného poklesu cien aktív je tendencia uprednostňovať držbu likvidnejších finančných aktív pred menej likvidnými tovarmi dlhodobej spotreby. Okrem toho ceny aktív predstavujú dôležitý indikátor očakávaní súkromného sektora týkajúcich sa budúceho ekonomického vývoja.

Ceny akcií (P_e) $\uparrow \Rightarrow$ pravdepodobnosť finančných ťažkostí $\downarrow \Rightarrow$ hodnota finančných aktív $\uparrow \Rightarrow$ výdavky na tovary dlhodobej spotreby $\uparrow \Rightarrow Y \uparrow$

Úverový (kapitálový) kanál v rámci transmisného mechanizmu menovej politiky

Nemenej dôležitý kanál transmisie je tzv. kapitálový [6] alebo úverový kanál, prostredníctvom ktorého je ekonomika ovplyvňovaná cenami aktív, súvisí s ich funkciou kolaterálu, resp. zábezpeky, pri poskytovaní úverov bankovými subjektmi (tzv. finančný akcelerátor). Hodnota aktív má vplyv aj na bilančnú hodnotu finančných sprostredkovateľov, čo sa v konečnom dôsledku prejaví v schopnosti bankového sektora poskytovať úvery, t. j. v objeme poskytnutých úverov.

Ceny nehnuteľností $\uparrow \Rightarrow$ hodnota aktív $\uparrow \Rightarrow$ hodnota kolaterálov $\uparrow \Rightarrow$ bilančná hodnota ekonomických subjektov $\uparrow \Rightarrow$ ochota finančných sprostredkovateľov (báňk) poskytovať úvery $\uparrow \Rightarrow$ objem úverov poskytnutých bankami $\uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$

Finančná štruktúra ekonomiky a finančné indikátory (indikátory finančnej stability, resp. nestability)

Pri analýze finančnej stability ekonomiky je dôležité v prvom rade zamerať sa na identifikáciu jej finančnej štruktúry, t. j. zistiť, v ktorom finančnom sektore je alokovaný prevažný objem finančných prostriedkov (ekonomiky založené na fungujúcom kapitálovom trhu verzus tie, ktoré sú založené na fungovaní bankového systému)⁴, resp. identifikovať kanály, ktorými finančné toky prúdia. Napriek tomu, že štruktúra bohatstva obyvateľstva je v jednotlivých krajinách roz-

⁴ Krajiny historicky založené na tradícii tzv. zvykového práva "common-law tradition" sú orientované prevažne na kapitálový trh a naopak krajiny historicky založené na tradícii tzv. francúzskeho civilného práva "French civil law tradition" sú prevažne orientované na bankový systém. [4]



ličná, v rámci európskych krajín existuje stále veľa ekonomík, kde je viac ako 30 % finančného bohatstva obyvateľstva deponované v bankovom sektore (Španielsko, Nemecko, Francúzsko). Naopak v krajinách, ako sú Veľká Británia či Holandsko tvoria viac ako polovicu aktív obyvateľstva pohľadávky voči poisťovacím spoločnostiam a penzijným fondom, ktoré svoje prostriedky ďalej realokujú prostredníctvom kapitálových trhov (v histórii možno nájsť prípady, keď napríklad penzijné fondy zaznamenávajúce vysoké zisky neboli pripravené na finančný kolaps, v dôsledku čoho ostali náhle bez finančných prostriedkov). [8]

Pri identifikácii finančnej štruktúry a úrovne finančného systému môže byť orientácia ekonomiky analyzovaná na základe vybraných indikátorov, resp. indexov. Jednak sú to indexy založené na určení relatívnej veľkosti finančných trhov, t. j. trhovú kapitalizáciu obchodovaných spoločností v porovnaní s objemom bankových úverov. Ďalej môže byť použitý index vypovedajúci o koncentrácii, resp. sile aktivity na finančných trhoch vyjadrený pomerom kapitálu obchodovaného na burzách vo vzťahu k nesplateným bankovým úverom. [4]

Finančná štruktúra v bankovo orientovanom finančnom systéme môže byť charakterizovaná kvantitatívnymi finančnými premennými, ako sú napríklad menové agregáty alebo bankové úvery. Naopak, v prípade ekonomík založených na fungujúcich kapitálových trhoch sú dôležitým indikátorom ceny aktív (akcií, podielových listov, resp. iných majetkových cenných papierov, nehnuteľností, resp. bývania). [4]

Ekonomika orientovaná na bankový sektor a indikátory jej vývoja

V ekonomikách s menej rozvinutým kapitálovým trhom (v prípade väčšiny tranzitívnych ekonomík) prúdi prevažná väčšina finančných tokov v hospodárstve predovšetkým prostredníctvom bankového sektora. Pri takto fungujúcej ekonomike je jej finančná stabilita založená najmä na stabilite bankového sektora, pričom hlavným nástrojom alokácie finančných zdrojov do ekonomiky sú úvery.

V prípade, že je bankový systém na vysokej úrovni, pri poskytovaní vybraných druhov úverov vyžaduje ich zábezpeku (kolaterál) s cieľom eliminovať, resp. znížiť riziko nesplatenia úverov. Funkciu kolaterálov predovšetkým pri poskytovaní úverov na bývanie (hypotekárnych úverov) v takomto finančnom procese zohrávajú predovšetkým nehnuteľnosti (najmä byty a domy). Na základe toho sú ceny nehnuteľností („housing prices“, „real estate prices“, ktoré rovnako patria do kategórie cien aktív) tiež veľmi dôležitým indikátorom ekonomickej a finančnej stability.

V prípade, že klesnú ceny bytov, resp. domov, znižuje sa totiž hodnota kolaterálov, od ktorých je zvyčajne odvodená výška poskytnutého úveru. V dôsledku spomínaného efektu môže dôjsť k zníženiu úverového potenciálu bankového sektora, čo môže viesť k nedostatku finančných prostriedkov v ekonomike a tzv. „credit crunchu“ s negatívnym dopadom na ekonomickú aktivitu a output.

Ekonomika orientovaná na finančné trhy a indikátory jej vývoja

V ekonomike s fungujúcim a rozvinutým kapitálovým trhom je v súvislosti s identifikovaním finančnej stability, resp. rizika prípadnej nestability dôležité sledovať ceny aktív (ceny majetkových cenných papierov, predovšetkým akcií) vytvárané obchodovaním týchto aktív na kapitálovom trhu. V takto fungujúcom systéme pri poskytovaní úverov ekonomickým subjektom (podniky, ale aj obyvateľstvo), ktoré vlastnia takéto obchodovateľné aktíva, môžu práve tieto aktíva tiež slúžiť ako kolaterál. [2]

V rámci hodnotenia významu finančnej štruktúry v procese identifikácie finančnej stability existujú tvrdenia argumentujúce v prospech významu a postavenia cien aktív v tomto procese, predovšetkým obchodovaných na kapitálovom trhu (akcií). Spomínané argumenty sú založené na predpoklade, že finančné a predovšetkým kapitálové trhy sú v porovnaní s finančnými inštitúciami (bankami) účinnejšie a efektívnejšie pri určovaní ceny aktív (tzv. „price rationing“) a v dôsledku toho aj pri alokácii úverov. Banky ako finanční sprostredkovatelia určujú totiž podľa tohto prístupu cenu predovšetkým na základe objemu poskytnutých prostriedkov (tzv. „quantity rationing“). Na základe toho ceny aktív tvorené na kapitálových trhoch majú väčšiu vypovedaciu schopnosť, keďže je v nich zahrnutých viac informácií, pretože účastníci trhu by mali citlivejšie a pružnejšie reagovať na zmeny dopytu a ponuky po úveroch a celkovú ekonomickú situáciu. [4]

V ekonomikách s rozvinutým bankovým sektorom, ale zároveň aj efektívne fungujúcim kapitálovým trhom je bankové financovanie rovnako dôležité ako financovanie prostredníctvom kapitálových trhov, a preto je nevyhnuté sledovať všetky spomínané indikátory a premenné. Neopodstatnené zmeny v ktorejkoľvek z nich môžu byť signálom rizika novej finančnej nestability. Na základe uvedených skutočností však možno konštatovať, že vývoj úverov spolu s pohybmi cien iných aktív slúžia ako dôležitý indikátor finančnej stability.

Ceny nehnuteľností, resp. bývania verzus ceny aktív kapitálového trhu

Analýzy historických údajov cien aktív ukázali, že ceny bývania, resp. nehnuteľností sú v porovnaní s cenami aktív kapitálového trhu (akcie a iné majetkové cenné papiere) viac náchylné prechádzať cyklom nafúknutia a prasknutia a v priemere 70 % prípadov, keď došlo k prudkému nárastu cien nehnuteľností, nastúpil v priebehu dvoch rokov ich prudký prepád. [5] Preto sa ceny nehnuteľností javia ako spoľahlivejší indikátor cenových bublín v porovnaní s cenami akcií.

Zníženie ekonomickej aktivity v súvislosti s prasknutím bubliny cien bytov, resp. nehnuteľností, má všeobecne negatívnejší dopad v porovnaní s prasknutím bubliny cien akcií. Sú to práve ceny nehnuteľností, resp. bytov, ktoré spúšťajú tzv. „high-cost asset price booms“ [3], pričom obdobie po nich je charakterizované prudkým poklesom



reálneho ekonomického rastu. Jedným z vysvetlení, prečo práve ceny bytov a nehnuteľností zohrávajú takúto úlohu je, že nehnuteľnosti tvoria podstatnú časť aktív domácností. Tento fakt pravdepodobne súvisí s ich významom a postavením v rámci bohatstva domácností, ako aj s úlohou úverov (resp. nehnuteľností ako ich kolaterálov) a ich finančných sprostredkovateľov (bánk) na trhu nehnuteľností.

Napriek tomu, že prudký nárast tak cien bývania, ako aj akcií, resp. iných majetkových cenných papierov bol sprevádzaný nárastom objemu poskytnutých úverov, zhoršenie situácie v poskytovaní úverov bolo zaznamenané prevažne v súvislosti s prudkým poklesom cien bytov. Prasknutie cenovej bubliny na trhu s nehnuteľnosťami malo zvyčajne veľmi silný a rýchly negatívny dopad na bankový systém a jeho úverovú kapacitu. V období pádu cien akcií a iných majetkových CP však nárast úverov pokračoval. [5]

Napriek tomu, že prasknutie cenových bublín oboch spomínaných typov aktív má za následok zníženie ekonomickej aktivity a s tým súvisiace ekonomické straty, ceny akcií a iných majetkových cenných papierov sa ukázali ako menej spoľahlivý indikátor rizika finančnej nestability, resp. finančnej krízy. Z toho vyplýva, že pre centrálnu banku je veľmi dôležitý okrem iných indikátorov sledovať predovšetkým vývoj cien bývania, resp. nehnuteľností (resp. disponovať ich databázami).

Identifikácia finančnej nerovnováhy, resp. identifikácia „asset price bubbles“

V mnohých prípadoch, keď došlo v ekonomikách k finančným krízam, resp. finančnej nestabilite, bol tento vývoj spojený s tzv. „boom and burst asset prices“. Pod týmto pojmom rozumieme už spomínaný výrazný nárast (nafúknutie, resp. boom) na trhu nehnuteľností alebo kapitálovom trhu s majetkovými cennými papiermi a ich náhly pád smerom nadol, tzv. prasknutie cenovej bubliny (bubble burst).

Často sa uvádza, že identifikovať cenovú bublinu v reálnom čase je veľmi náročné, resp. nie je možné, nakoľko z podstaty cien aktív vyplýva, že majú tzv. „forward looking“ charakter [7]. Preto je veľmi ťažké ohodnotiť ich vývoj ex ante, keďže nevieme, či očakávania, na ktorých sú bubliny založené, sú realistické. Existujú však vybrané indikátory, ktoré by mohli pomôcť pri analýze ich vývoja. Pre hodnotenie vývoja kapitálového trhu a jeho komponentov je to napr. výpočet tzv. P/E ratio (Price to Equity, t. j. pomer cena/výnos, koeficient bonity výsledkov, resp. kapitalizácia) [7].

V odbornej literatúre sú uvádzané vybrané kľúčové ukazovatele (prípadne ich pomery), ktorých relatívne vysoký rast, resp. odchýlka od ich dlhodobého trendu by mohli signalizovať negatívne pohyby v cenách aktív:

- úvery súkromnému sektoru v pomere k HDP (private sector credits/GDP),
- úvery, majetok, output gap (credit equity gap),
- M2 gap (money gap, t. j. peňažná zásoba/GDP), úverový gap (credit gap, t. j. úvery/HDP), gap výmenného kurzu, gap v cenách akcií,

- investície (ich súčasný vývoj),
- reálny nárast cien akcií a iných majetkových cenných papierov (growth in inflation adjusted equity prices),
- agregátny index cien aktív (equity + property = wealth).

Pri sledovaní vývoja bankového sektora v súvislosti s prípadným rizikom jeho nestability, resp. krízy, je jeho fungovanie hodnotené napríklad na základe odchýlky dynamiky rastu úverov v porovnaní s tempom rastu HDP [1], resp. podiel úverov na HDP [4]. Preto v procese zameranom na identifikáciu nerovnováhy finančného systému je potrebné venovať tomuto agregátu väčšiu pozornosť. Predovšetkým vzájomné pôsobenie úverov spolu s cenami aktív môže v ekonomike v určitom prípade negatívne vplyvať napríklad v kontexte s blížiacimi sa inflačnými tlakmi. Dôležitým indikátorom narastajúceho rizika finančnej nerovnováhy je pretrvávajúci a výrazný rast úverov, zvyčajne zároveň sprevádzaný masívnym nárastom v cenách aktív. Ignorovanie takýchto signálov môže v niektorých prípadoch viesť k neočakávaným výkyvom tak vo vývoji outputu, ako aj inflácie.

Na základe skúseností z predchádzajúceho vývoja finančných kríz spôsobených prasknutím cenových bublín možno prudký nárast cien aktív považovať za signál možného nafukovania cenovej bubliny, resp. tzv. asset price boom, pričom náhle klesanie cien aktív môže byť považované za signál možného prasknutia tejto bubliny. [5]

Finančná nerovnováha nemusí však vždy viesť k bankovej kríze. Jej zdrojom môže byť aj čiastková nerovnováha na trhu úverov. Banky môžu byť ochotné poskytovať úvery dôveryhodným klientom. Dlžníci však môžu byť naopak pod tlakom znížiť svoje výdavky smerom k prílišnému nezaťažovaniu svojich bilancií. Tak vzniká nerovnováha, ktorá nie je dôsledkom nedostatočnej ponuky, ale nízkeho dopytu a neochoty financovania z externých zdrojov. Podľa názorov niektorých odborníkov na túto oblasť zvýšená náchylnosť ekonomík k finančným krízam, resp. nerovnováham, je spojená aj s postupnou narastajúcou finančnou liberalizáciou.

Použitá literatúra

1. Borio, C.: Should credits come back from the wilderness?
2. Detken, C., Masuch, Smets, F.: Issues raised at the ECB workshop on Asset prices and monetary policy.
3. Detken, C., Smets, F.: Asset price booms and monetary policy: some stylised facts.
4. Djoudad, R., Selody, J., Willkens, C.: Does Financial Structure Matter for the Information Content of Financial Indicators?
5. Helbling, T.: Asset price booms and bursts – myths and facts.
6. Helbling, T., Terrones, M.: Asset price boom and burst, stylized facts from the last three decades of the 20th century.
7. Issing, O.: Introductory statement at the ECB workshop on Asset prices and monetary policy.
8. ECB working paper: Asset market effects on economic activity.

Pokračovanie v čísle 9/2004

ZOSTANE USD NAĎALEJ SVETOVOU REZERVNOU MENOU?

Už dlhší čas prebieha medzi ekonomickými odborníkmi, ako aj investormi v oblasti medzinárodných kapitálových a finančných trhov diskusia o nadmernom navyšovaní rezerv ázijských centrálnych bánk denominovaných v USD ako dôsledku exportne orientovaných ekonomík. Ekonomovia sa obávajú, že nadmerné zásoby devízových rezerv vo forme amerických vládnych obligácií môžu viesť v budúcnosti tieto centrálné inštitúcie k obmedzeniu, resp. diverzifikácii týchto rezerv smerom od USD, čím by sa obmedzili zdroje externého financovania deficitu USA.

Inštitucionálni investori z Ázie umiestňujú svoje finančné zdroje získané vývozom tovarov (predovšetkým do USA) najmä do aktív denominovaných v USD. V princípe ide o intervenčné nákupy USD centrálnymi bankami od domácich (ázijských) exportérov, ktoré získajú vývozom svojej produkcie. Operáciami tohto druhu (neustály odpredaj lokálnych mien voči USD) si udržiavajú vysokú konkurencieschopnosť svojich vývozov v prostredí globálneho medzinárodného obchodu. Takáto recyklácia aktív viedla v posledných rokoch k nebývalému nárastu devízových rezerv na účtoch ázijských centrálnych bánk a následne k rastúcim nákupom amerických vládnych dlhopisov. Tento jednosmerný finančný tok viedol zároveň k zdraženiu amerických dlhopisov vo forme historicky najnižších výnosov (úrokových sadzieb). Podľa posledných údajov z konca roku 2003 zahraniční investori vlastnia vo forme portfóliových investícií jednu tretinu dlhopisov emitovaných vládou USA, kým pred ôsmimi rokmi to bola len jedna pätina. Z toho ázijský región vlastní 39 % a európski investori 43 %. Na ilustráciu, ku koncu júna minulého roka Japonsko vlastnilo cenné papiere americkej vlády v celkovej výške 442 miliárd USD, Veľká Británia mala v držbe 123 miliárd USD a Čína vlastnila americké vládne dlhopisy v hodnote 122 miliárd USD.

Zavedením eura vznikla nová, široko používaná a vysokoliquidná mena. Z tohto hľadiska sa zdá, že ide o atraktívnu ponuku na riadenie devízových rezerv centrálnych bánk. Donedávna sa presadzoval názor, že v budúcich rokoch by mala prebiehať reštrukturalizácia portfólií centrálnych bánk smerom k navrhovaniu devízových rezerv v eurách na úkor USD. Z tohto hľadiska sú najväčší držiteľia devízových rezerv – ázijské centrálné banky považované za potenciálny zdroj masívneho dopytu po eurovej mene. Tento argument bol často citovaný ako jeden z najsilnejších štrukturálnych faktorov podporujúcich dopyt po eurovej mene.

Analytici tímu Morgan Stanley poukazujú na správanie ázijských centrálnych bánk ako najväčších držiteľov devízových rezerv s celkovým objemom devízových aktív pre-

Desať najväčších vlastníkov devízových rezerv

Poradie	Krajina	mld. USD	
1.	Japonsko	623,8	(776,8)
2.	Čína	420,3	(425,4)
3.	Taiwan	202,8	
4.	Európska únia	192,9	(246)
5.	Kórejská republika	149,5	(157)
6.	Hong Kong	114,0	
7.	Singapur	92,8	(95,7)
8.	India	92,0	(99)
9.	Rusko	64,4	(80)
10.	Mexiko	56,0	(63)

údaj v zátvorke = posledný dostupný údaj (1. štvrtok 2004)

vyšujúcich hodnotu 1,8 bilióna USD. Pre smerovanie vývoja výmenných kurzov je dôležité, aké ciele tieto inštitúcie sledujú. Pri analyzovaní dôvodov, ktoré by mohli viesť ázijské banky k posunu v štruktúre devízových rezerv, sa uvažuje v tejto súvislosti s tromi funkciami peňazí: ako jednotky zúčtovania, sprostredkovateľa výmeny a funkcie uchovania hodnoty.

Funkcia jednotky zúčtovania

Od skončenia druhej svetovej vojny po nahradení krátkeho obdobia hegemonie britskej libry zostáva pre ázijských investorov vrátane centrálnych bánk USD najvýhodnejšou menou na zúčtovanie. Znamená to, že takmer všetok objem zahraničného obchodu tovarov a služieb vnútri (ázijského) regiónu, ako aj väčšina transakcií zahraničného obchodu mimo ázijských krajín sa uskutočňuje výhradne v USD. Ak vychádzame z toho, že menová kompozícia devízových rezerv by mala pokryť minimálnu úroveň dopytu po zahraničnej mene na účely zúčtovania transakcií medzinárodného obchodu tovarov a služieb a umorovanie zahraničného dlhu, potom z hľadiska potreby držby zahraničnej meny ako jednotky zúčtovania je USD prioritou výberu. Ak berieme do úvahy fakt, že americký dolár je najrozšírenejšou menou v tomto regióne, táto hegemonia bude pretrvávať, ak nedôjde k prípadnej kompromitácii americkej meny ako takej. Americká mena dosiahla svoj dominantný status predovšetkým geopoliticko-mocenským postavením. A hoci tento argument je ťažko kvantifikovateľný, je to jeden z rozhodujúcich dôvodov, prečo je USD silne preferovanou menou na rozdiel od eurovej meny. V časoch geopolitickej neistoty sú to práve americké aktíva, ktoré poskytujú investorom rozvíjajúcich sa trhov status bezpečného útočiska.

Spojené štáty americké disponujú najväčšími, najviac štruktúrovanými a najlikvidnejšími finančnými trhmi, z čoho



vyplývajú nízke transakčné náklady. Okrem toho väčšina najväčších komoditných búrz operuje v USA, čo znamená, že väčšina komodít obchodovaných na svetových burzách je oficiálne obchodovaná a ocenená v USD. Pravdepodobne ani jeden z týchto faktorov sa v dohľadnej budúcnosti nezmení natoľko, aby spochybnil hegemoniu amerického dolára a prinútil ázijské centrálné inštitúcie znížiť stav rezerv denominovaných v USD v prospech aktív denominovaných v EUR.

Funkcia sprostredkovateľa výmeny

Americký dolár naďalej zostáva pre ázijské banky najefektívnejším výmenným médium, to znamená najlepším (a najdostupnejším) zdrojom pre potreby intervencií. Bez ohľadu na predchádzajúce argumenty, fakt, že niekoľko ázijských bánk disponuje takým nadmerným objemom devízových rezerv naznačuje, že hlavným dôvodom držby takého objemu je predovšetkým intervenčný účel, nielen samotné pokrytie importu alebo umorovanie zahraničného dlhu. Na ilustráciu, výška devízových rezerv Japonska je schopná pokryť 22-násobok objemu importu, čo výrazne presahuje tzv. adekvátnu úroveň devízových rezerv na pokrytie dovozu (3-mesačný objem importu). Úroveň objemu zahraničného obchodu tvorí vysoký podiel hrubého domáceho produktu vo väčšine ázijských krajín, a tým obmedzuje ochotu politikov meniť režim fixných výmenných kurzov v prospech plávajúcich.

V úsilí dosiahnuť vysoký stupeň exportnej konkurencieschopnosti tieto inštitúcie navrhovali svoje devízové rezervy vo forme odpredaja domácich mien (tzv. kompetitívna devalvácia) voči USD. Ak väčšina ázijských krajín intervnuje na dolárovej osi, potom ma význam pre ázijské centrálné inštitúcie držať objem rezerv vo väčšej miere, ako je úroveň vo vzťahu k objemu zahraničného obchodu denominovanému v USD. K tendencii hromadenia devízových rezerv v USD prispela aj nedávna ázijská menová kríza, čím sa zvýšila úloha rezerv na odvrátenie špekulatívnych finančných tokov.

V rozvojových ekonomikách obavy z nestabilných lokálnych mien vedú často k hromadným „útekom“ späť k pôvodnej zahraničnej mene, voči ktorej je lokálna mena oceňovaná. V ázijskom regióne je touto menou jednoznačne americký dolár. V konečnom dôsledku, USD je pre ázijské centrálné banky najvhodnejším sprostredkovateľom výmeny pre akýkoľvek druh intervencií: neutralizovanie kapitálových tokov počas finančných kríz, udržanie exportnej konkurencie alebo pri plnení úlohy stabilizácie počas geopolitického napätia. Z tohto hľadiska nie je pre tieto inštitúcie eurová mena zďaleka tak relevantná ako USD.

Funkcia uchovania hodnoty

Spochybnenie funkcie uchovania kapitálu by mohlo byť jediným dôvodom na zníženie rezerv USD a navýšením rezerv denominovaných v EUR. Ak sa pozrieme na štruktúru devízových rezerv z hľadiska správy devízových aktív, pri snahe o maximalizáciu zisku pri akceptovanej miere

rizika má potom pre ázijské centrálné banky význam uvažovať o určitej zmene podielu devízových rezerv v prospech EUR na úkor USD zo strednodobého hľadiska. Treba tiež pripomenúť, že rizikový profil devízových aktív centrálnych bánk je veľmi nízky, čo vyplýva z kontextu ich povahy. A hoci je likvidita primárnym cieľom správy devízových aktív, z dlhodobého hľadiska, pre funkciu uchovania kapitálu centrálnych bánk, má význam diverzifikácia týchto rezerv, bez ohľadu na volatilitu dosahovaných ziskov. Tieto argumenty podporujú dôvody na zmenu kompozície devízových rezerv smerom od dominancie USD k vyváženejšej štruktúre devízových rezerv vrátane EUR.

Narastanie dôležitosti čínskeho juanu (RMB)

Prudký rozvoj Číny je v súčasnosti najdôležitejším štruktúrnym procesom prebiehajúcim v ázijskom regióne. Tento proces pravdepodobne ovplyvní aj postavenie čínskej meny RMB ako rezervnej meny, keďže s postupom času sa očakáva, že Čínska centrálna banka ustúpi od riadeného plávajúceho kurzu RMB. Keďže objem regionálneho obchodu vnútri ázijského regiónu naberá na dôležitosť a RMB sa správa čoraz nezávislejšie voči USD, pre ázijské banky bude čoraz nevyhnutnejšie držať veľkú časť svojich devízových rezerv v čínskej mene. Práve preto je americký USD v súčasnosti najvýhodnejším výmenným médium pre ázijské centrálné inštitúcie a bude znamenať pre banky najefektívnejší spôsob obmeny devízových rezerv v prospech aktív denominovaných v RMB v prípade, že táto výmena bude nevyhnutná.

Na rozdiel od minulého roku, keď sa stupňoval politický tlak predstaviteľov USA na Čínu, aby začala s uvoľňovaním svojho výmenného kurzu voči USD, v súčasnosti sama Čína uznáva potrebu prijať opatrenia na postupné reformovanie vlastného finančného systému. Americkí predstavitelia donedávna vyčítali Číne udržiavanie fixného kurzu čínskeho juanu voči USD na udržanie si konkurencieschopnosti v prostredí medzinárodného obchodu. Čína však zároveň patrí v súčasnosti medzi najväčších nákupcov amerických vládnych dlhopisov, čím sa významne podieľa na financovaní čoraz väčšieho rozpočtového deficitu USA.

Podľa vyjadrení viceguvernéra Čínskej centrálnej banky Čína v súčasnosti študuje možnosť diverzifikácie portfóliových investícií svojich devízových rezerv vzhľadom na ich neúmerný nárast. Zároveň však potvrdzuje, že podiel USD v štruktúre devízových rezerv bude naďalej vysoko prevažovať podiel ostatných mien, v určitej miere bude zastúpené euro a tiež japonský jen, britská libra, kanadský a austrálsky dolár. Táto diverzifikácia bola motivovaná vývojom na medzinárodných kapitálových trhoch, ako aj pohybom výmenných kurzov jednotlivých mien.

V súčasnosti sa podľa štatistiky MMF podiel eura na celkovom objeme svetových devízových rezerv pohybuje na úrovni 13 %, kým podiel USD predstavuje 68 %.

Zo zahraničných zdrojov spracoval Ing. Vladimír Kubica

RUŽOMBERSKÝ ÚČASTINÁRSKY ÚVERKOVÝ SPOLOK

Keď koncom roku 1878 zverejnili bratia Peter a Daniel Makovickí, významní ružomerskí obchodníci s koloniálnym tovarom, svoj úmysel založiť peňažný ústav so slovenskou správou a za účasti slovenského kapitálu, vyvolalo to nevôľu zo strany už existujúcej Ružomerskej sporiteľne, ktorá sa obávala konkurencie, ale aj nepriazeň miestnych úradov. Zakladatelia sa však od svojho zámeru nedali odradiť, a tak sa už 3. júna 1879 konalo ustanovujúce valné zhromaždenie Ružomerského účastinárskeho úverkového spolku. Správcom nového ústavu sa stal Daniel Makovický, ktorý zároveň vykonával aj funkciu pokladníka. Účastinnú istinu 30 000 zlatých splatili účastinári len na 50 %, zvyšok akciového kapitálu bol doplnený o tri roky neskôr z rezervnej základiny.

Obchodná činnosť spolku bola zameraná predovšetkým na prijímanie vkladov, povoľovanie pôžičiek a eskont zmeziek. Úvery boli poskytované najmä obchodníkom, remeselníkom a roľníkom z Liptovskej stolice. Úverkový spolok sa snažil prilákať klientelu vyššími vkladovými sadzbami a nižšími debetnými sadzbami z úverov. Nároky žiadateľov o úver však čoskoro presiahli vlastné finančné zdroje. Spolok riešil túto situáciu reeskontným úverom, ktorý získal v roku 1880 od Zvolenskej sporiteľne. Postupne si získal dôveru obyvateľstva a v roku 1883 prvý raz vyplácal dividendy vo výške osem zlatých na jednu účastinu. Súčasne vzrástli vklady na vyše 339 000 zlatých.

Po prvých rokoch úspechu však prišlo obdobie stagnácie v dôsledku krízy na peňažnom trhu. Spolok musel v roku 1885 požiadať Peštiansku vlasteneckú prvú sporiteľňu o pomerne drahý reeskontný úver, za ktorý sa zaručili všetci členovia správy a výboru vlastným majetkom.

V roku 1888 viacero členov predstavenstva vystúpilo zo spolku a založilo konkurenčnú Ružomerskú priemyselnú banku, pričom došlo k vybratiu 50 % vkladov. Krízu sa podarilo prekonať až začiatkom 90. rokov, keď došlo k postupnému rastu obchodov. V roku 1893 valné zhromaždenie odsúhlasilo zvýšenie účastinnej istiny na 50 000 zl. a zmenu názvu firmy na Ružomerský úverný spolok, účastinárska spoločnosť. V tom istom roku bola zriadená prvá filiálka v Trstenej. Znovuzískaná dôvera verejnosti sa prejavila najmä rastom vkladov, ktoré už v roku 1899 presiahli 1 milión zlatých, pričom došlo aj k zvýšeniu účastinnej istiny na 100 000 zlatých. Spolok sa zúčastňoval na zakladaní ostatných slovenských bánk: Hornouhorskej banky Tatra v Martine v roku 1884, Ľudovej banky v Novom Meste nad Váhom, Myjavskej banky a ďalších. Spolok sa orientoval aj na podporu slovenského priemyslu. Už v roku 1884 povolil Továrni na drevolátku v Ružomberku pôžičku 15 000 zlatých, v decembri 1893 sa zúčast-

nil na založení a úverovaní firmy Helios, mechanická a elektrotechnická účastinná spoločnosť v Žiline a v roku 1900 podporil kapitálom 10 000 korún vznik Žilinskej továrne na cement a vápno.

V roku 1904 došlo k zmene názvu firmy na Úverná banka, účastinná spoločnosť, Ružomberok, pričom sa na jej čelo postavil Vladimír Makovický. Pod jeho vedením začala banka vo zvýšenej miere poskytovať úvery a investičný kapitál na založenie a výstavbu väčších tovární, najmä celulózo-papierenského priemyslu. Ešte v roku 1902 sa spolu s Tatra bankou v Martine a Živnostenskou bankou v Prahe podieľala na založení Továrne na celulózu v Martine a v roku 1905 Žilinskej továrne na celulózu. Vzrast obchodov banky si vynútil aj zvýšenie účastinnej istiny na 500 000 korún, pričom do roku 1918 akciový kapitál vrástol na 6 miliónov korún.

V roku 1906 založila banka svoj najväčší priemyselný podnik Uhorskú papiereň, úč. spol., Ružomberok. Vlastné prostriedky však nestačili pokryť všetky žiadosti o úvery, preto bola nútená pracovať so značným reeskontným úverom, ktorý jej poskytovala najmä Živnostenská banka, Praha, prostredníctvom filiálky vo Viedni, ktorá využila túto situáciu na dosadenie svojich predstaviteľov do správnych orgánov Úvernej banky. S podporou Živnostenskej banky založila v roku 1912 Skláreň, úč. spol. na výrobu chemického skla v Žiline a podieľala sa na vzniku Továrne na vápnopieskové a cementové výrobky v Kralovanoch. Obdobie prosperity využila na budovanie siete pobočiek. V roku 1910 vznikla filiálka v Bratislave a v roku 1912 filiálka v Žiline, ktorá zriadila expozitúry v Rajci, Čadci a Púchove. Úverna banka sa v tomto období podieľala na sanácii Tatra banky v Martine a na záchrane Myjavskej banky v roku 1912.

Po vypuknutí prvej svetovej vojny v roku 1914 došlo k úplnému stagnovaniu úverového obchodu. Na druhej strane viedol nadbytok peňazí k splácaniu dlžôb a k ukladaniam prebytkov v podobe vkladov. Tento prílev peňazí umožnil banke do konca roku 1917 zlikvidovať jej reeskontnú zaviazanosť. Úverná banka sa snažila voľne prostriedky uložiť do cenných papierov a tovarových obchodov. Krátko pred koncom vojny v roku 1918 založila Továrňu na papierové výrobky v Ružomberku, ako aj Železolejareň a továrňu na emailové vane v Bratislave.

Vďaka cieľavedomej činnosti svojich zakladateľov sa „úverkový spolok“ postupne prepracoval na prvé miesto v sústave slovenských bánk a aj po vzniku Československa pod novým názvom Slovenská banka zohrával významnú úlohu pri koncentracii slovenského peňažníctva a budovaní priemyslu na Slovensku.

Mgr. František Chudják

Z ROKOVANIA BANKOVEJ RADY NBS

Dňa 15. júla 2004 sa uskutočnilo 13. rokovanie Bankovej rady Národnej banky Slovenska (BR NBS) pod vedením jej guvernéra Mariána Juska.

- BR NBS schválila Pracovný predpis, ktorým sa určujú pravidlá správy devízových rezerv NBS a Knihu limitov, súvisiacich so správou devízových rezerv. Materiály formulujú zásady, pravidlá a limity, ktorými sa vymedzuje pôsobenie NBS na svetových finančných a kapitálových trhoch, definujú povolené investičné nástroje, princípy riadenia jednotlivých druhov rizík a určujú rozdelenie právomocí a zodpovednosti pri správe devízových rezerv NBS. Súčasťou Knihy limitov je aj zoznam partnerských bánk a finančných inštitúcií pre jednotlivé druhy finančných operácií.

- BR NBS schválila na rok 2005 dotlač 33 miliónov kusov bankoviek v nominálnej hodnote 1000 Sk a 25 miliónov kusov bankoviek v nominálnej hodnote 50 Sk v nezmenenom dizajne.

- BR NBS schválila razbu maximálne 50 000 kusov ročníkových súborov obehových mincí, ktorých výrobu a predaj bude zabezpečovať Mincovňa Kremnica, š.p.

- BR NBS schválila razbu štyroch druhov pamätných mincí z emisných plánov na roky 2005 a 2006:

- pamätná strieborná minca Bratislavské korunovácie v nominálnej hodnote 200 Sk, ktorá bude vydaná pri príležitosti 350. výročia korunovácie Leopolda I. v počte maximálne 15 000 kusov (z toho 5000 kusov vo vyhotovení proof). Termín jej vydania je jún 2005

- pamätná zlatá minca Bratislavské korunovácie v nominálnej hodnote 5000 Sk, ktorá bude vydaná pri príležitosti 350. výročia korunovácie Leopolda I. v počte maximálne 7500 kusov. Termín jej vydania je november 2005

- pamätná strieborná minca Podpísanie Bratislavského mieru po víťazstve vojsk Napoleona I. v bitke pri Slavkove v nominálnej hodnote 200 Sk, ktorá bude vydaná pri príležitosti 200. výročia tejto udalosti v počte maximálne 15 000 kusov (z toho 5000 kusov vo vyhotovení proof). Termín vydania bude december 2005

- pamätná strieborná minca Národný park Muránska planina v nominálnej hodnote 500 Sk z tematického okruhu Ochrana prírody a krajiny. Razba tejto mince z emisného plánu pamätných mincí na rok 2006 sa uskutoční už v roku 2005 kvôli jej plánovanej emisii už v máji 2006. Vyrobená bude v počte maximálne 13 500 kusov.

- BR NBS prerokovala a schválila Plán hlavných úloh NBS na 2. polrok 2004.

Dňa 30. júla 2004 sa uskutočnilo 14. rokovanie Bankovej rady Národnej banky Slovenska (BR NBS) pod vedením jej guvernéra Mariána Juska.

- BR NBS prerokovala situačnú správu o menovom vývoji v SR za jún 2004 a rozhodla o ponechaní úrokových sadzieb na úrovni 3,0 % pre jednoduché sterilizačné obchody, 6,0 % pre jednoduché refinančné obchody a 4,5 % pre dvojtýždňové REPO tendre s obchodnými bankami.

Komentár k rozhodnutiu BR NBS zo dňa 30. júla 2004 o určení úrokových sadzieb

Banková rada NBS na svojom 14. rokovaní dňa 30. júla 2004 prerokovala situačnú správu o menovom vývoji v SR za jún 2004, na základe ktorej konštatovala, že aktuálny a očakávaný vývoj makroekonomických a menových ukazovateľov v SR je v súlade s očakávaniami NBS. V súlade s tým rozhodla Banková rada NBS o ponechaní kľúčových úrokových sadzieb na nezmenenej úrovni. Dynamika spotrebiteľských cien a jej očakávaný vývoj sa naďalej pohybuje v súlade s predpokladmi NBS, pričom v ekonomike absentujú signály o potenciálnom vzniku dopytového tlaku na rast cien. Aktuálne indikátory reálnej ekonomiky poukazujú na pokračujúci pozi-

tívny vývoj v oblasti rastu priemyselnej produkcie a tržieb, ktorý je sprevádzaný postupne sa zmiernujúcim rastom nominálnych miezd. NBS v súlade so svojou kurzovou politikou intervnuje na devízovom trhu s cieľom zabezpečiť primeraný vývoj výmenného kurzu a eliminovať riziko nadmerného posilňovania slovenskej koruny. Pri rozhodovaní o výške úrokových sadzieb Banková rada NBS hodnotila nasledujúce faktory:

Ročná dynamika rastu spotrebiteľských cien, ako aj jadrová inflácia sa v júni v porovnaní s májom mierne spomalili, čo bolo v súlade s predpokladmi NBS. Na rast cenovej hladiny v júni pôsobil rast regulovaných cien, cien potravín, pohonných hmôt a trhových služieb, kým ceny obchodovateľných tovarov bez pohonných hmôt stagnovali. V najbliž-



šom období by mali byť spotrebiteľské ceny vo väčšej miere ovplyvnené implementáciou spoločnej poľnohospodárskej politiky. Rast cien pohonných hmôt by mal rovnako pokračovať aj v júli, vzhľadom na aktuálny vývoj cien ropy na svetových trhoch. Aktualizovaná krátkodobá predikcia vývoja spotrebiteľských cien na koniec roka sa nachádza približne v strede programového koridoru, tak pre celkovú, ako aj pre jadrovú infláciu. V oblasti cenového vývoja začal Štatistický úrad uverejňovať okrem indexu spotrebiteľských cien aj harmonizovaný index spotrebiteľských cien, pričom ich tempo rastu bolo v júni zhodné.

Zahranično-obchodná bilancia SR dosiahla v máji deficit, čo sa spolu s výplatou vyššieho objemu dividend zahraničnému investorovi prejavilo aj v dosiahnutí deficitu na bežnom účte platobnej bilancie. V máji zanikol priaznivý vplyv bázického efektu na 12-mesačné kumulatívne saldo obchodnej bilancie, čím sa zastavil dlhodobjší trend poklesu jej kumulatívneho deficitu. V najbližšom období je možné očakávať postupné prehlbovanie 12-mesačného kumulatívneho deficitu obchodnej bilancie aj s ohľadom na dovolenkové obdobie a s tým spojený pokles objemu vývozu. Tento vývoj NBS v Aktualizovanom menovom programe NBS na rok 2004 anticipovala, rovnako ako zvýšený dovoz technológií v druhom polroku 2004 v súvislosti s realizáciou priamej zahraničnej investície.

Vývoj reálnej ekonomiky si na základe hodnotenia vybraných ukazovateľov makroekonomického vývoja udržiava tendencie z predchádzajúceho obdobia. Priemyselná produkcia zaznamenala v máji zrýchlený rast a rovnako vzrástli tržby v službách s výnimkou služieb v oblasti nehnuteľností, prenájmania a obchodných služieb. Rast nominálnych miezd sa v máji po dynamickejšom raste v prvom štvrtroku vo väčšine odvetví medziročne spomalil, čím sa potvrdil

predpoklad o jednorazovom efekte presunu výplat časti minuloročných miezd v úvode roku 2004 z daňových dôvodov.

V oblasti menových agregátov došlo k poklesu dynamiky peňažnej zásoby, a to vplyvom platby dividend do verejného sektora a do zahraničia. Vývoj úverových aktivít obchodných bánk pokračuje v doterajšom trende, ktorý sa vyznačuje prírastkami korunových úverov obyvateľstvu a rastúcim záujmom podnikov o úvery v cudzej mene v neprospech korunových. Doterajšie viacnásobné zníženie vyhlásených úrokových sadziieb Národnou bankou Slovenska sa diferencovane premietlo do úrokových sadziieb bankového sektora voči primárnym klientom. Súvisí to s tým, že obchodné banky uplatňujú rozdielnu úrokovú politiku voči jednotlivým skupinám klientov, kde v prípade obyvateľstva úrokové sadzby z vkladov poklesli, ale z úverov zaznamenali v tomto roku dokonca nárast. Aj v dôsledku toho je úroková marža bánk pre obyvateľstvo výrazne vyššia v porovnaní s úrokovou maržou pre podniky. Národná banka Slovenska nie je spokojná s takouto úrokovou politikou obchodných bánk, ktorá nepriaznivo ovplyvňuje transmisiu signálov NBS vo forme zmien jej úrokových sadziieb do reálnej ekonomiky. Aktuálny vývoj a predikcie vývoja makroekonomických a menových ukazovateľov neindikujú vznik vývojových tendencií, ktoré by vyžadovali zmenu súčasného nastavenia menovej politiky. Zároveň sa v ekonomike zatiaľ v plnej miere neprejavila transmisia zníženia kľúčových úrokových sadziieb v marci, v apríli a v júni. V devízovej oblasti bude NBS naďalej plniť úlohu stabilizátora kurzového vývoja, pričom úroveň kurzu, ako aj dynamika jeho zhodnocovania by mala byť v súlade s vývojom ukazovateľov reálnej ekonomiky.

Tlačové oddelenie OVI NBS

TLAČOVÉ SPRÁVY

ISTROBANKA navýšila základné imanie o 200 mil. Sk

Mimoriadne valné zhromaždenie ISTROBANKY zvolané jej 100 %-ným akcionárom, rakúskou bankou Bank für Arbeit und Wirtschaft, schválilo na svojom zasadnutí dňa 21. 7. 2004 zvýšenie základného imania ISTROBANKY o 200 mil. Sk zo sumy 1,75 mld. Sk na 1,95 mld. Sk. Novovydané akcie na meno v zaknihovanej podobe boli upísané ku dňu konania valného zhro-

maždenia v počte 200 ks v menovitej hodnote 1 milión Sk na akciu. Valné zhromaždenie súčasne rozhodlo o vložení 250 mil. Sk do ážiového fondu banky. Kapitálove posilnenie banky umožní predovšetkým ďalší rozvoj jej obchodných aktivít a následne ovplyvní priaznivý vývoj záväzných ukazovateľov voči NBS.

(pol)



Ukazovateľ	Merná jednotka	2000	2001	2002	2003 12.	2004				
						1.	2.	3.	4.	5.
REÁLNA EKONOMIKA										
Hrubý domáci produkt 1) 2)	mln. Sk	690,7	716,8	748,4	779,9*			190,6*		
Medziročná zmena HDP 3)	%	2,0	3,8	4,4	4,2*			5,5		
Miera nezamestnanosti 4)	%	17,9	18,6	17,5	15,6	16,6	16,5	16,0	15,3	14,5
Spotrebiteľské ceny 3)	%	8,4	6,5	3,4	9,3	8,3	8,5	8,2	8,0	8,3
OBCHODNÁ BILANCIA 2)*										
Vývoz (fob)	mil. Sk	548 372	610 693	651 256	803 037	60 556	127 259	202 231	283 444	363 868
Dovoz (fob)	mil. Sk	590 728	713 898	747 883	826 625	58 899	125 939	202 554	285 162	368 094
Saldo	mil. Sk	-42 356	-103 205	-96 627	-23 588	1 657	1 320	-323	-1 718	-4 226
PLATOBNÁ BILANCIA 2)										
Bežný účet	mil. Sk	-32 941,1	-84 891,5	-87 900,5	-10 198,5	2 249,3	4 189,9	5 330,9	3 980,5	
Kapitálový a finančný účet	mil. Sk	63 415,1	83 173,0	234 308,9	64 541,5	-1 704,5	14 449,2	-1 030,9	86,6	
Celková bilancia	mil. Sk	34 168,8	6 866,9	160 596,0	52 446,2	3 370,5	22 742,0	8 501,6	7 682,1	
DEVÍZOVÉ REZERVY 4) 9)										
Celkové devízové rezervy	mil. USD	5 581,7	5 437,3	10 380,6	13 406,1	13 493,8	13 936,2	13 275,2	13 016,5	14 597,0
Devízové rezervy NBS	mil. USD	4 076,8	4 188,7	9 195,5	12 149,0	12 242,2	12 755,6	12 214,2	11 920,8	13 556,8
ZAHRANIČNÁ ZADĹŽENOSŤ 4) 7)										
Celková hrubá zahraničná zadĺženosť	mln. USD	10,8	11,3	13,2	18,3	17,9	18,2	17,5	17,0	
Zahraničná zadĺženosť na obyvateľa SR	USD	2 021	2 095	2 452	3 406	3 329	3 389	3 245	3 156	
MENOVÉ UKAZOVATELE										
Devízový kurz 5) 6)	Sk/USD	46,200	48,347	45,335	33,604	32,292	32,083	32,927	33,433	33,498
Peňažná zásoba [M2] 4) 8)	mln. Sk	580,4	649,2	681,5	730,1*	725,5	730,7	711,6	719,8	710,9
Medziročná zmena M2 3) 8)	%	14,2	11,9	4,7	7,1*	6,5	5,5	3,2	4,3	1,8
Úvery podnikom a obyvateľstvu 4) 8)	mln. Sk	396,1	321,7	330,2	378,1*	374,9	378,8	384,2	383,9	388,2
ŠTÁTNY ROZPOČET 2) 4)										
Prijmy	mln. Sk	213,4	205,3	220,3	233,1	21,0	36,4	67,0	98,1	109,2
Výdavky	mln. Sk	241,1	249,7	272,0	289,1	23,7	40,8	65,8	92,4	111,5
Saldo	mln. Sk	-27,7	-44,4	-51,7	-56,0	-2,7	-4,4	1,2	5,7	-2,3
Klientske sadzby										
Priemerná úroková miera										
jednoročné vklady	%	9,76	6,62	5,70	3,76	3,56	3,66	3,88	3,81	3,81
krátkodobé úvery	%	13,61	11,24	9,93	7,75	7,82	7,72	7,57	7,49	7,31
krátkodobé čerpané úvery	%	11,95	9,18	8,99	7,15	7,50	7,62	7,52	7,45	8,93
PEŇAŽNÝ TRH										
Úrokové sadzby stanovované Bankovou radou NBS, platnosť od 1-dňové operácie – sterilizačné	%					31.1.2004	29.2.2004	31.3.2004	30.4.2004	31.5.2004
– reŕinančné	%					4,50	4,50	4,00	3,50	3,50
2-týždňová limitná sadzba NBS pre štandardný REPO tender	%					7,50	7,50	7,00	6,50	6,50
Základná úroková sadzba NBS	%					6,00	6,00	5,50	5,00	5,00
Priemerná úroková miera z medzibank.vkladov (BRIBOR) **	%					6,00	6,00	5,50	5,00	5,00
overnight	%	7,96	7,35	7,18	5,32	5,66	5,93	5,67	4,95	4,22
7-dňová	%	8,47	7,73	7,73	5,99	5,98	6,02	5,82	5,31	4,82
14-dňová	%	8,53	7,76	7,79	6,06	5,96	6,01	5,86	5,36	4,89
1-mesačná	%	8,58	7,77	7,81	6,08	5,92	5,96	5,85	5,37	4,94
2-mesačná	%	8,58	7,77	7,80	6,04	5,86	5,87	5,78	5,36	4,93
3-mesačná	%	8,58	7,77	7,77	5,98	5,78	5,79	5,71	5,35	4,91
6-mesačná	%	8,58	7,77	7,72	5,81	5,61	5,58	5,53	5,29	4,85
9-mesačná	%	7,95	7,75	7,70	5,68	5,48	5,43	5,39	5,17	4,79
12-mesačná	%	7,97	7,76	7,68	5,65	5,44	5,34	5,31	5,13	4,73

1) stále ceny, priemer roka 1995

2) kumulatívne od začiatku roka

3) zmena oproti rovnakému obdobiu predchádzajúceho roka

4) stav ku koncu obdobia

5) kurz devíza stred, priemer za obdobia

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

7) od 1. 1. 1999 zmena metodiky

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

9) od 1. 1. 2002 zmena metodiky

* predbežné údaje

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

VEREJNÁ ANONYMNÁ SÚŤAŽ NA VÝTVARNÉ NÁVRHY SLOVENSKÝCH STRÁN EUROVÝCH MINCÍ

Vstupom do Európskej únie prijala Slovenská republika záväzok zaviesť spoločnú menu euro, čo však bude možné až po splnení maastrichtských kritérií a podmienok na prijatie Slovenska za člena eurozóny. Tento proces sa zavŕši pravdepodobne v rokoch 2008 až 2009. Aj keď dovtedy zostáva ešte niekoľko rokov, Národná banka Slovenska realizuje už v súčasnosti opatrenia, aby sme boli na zavedenie spoločnej meny pripravení už od 1. januára 2008. Dňa 20. júla 2004 vyhlásila verejnú anonymnú súťaž na výtvarné návrhy slovenských strán eurových mincí. Súťaž sa uskutoční v dvoch kolách, s uzávierkami 31. januára 2005 a 30. septembra 2005. Do prvého kola treba predložiť kresbové návrhy mincí, z ktorých maximálne päť najlepších z každej nominálnej hodnoty postúpi do druhého kola. Na účasť v druhom kole budú vyzvaní už len autori najlepších návrhov a ich úlohou bude vytvoriť reliéfne podoby týchto návrhov vo forme sadrových modelov. Vyhodnotenie súťaže usku-

toční odborná komisia na výber námetov pamätných mincí a komisia na posudzovanie výtvarných návrhov mincí. Podmienky súťaže a potrebné podklady sú zverejnené na internetovej stránke NBS <http://www.nbs.sk> v časti Slovenská mena.

Viceguvernér Národnej banky Slovenska Ivan Šramko na tlačovej konferencii uskutočnenej pri príležitosti vyhlásenia verejnej anonymnej súťaže na výtvarné návrhy slovenských strán eurových mincí zdôraznil mimoriadny význam tejto súťaže, keďže eurové mince so slovenskými stranami sa budú používať nielen v Slovenskej republike, ale budú zákonným platidlom aj na území ostatných štátov eurozóny. Preto má Národná banka Slovenska záujem, aby národná strana mincí zobrazovala na vysokej výtvarnej úrovni bohaté historické, kultúrne a prírodné hodnoty Slovenska a tým prispela k jeho dôstojnej reprezentácii.

(pol)

VÝROČNÉ ZHROMAŽDENIE EABH V ATÉNACH

Tohtoročné výročné zhromaždenie Európskej asociácie pre bankovú históriu (EABH) sa konalo v Aténach. Bolo spojené s konferenciami na tému Archívy a kultúra spoločností (korporácií) a Ľudský faktor v bankovníctve.

Rok po stretnutí na pôde Národnej banky Slovenska v Bratislave bola spoluorganizátorom akcie grécka Alfa banka.

Na zasadnutí EABH v Aténach došlo k zmene stanov –

nový názov EABH je Európska asociácia pre bankovú a finančnú históriu, ako aj k výmene vo vedení asociácie. Novým predsedom výkonného výboru EABH a nástupcom Sira Evelyn de Rothschilda, ktorý pôsobil na čele asociácie trinásť rokov, sa stal bývalý šéf Európskej centrálny banky Willem Frederik Duisenberg.

Marián Tkáč

PREHĽAD VZDELÁVACÍCH PODUJATÍ INŠTITÚTU BANKOVÉHO VZDELÁVANIA NBS NA III. ŠTVRŤROK 2004

Názov vzdelávacieho podujatia	Dátum
SEPTEMBER	
Inteligentné investovanie pomocou pasívnych produktov	13. – 14.
Finančný manažment I	20. – 21.
Daň z príjmov právnických osôb	23.
Effective Oral Communication	24. 9. – 10. 12.
Ohodnocovanie hnutelného majetku pre bankové účely III	27. – 28.
Finančné nástroje a ich oceňovanie podľa medzinárodných účtovných štandardov	27. – 29.
Business and Banking English Skills and Communication II	27. 9. – 8. 12. 28. 9. – 2. 12.
Organizačné a technologické zabezpečenie agendy bankových platobných kariet	28. – 29.
Jazyková kultúra v bankovníctve	29.
Discussions and Negotiations Workshop BC	29.