



**NA AKTUÁLNU TÉMU**

Ing. Zora Komínková, CSc., Ing. Tibor Lalinský, Mgr. Martin Šuster, PhD. / **Analýza konvergencie slovenskej ekonomiky k Európskej únii / 2**

**LEGISLATÍVA EURÓPSKEJ ÚNIE**

Ján Vyhnálik, Izabela Fendeková / **Tretia smernica EÚ proti praniu špinavých peňazí a financovaniu terorizmu / 10**

**POISŤOVNÍCTVO**

Ing. Eva Kafková, PhD., Ing. Darina Vološinová, Ing. Zuzana Bosáková, PhD. / **Vývoj rozhodujúcich makroekonomických ukazovateľov a komerčného poisťovníctva v krajinách V4 v rokoch 1995 – 2004 – 2. časť / 15**

**POSTREHY – PODNETY**

Ing. Katarína Šebejová / **Zdroje údajov o odvetviach a odvetvové analýzy / 20**

**PROFILY SVETOVÝCH EKONÓMOV**

doc. Ing. Magdaléna Přívarová, CSc. / **Michel Aglietta a jeho poňatie peňažnej teórie / 23**

**FINANČNÝ TRH**

doc. Ing. Božena Chovancová, PhD. / **Indexové fondy na kapitálových trhoch / 26**

**RECENZIA**

doc. Dr. Ing. Vladimír Valach / **Dozrievanie pre Európu / 30**

**Z ARCHÍVU NBS**

Mgr. František Chudják / **Hospodárska banka v Bratislave / 31**

**INFORMÁCIE**

**Z rokovania Bankovej rady NBS / 32**

**BIATEC**

**Odborný bankový časopis  
september 2005**

**Vydavateľ:** Národná banka Slovenska

**Redakčná rada:** Ing. Ivan Šramko (predseda),  
Mgr. Soňa Babincová, PhDr. Eva Barliková,  
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 1128

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](mailto:biatec@nbs.sk)

**Počet vydaní:** 12-krát do roka

**Cena výtlačku:** 21 Sk. Poštovné hradí predplatiťel.

**Ročné predplatné:** 252 Sk

**Tlač:** i + i print, spol. s r. o.

Mlynské Luhy 27, 821 05 Bratislava

**Objednávky na predplatné v SR a do zahraničia,  
reklamácie, distribúcia:** ☎ 5728 0368, fax: 5556 5535

VERSUS, a. s., Expedičné stredisko,

Pribinova 21, 819 46 Bratislava

**e-mail:** [expedicia@versusprint.sk](mailto:expedicia@versusprint.sk)

**Termín odovzdania rukopisov:** 5. 9. 2005

**Dátum vydania:** 19. 9. 2005

**Registračné číslo:** MK SR 698/92

ISSN 1335 - 0900

**Foto na obálke:** Ilustračná fotografia budovy ECB.  
Zdroj: archív redakcie

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.



# ANALÝZA KONVERGENCIE SLOVENSKEJ EKONOMIKY K EURÓPSKEJ ÚNII

Ing. Zora Komínková, CSc., Ing. Tibor Lalinský, Mgr. Martin Šuster, PhD.  
Inštitút menových a finančných štúdií Národnej banky Slovenska

## Úvod

V tejto štúdii hodnotíme aktuálny stav konvergenencie slovenskej ekonomiky v rámci jej fungovania v EÚ a identifikujeme hlavné aspekty a súvislosti podmieňujúce splnenie kritérií na vstup SR do eurozóny. Súčasne porovnáваме dosiahnutý stav a výhľad konvergenčného procesu na Slovensku v rámci skupiny krajín V4.

Nominálna a reálna konvergencia sa navzájom podmieňujú a obojstranne stimulujú. Stabilné makroekonomické prostredie vymedzené maastrichtskými kritériami nominálnej konvergenencie pôsobí ako stimulujúci faktor podnikateľských aktivít. Rýchlejšia rast produktivity a výkonnosti ekonomiky zároveň vytvára priaznivejšie podmienky na uplatňovanie stabilizačných politík, hlavne na znižovanie deficitu a znižovanie inflácie. Reálna konvergencia tak podporuje proces nominálnej konvergenencie a jej udržateľnosť v dlhodobejšom horizonte.

Slovensko pokročilo v nominálnej konvergencii. Na základe súčasného výhľadu vývoja ukazovateľov nominálnej konvergenencie bude v roku 2007 plniť všetky maastrichtské kritériá. V súlade s Konkretizáciou stratégie prijatia eura tak bude možné zaviesť v SR euro k 1. januáru 2009.

Nominálna konvergencia je podporovaná pokrokom v reálnej konvergencii. Slovensko zaznamenáva rýchly ekonomický rast založený na raste produktivity práce. Aj vďaka priamym zahraničným investíciám (ďalej len „PZI“) si udržuje vysokú otvorenosť ekonomiky. Nábeh výroby v nových zahraničných podnikoch by mal zabezpečiť pokračovanie rýchleho hospodárskeho rastu aj v nasledujúcich rokoch. Úzkym miestom reálnej konvergenencie zostáva trh práce a nezamestnanosť.

Inštitucionálna a štrukturálna konvergencia pomáhajú vytvárať vhodné podnikateľské a inštitucionálne prostredie, a tým prispievajú k zrýchľovaniu reálnej konvergenencie a následne aj nominálnej konvergenencie. Veľkou výzvou do budúcnosti je pre Slovensko plnenie cieľov Lisabonskej stratégie.

Maastrichtské kritériá neplní zatiaľ žiadna z krajín V4. Vzhľadom na rozdielne dátumy predpokladaného vstupu krajín V4 do eurozóny nie je v súčasnosti možné objektívne porovnať výhľad splnenia konvergenčných kritérií vo všetkých týchto krajinách. Slovensko plánuje zaviesť euro ako prvé. Splnenie cieľov Aktualizovaného konvergenčného programu sa javí najreálnejšie medzi krajinami V4.

Z hľadiska udržateľného plnenia kritérií nominálnej stability treba mať na zreteli viaceré dôležité aspekty. Po prvé, bodové splnenie nominálnych kritérií k dátumom hodnotenia nezaručuje stabilitu makroekonomického prostredia po vstupe. Po druhé, pokrok reálnej konvergenencie pred vstupom zlepšuje podmienky na plnenie nominálnych kritérií. Po tretie, dosiahnutá miera reálnej konvergenencie pri vstupe do eurozóny bude mať vplyv na zachovanie nominálnej stability po vstupe.

## 1. Nominálna konvergencia

### 1.1. Aktuálny stav plnenia maastrichtských kritérií

Slovensko v súčasnosti plní iba kritérium výšky dlhodobej úrokovej miery.

Napriek tomu, že verejný dlh bol v roku 2004 nižší ako referenčná hodnota, fiškálne kritérium Slovensko neplní, lebo deficit verejných financií dosiahol o 0,3 % HDP vyššiu hodnotu ako stanovuje maastrichtské kritérium.

Inflácia v posledných mesiacoch výrazne klesla, Slovensko však zatiaľ nespĺňa ani kritérium cenovej stability. Dvanásťmesačný priemer inflácie bol v júni 2005 stále takmer dvojnásobne vyšší než referenčná hodnota. Medziročná inflácia meraná HICP k júnu 2005 však bola iba na úrovni 2,5 % a v blízkej budúcnosti výrazne klesne aj dvanásťmesačný priemer.

Kritérium výšky dlhodobej úrokovej miery je jediné z kritérií, ktoré Slovensko v súčasnosti plní. V posledných mesiacoch sme svedkami poklesu referenčnej hodnoty, ako aj priemernej dlhodobej úrokovej miery na Slovensku, pričom priemerná dlhodobá úroková miera na Slovensku klesá rýchlejšie ako referenčná hodnota. Vývoj na Slovensku súvisí so zvýšením dôveryhodnosti hospodárskej politiky, poklesom inflačných očakávaní, ako aj so znížením rizikovej prémie.

Tab. 1 Plnenie maastrichtských kritérií

Kritérium		Aktuálna hodnota (jún 2005)	Referenčná hodnota	Stav plnenia (jún 2005)
Fiškálne kritérium	verejný deficit	3,3 % HDP <sup>1)</sup>	3 % HDP	NIE
	verejný dlh	43,6 % HDP <sup>1)</sup>	60 % HDP	
Miera inflácie (HICP) <sup>2)</sup>		4,5 %	2,3 %	NIE
Dlhodobá úroková miera		4,3 %	5,9 %	ÁNO
Nominálny výmenný kurz		mimo ERM II (+10,1 % / -1,4 %) <sup>3)</sup>	účasť v ERM II +15 % / -15 %	nehodnotíme

Zdroj: MF SR, NBS, Eurostat, vlastné výpočty.

<sup>1)</sup> Rok 2004.

<sup>2)</sup> Dvanásťmesačný priemer.

<sup>3)</sup> Simulované flukтуаčné pásmo voči priemeru za júl 2003.



Slovensko zatiaľ nespĺňa základné systémové podmienky na hodnotenie stability výmenného kurzu (účasť v ERM II a stanovená centrálna parita). Stabilitu výmenného kurzu preto hodnotíme iba orientačne, na základe jeho výkyvov od simulovanej strednej hodnoty. V súlade s konvenciou prijatou v konvergenčných správach ECB hodnotíme stabilitu výmenného kurzu vzhľadom na priemer za prvý mesiac sledovaného dvojročného obdobia, teda vzhľadom na priemer za júl 2003. Nominálny výmenný kurz SKK/EUR sa počas sledovaného dvojročného obdobia postupne zhodnocoval. Pritom sa pohyboval v pásme od -1,4 % (znehodnotenie) do +10,1 % (zhodnotenie) voči priemeru za júl 2003, teda v rámci štandardného fluktuatívneho pásma  $\pm 15$  %.

## 1.2. Výhľad splnenia maastrichtských kritérií

V záujme splnenia podmienok na zavedenie eura v roku 2009 bude potrebné pokračovať v konsolidácii verejných financií a dosiahnuť najneskôr v roku 2007 deficit verejných financií nepresahujúci 3 % HDP. Inflácia meraná HICP by mala s dostatočnou rezervou klesnúť pod očakávanú referenčnú hodnotu približne 2,4 %<sup>1</sup>. Vychádzajúc z oficiálnych materiálov Ministerstva financií SR<sup>2</sup> a NBS bude Slovensko schopné tieto kritériá splniť.

Podľa východísk pre tvorbu rozpočtov na roky 2006 až 2008 deficit verejných financií (vrátane vplyvu dôchodkovej reformy) v roku 2006 vzrastie, no v ďalších rokoch bude postupne klesať. Zároveň klesne aj pomer verejného dlhu k HDP. Kritérium verejných financií bude Slovensko plniť v roku 2007<sup>3</sup>.

V Menovom programe NBS do roku 2008 si NBS stanovila cieľ splniť inflačné kritérium do roku 2007. Podľa aktuálnej strednodobej predikcie NBS<sup>4</sup> a odhadu referenčnej

### Úprava Paktu stability a rastu

V marci 2005 prijala Rada EÚ rozhodnutie o potrebe zmeniť Pakt stability a rastu. V blízkej budúcnosti sa očakávajú zmeny nariadení Rady č. 1466/97, 1467/97 a 3605/93, ktoré pakt upravujú. Zmeny v posudzovaní deficitu verejných financií sa budú týkať hlavne hodnotenia fiškálnej situácie krajín eurozóny (a hodnotenia programov stability a rastu, ale aj konvergenčných programov).

Maastrichtská zmluva zostáva nezmenená, fiškálne kritérium pre výšku verejného deficitu je naďalej 3 % HDP. Do deficitu sa budú započítavať všetky výdavky verejných financií, žiadne položky nebude možné automaticky vylúčiť.

Dohodnuté zmeny Paktu stability a rastu umožnia prekročiť 3 %-nú hranicu deficitu za určitých podmienok bez toho, aby bolo treba uplatniť postup v prípade nadmerného deficitu. Náklady dôchodkovej reformy bude možné zohľadniť takto:

- čisté náklady reformy sa zohľadnia prvých päť rokov po zavedení povinného kapitalizačného piliera (v prípade, že členský štát už reformu uskutočnil, počas piatich rokov po r. 2004),
- zohľadnenie nákladov je regresívne, v jednotlivých rokoch sa môže započítať 100 %, 80 %, 60 %, 40 % a 20 % čistých nákladov reformy pre verejný pilier.

V prípade Slovenska sa môže zohľadniť 100 % vplyvu dôchodkovej reformy v roku 2005 (čiže 0,4 % HDP), 80 % v roku 2006 (1 % HDP), 60 % v roku 2007 (0,8 % HDP), 40 % v roku 2008 (0,6 % HDP) a 20 % v roku 2009 (0,3 % HDP).

hodnoty by inflačné kritérium malo byť splnené už v roku 2006. V roku 2005 by mala medziročná inflácia meraná HICP dosiahnuť 2,4 % a v roku 2006 už iba 1,9 %. Rozhodujúcimi faktormi vývoja inflácie budú: nízka dovezená inflácia, spomaľovanie rastu cien energií a zvyšujúca sa konkurencia v maloobchode. Na základe našich výpočtov referenčná hodnota na rok 2007, ktorý bude rozhodujúci pre posúdenie plnenia inflačného kritéria, bude približne 2,4 %. Pritom pravdepodobnosť, že referenčná hodnota bude nižšia ako 1,8 % (čo je súčasný odhad inflácie na Slovensku) je úplne zanedbateľná – menej ako 0,3 %<sup>5</sup>.

V súčasnosti sú sadzby ECB na historicky najnižších úrovniach. V budúcnosti možno očakávať postupný návrat k neutrálnym úrokovým sadzbám v členských krajinách EÚ (ako aj na Slovensku). Tento vývoj bude vytvárať predpoklady na rast dlhodobej úrokovej miery. Zároveň sa však očakáva ďalší pokles úrokového diferenciálu medzi úrokovou mierou na Slovensku a referenč-

Tab. 2 Výhľad plnenia maastrichtských kritérií

Kritérium		2005	2006	2007	2008
Fiškálne kritérium	verejný deficit vrátane vplyvu dôchodkovej reformy	3,8 % HDP	4,2 % HDP	3,0 % HDP	2,7 % HDP
	verejný deficit bez vplyvu dôchodkovej reformy	3,4 % HDP	2,9 % HDP	1,6 % HDP	1,3 % HDP
	verejný dlh	36,7 % HDP	38,4 % HDP	37,8 % HDP	37,5 % HDP
		budeme plniť			
Miera inflácie (HICP)		2,4 %	1,9 %	1,8 %	1,8 %
		budeme plniť			
Dlhodobá úroková miera		5,4 %	5,5 %	5,7 %	–
		budeme plniť			

Zdroj: MF SR, NBS, vlastné výpočty.

<sup>1</sup> Odhad referenčnej hodnoty na základe vlastných výpočtov.

<sup>2</sup> Aktualizovaný konvergenčný program Slovenska na roky 2004 až 2010, MF SR, november 2004, a Návrh rozpočtu verejnej správy na roky 2006 až 2008, MF SR, júl 2005.

<sup>3</sup> Do ukončenia nábehovej fázy dôchodkovej reformy nie je možné spoľahlivo určiť náklady spojené s reformou. V súlade s rozhodnutím Eurostatu, ktoré umožňuje do marca 2007 vykazovať deficit verejných financií bez vplyvu dôchodkovej reformy, sa Ministerstvo financií SR rozhodlo (do ukončenia nábehovej fázy, t. j. do júna

2006) vykazovať deficit verejných financií bez vplyvu dôchodkovej reformy. V našom hodnotení plnenia maastrichtských kritérií sa zameriavame predovšetkým na reálnosť splnenia fiškálneho kritéria v roku 2007, keď už nebude možné tento postup uplatniť. Preto pri hodnotení plnenia fiškálneho kritéria vychádzame z deficitu verejných financií vrátane vplyvu dôchodkovej reformy.

<sup>4</sup> Strednodobá predikcia (P3Q-2005), NBS, júl 2005.

<sup>5</sup> Pravdepodobnosť, že referenčná hodnota bude nižšia ako 2 % (čo je strop inflačného cieľa NBS na rok 2007) je tiež veľmi malá – iba 4 %.



nou hodnotou. Na základe aktuálnych odhadov budúceho vývoja bude Slovensko s rezervou plniť kritérium dlhodobej úrokovej miery aj v nasledujúcich rokoch.

V posledných rokoch dochádza k zrýchľovaniu posilňovania nominálneho výmenného kurzu SKK/EUR, ktoré je podložené hlavne zlepšujúcim sa hospodárskym vývojom. Vychádzajúc z doterajšieho relatívne stabilného vývoja nominálneho výmenného kurzu, ako aj v súvislosti s očakávaným pozitívnym makroekonomickým vývojom možno predpokladať, že v nasledujúcich rokoch nedôjde k prekročeniu fluktuáčného pásma  $\pm 15\%$ .

### 1.3. Riziká udržateľnosti plnenia

Riziká v oblasti plnenia fiškálneho kritéria sa spájajú predovšetkým s výsledkami prebiehajúcich štrukturálnych reforiem. Vzhľadom na uskutočňované reformy nemusia dôjsť k naplneniu očakávaných príjmov verejného rozpočtu, prípadne sa nemusia naplniť odhadované dlhodobé prínosy prebiehajúcich reforiem. Neistotu predstavuje aj výpadok príjmov v súvislosti s druhým dôchodkovým pilierom. Negatívny vplyv na plnenie fiškálnych kritérií môže mať nižší než očakávaný rast výkonnosti ekonomiky, prípadne i nárast spolufinancovania projektov realizovaných z fondov EÚ<sup>6</sup>. Krajným rizikom by bola zmena základných cieľov fiškálnej politiky po voľbách v roku 2006.

Riziko vyššej inflácie sa spája predovšetkým s vývojom miezd. V situácii nedostatočne pružného trhu práce bude dôležité zabezpečiť, aby sa rast miezd vyvíjal v súlade s rastom produktivity práce. Významným faktorom budúcej inflácie bude úspešnosť stratégie udržateľnej fiškálnej konsolidácie a pokračovanie v reštrukturalizácii ekonomiky. V určitých súvislostiach aj priame zahraničné investície možno považovať za potenciálny zdroj rizika. Vyčerpanie ponuky práce v niektorých špecifických segmentoch trhu práce by mohlo zvýšiť mzdové nároky a prejaviť sa vo zvýšení inflácie. Vo verejnom sektore môže zohrať negatívnu rolu vplyv blížiacich sa parlamentných volieb v roku 2006. Prípadný neprímeraný rast miezd a zároveň aj spotreby verejnej správy sa tak môže negatívne prejaviť nielen v rámci reálnej, ale aj nominálnej konvergenencie. Na výšku inflácie bude mať vplyv aj proces dobiehania hospodársky rozvinutejších krajín. V rokoch 2006 až 2008 bude príspevok Balassa-Samuelsonovho efektu k celkovej inflácii predstavovať približne 2 percentuálne body ročne. Rizikom pre splnenie kritéria cenovej stability je aj prípadné pretrvávanie súčasných vysokých cien ropy alebo ich ďalší rast v strednodobom horizonte<sup>7</sup>. Ďalšími potenciálnymi rizikami sú rýchly rast úverov, náhle silné oslabenie výmenného kurzu, prípadne neudržanie dezinflačných očakávaní. Špecifické riziko plnenia inflačného kritéria pramení z neistoty ohľadne výšky

referenčnej hodnoty, ktorá odráža vývoj v troch krajinách s najlepšimi výsledkami v oblasti inflácie.

Dlhodobá úroková miera je v prevažnej miere podmienená vývojom vo fiškálnej oblasti a inflačným diferenciálom. Za predpokladu plnenia fiškálnych a inflačných cieľov nie je splnenie kritéria pre dlhodobú úrokovú mieru ohrozené.

Napriek klesajúcemu úrokovému diferenciu medzi Slovenskom a EÚ bude nominálny výmenný kurz v nasledujúcich rokoch pravdepodobne naďalej vystavený tlakom súvisiacim s pohybom krátkodobého kapitálu a portfóliovými investíciami. Pre vývoj v strednodobom horizonte bude dôležité správne nastavenie centrálnej parity.

## 2. Reálna konvergenca

### 2.1. Aktuálny stav reálnej konvergenencie

Rast ekonomiky SR v roku 2004 prekročil pôvodné očakávanie, keď reálny rast HDP dosiahol 5,5 %. Na rozdiel od roku 2003 je rast stimulovaný nielen zahraničným dopytom, ale predovšetkým domácou spotrebou a investíciami. Výkonnosť ekonomiky SR meraná HDP na obyvateľa v parite kúpnej sily (ďalej len „PKS“) však v súčasnosti predstavuje iba 52 %<sup>8</sup> priemernej výkonnosti EÚ.

Vysoká miera inflácie a posilňovanie koruny viedli tiež k priblíženiu cenovej hladiny na Slovensku k cenovej hladine v EÚ. V roku 2004 predstavovala cenová úroveň na Slovensku podľa našich odhadov približne 54,2 % cenovej úrovne priemeru EÚ.

V roku 2004 sa v porovnaní s predchádzajúcim rokom výrazne spomalil rast vývozu tovarov a služieb (predovšetkým v automobilovom priemysle) a zároveň došlo k čiastočnému zrýchleniu rastu dovozu v súvislosti so zvyšujúcou sa spotrebou domácností a rastom investícií. Tento vývoj mal za následok zhoršenie platobnej bilancie. Deficit bežného účtu platobnej bilancie sa zvýšil na 3,5 % HDP.

Vzhľadom na to, že dovoz i vývoz rástli podobným tempom ako nominálny HDP, otvorenosť ekonomiky zostáva naďalej vysoká. Podiel zahraničného obchodu (súčet vývozu a dovozu) na HDP predstavoval v roku 2004 156,3 % HDP.

Popri rastúcom počte oznamovaných nových PZI bol ich skutočný prílev v roku 2004 nižší ako v predchádzajúcich rokoch. Podmienky pre prílev zahraničných investícií sa vďaka štrukturálnym reformám zlepšili a ukazovatele v oblasti trhu práce sú naďalej výhodné. Pri nízkej cenovej úrovni si Slovensko udržuje aj relatívne nízku mzdovú úroveň.

V roku 2004 sa medziročne zvýšil rast jednotkových nákladov práce, keď nominálne kompenzácie na zamestnanca vzrástli o 10,8 % a reálna produktivita práce o 5,8 %. Dôležité však je, že reálny rast miezd nepredbehol reálny rast produktivity práce. Úroveň produktivity práce na Slovensku sa v roku 2004 zvýšila na 61,4 % produktivity práce v EÚ.

Evidovaná miera nezamestnanosti klesla na 14,3 %, miera nezamestnanosti vypočítaná na základe výberového zisťova-

<sup>6</sup> Návrh rozpočtu verejnej správy na roky 2006 až 2008, MF SR, júl 2005.

<sup>7</sup> Vyššie ceny ropy majú vyšší vplyv na infláciu na Slovensku, ktoré má podstatne vyššiu energetickú náročnosť hospodárstva, ako je priemer EÚ. Na Slovensku sa na výrobu jednotky HDP spotrebuje 4,5-krát viac energie, ako je priemer EÚ.

<sup>8</sup> Odhad Eurostatu na rok 2004. Podľa odhadu autorov bol podiel HDP na obyvateľa v SR a EÚ 53,9 %.





Tab. 3 Aktuálne ukazovatele reálnej konvergenencie (rok 2004)

Výkonnosť a cenová hladina		Otvorenosť ekonomiky		Trh práce a zamestnanosť	
Podiel HDP v SR a EÚ (v PKS)	52,0 % <sup>1)</sup>	Vývoz	76,8 % HDP	Miera zamestnanosti	56,8 %
Reálny rast HDP v SR	5,5 %	Dovoz	79,5 % HDP	Miera nezamestnanosti (VZPS)	18,1 %
Reálny rast HDP v EÚ	2,4 %	Bežný účet PB	-3,5 % HDP	Rast produktivity práce (ESA 95)	5,8 %
Pomer cenových hladín v SR a EÚ	54,2 % <sup>2)</sup>	Prílev PZI	2,0 % HDP	Rast jednotkových nákladov práce (ESA 95)	4,7 %

Zdroj: NBS, MF SR, Eurostat, vlastné výpočty.

<sup>1)</sup> Odhad Eurostatu. Podľa odhadu autorov bol podiel HDP na obyvateľa v SR a EÚ 53,9 %.

<sup>2)</sup> Odhad autorov na základe vývoja inflácie a výmenného kurzu.

nia pracovných síl naopak mierne vzrástla na 18,1 %. Štruktúrálna zložka nezamestnanosti je vysoká, dlhodobá nezamestnanosť tvorí viac ako polovicu celkovej nezamestnanosti. Miera zamestnanosti v roku 2004 vplyvom prebiehajúcich zmien na trhu práce dočasne mierne klesla (o 0,2 %) na 56,8 %.

## 2.2. Stav štruktúrnych a inštitucionálnych reforiem

Slovensku sa podarilo úspešne implementovať viaceré dôležitých štruktúrnych reforiem. Ide predovšetkým o reformu verejných financií, zmeny v daňovom systéme, ale aj reformu dôchodkového systému, zmeny v sociálnej politike a na trhu práce, v regionálnom školstve a v zdravotníctve.

V poslednom období boli prijaté niektoré právne predpisy, ktorými SR reagovala na potrebu transponovať a implementovať európske smernice a nariadenia do domáceho právneho rámca. Prijali sa zákony upravujúce nadnárodné právne formy podnikateľských subjektov, zákon o konkurze a reštrukturalizácii a pod. Iné právne predpisy sa novelizovali, napr. novela Občianskeho zákonníka, ktorá zavádza dvojročnú záručnú lehotu a upravuje nové typy spotrebiteľských zmlúv. V oblasti služieb bola prijatá Národná stratégia pre širokopásmový prístup a Poštová politika do roku 2008. Rozsiahlymi zmenami prešla aj právna úprava kapitálového trhu a finančných služieb.

Situácia v bankovom sektore je stabilizovaná, zlepšila sa rentabilita, zvýšila sa konkurencia na trhu bankových produktov a priaznivo sa vyvíja aj plnenie ukazovateľov obozretného podnikania. Naďalej pretrvávajú nedostatok likvidita kapitálového trhu. Najdynamickejšie sa rozvíjajúcim segmentom finančného trhu je kolektívne investovanie.

Podniková sféra podobne ako celá mikrosféra zvyšuje výkonnosť a upevňuje svoju ekonomickú stabilitu. Tento trend je viacročný. Postupne rastie podiel ziskových podnikov a klesá podiel stratových. Tiež klesá vplyv stratových podnikov na medzipodnikové finančné toky, čím sa znižuje riziko možných finančných porúch. Rastie kapitálová primeranosť, klesá finančná závislosť vrátane úverovej, znižuje sa doba obratu podnikových aktív a rastie pridaná hodnota. Parametre ziskovosti vyjadrené rentabilitou podnikových aktív a vlastného kapitálu sa postupne približujú úrovni podnikateľskej sféry v EÚ. Výsledkom je úroveň udržateľného rastu, ktorá umožňuje v budúcnosti dosiahnuť vyššiu výslednú výkonnosť podnikovej sféry.

Zlepšilo sa podnikateľské prostredie. Nový zákonník práce zvýšil flexibilitu trhu práce. Znížila sa administratívna náročnosť

prí vstupe do podnikania. Významnými zmenami prešla aj registrácia majetku. O úspešnom napredovaní Slovenska v oblasti zlepšovania podnikateľského prostredia hovorí aj štúdia Svetovej banky „Doing Business in 2005“, ktorá označuje Slovensko za „top reformátora“.

Vychádzajúc z Cardiffskej správy<sup>9</sup>, ktorá hodnotí reformy na trhu produktov a služieb, ďalšie zmeny bude potrebné realizovať v troch oblastiach, ktorými sú vedomostná ekonomika, podnikateľské prostredie a ľudské zdroje.

V rámci zlepšovania podnikateľského prostredia treba pokračovať v liberalizácii a efektívnej regulácii sieťových odvetví, v odstraňovaní administratívnej a regulačnej záťaže, ale aj v zlepšovaní vymáhateľnosti práva. Zároveň je dôležitá aj podpora podnikania, hlavne ďalšie uľahčenie vstupu na trh malým podnikom a živnostníkom.

Pravdepodobne najzložitejšie bude dosiahnuť výrazný pokrok v prechode k vedomostnej ekonomike. Táto oblasť úzko súvisí s budúcnosťou technologickej úrovne krajiny a je podmienená reformami v oblasti vysokého školstva a vedy a výskumu.

O dôležitosti riešenia problémov zaostávania v otázkach týkajúcich sa vedomostnej ekonomiky a ľudských zdrojov vypovedá aj skutočnosť, že tieto otázky sa stali kľúčovými bodmi Lisabonskej stratégie pre Slovensko.

## 2.3. Výhľad reálnej konvergenencie

Popri nominálnej konvergencii možno očakávať v nasledujúcich rokoch tiež zrýchlenie reálnej konvergenencie založené na raste konkurencieschopnosti a výkonnosti slovenskej ekonomiky.

Podľa odhadov autorov podiel HDP na obyvateľa v SR a EÚ (v PKS) vzrastie do roku 2008 na 58,7 % a podiel cenových hladín v SR a EÚ sa zvýši na 61,1 %. V rokoch 2007 a 2008 sa očakáva nominálny rast vývozu a dovozu prevyšujúci nominálny rast HDP, čo povedie k ďalšiemu rastu otvorenosti ekonomiky SR.

Na základe aktuálnych predikcií<sup>10</sup> si Slovensko udrží aj v nasledujúcich rokoch rýchly rast potenciálu ekonomiky a aj samotnej produkcie. Vplyvom očakávaného zvýšeného prílevu PZI možno predpokladať výrazné zrýchlenie rastu hrubých investícií, ktoré sa prejavia v prechodnom zhoršení obchodnej bilancie v rokoch 2005 a 2006. V ďalších rokoch (2007 a 2008) možno vzhľadom na plánovaný postupný nábeh výroby počítať s rastúcim vývozom, ktorý sa odrazí v opätovnom znížení deficitu obchodnej bilancie.

<sup>9</sup> Správa o pokračovaní reforiem na trhu produktov a kapitálových trhoch (Cardiffská správa), MF SR, október 2004.

<sup>10</sup> Strednodobá predikcia (P3Q-2005), NBS, júl 2005.



### Plnenie cieľov Lisabonskej stratégie

V roku 2000 na samite v Lisabone si hlavy členských štátov EÚ stanovili strategický cieľ vytvoriť z EÚ do roku 2010 najkonkurencieschopnejšiu a najdynamickejšiu vedomostnú ekonomiku sveta schopnú udržateľného hospodárskeho rastu, s väčším počtom a vyššou kvalitou pracovných miest a väčšou sociálnou súdržnosťou. V záujme splnenia tohto cieľa prijali tzv. Lisabonskú stratégiu, ktorá by mala byť hlavným vodidlom pre hospodársku politiku každej členskej krajiny vrátane Slovenska. V rámci Lisabonskej agendy bolo stanovených množstvo konkrétnych cieľov a referenčných ukazovateľov.

Mnohé z cieľov predstavujú veľkú výzvu nielen pre Slovensko, ale aj ostatné členské krajiny EÚ. Pre SR bude problematické splniť predovšetkým ciele v oblasti vedy a výskumu, zamestnanosti a vzdelávania. Jedným z hlavných cieľov v oblasti vedy a výskumu je zvýšenie celkových výdavkov na výskum do roku 2010 na 3 % HDP, pričom na Slovensku predstavujú tieto výdavky v súčasnosti iba 0,59 % HDP a do roku 2010 sa očakáva ich nárast na 1,8 % HDP. Nereálne pre SR je tiež splnenie viacerých cieľov v oblasti zamestnanosti. Lisabonská stratégia napríklad uvažuje s dosiahnutím celkovej miery zamestnanosti vo výške 70 % do roku 2010. Celková miera zamestnanosti na Slovensku v roku 2004 bola 56,8 %, na základe našich odhadov vzrastie do roku 2010 iba na 57,2 %. Napriek posunu veku odchodu do dôchodku je pre SR v krátkodobom horizonte nereálne aj zvýšenie miery zamestnanosti starších pracovníkov na 50 %.

V marci 2004 vláda SR schválila materiál „Pozícia SR k Lisabonskému procesu“, ktorý predstavuje prvé analytické zhodnotenie realizácie Lisabonskej stratégie na Slovensku. Tento materiál súčasne obsahuje opatrenia, ktoré by mali viesť k akcelerácii plnenia základných cieľov Lisabonskej stratégie v podmienkach SR. Následne bol navrhnutý koordinačný mechanizmus na zabezpečenie vzájomného súladu Lisabonskej agendy a konvergenčného procesu v podmienkach SR. Zároveň bola formulovaná Stratégia konkurencieschopnosti Slovenska do roku 2010 (Lisabonská stratégia pre Slovensko), ktorá bola neskôr konkretizovaná do podoby akčných plánov.

Stratégia konkurencieschopnosti Slovenska do roku 2010 je založená na dvoch pilieroch. Prvým z nich je úspešné dokončenie štrukturálnych reforiem a udržanie ich výsledkov. Druhým pilierom je systematické zameranie sa na naplnenie rozvojovej časti Lisabonskej stratégie, ktorej cieľom je zabezpečiť dlhodobú konkurencieschopnosť vytváraním podmienok na rozvoj vedomostnej ekonomiky. Kľúčovými oblasťami sú informačná spoločnosť; veda, výskum a inovácie; podnikateľské prostredie; vzdelávanie a zamestnanosť. Pre každú z týchto oblastí bola stanovená vízia, základné ciele a hlavné politiky. Pre všetky štyri kľúčové oblasti boli vypracované akčné plány, ktoré obsahujú konkrétne úlohy, termíny ich uskutočnenia, ako aj inštitúcie zodpovedné za ich naplnenie.

Tab. 4 Výhľad výkonnosti, cenovej hladiny a otvorenosti ekonomiky SR

	2005	2006	2007	2008
Podiel HDP na obyvateľa SR a EÚ (v PKS)	53,6 % <sup>1)</sup>	55,2 % <sup>1)</sup>	57,5 % <sup>2)</sup>	58,7 % <sup>2)</sup>
Pomer cenových hladín v SR a EÚ	56,7 % <sup>3)</sup>	57,9 % <sup>3)</sup>	59,4 % <sup>3)</sup>	61,1 % <sup>3)</sup>
Podiel vývozu a dovozu na HDP	156,1 %	155,6 %	158,7 %	159,8 %

Zdroj: Eurostat, NBS, vlastné výpočty.

<sup>1)</sup> Odhad Eurostatu.

<sup>2)</sup> Odhad autorov na základe odhadovaného reálneho rastu HDP v SR a EÚ.

<sup>3)</sup> Odhad autorov.

Tab. 5 Výhľad ukazovateľov reálnej ekonomiky

	2005	2006	2007	2008
HDP (reálny rast)	5,1 %	5,5 %	6,7 %	4,8 %
Konečná spotreba domácností (reálny rast)	5,7 %	5,0 %	5,0 %	4,8 %
Konečná spotreba verejnej správy (reálny rast)	2,9 %	3,2 %	2,4 %	2,0 %
Tvorba hrubého fixného kapitálu (reálny rast)	8,1 %	8,6 %	5,5 %	4,5 %
Vývoz tovarov a služieb (reálny rast)	5,5 %	9,4 %	15,2 %	8,2 %
Dovoz tovarov a služieb (reálny rast)	6,3 %	7,9 %	10,6 %	7,9 %
Bilancia bežného účtu PB (podiel na HDP)	-6,5 %	-6,0 %	-3,0 %	-2,6 %
Zamestnanosť (VZPS, rast)	1,7 %	0,8 %	0,8 %	0,7 %
Priemerná mesačná mzda (reálny rast)	6,1 %	4,5 %	3,7 %	3,5 %
Produktivita práce (reálny rast)	3,2 %	4,7 %	5,7 %	4,1 %

Zdroj: NBS.

Popri platobnej bilancii sa pozitívny vplyv PZI prejaví aj v ostatných oblastiach reálnej ekonomiky, ktoré priaznivo podporia reálnu konvergenciu. Predpokladáme predovšetkým pokračovanie relatívne vysokého tempa rastu reálnej produktivity práce pri čiastočnom zrýchlení rastu zamestnanosti. Rastúca zamestnanosť by mala v ďalších rokoch postupne odoberať z počtu nezamestnaných.

Napriek zvýšenému medziročnému rastu reálnej mzdy v roku 2005, strednodobá predikcia stále uvažuje so stabilizáciou rastu reálnych miezd a následne aj konečnej spotreby domácností v rokoch 2006 až 2008. Vychádzajúc z Aktualizovaného konvergenčného programu na roky 2004 až 2010, spotreba verejnej správy by mala aj v budúcnosti zostať najpomalšie rastúcou zložkou HDP.

Spomaliť by sa postupne mal aj rast kompenzácií na zamestnanca, čo sa prejaví v spomalení rastu jednotkových nákladov práce.

### 2.4. Úzke miesta reálnej konvergenencie

Vzhľadom na očakávané zrýchlenie konvergenencie výkonnosti a cenovej úrovne a rastúcu obchodnú prepojenosť Slovenska s EÚ za najkritickejšiu oblasť reálnej konvergenencie možno považovať oblasť trhu práce a zamestnanosti.

Väčšina zmien na trhu práce má štrukturálny rozmer, preto je jeho adaptácia veľmi pomalá, navyše reaguje s podstatným oneskorením. Medzera miery zamestnanosti medzi SR a EÚ by sa mala postupne zužovať, jej úplné uzatvorenie však nemožno v horizonte najbližších desiatich rokov očakávať. Predpokladaný medziročný rast zamestnanosti v priemere o 15 tisíc osôb

ročne by mal zabezpečiť rast miery zamestnanosti<sup>11</sup> o približne 0,2 percentuálneho bodu každý rok.

Vo vývoji nezamestnanosti možno identifikovať niekoľko rizikových faktorov, ktoré môžu pribrzdiť očakávané znižova-

<sup>11</sup> Miera zamestnanosti = zamestnanosť / ekonomicky aktívne obyvateľstvo.



nie nezamestnanosti. Vplyvom posunu veku odchodu do dôchodku sa bude rozširovať ponuka pracovnej sily a oslabovať tak vplyv rastu zamestnanosti na pokles miery nezamestnanosti. Naďalej hrozí riziko prepúšťania v nereštrukturalizovaných domácich podnikoch, ktoré zaostávaním v produktivite práce a v podmienkach zhodnocovania výmenného kurzu strácajú konkurencieschopnosť. Konkurencieschopné podniky pritom vzhľadom na udržanie si priaznivých pozícií v oblasti produktivity práce nemusia byť v strednodobom horizonte ochotné svojím dopytom pohltiť rastúcu ponuku na trhu práce.

V oblasti obchodnej bilancie treba rátať s rizikom rastu cien surovín (predovšetkým ropy) a na strane vývozu zase s rizikom oneskoreného nábehu výroby v rámci nových PZI.

O vzájomnom prepojení nominálnej a reálnej konvergenie svedčí aj skutočnosť, že príliš rýchly pokles nominálneho výmenného kurzu by mohol mať za následok spomalenie reálnej konvergenie. Rýchlejšie než predpokladané zhodnocovanie výmenného kurzu by mohlo popri dezinflačných tlakoch a poklese úrokových sadzieb viesť k rastu spotreby, ako aj dovozu, a k oslabeniu domácej konkurencieschopnosti. Následne by sa prehĺbil deficit obchodnej bilancie, spomalil by sa rast HDP a reálnych príjmov obyvateľstva a zvýšil by sa tlak na nezamestnanosť.

V oblasti vzdelávania sa prejavuje predovšetkým problém nedostatočného prepojenia medzi študijnými odbormi a potrebami trhu práce, nedostatočné legislatívne zabezpečenie celoživotného vzdelávania, ale aj nízke výdavky vrátane súkromných na financovanie vysokých škôl.

Slovensko sa v súčasnosti vyznačuje aj nedostatočnou vedecko-technickou infraštruktúrou a finančne poddimenzovanou vedou a výskumom. Ročné výdavky na investície do vedy a techniky sú najnižšie spomedzi krajín EÚ. Posledné miesta v rámci krajín EÚ obsadzuje Slovensko tiež v oblasti informačnej spoločnosti. V oboch prípadoch treba najskôr zabezpečiť, aby bol prípadný rast investícií do týchto oblastí spojený s rastom ich produktivity. Týka sa to predovšetkým vedy a výskumu, ktoré doteraz neprešli transformáciou.

Napriek výraznému pokroku v oblasti podpory podnikateľského prostredia sú aj tu možnosti ďalšieho zlepšenia. Okrem iného by bolo vhodné zvýšiť podiel investícií cez rizikový kapitál a podporiť súkromné investície do výskumu.

### 3. Porovnanie aktuálneho stavu a výhľadu konvergenčného procesu v rámci krajín V4

#### 3.1. Aktuálny stav plnenia maastrichtských kritérií

V súčasnosti žiadna z krajín V4 neplní všetky maastrichtské kritériá. Fiškálne kritérium plní zatiaľ iba Česká republika, ktorá v roku 2004 znížila svoj verejný deficit na 3 % HDP (z 11,7 % HDP v roku 2003). Maďarsko a Slovensko me-

Tab. 6 Aktuálny stav plnenia maastrichtských kritérií v krajinách V4 (jún 2005)

Kritérium		Slovensko	Česká republika	Poľsko	Maďarsko
Fiškálne kritérium <sup>1)</sup>	verejný deficit	3,3 % HDP	3 % HDP	4,8 % HDP	4,5 % HDP
	verejný dlh	43,6 % HDP	37,4 % HDP	43,6 % HDP	57,6 % HDP
		neplní	plní	neplní	neplní
Miera inflácie (HICP)		4,5 %	2,1 %	3,8 %	5,0 %
		neplní	plní	neplní	neplní
Dlhodobá úroková miera		4,3 %	4,2 %	6,2 %	7,5 %
		plní	plní	neplní	neplní
Nominálny výmenný kurz		mimo ERM II nehodnotíme	mimo ERM II nehodnotíme	mimo ERM II nehodnotíme	mimo ERM II nehodnotíme

Zdroj: Eurostat.

<sup>1)</sup> Rok 2004.

dziročne znížili pomer verejného deficitu k HDP, v Poľsku sa tento pomer naopak zvýšil.

Druhú časť fiškálneho kritéria, ktorá stanovuje výšku verejného dlhu, splnili v roku 2004 všetky sledované krajiny. Prítom Maďarsko sa v súčasnosti pohybuje na hranici 60 % HDP. Ostatné krajiny V4 stabilizovali výšku svojich verejných dlhov pod úroveň 45 % HDP.

V júni 2005 sa Českej republike podarilo splniť aj kritérium výšky inflácie, keď dvanásťmesačný priemer medziročnej inflácie predstavoval 2,1 % (t. j. o 0,2 % menej ako referenčná hodnota). Klesajúca aktuálna inflácia sa prejavila v poklese jej dvanásťmesačného priemeru na Slovensku a v Maďarsku. Dvanásťmesačný priemer medziročnej inflácie v Poľsku v poslednom období dočasne vzrástol.

Slovensko a Česká republika plnia aj kritérium výšky dlhobodej úrokovej miery. Úrokové miery sa v oboch krajinách nachádzali v júni 2005 hlboko pod referenčnou hodnotou (5,9 %). Naopak v Maďarsku, ale aj Poľsku je dlhodobá úroková miera stále nad referenčnou hodnotou.

Podobne ako Slovensko, ani ostatné krajiny V4 nevstúpili zatiaľ do ERM II (a nestanovili centrálnu paritu), nesplňajú teda hlavnú podmienku pre hodnotenie stability výmenných kurzov.

#### 3.2. Strednodobý výhľad fiškálnej konsolidácie v aktualizovaných konvergenčných programoch

Porovnanie základných očakávaní aktualizovaných konvergenčných programov (ďalej len „AKP“) krajín V4 z novembra/decembra 2004 dáva rámcový obraz o zamýšľanej dynamike fiškálnej konsolidácie. Pri jej posudzovaní treba brať do úvahy plánovaný dátum vstupu jednotlivých krajín do eurozóny a spôsob zohľadnenia efektov dôchodkových reforiem do hospodárenia verejných financií (pozri tab. 7).<sup>12</sup>

V Českej republike sa zníženie deficitu verejných financií pod 3 % HDP predpokladá až v roku 2008. Vzhľadom na opatrný rastový scenár ekonomiky obsahujúci potenciál pre vyššie príjmy a nižšie výdavky je splnenie fiškálnych cieľov

<sup>12</sup> Maďarsko a Poľsko uplatnili rozhodnutie Eurostatu z 23. 9. 2004 o možnom ponechaní dôchodkových fondov v okruhu verejných financií v období do fiškálnej notifikácie v roku 2007, čo im umožňuje do marca 2007 vykazovať deficit verejných financií bez vplyvu dôchodkovej reformy.



Tab. 7 Aktualizované konvergenčné programy krajín V4

	Krajina	2004 <sup>1)</sup>	2005	2006	2007
<b>Reálny HDP (zmena v %)</b>	Česká republika	4,0	3,6	3,7	3,8
	Maďarsko	4,0	4,0	4,2	4,3
	Poľsko	5,3	5,0	4,8	5,6
	Slovensko	5,5	4,5	5,1	5,4
<b>Inflácia HICP (%)</b>	Česká republika	2,6	3,2	2,6	2,2
	Maďarsko	6,8	4,5	4,0	3,5
	Poľsko	3,6	3,0	2,7	2,5
	Slovensko	7,4	3,3	2,8	2,5
<b>Saldo verejných financií (% HDP)</b>	Česká republika	-3,0	-4,7	-3,8	-3,3
	Maďarsko <sup>2)</sup>	-4,5	-3,8	-3,1	-2,4
	Poľsko <sup>3)</sup>	-4,8	-3,9	-3,2	-2,2
	Slovensko <sup>4), 5)</sup>	-3,3	-3,8	-3,9	-3,0
<b>Hrubý dlh vlády (% HDP)</b>	Česká republika	37,4	38,3	39,2	40,0
	Maďarsko	57,6	55,3	53,0	50,6
	Poľsko	43,6	47,6	48,0	47,3
	Slovensko <sup>5)</sup>	43,6	44,2	45,3	45,5

**Plánovaný vstup do eurozóny**

Česká republika: 2010

Maďarsko: 2010

Poľsko: neuvádza sa

Slovensko: 2009

**Menová politika**Česká republika: inflačné ciele, pevný cieľ 3 %  $\pm$  1 % od roku 2006; voľný režim výmenného kurzu.Maďarsko: inflačné ciele v kombinácii s fluktuácnym pásmom pre kurz  $\pm$  15 % okolo centrálnej parity.

Poľsko: inflačné ciele, voľný režim výmenného kurzu.

Slovensko: inflačné ciele v podmienkach ERM II a kurzový režim riadeného floatingu.

1) Skutočné výsledky.

2) Verejné financie nezahŕňajú výpadok príjmov v dôsledku zavedenia druhého dôchodkového piliera, čo znižuje veľkosť ročných deficitov v rozsahu 0,8 – 1,0 % HDP.

3) Verejné financie nezahŕňajú výpadok príjmov v dôsledku zavedenia druhého dôchodkového piliera, čo znižuje veľkosť ročných deficitov o 1,5 % HDP.

4) So zohľadnením príjmy znižujúceho, resp. deficit zvyšujúceho efektu zavedenia dôchodkového piliera od roku 2005 odhadovaného na 0,4 % HDP v r. 2005, 1,0 % HDP v r. 2006 a 1,1 % HDP v r. 2007.

5) Údaje prevzaté z AKP z novembra 2004 nezohľadňujúce aktuálny odhad vplyvu dôchodkovej reformy a pokles hrubého verejného dlhu po presune rezerv určených na dôchodkovú reformu z NBS do Štátnej pokladnice.

realistické. Splniteľnosť cieľov podporuje aj prognóza rýchlejšieho rastu HDP než sa predpokladalo v AKP.<sup>13</sup> Rizikom môže byť nepresadenie legislatívy na zamýšľané zavedenie výdavkových stropov na roky 2006 – 2007, v súvislosti s parlamentnými voľbami v júni 2006. Náčrt fiškálnej konsolidácie v Českej republike indikuje, že pravdepodobným dátumom možného vstupu krajiny do eurozóny sa z nejasnej oficiálnej dikcie „okolo 2009 – 2010“ javí rok 2010. Česká republika zatiaľ nepristúpila k zásadným reformám dôchodkového systému a zdravotníctva a so systémovými reformami v týchto oblastiach neuvažuje ani AKP. Predpokladom splniteľnosti fiškálneho cieľa na rok 2008 je z tohto hľadiska

<sup>13</sup> Podľa prognózy EK z apríla 2005 by rast HDP v ČR mal dosiahnuť 4,0 % v roku 2005 a 4,2 % v roku 2006.

zachovanie aktuálneho stavu. Riziko dlhodobej (ne)udržateľnosti verejných financií – vzhľadom na veľmi nepriaznivý demografický vývoj v ČR – tým nezaniká, jeho riešenie sa však presunie do obdobia po vstupe do eurozóny.

V Maďarsku je fiškálna konsolidácia plánovaná tak, aby deficit verejných financií (bez zápočtu dôchodkových fondov) dosiahol 2,8 % HDP v roku 2008. Za kľúčové sa považuje obnovenie dôvery trhov v platnosť maďarskej stratégie prijať euro v roku 2010. Hlavným signálom má byť dodržanie cieľov na roky 2005 – 2006, čo vláda podporila vytvorením balíka „pohotovostných“ rezerv vo výške 0,5 % HDP (zvýšeného začiatkom roku 2005 na 0,8 % HDP), ktorý by sa nemal v žiadnom prípade rozpustiť. Plnenie cieľov AKP je v prípade Maďarska veľmi úzko podmienené predpokladaným tempom rastu HDP. Vzhľadom na zhoršený výhľad rastu<sup>14</sup> sa preto môže ďalej skomplikovať.

V AKP Poľska sú premietnuté opatrenia tzv. Hausnerovho plánu z januára 2004. Jeho obsahom sú úspory sociálnych výdavkov (v rámci penzijného systému pre postihnutých a sociálneho zabezpečenia farmárov) a revízia/zrušenie automatickej indexácie sociálnych dávok. Rozpočtový vplyv plného premietnutia plánu za celé obdobie sa odhaduje na 4,7 % HDP. Riziko oklieštenia úsporných cieľov je však vysoké (parlament neschválil dôchodkové reformy). To spolu so zhoršeným výhľadom tempa rastu HDP<sup>15</sup> ohrozuje plnenie AKP. Brzdiacim faktorom fiškálnej konsolidácie môže byť aj zatiaľ oficiálne nešpecifikovaný zamýšľaný dátum vstupu krajiny do eurozóny.

Predpoklady plnenia AKP Slovenska sú spomedzi krajín V4 najpriaznivejšie, pričom jeho splniteľnosť uľahčuje výhľad rýchlejšieho než predpokladaného tempa rastu HDP<sup>16</sup>. Potenciálnym rizikom nežiaduceho zvýšenia rozpočtových výdavkov sú parlamentné voľby v roku 2006.

Na rozdiel od ostatných porovnávaných krajín horizont AKP v prípade Slovenska zahŕňa prakticky celé obdobie (okrem niekoľkých mesiacov roku 2008), ktoré bude relevantné pre hodnotenie plnenia nominálnych konvergenčných kritérií pre vstup do eurozóny k 1. 1. 2009. EK pri hodnotení AKP Slovenska preto venovala osobitnú pozornosť aj predpokladanej dezinflácii a zdôraznila, že kľúčovým faktorom zníženia inflácie na programovanú hodnotu v roku 2007 je dôsledná eliminácia sekundárnych efektov vysokej inflácie z roku 2004.

Vzhľadom na rozdielne plánované, resp. očakávané dátumy vstupu krajín V4 do eurozóny (Slovensko 2009, Maďarsko 2010, Česká republika a Poľsko orientačne 2010) nie je možné na základe porovnávaných AKP priamo identifikovať pravdepodobnosť splnenia všetkých konvergenčných kritérií v obdobiach relevantných pre hodnotenie pripravenosti na vstup.

Pravdepodobnosť splnenia, resp. nesplnenia inflačného kritéria sme identifikovali na základe odhadu referenčnej hodnoty pred plánovaným vstupom do eurozóny. V Českej

<sup>14</sup> Podľa prognózy EK z apríla 2005 by rast HDP v Maďarsku mal dosiahnuť 3,9 % v roku 2005 a 3,8 % v roku 2006.

<sup>15</sup> Podľa prognózy EK z apríla 2005 by rast HDP v Poľsku mal dosiahnuť 4,4 % v roku 2005 a 4,5 % v roku 2006.

<sup>16</sup> Podľa prognózy EK z apríla 2005 by rast HDP na Slovensku mal dosiahnuť 4,9 % v roku 2005 a 5,2 % v roku 2006.





republike v roku 2008 by malo byť inflačné kritérium relatívne spoľahlivo splniteľné. Pre Maďarsko v roku 2008 je pravdepodobnosť prekročenia referenčnej hodnoty vysoká; okrem veľmi napätého programu splnenia fiškálnych kritérií sa tak pre vstup do eurozóny v roku 2010 ukazuje aj možnosť nesplnenia inflačného kritéria. V Poľsku je tiež relatívne značná pravdepodobnosť prekročenia referenčnej hodnoty v roku 2008; splnenie, resp. nesplnenie inflačného kritéria môže ovplyvniť vývoj výmenného kurzu, prípadne aj pomalšie než prognózované tempo rastu HDP. Na Slovensku je pri naplnení odhadu Aktualizovaného konvergenčného programu<sup>17</sup> pravdepodobnosť prekročenia referenčnej hodnoty v roku 2007 výrazná, dodržanie inflačného cieľa NBS na rok 2007 do 2 % by ju však malo takmer úplne eliminovať.

### 3.3. Výhľad konvergenencie krajín V4

Miera reálnej konvergenencie nie je pre samotný vstup do eurozóny stanovenou požiadavkou. Po vstupe do eurozóny však bude dôležitým determinantom pre udržateľný (makroekonomicky stabilný, neinflačný) hospodársky rast.

Doterajšia dynamika rastu HDP a aktuálna úroveň reálnej konvergenencie dávajú informáciu o možnostiach, predpokladoch a rizikách makroekonomickej stability a pokračovania konvergenčného procesu po vstupe do eurozóny, t. j. po prijatí jednotnej menovej politiky ECB, resp. po strate národnej menovej a kurzovej politiky. Pri odhade štartovacej pozície na základe aktuálnych ukazovateľov treba vziať do úvahy aj dátum predpokladaného vstupu do eurozóny.

Vychádzajúc z AKP krajín V4, euro by sa malo zaviesť najskôr na Slovensku. V porovnaní s ostatnými krajinami V4 sa tým skraca horizont možného používania úplného mixu domácich hospodárskych politík. Nízka hodnota ukazovateľov reálnej konvergenencie (HDP v parite kúpnej sily a porovnateľná cenová hladina) indikujú pre Slovensko vysoký potenciál pre konvergenčný proces. V dôsledku kratšieho časového úseku dobiehania pred vstupom budú slovenské ukazovatele reálnej konvergenencie pri vstupe pravdepodobne nižšie ako v ostatných troch krajinách, ktoré budú do eurozóny vstupovať neskôr.

Dlhodobejší a pravidelnejší prílev PZI do Českej republiky a Maďarska sa premietol v ich v súčasnosti vyššej produktivite práce než na Slovensku. Na druhej strane dynamika rastu produktivity práce v uplynulom desaťročí bola na Slovensku veľmi priaznivá. Vysoké objemy prílevu PZI vytvárajú predpoklad na pokračovanie tohto trendu aj v najbližšej budúcnosti. Pre zrýchlenie konvergenencie HDP by však bolo žiaduce, aby sa popri udržaní priaznivého vývoja produktivity práce zvýšil aj príspevok rastu zamestnanosti. Potenciál voľných pracovných síl na Slovensku je navonok pri vysokej miere nezamestnanosti vysoký. Nezamestnanosť však má špecifické štrukturálne charakteristiky,

Tab. 8 Súčasný stav ukazovateľov reálnej konvergenencie krajín V4 (1995 – 2004, EÚ = 100)

	Rast HDP, v % ročný priemer	HDP v PKS		Cenová hladina		Produktivita práce	
		1996 – 2004 <sup>1)</sup>	1996	2004	1996	2003	1996
Česká republika	2,1	71,4	71,3	43,3	55,2	59,6	63,6
Maďarsko	3,8	49,1	60,5	44,3	58,0	58,6	69,5
Poľsko	4,1	42,2	46,7	49,6	53,3	45,2	60,1
Slovensko	4,1	46,1	52,0	40,3	49,8	47,9	61,4

Zdroj: Eurostat.

1) Priemerné ročné tempo rastu HDP za 12 krajín eurozóny v rovnakom období bolo 2,1 %.

ktoré môžu aj pri raste pracovných príležitostí dlhodobejšie komplikovať zvyšovanie miery zamestnanosti.

Konvergenca HDP bude na Slovensku naďalej veľmi úzko podmienená rastom produktivity práce. Táto skutočnosť má významné dôsledky pre cenové dobiehanie a makroekonomickú stabilitu po vstupe do eurozóny. Pri približovaní sa životnej úrovne priemeru EÚ bude dochádzať k približovaniu sa cenovej hladiny v SR k cenovej hladine v EÚ.

K eliminácii rizík vyplývajúcich z relatívne nízkej úrovne reálnej konvergenencie slovenskej ekonomiky po vstupe do eurozóny musí prispieť dôsledne konsolidovaný fiškálny sektor, ktorého fungovanie nebude generovať do ekonomiky dodatočné inflačné tlaky a ktorý okrem toho vytvorí dostatočný priestor na uplatňovanie fiškálnej politiky podľa potrieb ekonomického cyklu. Doterajší priebeh fiškálnej konsolidácie v SR možno považovať za dostatočne dôveryhodný, aby zaručoval aj dôveryhodnosť plnenia cieľov AKP, a to nielen z hľadiska bodového splnenia fiškálnych kritérií na dodržanie dátumu plánovaného vstupu do eurozóny, ale aj pre vytváranie operatívneho priestoru pre fiškálnu politiku po vstupe.

### Literatúra

1. Aktualizovaný konvergenčný program Slovenska na roky 2004 až 2010. MF SR, november 2004.
2. Convergence Programme of the Czech Republic, november 2004.
3. Convergence Programme of Poland: 2004 Update, november 2004
4. Commission's assessment of the December 2004 update of the convergence programme of the Czech Republic, Európska komisia, január 2005.
5. Commission's assessment of the December 2004 update of the convergence programme of Hungary, Európska komisia, február 2005.
6. Commission's assessment of the November 2004 update of the convergence programme of Poland, Európska komisia, február 2005.
7. Commission's assessment of the November 2004 update of the convergence programme of Slovakia, Európska komisia, február 2005.
8. Doing business in 2005: Removing Obstacles to Growth, The World Bank, 2005.
9. ECB Annual Report 2004.
10. Economic Forecasts Spring 2005, Európska komisia, apríl 2005.
11. Menový program NBS do roku 2008, NBS, december 2004.
12. Návrh rozpočtu verejnej správy na roky 2006 až 2008, MF SR, júl 2005.
13. Pozícia Slovenskej republiky k Lisabonskému procesu, MF SR, marec 2004.
14. Správa o pokračovaní reforiem na trhu produktov a kapitálových trhoch (Cardiffská správa), MF SR, október 2004.
15. Stratégia konkurencieschopnosti Slovenska do roku 2010, MF SR, 2005.
16. Strednodobá predikcia (P3Q-2005), NBS, júl 2005.
17. Updated Convergence Programme of Hungary 2004 – 2008, december 2004.

<sup>17</sup> AKP nezohľadňujú možnú reakciu menovej politiky na vývoj inflácie.

## TRETIA SMERNICA EÚ PROTI PRANIU ŠPINAVÝCH PEŇAZÍ A FINANCOVANIU TERORIZMU

Ján Vyhnálik, Izabela Fendeková  
Národná banka Slovenska

***Európsky parlament a Rada prijali v máji tohto roku smernicu o predchádzaní využívaniu finančného systému na pranie špinavých peňazí a financovanie terorizmu.<sup>1</sup> Ide v poradí o tretí dokument Európskej únie, upravujúci základné postupy a opatrenia na ochranu pred akýmkoľvek používaním finančných a peňažných prostriedkov získaných páchaním trestnej činnosti<sup>2</sup>, tentoraz vrátane ich využívania na financovanie terorizmu.***

Toky špinavých peňazí môžu poškodiť stabilitu a dobré meno finančného sektora a ohroziť spoločný trh a terorizmus ohrozuje ľudské životy a základy spoločnosti. Páchatelia trestnej činnosti sa prirodzene snažia využívať inštitúcie finančného sektora na legalizáciu nezákonne získaných finančných a peňažných prostriedkov. Financovanie terorizmu sa tiež môže diať práve prostredníctvom týchto inštitúcií, i keď sa naň môžu využívať aj iné spôsoby, alebo aj peniaze získané legálne.

Smernica ruší v súčasnosti platnú smernicu 91/308/EHS, novelizovanú smernicou 2001/97/ES, ktoré sú voľne označované ako prvá a druhá smernica proti praniu špinavých peňazí. Pri smernici prijatej v máji tohto roku sa preto používa názov „tretia smernica proti praniu špinavých peňazí“ s dodatkom „a financovaniu terorizmu“, ktorý sa používa ďalej v článku.

Prvá a druhá smernica už dostatočne nepokrývajú všetky oblasti, v ktorých je potrebné uplatňovať preventívne opatrenia na ochranu finančného sektora a nezodpovedajú postupom, ktoré môžu páchatelia trestnej činnosti využívať na legalizáciu nezákonných príjmov alebo ktoré môžu použiť osoby financujúce terorizmus. Tretia smernica má byť účinným preventívnym nástrojom EÚ na ochranu pred legalizáciou nezákonných príjmov nielen v relevantných oblastiach finančného sektora a relevantných čin-

nostiach, vykonávaných prostredníctvom tohto sektora, ale aj v oblastiach, ktoré do finančného sektora nemožno zaradiť (tzv. nefinanční podnikatelia). Prísnejšie a účinnejšie opatrenia však majú chrániť predovšetkým finančný systém Spoločenstva a finančné systémy členských štátov.

Podobne ako súčasné smernice, aj tretia smernica vychádza zo štyridsiatich základných odporúčaní (z júna 2003) a deviatich dodatočných špeciálnych odporúčaní Finančnej akčnej jednotky (*Financial Action Task Force – FATF*)<sup>3</sup>. FATF je poprednou medzinárodnou organizáciou činnou v boji proti praniu špinavých peňazí a financovaniu terorizmu. Odporúčania FATF určujú základné a najúčinnejšie zásady a postupy v boji proti praniu špinavých peňazí a financovaniu terorizmu; snahou je dosiahnuť ich uplatňovanie na národných úrovniach v celosvetovom meradle.

Tretia smernica EÚ prehľbuje prevzatie odporúčaní FATF do legislatívy EÚ (v preambule, ako aj v jednotlivých článkoch). Ide o základné ustanovenia, ktoré určujú obsah a rozsah opatrení a spôsob ich prevzatia do národných legislatív členských štátov. Smernica nadobudne účinnosť dvadsiatym dňom od jej uverejnenia v Úradnom vestníku EÚ, teda predpokladá sa, že najneskôr vo štvrtom štvrtroku 2005. Lehota na prijatie príslušnej národnej legislatívy

<sup>1</sup> Keďže smernica nebola v čase uzávierky tohto čísla časopisu ešte publikovaná v Úradnom vestníku EÚ, článok vychádza zo znenia posledného návrhu smernice predloženého na schválenie Európskemu parlamentu a Rade.

<sup>2</sup> Smernica podrobnejšie vymedzuje trestnú činnosť a závažné trestné činy v čl. 3, bodoch 4 a 5.

<sup>3</sup> FATF je medzinárodná inštitúcia vytvorená pôvodnými členskými krajinami OECD. Je celosvetovo uznávanou autoritou v oblasti opatrení proti praniu špinavých peňazí a financovaniu terorizmu, jej odporúčaniami sa riadia nielen členovia FATF, ale aj iné štáty, zoskupenia štátov a medzinárodné organizácie. V súčasnosti má 33 členov, 7 regionálnych zoskupení a jedného pozorovateľa. Sídlo FATF je v Paríži.



členskými štátmi je však pomerne dlhá – až dva roky od účinnosti smernice.

Treba uviesť, že členské štáty EÚ prijali už na základe prvej a druhej smernice, ale aj na základe iných požiadaviek – vyplývajúcich najmä z členstva vo výbore Rady Európy MONEYVAL (alebo v FATF v prípade pôvodných členských štátov EÚ), z hodnotení Svetovej banky a Medzinárodného menového fondu – príslušnú legislatívu a uskutočnili inštitucionálne opatrenia na ochranu pred legalizáciou príjmov z trestnej činnosti a financovaním terorizmu. Tretia smernica nielen zohľadňuje súčasný vývoj, poznatky a požiadavky na ochranu finančného sektora, ale obsahuje aj ustanovenia, ktoré umožňujú Komisii flexibilne prijímať vykonávacie opatrenia, zodpovedajúce aktuálnym potrebám ďalšieho vývoja.

Smernica obsahuje základné ustanovenia a úpravy, ktoré predstavujú minimálne požiadavky pre členské štáty a súčasne aj rámec obsahu a rozsahu povinností voči tzv. povinným osobám sídlacim alebo vykonávajúcim podnikateľskú činnosť v členských štátoch a v niektorých prípadoch aj v tretích krajinách. Spomedzi takýchto základných úprav je potrebné bližšie spomenúť najmä tie, ktoré sa bezprostredne týkajú úverových inštitúcií a finančných inštitúcií. Smernica sa člení na nasledujúcich sedem kapitol, ktoré sa ďalej členia na oddiely a články:

1. Predmet, rozsah, pôsobnosť smernice a vymedzenie pojmov.
2. Preverovanie klientov – povinná starostlivosť vo vzťahu ku klientom.
3. Ohlasovacia povinnosť.
4. Vedenie záznamov a štatistické údaje.
5. Opatrenia na vynútiteľnosť dodržiavania uložených povinností.
6. Vykonávacie opatrenia.
7. Záverečné ustanovenia.

### Pôsobnosť a vymedzenie pojmov

Tretia smernica precíznejšie definuje pojmy „pranie špinavých peňazí“ a „financovanie terorizmu“. Práním špinavých peňazí rozumie úmyselné konanie spočívajúce v premene (konverzii) alebo prevode majetku s vedomím, že majetok pochádza z trestnej činnosti, s cieľom utajenia nezákonného pôvodu majetku, jeho pravej povahy, utajenie pravej povahy zdroja, miesta, rozmiestnenia, pohybu a práva na tento majetok, ako aj nadobudnutie, vlastníctvo alebo používanie tohto majetku, a tiež účasť na týchto konaniach, pokus o tieto konania, napomáhanie ich vykonávania, navádzanie na ne a poradenstvo

súvisiace s týmito konaniami. O pranie špinavých peňazí ide aj v prípade, ak sa činnosti, ktorými bol vytvorený majetok určený na prepranie, uskutočnili na území iného členského štátu alebo tretej krajiny.

Majetkom sú aktíva každého druhu, hmotnej i nehmotnej povahy, hnuteľné i nehnuteľné, a právne dokumenty alebo nástroje v akejkoľvek forme vrátane elektronickej a digitálnej, dokazujúce právny titul na aktíva alebo podiel na nich.

Financovanie terorizmu znamená poskytovanie alebo zhromažďovanie finančných prostriedkov akýmkoľvek spôsobom s úmyslom použiť ich alebo s vedomím, že sa majú použiť čo i len sčasti na spáchanie ktoréhokoľvek z trestných činov špecifikovaných v článkoch 1 až 4 rozhodnutia Rady 2002/475/SVV. Toto rozhodnutie Rady o boji proti terorizmu z 13. 6. 2002 definuje teroristickú skupinu a rozoznáva nasledujúce kategórie trestných činov spojených s terorizmom: teroristické trestné činy proti základným právam a princípom, trestné činy týkajúce sa teroristických skupín a trestné činy spojené s teroristickými aktivitami.

Tretia smernica po prvýkrát definuje pojem *beneficial owner* (konečný užívateľ výhod)<sup>4</sup>. Je ním fyzická osoba, ktorá skutočne vlastní alebo kontroluje klienta – právnickú osobu, alebo v mene ktorej sa operácia vykonáva, čiže osoba, ktorá užíva výhody z finančnej operácie alebo súvisiacich operácií. Bližšie vymedzenie tohto termínu sa týka prípadov podnikateľských subjektov a ostatných právnických osôb, nadácií a právnych zoskupení, poskytovateľov trustových a konzorciálnych služieb (tzv. zverenecké podniky, resp. poskytovatelia zvereneckých a firemných služieb)<sup>5</sup>, ktoré spravujú alebo rozdeľujú finančné prostriedky.

Novinkou je špecifikovanie politicky exponovaných, resp. činných osôb (*politically exposed persons – PEPs*), ktoré smernica definuje ako fyzické osoby, ktorým sú alebo boli zverené významné verejné funkcie, ako aj ich blízki rodinní príslušníci alebo osoby známe ako blízki partneri týchto osôb.

Dôležité je aj definovanie pojmu *shell bank*. Shell banka je úverová inštitúcia alebo inštitúcia vykonávajúca obdobné aktivity, zapísaná v obchodnom registri určitého štátu, pričom však jej sídlo sa

<sup>4</sup> V čase prípravy článku neboli ustálené preklady niektorých pojmov uvedených v smernici, preto autori použili pojmy, ktoré sa z hľadiska účelu javili ako najvýstižnejšie.

<sup>5</sup> Vzhľadom na to, že slovenský právny poriadok neobsahuje príliehavý výraz pre *trust and company services providers*, autori sa prikláňajú k používaniu výrazu poskytovatelia trustových a konzorciálnych služieb.



nachádza v tomto štáte len formálne a jej obchodné činnosti a ich riadenie sa v skutočnosti odohrávajú mimo územia tohto štátu.

Tretia smernica sa vzťahuje na právnické osoby a fyzické osoby, ktoré sú určené v článku 2 (ďalej aj „povinné osoby“). V porovnaní s prvou a druhou smernicou ide o širší okruh osôb. Zaväzuje členské štáty, aby vlastnou legislatívou úplne alebo čiastočne rozšírili pôsobnosť smernice na všetky povolania a kategórie podnikateľov a právnických osôb, ktoré sa zaoberajú činnosťami, pri ktorých je pravdepodobné, že by sa mohli využívať na pranie špinavých peňazí alebo na financovanie terorizmu. Členské štáty súčasne môžu ponechať v účinnosti prísnejšie ustanovenia vlastných predpisov, ktoré už platia.

Úverovými inštitúciami sú tie, ktoré definuje článok 1 smernice 2000/12/ES o zakladaní a podnikaní úverových inštitúcií a ktoré majú svoje ústredie v Spoločenstve alebo mimo neho.

Finančnými inštitúciami sú najmä poisťovne, investičné firmy, podniky kolektívneho investovania, zmenárne, podnikateľské subjekty vykonávajúce cezhraničné prevody peňazí vrátane pobočiek týchto subjektov.

Ďalšími povinnými osobami sú audítori, externí účtovníci, daňoví poradcovia, notári, advokáti, realitní agenti, kasína, ako aj ostatné fyzické osoby a právnické osoby, ak vykonávajú platby v hotovosti vo výške najmenej 15 000 EUR bez ohľadu na to, či ide o jednu operáciu alebo o niekoľko súvisiacich operácií.

Doterajší okruh povinných osôb sa rozširuje o poskytovateľov trustových a konzorciálnych služieb a podobné spoločnosti, ktoré pôsobia v rámci (legislatívy) niektorých členských štátov. Poskytovateľmi trustových a konzorciálnych služieb sú fyzické osoby alebo právnické osoby, ktoré poskytujú služby súvisiace so zakladaním a činnosťou podnikateľských subjektov alebo iných právnických osôb. Tieto povinné osoby musia mať licenciu alebo musia byť registrované.

### **Povinná starostlivosť vo vzťahu ku klientovi (due dilligence)**

Rozsahom najväčšia časť smernice je venovaná povinnostiam povinných osôb, ktoré súvisia s preverovaním klientov, resp. so zisťovaním ich dôveryhodnosti (články 6 až 10). V prvom rade naďalej nie je prípustné, aby úverové inštitúcie a finančné inštitúcie viedli klientom anonymné účty alebo vydávali anonymné vkladné knižky. Táto povinnosť nie je nová;

v tejto súvislosti bol aj náš právny poriadok už zmenený tak, aby banky a pobočky zahraničných bánk neposkytovali služby klientom na anonymnej báze (novelizácia zákona č. 367/2000 Z. z. o ochrane pred legalizáciou príjmov z trestnej činnosti, zákona o bankách a Občianskeho zákonníka).

Podstatou preverenia klientov je ich dostatočná identifikácia určeným spôsobom a najmä rizikové hodnotenie klientov, a to podľa typu klienta, obchodného vzťahu a operácie, ktorú klient vykonáva. Rizikové hodnotenie klienta je v podstate výsledkom dôsledného uplatňovania zásady a praktiky „poznaj svojho klienta“. Povinné osoby budú musieť byť schopné preukázať príslušným orgánom (vrátane dohliadacích), že rozsah týchto opatrení voči klientom je primeraný vzhľadom na ich možné vystavenie sa riziku prania špinavých peňazí a financovania terorizmu, spojeného najmä s druhom podnikania a operáciami, ktoré klient vykonáva.

Súčasťou preverenia klienta je aj zistenie konečného užívateľa výhod spojených s operáciou, ktorú klient vykonáva. Úverové inštitúcie (banky, pobočky zahraničných bánk, inštitúcie elektronických peňazí) budú musieť byť presvedčené, že v súvislosti s konkrétnym klientom budú vedieť, kto je konečným užívateľom výhod vyplývajúcich z takejto operácie. S preverovaním klienta súvisia aj požiadavky na vykonávanie priebežného preverovania obchodného vzťahu vrátane priebežného posudzovania operácií, ktoré klient vykonáva počas trvania tohto vzťahu, prehľadu podnikania a rizík, ktoré klient podstupuje, vrátane zdroja finančných prostriedkov klienta a zabezpečenie aktualizácie dokumentov predložených klientom.

Smernica pripúšťa možnosť úpravy niektorých výnimiek zo základných požiadaviek preverovania klientov v národných úpravách, najmä pri obchodoch alebo operáciách, kde je malé riziko prania peňazí alebo financovania terorizmu (tzv. zjednodušené preverovanie). Bude to napríklad pri podnikaní povinných osôb v oblasti životného poistenia, v dôchodkových systémoch, v prípadoch prostriedkov elektronických peňazí (možnosť dopĺňania maximálne 2 500 EUR ročne) alebo v prípadoch, keď notári, advokáti, audítori, externí účtovníci alebo daňoví poradcovia zisťujú právne postavenie (situáciu) klienta alebo zastupujú klienta v súdnom konaní.

Naopak, pri obchodoch a operáciách, s ktorými je spojené vyššie riziko prania špinavých peňazí alebo financovania terorizmu, smernica ukladá, aby členské štáty vyžadovali od povinných osôb oproti





základným postupom podrobnejšie preverovanie klientov. Túto požiadavku musia členské štáty realizovať uplatnením špecifických a primeraných opatrení na kompenzáciu vyššieho rizika, minimálne v situáciách:

- ak klient povinnej osoby nie je (nemôže byť) fyzicky prítomný, aby sa preukázala jeho totožnosť,
- v prípade korešpondenčného bankovníctva s bankovými subjektmi so sídlom v tretích krajinách,
- vo vzťahu k politicky činným osobám s bydliskom v inom členskom štáte alebo v tretej krajine.

Smernica súčasne ukladá členským štátom povinnosť zakázať úverovým inštitúciám vstupovať do korešpondenčného vzťahu so shell bankou alebo so zahraničnou korešpondenčnou bankou, o ktorej je známe, že jej účty využíva aj shell banka.

V osobitnom oddiele smernica upravuje aj povinnosti pri preverovaní klientov tretími stranami, ak členské štáty povolia vo svojej legislatíve tento spôsob identifikácie. V takýchto prípadoch však zodpovednosť za plnenie povinností pri identifikácii a preverovaní klientov zostane na tých povinných osobách, ktoré sa budú spoliehať na tretie strany. Tretími stranami sa na účel tohto oddielu rozumejú povinné osoby, ktoré určuje smernica v článku 2 (pozri časť Pôsobnosť a vymedzenie pojmov). Tretie strany sú povinné uplatňovať požiadavky preverovania klientov a plniť požiadavky na vedenie záznamov o obchodoch a operáciách s klientmi. Tieto ustanovenia sa nevzťahujú na prípady objednávaného externých výkonov (outsourcing).

### Ohlasovacia povinnosť

Smernica ukladá, aby každý členský štát zriadil finančnú spravodajskú jednotku (*Financial intelligence unit – FIU*) ako národný centrálny útvar, ktorá bude zodpovedná za boj proti praniu špinavých peňazí a financovaniu terorizmu. Treba uviesť, že FIU existuje v SR už od roku 1996, a to v rámci Policajného zboru ako služba finančnej polície. Podľa smernice však FIU má mať včasný prístup nielen k finančným a administratívnym informáciám, ale aj k informáciám patriacim do právomoci orgánov činných v trestnom konaní, ktoré sú potrebné na plnenie úloh FIU.

Povinné osoby a ich predstavitelia budú naďalej povinné informovať FIU o podozrení, že v činnosti ich klientov dochádza k praniu špinavých peňazí alebo k financovaniu terorizmu a poskytovať FIU ďalšie potrebné informácie. Povinné osoby, ich predstavitelia a zamestnanci nesmú informovať príslušného

klienta, že oznámili svoje podozrenie, ani že sa v tejto súvislosti uskutočňuje vyšetrovanie. Zákaz poskytnutia takejto informácie sa však nebude uplatňovať voči orgánom vykonávajúcim dohľad a iným povinným osobám, a to ani v prípade, ak sídli v inom členskom štáte. Povinné osoby nesmú v určitých prípadoch vykonať podozrivé operácie klientov, alebo môžu takéto operácie zdržať. Orgány vykonávajúce dohľad nad povinnými osobami, ktoré pri výkone dohľadu zistia skutočnosti, ktoré by mohli súvisieť s praním špinavých peňazí alebo financovaním terorizmu, sú povinné ohlásiť tieto skutočnosti FIU. Členské štáty musia prijať úpravu, ktorá bude chrániť povinné osoby vrátane ich zamestnancov pred vzniknutou škodou, ak v dobrej viere ohlásia FIU podozrivú operáciu klienta.

### Vedenie záznamov a štatistické údaje

Povinné osoby budú naďalej povinné uschovávať podklady týkajúce sa preverenia klienta a operácií vykonávaných klientom, najmenej počas piatich rokov od vykonania operácie alebo ukončenia obchodného vzťahu. Úverové inštitúcie a finančné inštitúcie s pobočkami a s dcérskymi spoločnosťami, nachádzajúcimi sa v tretích krajinách, v ktorých vlastní väčšinový podiel, budú povinné uplatňovať pri preverovaní klientov v týchto pobočkách a dcérskych spoločnostiach opatrenia určené touto smernicou. Úverové inštitúcie a finančné inštitúcie budú musieť mať informačné systémy, ktoré im umožnia rýchlo a v požadovanom rozsahu reagovať na požiadavky FIU, dohliadacích orgánov a vyšetrojúcich orgánov. Členské štáty musia mať k dispozícii systémy, ktoré budú umožňovať vedenie komplexných štatistík v súvislosti s bojom proti praniu špinavých peňazí a financovaniu terorizmu, najmenej v rozsahu údajov určenom smernicou. Majú vytvoriť podmienky na uverejňovanie konsolidovaného prehľadu štatistických údajov.

### Vynúiteľnosť dodržiavania uložených povinností

Členské štáty budú musieť vyžadovať, aby povinné osoby dodržiavali predpisy, mali vhodné postupy na preverovanie klientov, viedli záznamy o klientoch a ich finančných operáciách, hodnotili a riadili riziká, zabezpečovali výkon vnútornej kontroly, ohlasovali podozrivé operácie a vymieňali si informácie s cieľom predchádzať operáciám súvisiacim s praním špinavých peňazí a financovaním terorizmu. Smernica



ukladá, aby povinné osoby poznali nielen tieto povinnosti, ale aj praktiky, akými ich páchatelia a teroristi môžu zneužívať na svoje zámery. Dôležité bude poskytnutie spätnej informácie v súvislosti s oznámenou podozrivou operáciou vždy, keď to bude možné. Smernica určuje ďalšie povinné osoby, ktoré musia byť registrované, mať licenciu, alebo byť zapísané v obchodnom registri. Okrem zmenární, poskytovateľov trustových a konzorciálnych služieb ide o kasína a podnikateľské subjekty vykonávajúce cezhraničné prevody peňazí. Dohliadacie orgány budú povinné zamietnuť udelenie licencie alebo registráciu, ak nebudú presvedčené, že osoby, ktoré majú tieto subjekty riadiť, vyhovujú daným požiadavkám (*fit&proper*), čo sa obdobne bude vyžadovať aj od konečných užívateľov výhod súvisiacich s týmito osobami. Dohliadacie orgány budú vykonávať nad povinnými osobami účinný dohľad a prijímať potrebné opatrenia.

Povinné osoby budú zodpovedné za porušenie predpisov prijatých na základe tejto smernice, pričom sankcie za porušenie musia byť primerané, účinné a odradzujúce od ďalšieho porušenia. Ide o administratívne sankcie, pričom zodpovednosť v takom prípade ponosú aj fyzické osoby – predstavitelia povinných osôb, ktoré sú právnickými osobami.

### Vykonávacie opatrenia

S cieľom zohľadniť technický vývoj a zabezpečiť jednotnú implementáciu tretej smernice môže Komisia prijať vykonávacie opatrenia, najmä: objasniť ďalšie technické aspekty vymedzenia niektorých pojmov (ako napr. finančná inštitúcia, konečný užívateľ výhod, poskytovatelia trustových, konzorciálnych služieb, politicky činné osoby, shell banka), určiť technické kritériá na hodnotenie toho, či situácie predstavujú malé alebo veľké riziko prania špinavých peňazí a financovania terorizmu a tiež určiť, či možno neuplatňovať smernicu na niektoré osoby, vykonávajúce finančné činnosti len príležitostne alebo len v obmedzenom rozsahu.

V rámci vykonávacích opatrení smernica zriaďuje Výbor pre prevenciu prania špinavých peňazí a financovania terorizmu ako pomocný výbor Komisie, ktorého činnosť sa bude riadiť rokovacím poriadkom.

### Záverečné ustanovenia

Smernica ukladá Komisii vypracovať do štyroch rokov správu o vykonávaní tejto smernice pre Európsky parlament a Radu a predkladať takýchto správ

opakovať každé tri roky. Smernica tu stanovuje účinnosť a lehotu na jej implementáciu členskými štátmi, ako je uvedené už v úvode článku.

### Záver

Tretia smernica o predchádzaní využívaniu finančného systému na účely prania špinavých peňazí a financovania terorizmu prináša mnohé pozitíva a skvalitňuje ochranu finančného systému pred oboma hrozbami. Súčasne podrobne upravuje postupy, ktorými sa majú riadiť členské štáty pri tvorbe legislatívy a následne aj povinné osoby pri ochrane pred praním špinavých peňazí a financovaním terorizmu.

Napriek tomu, že na implementáciu tretej smernice sú k dispozícii dva roky, je to len relatívne dlhé obdobie. Dôsledné prevzatie ustanovení smernice si vyžiada komplexnú a súčasne podrobnú úpravu národných zákonov, a to nielen základného preventívneho zákona, ale aj súvisiacich osobitných zákonov.

Dostatočná implementácia smernice do nášho právneho poriadku si vyžiada nielen legislatívne, ale pravdepodobne aj inštitucionálne opatrenia a zmeny. Z legislatívno-technického hľadiska bude potrebné vyrovnať sa s touto úlohou nielen prijatím komplexnej novely platného zákona č. 367/2000 Z. z. alebo prijatím nového preventívneho zákona o ochrane pred legalizáciou príjmov z trestnej činnosti a financovaním terorizmu, ale aj prijatím zmien a doplnení osobitných zákonov, ako napr. zákona o bankách, zákona o cenných papieroch a investičných službách a zákona o kolektívnom investovaní. Pre finančnú sústavu bude pravdepodobne navyše potrebná aj predchádzajúca analýza obchodov a operácií vykonávaných povinnými osobami. Pritom podstatná časť povinných osôb finančného systému bude od 1. januára 2006 podliehať dohľadu a regulácii Národnej banky Slovenska.

Prípady prania špinavých peňazí, ktoré sa priebežne vyskytujú, a nedávne teroristické útoky na území Európy signalizujú, že opatrenia na ochranu pred praním špinavých peňazí a financovaním terorizmu treba realizovať čo najskôr. Ani Slovenská republika a jej finančná sústava nie sú voči takýmto negatívnym narušeniam imúnne. Preto práce na implementácii tretej smernice nemožno odkladať a treba ich začať hneď po nadobudnutí účinnosti smernice. Spolupráca zodpovedných orgánov by mala byť pri implementácii smernice čo najefektívnejšia.

# VÝVOJ ROZHODUJÚCICH MAKROEKONOMICKÝCH UKAZOVATEĽOV A KOMERČNÉHO POISŤOVNÍCTVA V KRAJINÁCH V4 V ROKOCH 1995 – 2004

## 2. časť SLOVENSKÁ REPUBLIKA

Ing. Eva Kafková, PhD. – Ing. Darina Vološinová – Ing. Zuzana Bosáková, PhD.  
Ekonomická univerzita v Bratislave, PHF so sídlom v Košiciach

Pokračovanie z čísla 8/2005

### 2. Vybrané ukazovatele poisťovníctva

Dôležitým výkonovým ukazovateľom poisťovne je predpísané poistné, ktoré je stanovené na dohodnuté poistné obdobie. Objem predpísaného poistného je uvedený v tabuľke 6.

percentuálnych bodov, v životnom poistení o 799 a v neživotnom poistení o 339 percentuálnych bodov.

Najdôležitejším makroekonomickým faktorom rozvoja poisťovníctva je objem a dynamika rastu HDP, preto sme testovali jeho závislosť od predpísaného poistného pomocou korelačnej analýzy. Predmetom korelačnej ana-

Tab. 6 Vývoj predpísaného poistného

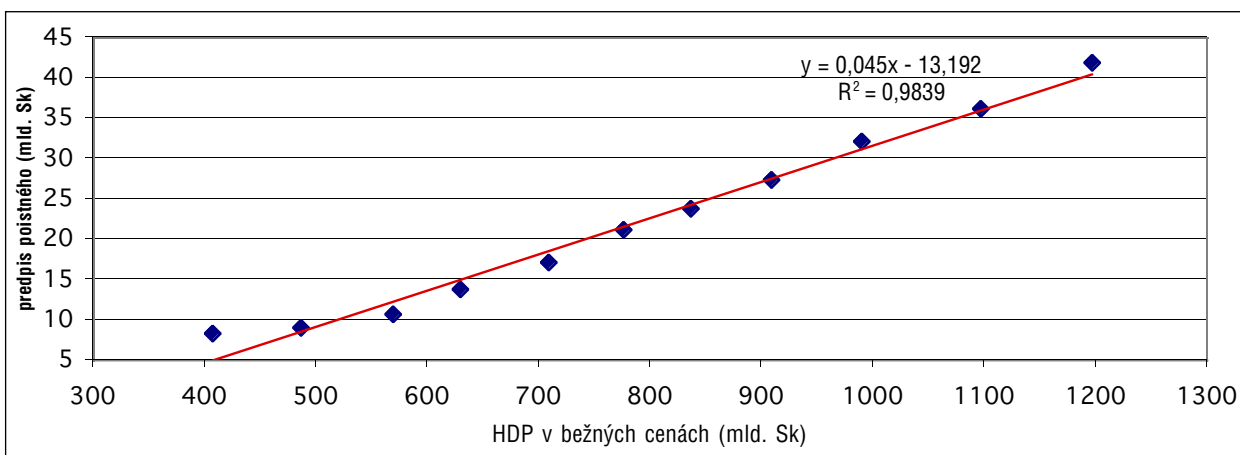
Ukazovateľ	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	*2005
<b>Predpísané poistné v mld. Sk</b>											
Spolu	10,72	14,04	17,09	21,42	23,73	27,48	31,86	36,28	37,58	41,50	45,27
Životné v mld. Sk	2,55	3,54	4,60	6,30	7,86	11,21	13,87	15,67	15,75	17,93	20,10
Neživotné v mld. Sk	8,17	10,50	12,48	15,13	15,87	16,28	17,98	20,61	21,83	23,58	25,16
<b>Predpísané poistné pripadajúce na 1 obyvateľa v Sk</b>											
Spolu	1999	2613	3174	3974	4397	5089	5970	6710	7042	7832	8475
Životné v mld. Sk	476	658	855	1168	1457	2076	2561	3178	3023	3450	3882
Neživotné v mld. Sk	1524	1954	2319	2806	2941	3014	3408	3531	3950	4251	4519

Zdroj informácií: Ročné správy SAP 1995 – 2004 a vlastné výpočty, pozn.: rok 2005 prognóza lineárnym trendom.

Z tabuľky 6 je zrejmé, že všetky ukazovatele mali v sledovanom období rastúci trend. Predpísané poistné spolu vzrástlo v roku 2004 v porovnaní s rokom 1995 o 447

lýzy je skúmanie tesnosti vzťahu medzi závislou premennou (v našom prípade predpísané poistné) a vysvetľujúcou premennou (HDP v bežných cenách). Koeficient

Graf 1 Závislosť medzi predpísaným poistným a HDP na slovenskom poistnom trhu



Zdroj informácií: Ročné správy SAP, roky 1993 – 2004 a vlastné výpočty.

korelácie meria závislosť obojstranne, preto môže nadobúdať hodnoty z intervalu  $\langle -1, 1 \rangle$ . Ak sú premenné lineárne nezávislé, koeficient korelácie sa rovná nule. Čím viac sa jeho absolútna hodnota blíži k jednej, tým je závislosť silnejšia.

V našom prípade je absolútna hodnota koeficientu korelácie 0,9919, to znamená, že predpísané poistenie je silne závislé od hrubého domáceho produktu v bežných cenách.

Štatisticky významný regresný koeficient  $b_1$  ( $p < 0,001$ ) charakterizuje prírastok predpísaného poistného pri raste HDP o 1 mld. Sk. Vhodnosť modelu vyjadruje aj vysoká hodnota koeficientu determinácie – 98,22 %, z čoho vyplýva, že len 1,78 % objemu predpísaného poistného nie je vysvetlené zmenami v HDP.

**Poistenosť** je základným agregovaným ukazovateľom rozvinutosti poisťovníctva. Vyjadruje sa ako podiel predpísaného poistného na HDP (v b. c.), mala s výnimkou roku 1999, kedy dosiahla nepatrný pokles, rastúci trend. V roku 2004 dosiahla hodnotu 3,85, čo však netvorí ani polovicu z hodnoty priemeru krajín EÚ.

**Tab. 7 Vývoj poistenosti**

Ukazovateľ	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Poistenosť (v %)	2,07	2,42	2,61	2,99	3,04	3,10	3,33	3,46	3,50	3,85	*4,02

Zdroj informácií: Ročné správy SAP, roky 1995 – 2004, pozn.: \* prognóza polynomičným trendom.

Priemerná poistenosť v krajinách EÚ za rok 2002 je 8,7 %, Luxembursko dosiahlo 32 %, UK 14,1 %, Holandsko 9,9 %. Najnižšiu poistenosť zo všetkých krajín EÚ (15) malo v roku 2002 Grécko, ktoré dosiahlo poistenosť len 2,1 %<sup>5</sup>.

### Koncentrácia slovenského poistného trhu

V praxi sa najčastejšie meria koncentrácia odvetví prostredníctvom Herfindahl – Hirschmanovho indexu (HHI)<sup>6</sup>, ktorý sa vypočíta podľa vzťahu:

$$HHI = \sum x_i^2,$$

kde  $n$  je počet všetkých podnikov v odvetví a  $x_i$  je podiel  $i$ -teho podniku na celkovom obrate odvetvia. Herfin-

dahl-Hirschmanov index je založený na predpoklade, že konkurenčná sila rastie s druhou mocninou trhového podielu. Maximálna hodnota môže byť 10 000, a to v tom prípade, ak v sledovanom odvetví pôsobí iba jedna firma. Výsledné indexy sa zaradia podľa výšky do jednej z troch skupín:

1. vysoko koncentrované odvetvie, ak  $HHI > 1800$ ,
2. stredne koncentrované odvetvie, ak  $1000 < HHI < 1800$ ,
3. nízko koncentrované odvetvie, ak  $HHI < 1000$ .

Herfindahl-Hirschmanov index vypovedá o miere koncentrácie v sledovanom odvetví. V prípade, že index dosiahne hodnotu do 1800, nesmie byť v poistnom odvetví silný vodca s podielom 40 %.

Ak HHI dosahuje hodnoty v intervale 1000 – 1800 vykazuje odvetvie dobrú fragmentovanosť. V tomto prípade nemá žiadna firma dominantné postavenie a je charakteristické pre zdravý vývoj konkurenčného boja.

Fragmentované odvetvie je také, kde je podiel jednotlivých subjektov relatívne malý a rovnaký. Vo fragmentovanom odvetví pôsobí veľa subjektov.

Počet poisťovní, ktoré pôsobili na slovenskom poistnom trhu v rokoch 1995 – 2004 rástol od 8 v roku 1993 až do 26 poisťovní v roku 2004. S nárastom počtu poisťovní rástol i počet a kvalita ponúkaných poistných produktov.

V roku 2004 ponúkali poisťovne poistnú ochranu prostredníctvom cca 200 poistných produktov, ktoré boli schopné kryť takmer všetky dôležité riziká občanov i podnikateľských subjektov. Z vývoja počtu poisťovní je zrejmé, že hodnota HHI bude v sledovanom období klesať.

Nárast počtu poisťovní v rokoch 1995 – 2004, ako aj nárast predpísaného poistného v životnom i neživotnom poistení vytvorili predpoklady pre znižovanie sa hodnôt HHI poistného trhu, ktorého vývoj je uvedený v tabuľke 6.

Z údajov v tabuľke 8 je zrejmé, že hodnota HHI klesala v rokoch 1995 – 2003, pričom výrazný pokles bol

**Tab. 8 Herfindahl-Hirschmanov index v odvetví poisťovníctva na Slovensku**

Rok	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
HHI	6300,4	4750,0	4062,4	3615,2	2994,3	2575,4	2471,0	1763,5	1849,6	2196,8

Zdroj informácií: Ročné správy SAP 1995 – 2004 a vlastné výpočty.

<sup>5</sup> European Insurance in figures. June 2004 CEA.

<sup>6</sup> BREZINA, I.: Hodnotenie vývoja koncentrácie v odvetví. In: Ekonomický časopis. Bratislava : SAV. 1994/3.

zaznamenaný v roku 1996. Tento zlom môžeme pripísať vstupu zahraničných subjektov na poistný trh na Slovensku.





V roku 2002 bola prvý krát zaznamenaná úroveň strednej koncentrácie odvetvia. Tento pozitívny jav sa pripisuje významnému kroku harmonizácie poisťného trhu s európskym poisťným trhom – transformácii ostatného zákonného produktu zodpovednosti za škody spôsobené prevádzkou motorového vozidla na povinne zmluvné poistenie. V roku 2003 HHI vzrástol na hodnotu 1849,6, čo znamená, že poisťný trh bol opäť v pásme silnej koncentrácie a v roku 2004 vzrástla hodnota HHI indexu dokonca na hodnotu 2196,8, k čomu prispela významnou mierou fúzia Slovenskej poisťovne, a. s., a poisťovne Allianz, a. s., a fúzia ďalších poisťovní.

### Poisťné plnenie a škodovosť

Poisťným plnením sa rozumie náhrada poisťovateľa v prípade, ak dôjde k poisťnej udalosti. Táto náhrada existuje predovšetkým v podobe peňažnej náhrady, ale v niektorých prípadoch aj vo forme vecného, naturálneho plnenia<sup>7</sup>. V neživotnom poistení je to obyčajne poisťovňou vypočítaná a poskytnutá časť straty na majetku poisteného, v oblasti životného poistenia ide o dohodnutú poisťnú čiastku. Takto stanovené poisťné plnenie je poisťovňa povinná poskytnúť poistenému alebo poškodenému za škody spôsobené poisťnou udalosťou, ktorá spĺňa podmienky dohodnuté v poisťnej zmluve alebo podmienky stanovené zákonom.

Tab. 9 Vývoj nákladov na poisťné plnenia v SR

Ukazovateľ (v mld. Sk)	1995	1996	1997	1998	1999	2001	2003	2004	Index <sub>2004/95</sub>
Spolu	6,50	7,22	9,62	11,36	13,20	14,39	15,75	17,31	266,31
Životné poistenie	2,12	2,25	2,61	3,20	3,70	4,87	5,79	6,59	310,85
Neživotné poistenie	4,38	4,97	7,01	8,16	9,50	9,52	9,96	10,72	244,75

Zdroj informácií: Ročné správy SAP, roky 1993 – 2004.

Náklady na poisťné plnenia za odvetvie spolu vzrástli v sledovanom období o 266,31 %. Vyššia bola dynamika rastu v životnom poistení, v ktorom bol zaznamenaný nárast až o 310,85 %.

Škodovosť vyjadruje pomer medzi výškou poskytnutých poisťných plnení a výškou predpísaného alebo kmeňového poisťného<sup>8</sup>. Udáva sa v percentách a mala by byť menšia ako netto poisťné. V prípade, že je vyššia ako netto poisťné alebo dokonca ako brutto poisťné, ide o ekonomicky nevyrovnané poistenie, ktoré produkuje stratu.

<sup>7</sup> DUCHÁČKOVÁ, E.: Principy pojištění a pojišťovnictví. Praha : Ekopress, spol. s r. o., 2003, s. 37.

<sup>8</sup> CHOVAN, P., ČEJKOVÁ, V.: Malá encyklopédia poistenia a poisťovníctva s cudzojazyčnými ekvivalentmi.

Tab. 10 Vývoj škodovosti

Škodovosť (v %)	1995	1997	1999	2001	2003	Index <sub>03/95</sub>
Životné poistenie	67,2	64,5	43,4	37,1	34,9	51,9
Neživotné poistenie	50,8	57,6	62,8	59,5	54,2	106,7

Zdroj informácií: Ročné správy SAP, roky 1993 – 2003.

Vývoj škodovosti v životnom poistení v rokoch 1995 a 1997 bol mierne nad kalkulovaným netto poisťným (netto poisťné je cca 60 %). Od roku 1999 má škodovosť v životnom poistení klesajúcu tendenciu. V neživotnom poistení bol kritický rok 1999, kedy škodovosť dosiahla hodnotu 62,8 %.

### Technické rezervy

Od roku 1996 sa tvorba, umiestnenie a spôsob použitia technických rezerv realizovala v súlade s Vyhláškou MF SR č. 136/1996 Z. z. v znení neskorších predpisov. Autor J. Daňhel rozumie pod technickými rezervami predovšetkým legislatívno – ekonomickým rámcom pre podnikanie v poisťovníctve predpísaný rezervný systém, slúžiaci na vyrovnanie časových nesúládov medzi príjmom poisťného a oneskorenými výplatami poisťných plnení a na krytie náhodných výkyvov v škodovom priebehu (kolísanie náhodnej veličiny okolo priemeru) a tzv. rezerv

vu poisťného životných a dôchodkových poistení určenú na krytie budúcich záväzkov poisťovne zo splatných poistení. Následné použitie (rozdeľovanie) peňažných prostriedkov technických rezerv závisí najmä od škodovosti poisťovne, v členení na životné a neživotné poisťné odvetvie a v rámci neho na jednotlivé skupiny rizík, ktoré sú v súčasnom období kompatibilné s klasifikáciou poistení podľa direktívy EÚ.

Vývoj objemu technických rezerv spolu i v jednotlivých odvetviach je uvedený v tabuľke 11.

Objem technických rezerv komerčných poisťovní spolu, v životnom a v neživotnom poistení rástol v celom sledovanom období. V životnom poistení v roku 2004 bolo alokovaných 55,90 mld. Sk. čo tvorilo 76,61 % z celkového objemu technických rezerv. V roku 2004 vzrástli prostriedky technických rezerv spolu o 243,88 percentuálneho bodu v porovnaní s rokom 1997. V životnom po-

**Tab. 11 Objem technických rezerv poisťovní v SR**

Roky	Spolu v mld. Sk	Životné poistenie		Neživotné poistenie	
		mln. Sk	% podiel	mln. Sk	% podiel
1997	29,92	23,75	79,39	6,17	20,61
1998	33,05	25,61	77,48	7,44	22,52
1999	34,73	25,80	74,28	8,93	25,72
2000	39,02	30,32	77,69	8,70	22,31
2001	46,14	36,36	78,81	9,78	21,19
2002	51,38	41,39	80,56	9,99	19,44
2003	60,95	46,89	76,93	13,15	23,07
2004	72,97	55,90	76,61	17,07	23,40
Index <sub>2004/1997</sub>	243,88	235,37	x	276,66	x

Zdroj informácií: www.uft.sk., www.slaspo.sk

istení vzrástli o 235,37 a v neživotnom poistení vzrástli o 276,66 percentuálneho bodu.

### Investičná činnosť poisťovní

Integrálnou súčasťou komplexnej činnosti poisťovní je podnikateľská úloha – finančné podnikanie, investičná činnosť poisťovní. Voľné peňažné prostriedky technických rezerv (z dôvodu časového nesúladu medzi inkasom poistného a vznikom poistnej udalosti a naväzného poistného plnenia) sa zhodnocujú na finančnom trhu v súlade s platnou legislatívou.

Značnú časť investícií poisťovní tvoria peňažné prostriedky z technických rezerv v životnom poistení. Ich podstata a tvorba ich zaraďuje medzi tzv. „dlhé“ peniaze, ktoré patria pre svoju kvalitu k vyhľadávaným úverovým prostriedkom pre dlhodobé investície.

Dôležitým ukazovateľom kvality investičnej činnosti komerčných poisťovní je investičná aktivita. Vyjadruje sa ako podiel investičnej činnosti a technických rezerv v percentách. Ratingová agentúra Standard & Poor's odporúča minimálnu hodnotu 100 %, pretože investície by mali dosiahnuť aspoň výšku technických rezerv. Vývoj investičnej aktivity uvedieme za porovnateľné obdobie s tvorbou technických rezerv 1997 – 2004.

**Tab. 12 Vývoj investičnej aktivity poisťovní**

Ukazovateľ	1997	1998	1998	1999	2001	2002	2003	2004	Index <sub>2004/96</sub>
IČ v mld. Sk	30,84	34,75	38,22	42,95	45,14	48,87	49,21	69,99	226,9
TR v mld. Sk	30,13	33,21	34,86	39,46	46,09	51,38	60,95	72,97	242,2
IČ/TR . 100 (v %)	102,36	104,65	109,67	108,85	97,95	95,11	80,74	95,12	93,69

Zdroj informácií: Ročné správy SAP 1997 – 2004 a vlastné výpočty.

Pozn.: IČ sú investície poisťovní spolu.

Zo získaných údajov vidieť, že odporúčaná hodnota ukazovateľa sa dosiahla za poistný trh iba v rokoch 1997 – 2000. V rokoch 2001 – 2004 sa nedosiahla ani minimálna odporúčaná hodnota investičnej aktivity poisťovní, a dokonca v roku 2003 zaznamenala investičná aktivita

výrazný pokles. V porovnaní s základným rokom 1997 poklesla o 21,12 percentuálneho bodu. Táto nežiaduca situácia bola spôsobená aj tým, že viaceré poisťovne nedodržiavali v minulosti zákonom stanovené formy, limity a zásady pri zhodnocovaní peňažných prostriedkov technických rezerv na finančnom trhu.

V 31 krajinách CEA – Comité Européen des Assurances, tvoriacich dobrovoľné združenie asociácií národných poisťovní sa hodnotí ďalší dôležitý ukazovateľ – podiel investícií komerčných poisťovní na HDP. V European Insurance in Figures sa uvádza, že v roku 2002 bol podiel investícií na HDP krajín CEA 48,8 %. Najvyšší podiel bol v Luxembursku, kde podiel investícií na HDP dosiahol 127,8 % a najnižší v Turecku, kde dosiahol hodnotu 1,5 %.

**Tab. 13 Podiel investícií na HDP**

Ukazovateľ	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
HDP v b. c.	708,60	775,00	835,70	908,80	989,30	1096,40	1195,80	1325,49
Investície	30,84	34,75	38,22	42,95	45,14	48,87	49,21	69,99
I/HDP (v %)	4,35	4,48	4,57	4,73	4,56	4,46	4,12	5,28

Z uvedených údajov rezultuje, že podiel investícií na HDP na Slovensku nedosahuje v porovnateľnom období (1997 – 2002) ani desatinu priemernej hodnoty krajín CEA.

Prehľad portfólia investícií v členských poisťovniach SAP podľa podielu jednotlivých skupín na celkových investíciách je uvedený v tabuľke č. 14.

Od roku 2003 sa sleduje investičná činnosť komerčných poisťovní v inej štruktúre, preto uvádzame len objem investícií spolu za životné i neživotné poistenie.

Investičné portfólio členských poisťovní SAP je v porovnaní s rozvinutými ekonomikami nevyhovujúce. Najväčšie negatíva sú v dvoch kategóriách aktív – v dlhových cenných papieroch a cenných papieroch s pevným výnosom, v ktorých sa i napriek stálemu rastu nedosahuje priemerný podiel v európskych krajinách, ktorý sa pohybuje v intervale 38 - 40 %. Diametrálna odlišnosť je

aj v ďalšej skupine aktív - vkladoch v úverových inštitúciách. V tejto skupine aktív sa 58,03 %-ný podiel v roku 1996 znížil na 38,64 % podiel v roku 2002, ale v európskom priemere sú úročené vklady len približne 1,7 % z celkových investovaných prostriedkov.

Tab. 14 Objem investícií členských poisťovní SAP

Investície v mld. Sk	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	I <sub>2002/2001</sub>
Investície k 31. 12. spolu	30,84	34,75	38,22	42,95	45,14	48,87	49,21	69,99	108,3
v tom:									
Pozemky a budovy	3,37	3,90	3,68	4,94	3,19	2,22	x	x	69,6
Investície v dcérskych spoločnostiach	2,19	5,59	3,08	2,02	2,00	0,37	x	x	18,50
Akcie, dlhopisy a iné CP	6,87	8,02	9,24	10,38	12,06	0,03	x	x	0,3
Dlhové CP a CP s pevným príjmom	0,40	1,79	2,57	2,43	10,00	33,19	x	x	332,0
Hypotéky a pôžičky	2,14	0,13	2,49	0,15	0,12	1,91	x	x	1591,6
Vklady v úver. inštitúciách	14,91	12,60	16,76	22,67	17,44	10,71	x	x	61,4
Ostatné investície	0,96	2,72	0,40	0,36	0,33	0,46	x	x	139,4

Zdroj informácií: www.slaspo.sk a vlastné výpočty.

Pozn.: x – iná štruktúra výročnej správy.

Na nevyhovujúcom investičnom portfóliu členských poisťovní SAP v rokoch 1997 – 2004 sa podieľalo viacero faktorov, medzi ktorými majú dominantné postavenie najmä:

- nedostatky v predchádzajúcej legislatívnej úprave umiestňovania prostriedkov technických rezerv, ktorá obmedzovala počet jednotlivých foriem aktív (8 rôznych druhov aktív),
- nízka miera rozvoja kapitálového trhu na Slovensku,
- krátkodobé skúsenosti investičných manažérov so zhodnocovaním technických rezerv na finančnom trhu,
- nedôslednosť v dodržiavaní zásad rentability, diverzifikácie, bezpečnosti a likvidity pri umiestňovaní prostriedkov technických rezerv,
- ekonomické a politické prepojenie záujmov vládných inštitúcií pri rozhodovaní o výške investovania do nerenabilných podnikateľských subjektov,
- absencia aplikácie matematicko – štatistických metód pri výpočte technických rezerv na poisťné plnenia.

Investičnú činnosť poisťovní vzhľadom na zdroj peňažných prostriedkov reguluje a kontroluje dohľadný orgán poisťovníctva – Úrad pre finančný trh. Hlavným cieľom jeho regulačnej a kontrolnej činnosti je ochrana spotrebiteľa pred neschopnosťou plnenia záväzkov deklarovaných v uzavretých poisťných zmluvách. Z tohto dôvodu sa upravujú okrem druhov technických rezerv aj formy a limity ich umiestňovania, Základným cieľom investičnej činnosti je optimálne zhodnocovanie prostriedkov technických rezerv a tvorba dodatočných zdrojov, pri ktorej sa musia aplikovať zásady bezpečnosti, rentability, diverzifikácie a likvidity,

Transformačný proces bol a je riadený dohodou o pridružení Slovenskej republiky k EÚ. Aplikáciou cca 70 direktív upravujúcich poisťovníctvo dosiahol slovenský poisťný trh požadovanú mieru kompatibility s poisťným trhom EÚ, čím sa splnili podmienky integrácie poisťných trhov v máji 2004.

#### Literatúra:

- [1] BREZINA, I.: Hodnotenie vývoja koncentrácie v odvetví. In: Ekonomický časopis, Bratislava : SAV, 1994/3, ISSN 0013-3035
- [2] DAŇHEL, J.: Kapitoly z poisťnej teórie I. a II. Poisťné rozpravy. Praha : ČAP. s. 98 – 106. ISSN 0862-6162.
- [3] DUCHÁČKOVÁ, E.: Principy pojištění a pojišťovnictví. Praha : Ekopress, spol. s r. o., 2003, s. 37
- [4] CHOVAN, P., ČEJKOVÁ, V.: Malá encyklopédia poisťovníctva a poisťovníctva s cudzojazyčnými ekvivalentmi. ISBN 80-85323-84-2
- [5] MARCINČIN, A., MORVAY, K.: Makroekonomická ilúzia a mikroekonomická realita – príklad Slovenska. In: Finance a úver 2001. č. 3. s. 130 – 146. ISSN 0015-190
- [6] Dokument MF SR – časť: Problémové oblasti ekonomiky SR v r. 1998 a v priebehu r. 1999. In: „Konkretizácia zámerov a opatrení vlády vo finančnej politike“, Bratislava 1999.
- [7] Ročné správy Slovenskej asociácie poisťovní, roky 1995 – 2004.
- [8] European Insurance in figures, June 2004 CEA.
- [9] Zákon č. 101 z 9. februára 2000, ktorým sa mení a dopĺňa zákon Slovenskej národnej rady č. 24/1991 Zb. o poisťovníctve v znení neskorších predpisov.
- [10] Zákon č. 95/2002 Z. z. o poisťovníctve a o zmene a doplnení niektorých zákonov.
- [11] Národné účty ŠÚ SR.
- [12] <http://www.spas.sk>.
- [13] <http://www.uft.sk>.

# ZDROJE ÚDAJOV O ODVETVIACH A ODVETVOVÉ ANALÝZY

Ing. Katarína Šebejová

*Pokračovanie z čísla 8/2005*

## Spracovanie a využitie odvetvových analýz

Podklady pre odvetvové analýzy sú rôznorodé, získavané z verejných i neverejných zdrojov alebo dotazníkovým spôsobom. Spoločnosť, ktorá má k dispozícii podkladové dáta, môže analýzy spracovávať sama alebo ich poskytnúť na spracovanie inej spoločnosti.

Medzi hlavných spracovateľov odvetvových analýz patria:

- veľké investičné spoločnosti a komerčné banky,
- špecializované štátne inštitúcie,
- súkromné analytické spoločnosti,
- nadnárodné inštitúcie (OECD, Európska komisia, Svetová banka),
- ratingové agentúry,
- tlačové agentúry a vydavatelia tlače.

Najčastejšie používajú odvetvové analýzy:

- podniky (najvhodnejšia podnikateľská stratégia),
- investičné spoločnosti (rozhodovanie na kapitálovom trhu, fundamentálna a technická analýza, vnútorná hodnota akcie),
- vláda (odvetvový pohľad na ekonomiku, vhodné podnikateľské prostredie, tvorba legislatívy, podpora rozvoja určitých odvetví z hľadiska dlhodobých potrieb),
- profesijné a záujmové združenia (ochrana trhu),
- banky (riziko pri úverových obchodoch, výnosový a klientsky potenciál odvetví).

Odvetvové analýzy sa využívajú najmä:

- na riadenie rizík a vyhodnocovanie bonity úverových klientov bánk, resp. iných inštitúcií v pozícii veriteľa v rámci komparatívnej odvetvovej analýzy,
- na posúdenie úspešnosti činnosti podnikov v rámci odvetvovej analýzy pre potenciálnych investorov, veriteľov a štátne inštitúcie,
- na porovnanie výsledkov hospodárenia jednotlivých podnikateľských subjektov so subjektmi s rovnakým alebo podobným predmetom činnosti.

Spracovať odvetvovú analýzu znamená vyhodnotiť veľké množstvo analytického materiálu vo forme tabuliek i textu. V súčasnosti v komerčných bankách prevláda tendencia nemať vlastné analytické tímy, ale nakupovať odvetvové analýzy externe. Tieto analýzy

môžu byť vypracované štandardne (pre viacerých používateľov) alebo špecificky na zákazku (iba pre jedného používateľa).

## Spracovatelia odvetvových analýz v SR

Odvetvové charakteristiky a ukazovatele sa už viac ako 10 rokov počítajú z anonymnej databázy Data-centra, účelovej organizácie Ministerstva financií SR. Do spracovania sú zaradené údaje z účtovných závierok, ktoré tvoria prílohu k daňovým priznaniam, dostupné sú každoročne za viac ako 40 tisíc podnikateľských subjektov.

Túto databázu využíva vo svojich produktoch spoločnosť Infin, spol. s r. o., ktorá vydáva publikáciu Stredné hodnoty finančných ukazovateľov ekonomických činností v Slovenskej republike. Súčasťou publikácie je bezodplatný prístup k jej elektronickej verzii na stránke [www.infinet.sk](http://www.infinet.sk). Publikácia<sup>1</sup> obsahuje hodnoty vybraných pomerových ukazovateľov (20), ktoré charakterizujú stav a vývoj finančnej situácie podľa jednotlivých odvetví, resp. tiež podľa vybraných právnych foriem a územno-správneho členenia SR, a to z hľadiska likvidity, rentability, zadlženosti a aktivity. V rámci triedenia subjektov podľa odvetvového princípu sú publikované hodnoty ukazovateľov vo vyčlenených skupinách (dvoja a trojmiestnych) OKEČ, ako aj kumulatívne za SR, výrobnú sféru, maloobchod, veľkoobchod a služby. Veľkostná štruktúra v rámci daného odvetvia je riešená stanovením intervalových rozpätí majetku a obratu pre tri skupiny v rámci každého veľkostného kritéria. Hodnoty pomerových ukazovateľov finančnej analýzy sú určené kvartilmi, ktoré umožňujú stanoviť pozíciu hodnoteného subjektu a tým určiť jeho stupeň rizikovosti. Spôsob určenia týchto hodnôt zodpovedá tzv. štandardom ukazovateľov vo vyspelých ekonomikách. Výsledky finančnej analýzy jednotlivých odvetví za posledné štyri roky vytvárajú časový rad, ktorý umožňuje spracovať predikciu vývoja v jednotlivých ukazovateľoch. Individuálne spracovanie finančných analýz je možné podľa zvolených kritérií (metódy spracovania, výber ukazovateľov, algoritmus výpočtu ukazovateľov atď.).

<sup>1</sup> Zdroj informácií: [www.infinet.sk](http://www.infinet.sk), text je upravený a skrátený.





Rovnakú databázu využíva i Slovenská ratingová agentúra, a. s., v aplikácii Benchmark ([www.benchmark.sk](http://www.benchmark.sk)) a v odvetvových analýzach, ktoré zahŕňajú hodnotenie finančnej situácie v odvetví i predikciu budúceho vývoja.

Aplikácia Benchmark<sup>2</sup> komplexne mapuje odvetvové aj hlavné makroekonomické ukazovatele s cieľom poskytnúť prehľad o úrovni hospodárenia slovenských podnikateľských subjektov. Celková databáza podnikateľských subjektov sa štatisticky spracováva podľa viacerých kritérií. Hlavným kritériom členenia databázy podnikov je príslušnosť k odboru podnikania, predmet činnosti je vyjadrený číselníkom OKEČ.

Benchmark štandardne uvádza výsledky za agregované skupiny v hrubšom členení (výroba, veľkoobchod, maloobchod, služby), agregované skupiny v jemnejšom odvetvovom členení (10 skupín) a za dvojmiestne OKEČ. Aplikácia sa z hľadiska poskytovaných informácií člení na 3 základné moduly:

- makroekonomické prostredie – modul sa skladá z 8 častí, každú reprezentuje ukazovateľ, ktorý je možné zobraziť v časovom rade podľa rôznych kritérií v tabuľke i graficky,
- komentáre,
- sektorové a odvetvové prostredie.

Modul sektorové a odvetvové prostredie sa člení na úroveň:

- strategickú – poskytuje základné informácie z pohľadu početností podľa rôznych kritérií – odvetvie, právna forma, kraj, obrat a majetok, (ziskové a stratové subjekty, objem dosahovaných tržieb, ziskov a strát za konkrétny rok alebo za zvolený interval rokov),
- situačnú – poskytuje podrobnejšie informácie o vybranom odvetví – finančné hospodárenie subjektov v rámci odvetvia na základe 11 definovaných ukazovateľov z oblastí tvorby hospodárskeho výsledku, likvidity, zadlženosti, rentability; medián a priemer finančných ukazovateľov za odvetvie je možné v rámci popisných charakteristík (kvantilov) porovnať s hodnotami za agregovanú skupinu v tabuľke i graficky,
- analytickú – umožňuje interaktívne porovnať konkrétny subjekt s vybraným odvetvím a/alebo agregovanou skupinou s možnosťou podrobnejšie definovať ostatné výberové kritériá (právna forma, kraj, výška obratu, výška majetku a pod.). Táto časť má tri členenia (ukazovatele – 46 možností v troch základných skupinách, porovnanie odvetvia v rámci agregovanej skupiny, porovnanie subjektu, odvetvia a agregovanej skupiny), zahŕňa aj možnosť

načítať údaje zo súboru podľa druhu účtovných výkazov, výsledkom porovnania je tabuľka s hodnotami ukazovateľov za subjekt a kvantilov za odvetvie a agregovanú skupinu, resp. graf.

Národnú licenciu pre Benchmark Index (BI) – benchmarkingovú metódu vyvinutú britským ministerstvom obchodu a priemyslu (pôvodne ako pomoc malým a stredným podnikom) získal na Slovensku EKONOM-SERVIS – nezisková organizácia Ministerstva hospodárstva SR. V SR sa metóda začala využívať od r. 2002 pilotným projektom PHARE v elektrotechnickom priemysle. Je vhodným nástrojom pri zavádzaní systémov kvality a získavaní certifikátov s cieľom zvýšiť konkurencieschopnosť podnikateľských subjektov, akceptovala ju Európska komisia a navrhla jej šírenie v rámci EÚ. V nedávnej minulosti boli uskutočnené projekty porovnania priemyselných odvetví 9 krajín EÚ pomocou tejto metódy. BI v súčasnosti zahŕňa asi 180 000 finančných údajov a 10 000 kvalitatívnych Business Excellence údajov podnikov z rôznych krajín, ďalšie údaje neustále pribúdajú. Podnik má jedinečnú možnosť porovnať sa s konkurenciou z krajín EÚ, čo je dnes veľmi dôležité. Získa pohľad nielen na seba – ako obštal v konkurencii, ale uvidí vo výstupe aj hodnoty dosiahnuté konkurenciou (kvartily, medián) v tabuľkách i graficky. Firma – záujemca o porovnanie poskytne údaje, z nich sa prepočtom získajú charakteristiky z rôznych oblastí – finančný manažment, produktivita, rast, zamestnanci, zákazníci. Všetky údaje sa porovnávajú s konkrétnymi údajmi konkurentov, ktorých si podnik vyberie na základe kritérií – tržby, počet zamestnancov, OKEČ, resp. oblasť podnikania a geografické údaje, región. Výstup je podkladom pre akčný plán. Záujemcovia môžu využiť tzv. moduly, ktoré sa zameriavajú aj na konkrétne oblasti podnikania – marketing, služby zákazníkom, výrobu atď. Údaje sú niekoľkonásobne chránené, so zákazníkom sa podpisuje zmluva, ktorá zahŕňa aj dodatok o mlčanlivosti. Cena projektu je relatívne nízka, lebo je dotovaný z rôznych zdrojov. Vstup do databázy je možný len cez EKONOM-SERVIS, vlastníka licencie.

Symsite Research, spol. s r. o., ponúka sektorové analýzy trhu (finančný sektor – jednotlivé oblasti, farmaceutický sektor, nehnuteľnosti, energetika). V cene produktu je zahrnutá jedna aktualizácia. V analýzach je spravidla zachytené makroekonomické prostredie, aktuálny vývoj na Slovensku, podiely na trhu, vývoj v Českej republike a v Európe, ako aj očakávaný stav. Analýzy bývajú doplnené registrom spoločností. V analýzach produktov finančného trhu je zvykom hodnotiť produkty bodovacou metódou podľa rôznych kritérií a zostaviť rebríček poskytovateľov.

<sup>2</sup> Zdroj informácií: [www.benchmark.sk](http://www.benchmark.sk), text je upravený a skrátený.



Produktom Trend Holding, spol. s r. o., sú odvetvové a sektorové analýzy, ktoré obsahujú krátku analýzu makroekonomiky, hodnotenie finančnej situácie v odvetví, vybrané finančné údaje a hodnotenie finančnej situácie významných firiem v odvetví. Prínosom je analýza slovenského trhu v kontexte svetových výrobcov, ktorí v odvetví pôsobia (napr. v analýze strojárskoho priemyslu). Do r. 2004 produkoval analytický tím Trendu analýzy priemyselných odvetví, kľúčových pre slovenskú ekonomiku, a analýzy finančného trhu.

V r. 2005 spoločnosť priniesla na trh tzv. priemyselný balík – stručné profily priemyselných odvetví s aktuálnymi agregátnymi údajmi a databázou individuálnych a konsolidovaných výsledkov najvýznamnejších firiem pôsobiacich v príslušnom sektore. Odvetvový<sup>3</sup> profil obsahuje:

- krátku textovú časť (aktuálny vývoj),
- grafickú časť (vybrané agregované údaje, 1998 až 2003),
- databázovú časť (2001 – 2003).

Vývoj v poľnohospodárskom sektore najkomplexnejšie analyzuje tzv. Zelená správa Ministerstva pôdohospodárstva SR, ktorá je prístupná na stránke [www.mpsr.sk](http://www.mpsr.sk). Pozostáva z analýzy vývoja makroprostredia, analyzuje slovenské poľnohospodárstvo a potravinárstvo v medzinárodnom kontexte, trh výrobných vstupov a výrobných faktorov, poľnohospodársku výrobu, agropotravinársky trh, vzťah poľnohospodárstva k životnému prostrediu, ekonomické výsledky podľa právnych foriem, informácie o vede a výskume. Súčasťou správy je aj agrárna politika. Správa v aktuálnom roku poskytuje údaje za predchádzajúci rok.

Základné charakteristiky odvetví (resp. iných agregácií) na internete i v osobitných publikáciách v tlačenej forme ponúka Štatistický úrad SR ([www.statistics.sk](http://www.statistics.sk)). V elektronickej podobe poskytuje publikácie Infostat (Inštitút informatiky a štatistiky) ([www.infostat.sk](http://www.infostat.sk)) prostredníctvom elektronickej informačnej služby ELIS. V edičnom programe na internetovej stránke je formát, v akom je možné údaje získať, ako aj periodicita aktualizácie vybranej publikácie. Základ informácií o odvetviach, spravidla podľa OKEČ, je v tzv. súborných publikáciách (napr. Ekonomický monitor stavu hospodárstva SR, Národné účty SR za príslušný rok, Zamestnanosť, Štruktúra miezd, Úplné náklady práce, Ročenka priemyslu, Ročenka stavebníctva<sup>4</sup>, Energetika atď.).

<sup>3</sup> Strojárstvo, sieťové odvetvia, chémia, potraviny a tabak, hutníctvo, spracovanie dreva, elektrotechnika, ľahký priemysel, stavebné látky, ťažba.

<sup>4</sup> Na ročenke spolupracuje Ministerstvo výstavby a regionálneho rozvoja SR a Zväz stavebných podnikateľov SR. Obsahuje

## Význam odvetvových analýz

V súvislosti s úlohou odvetvových štúdií je vhodné uvedomiť si určité fakty, ktoré pomáhajú správne využiť závery vypracovaných analýz:

- investor nemôže pri výbere objektu investovania postupovať jednoznačne v smere odvetvie a následne firma, alebo firma a až potom odvetvie, pretože postup závisí od celého radu iných faktorov, ktoré môžu ovplyvniť smerovanie voľného kapitálu,
- diverzifikácia výrobkov, akvizície a fúzie majú za následok vznik komplexných firemných celkov, odvetvová klasifikácia ktorých je stále zložitejšia, avšak v odvetviach primárneho významu zostáva jadro spoločností, ktoré sú z investičného hľadiska primerane porovnateľné,
- odvetvové údaje majú rámcovú úlohu, slúžia ako východisko na porovnanie firmy s okolím, nie sú to konkrétne charakteristiky, ktoré musia jednoznačne spĺňať všetky firmy, majúce rovnaký hlavný predmet činnosti,
- príťažlivé odvetvové vyhladky nie sú nevyhnutným predpokladom nákupu určitej obvyčajnej akcie, nakoľko konkrétne firmy sa môžu vyvíjať aj v rozpore s tým, čo zažíva ich odvetvie, preto celkový výhľad odvetvia netreba preceňovať.<sup>5</sup>

Odvetvové prostredie znamená pre firmu predovšetkým konkurenciu, pričom pre analytika (investora) je dôležité posúdiť silu konkurentov a významnosť firmy v odvetví. Analytika môže zaujímať podiel na trhu, poradie v súbore firiem hodnotenom na základe viacerých finančno-ekonomických kritérií, porovnanie s finančnou štruktúrou a hodnotou pomerových ukazovateľov typickej firmy odvetvia. To sú praktické otázky odvetvovej analýzy. Splnenie budúcich očakávaní investora však nezávisí len od strategických výhľadov firmy, ale aj od životného cyklu a charakteru odvetvia, v ktorom firma svoju činnosť rozvíja. Je zrejmé, že aj na odvetvovej úrovni sa s budúcnosťou spája určité riziko, ktoré bude na všetky firmy pôsobiť nezávisle od ich individuálnych rizík.

analýzu makroprostredia, vývoj stavebníctva v SR – jeho postavenie v národnom hospodárstve, vývoj objemu stavebnej produkcie a jej štruktúry, ekonomické výsledky stavebných podnikov nad 20 zamestnancov, vývoj stavebnej produkcie v regiónoch a informácie o bytovej výstavbe. Rozoberá priemysel stavebných látok a problematiku vývozu a dovozu v stavebníctve. Ročenka v aktuálnom roku poskytuje údaje za predchádzajúci rok.

<sup>5</sup> Nie všetky spoločnosti v rámci odvetvia s osobitne efektívnymi perspektívami musia nevyhnutne zdieľať úspechy ostatných, práve tak ako v odvetví s čiernymi vyhladkami nemusia všetky spoločnosti upadať. Podľa Coottle, Murray, Block: Analýza cenných papierov.

## MICHEL AGLIETTA A JEHO POŇATIE PEŇAŽNEJ TEÓRIE

doc. Ing. Magdaléna Přívarová, CSc.

*Ktoré mechanizmy zabezpečujú stabilitu ekonomického systému? A ktoré ho destabilizujú? Napriek tomu, že ide o jednu z najzásadnejších otázok ekonomickej teórie, odpovede na ňu sa v jednotlivých prúdoch ekonomického myslenia značne odlišujú. Zatiaľ čo neoklasici vidia pôvodcu tendencie k rovnováhe v dokonalej konkurencii, keynesovci prisudzujú úlohu regulátora štátu. V polovici 70. rokov 20. storočia vznikli vo Francúzsku dva nové prúdy ekonomickej analýzy, ktoré sa snažia odpovedať na danú otázku originálnym spôsobom; teória ekonomickej nerovnováhy a teória regulovania.*



*Teória ekonomickej nerovnováhy spochybňuje jeden zo základných pilierov Walrasovej teórie všeobecnej ekonomickej rovnováhy, a to existenciu aukcionára. Zdôvodňuje nutnosť výmen za nerovnovážne ceny a buduje základy newalrasovskej ekonómie.*

*Pokiaľ ide o teóriu regulovania, niektorí ju zaraďujú medzi varianty keynesovstva. Takéto začlenenie však nie je správne, pretože uvedený teoretický prístup ponúka „nový výskumný program“, ktorý sa začal v roku 1976 publikovaním dizertačnej práce Michela Aglietta: *Régulation et crises du capitalisme, l'expérience des Etats – Unis*.*

Michel Aglietta je jedným z najvýznamnejších súčasných francúzskych ekonómov. Narodil sa 18. februára 1938. Po skončení l'Ecole Polytechnique absolvoval prestížnu francúzsku vysokú školu, Ecole Nationale de la Statistique et de l'Administration Economique (ENSAE). Potom pracoval ako kvestor na INSEE, neskôr bol hosťujúcim profesorom vo Federal Reserve Bank of New York. V súčasnosti prednáša ekonomickú teóriu na Univerzite Paríž X – Nanterre a pôsobí tiež ako konzultant Banque de France. Vo svojej vedeckovýskumnej činnosti sa zameriava na riešenie problémov peňažnej teórie, finančnej globalizácie a ekonomického rastu v dlhom období. Je celkom prirodzené, že pritom dôsledne rešpektuje základné metodologické princípy teórie regulovania, keďže patrí k jej hlavným predstaviteľom. Najdôležitejším metodologickým princípom teórie regulovania je odmietnutie skúmania ekonomického pohybu mimo reálny čas, ahistoricky. Táto škola ekonomického myslenia zdôrazňuje význam pravidiel a sociálnych vzťahov v analýze fungovania ekonomiky. Tým, že berie do úvahy históriu a spoločenské vzťahy, sa stavia do protikladu voči ortodoxnej ekonómii a najmä voči prívržencom teórie všeobecnej ekonomickej rovnováhy, ktorí pri

svojej analýze vychádzajú len z princípu individuálneho záujmu, ktoré racionalita sa vnucuje celej spoločnosti. Podľa predstaviteľov teórie regulovania, akýkoľvek ekonomický jav možno pochopiť a vysvetliť len vtedy, ak sa berie do úvahy systém regulovania ako celok, to znamená spôsob, ktorým sa reprodukuje determinujúca štruktúra spoločnosti s jej všeobecnými zákonmi. Jednotlivé systémy regulovania sa navzájom odlišujú podľa spôsobu, ktorým štruktúry daného ekonomického systému korigujú nerovnováhy a udržujú určitú koherentnosť medzi prvkami ekonomického systému.

Teória regulovania zameriava svoju pozornosť na skúmanie vývoja kapitalistickej spoločnosti. V rámci neho rozlišuje dva rozdielne spôsoby regulovania:

- konkurenčné regulovanie, ktoré dominovalo do krízy v roku 1929. Ide o taký ekonomický systém, v ktorom si firmy konkurujú cenami a navzájom medzi sebou bojujú, aby získali trhy,
- monopolistické regulovanie (v niektorých prácach označované tiež ako fordistické), ktoré zodpovedá takému ekonomickému systému, kde firmy plánujú svoju budúcnosť. Konkurencia sa tu uskutočňuje diferenciaciou produktu ako aj investíciami do marketingu a reklamy.

### Dve verzie peňazí v jednej škole: Aglietta a Lipietz

Všetci teoretici regulovania sa zhodujú v tom, že peniaze hrajú fundamentálnu úlohu v individuálnom i kolektívnom správaní sa. Preto z nich robia centrálnu inštitúciu. Považujú ich za základný sociálno-ekonomický vzťah. Pri jeho výklade však Lipietz vychádza z Marxovej pracovnej teórie hodnoty, zatiaľ čo Aglietta spolu s Orléanom majú

v úmysle vybudovať takú teóriu peňazí, ktorá by ju nahradila. Aglietta a Orléan považujú za svojich predchodcov antropológa Marcela Maussa a ekonóma François Simianda, ktorí v medzivojnovom období viedli skvelý dialóg o podstate peňazí. Obidvaja sa pritom domnievali, že pre plné pochopenie tohto monetárneho javu sa nemožno obmedziť len na oblasť ekonómie, ale treba využiť pohľady a prínos rôznych sociálnych vied.

Pri formulovaní teórie peňazí sa Lipietz opiera najmä



o Marxove Grundrisse. V zajatí týchto prác vymedzuje potom vzťah, ktorý spája skrytú realitu (t.j. podstatu) a zdanlivú realitu (t.j. formu vystupujúcu na povrchu skutočnosti), ktorú vnímajú ekonomické subjekty, t. j. svet cien a ziskov.

Naproti tomu Aglietta, spolu s Orléanom, ktorí prvý ucelený výklad svojej koncepcie teórie peňazí publikovali v roku 1982 [ 1; 1982], považujú formy hodnoty za spôsob existencie samotnej hodnoty. Preto podľa nich netreba robiť rozdiel medzi peňažným vzťahom (prostredníctvom ktorého sa javí hodnota) a hodnotou ako takou. Toto považujú za podstatné. Upozorňujú na to, že Lipietzov prístup umožňuje pri výklade podstaty peňazí vychádzať z bartrovej výmeny. Takúto koncepciu považujú Aglietta a Orléan za chybnú. Podľa nich, hodnota neexistovala pred tovarovou výmenou. Preto treba opustiť postulát „podstaty hodnoty“ (založenej na práci alebo užitočnosti), ktorá by existovala pred tovarovou výmenou. V dôsledku toho sa také ekonomické kategórie a vzťahy, akými sú napríklad ekonomická racionalita, rozlíšenie súkromnej a spoločenskej sféry, možnosť objektivizovať výmenné vzťahy a podobne, nemôžu objaviť pred peniazmi. Práve peniaze sú tým, čo umožňuje objektivizovať súkromnú racionalitu, tým, čo umožňuje vznik súkromnej a spoločenskej sféry. Preto treba peňažný vzťah považovať za základný sociálno-ekonomický vzťah.

Podľa Agliettu, pri konštruovaní teórie peňazí nemožno vychádzať z pojmu hodnota. V teórii hodnoty sa totiž úloha peňazí obmedzuje len na funkciu nástroja, ktorý uľahčuje výmenu tovarov. Prístup, ktorý Aglietta navrhuje je v rozpore s myšlienkou „prirodzenej“ porovnateľnosti, ktorá existuje pred peňažnou výmenou. Podľa neho, objektivne závislosti, ktoré plodí spoločenská delba práce, sami osebe nestačia k tomu, aby sa vytvorili stabilné sociálne väzby. K tomu, aby sa medzi členmi spoločnosti vytvorili pevné väzby, určujúce miesto každého v nej, tak jeho práva ako aj jeho povinnosti, musia mať členovia spoločnosti niečo spoločné – a to sú práve peniaze. Peniaze nie sú teda nástrojom, ale spoločensky uznávanou formou trhových vzťahov, na základe ktorej každý nachádza svoju cestu v ekonomickom poriadku. Inými slovami, peniaze sú výrazom spoločenskej celistvosti.

V trhovej ekonomike závisia rozhodnutia o výrobe od súkromného želania jednotlivých ekonomických subjektov. V konečnom dôsledku však musia byť uznané spoločnosťou – táto buď kupuje alebo nekupuje dané tovary. Pri voľbe výrobného programu sú teda ekonomické subjekty vystavené veľkej dávke neistoty, vždy musia počítať s neúspechom. V tomto ohľade sa Agliettov postoj odlišuje tak od neoklasickej teórie, ktorá považuje ekonomické subjekty za suverénne bytosti, ako aj od marxistickej teórie, ktorá predpokladá existenciu abstraktnej homogénnej práce, ktorá umožňuje uskutočnenie kvantifikácie pred výmenou. V Agliettovej teórii sú peniaze procesom zospoločenšenia, ktorý nepredpokladá žiadnu spoločenskú podstatu (úžitkovú hodnotu alebo hodnotu).

Hlbšej analýze vplyvu spoločenskej delby práce na

správanie sa ekonomických subjektov v trhovej ekonomike sa Aglietta venuje vo svojej poslednej monografii z oblasti teórie peňazí [6 ; 2002]. Pripomína v nej, že spoločenská delba práce vedie v trhovej ekonomike k izolovaniu jednotlivých ekonomických subjektov. Títo sa stávajú navzájom nezávislými. Pritom každý ekonomický subjekt sa stáva závislým od iných úplne neprehľadným spôsobom, pretože kolektívna činnosť tam vzniká ako neúmyselný výsledok slobodnej voľby všetkých ekonomických subjektov. V dôsledku toho vzniká extrémny tlak, ktorý nadobúda podobu neistoty. Trhová ekonomika totiž nepozná také mechanizmy, ktoré existujú v spoločnosti založenej na tradíciách – napríklad vzťahy solidarity medzi blízkymi ľuďmi – vďaka ktorým individuálne ekonomické subjekty nachádzajú v prípade ťažkostí určité útočisko.

Podľa Agliettu, k tomu, aby sa na báze spoločenskej delby práce, t.j. na báze vzťahu, ktorý je orientovaný výhradne na autonómiu jednotlivcov, vytvoril stabilný spoločenský poriadok, je potrebné, aby ten extrémny tlak, ktorým delba práce tlačí na individuálne ekonomické subjekty, bol zmiernený. Uvedená potreba nadobúda v trhovej ekonomike špecifickú podobu a tou je bohatstvo.

V tejto súvislosti nemožno nespomenúť, že u Keynesa nachádzame podobné úvahy, keď analyzuje kategóriu opatrnostný motív. V Agliettovom poňatí je však bohatstvom všetko to, čo je likvidné, to znamená to, čo si ostatní absolútne želajú. Inými slovami, sú to len peniaze. Takáto definícia bohatstva sa teda od Keynesovho vymedzenia značne líši. Obraz ekonomického subjektu v trhovej ekonomike, ktorý Aglietta vo svojej peňažnej teórii vykresľuje, je veľmi vzdialený od predstavy, ktorá je spojená s pojmom homo oeconomicus. Keďže Agliettov ekonomický subjekt neustále pociťuje potrebu uznania inými, nie je vo svojich rozhodnutiach ani zďaleka samostatný a suverénny. Je však schopný, aspoň dočasne, prekonať svoju izoláciu a to vďaka tzv. mimetizmu.

Pojem mimetizmus má grécky pôvod a v biológii sa bežne používa na označenie ochrannej schopnosti niektorých živočíchov napodobňovať iné živočíchov. Aglietta ho zavádza do ekonomickej teórie preto, lebo sa domnieva, že bez neho nie je možné vymedziť racionálne správanie sa ekonomických subjektov v trhovej ekonomike. Ide o to, že každý účastník trhu sa pri formulovaní svojich anticipácií snaží v prvom rade interpretovať informácie, ktoré má k dispozícii. Pritom si však uvedomuje, že žije vo svete plnom neistoty a preto jeho interpretácia informácií nemusí byť zaručene správna. Pripúšťa tiež, že ostatní účastníci trhu môžu mať kvalitnejšie informácie o jeho vývoji. V takejto situácii bude racionálne správanie sa ekonomického subjektu spočívať v tom, že pri formulovaní svojich anticipácií skombinuje to, čo je výsledkom jeho vlastných informácií a úsudku a to, čo je výsledkom imitácie iných. V uvedenom poňatí je možné považovať mimetizmus aj za proces šírenia informácií.

Môže sa stať, že všetky ekonomické subjekty úplne





stratia dôveru vo svoj vlastný úsudok. V tomto prípade sa mimetizmus transformuje do paniky. Trhy sa teda nemôžu dostať do stavu rovnováhy a len zásah nejakej autority zvonku môže ekonomickým subjektom poskytnúť určité orientačné body. Aglietta v tom vidí prejav informačného paradoxu: na finančných trhoch sú poriadok a chos neko- nečne blízko.

Pri budovaní svojej peňažnej teórie chápe Aglietta pe- niaze ako spoločenský vzťah, ktorý má dve stránky. Prvou stránkou je nutnosť, ktorá je podmienená potrebou preko- nať izoláciu ekonomických subjektov, vyvolanej rozvojom spoločenskej delby práce. Druhou stránkou peňazí ako spoločenského vzťahu je dôvera. Skutočnosť, že akcepto- vanie peňazí je založené na dôvere, zdôrazňuje Aglietta najmä vo svojej poslednej monografii z oblasti teórie peňazí [6 ; 2002]. Finančná liberalizácia, svedkom ktorej sme v moderných trhových ekonomikách, okrem iného znamená, že už niet centrálneho bankára. Peniaze sú endogénne a vytvárané monetárnymi inštitúciami, na popud súkromných ekonomických subjektov.

Monetárne inštitúcie nie sú nemenné. Každá skupina trhových súperov sa snaží transformovať pravidlá emisie peňazí vo svoj prospech. Tento proces, v priebehu ktorého sa prejavuje nedôvera určitých skupín voči monetár- nym pravidlám, ktoré sa im javia ako príliš vzdialené od ich záujmov, nazýva Aglietta „konkurenciou peňazí“. V prí- pade, že sa príliš vyostří, vzniká sociálne napätie, preja- vujúce sa v podobe nedôvery v peniaze. Uvedená dimen- zia v peňažnom deregulovaní môže vyústiť až do samot- nej deštrukcie peňažného vzťahu. Takúto situáciu možno konštatovať v hyperinflačných krízach.

### Transformácia medzinárodného menového systému

Aglietta venuje vo svojom výskume značnú pozornosť aj problematike medzinárodného menového systému [3; 1997]. Za najdôležitejší prelom v jeho povojnovom vývoji považuje 70. roky. Na tom by nebolo nič zvláštneho. Pozo- ruhodnejšou je však skutočnosť, že pre Agliettu predsta- vujú 70. roky 20. storočia obrat, ktorý je charakterizovaný prechodom od medzinárodného menového systému kon- trolovaného štátmi k systému, ktorý je ovládaný trhmi. Podľa neho boli ciele hospodárskej politiky v 50. a 60. rokoch 20. storočia vyjadrené na národnej úrovni. V rámci vývoja založeného na národných základoch možno hovoriť o keynesovskej makroekonomickej regulácii. Táto zna- mená určitý primát politiky nad akumuláciou kapitálu tým, že sa stáva prostriedkom, ktorý orientuje ekonomický rast na ciele rastu životnej úrovne námezdné pracujúcich. Medzinárodný menový systém je kompatibilný s medziná- rodnými vzťahmi. Uprednostňuje obchodné výmeny pred transferom kapitálu.

V rámci bretton-woodského medzinárodného menové- ho systému dochádzalo ku koordinácii hospodárskych

politik na medzinárodnej úrovni prostredníctvom dodržia- vania vzájomne akceptovaných pravidiel. V 70. rokoch však došlo k presnému opaku. Úlohu koordinátora pre- vzali na seba trhy. Každá krajina si začala stanovovať svoje vlastné ciele monetárnej politiky. Medzinárodné posúdenie typu monetárnej politiky, ktorý si krajina zvolila, je uskutočňované prostredníctvom kapitálových trhov, najmä prostredníctvomdevízového trhu. V tom vidí Aglie- tta podstatu veľkého obratu.

Plávajúce menové kurzy sa podľa Agliettu stali pro- striedkom prispôsobovania a národné monetárne politiky prvkami, prostredníctvom ktorých sa dosahuje makroeko- nomická rovnováha. V jeho ponímaní spočíva nastoľova- nie makroekonomickej rovnováhy v ovládaní zásob peňa- zí a zákonov ich vývoja, čo závisí od centrálnej banky. Logickým dôsledkom takejto transformácie je potom po- žiadavka nezávislosti centrálnej banky voči vláde.

V priebehu 60. rokov 20. storočia bol dominantným prin- cípom, ktorým sa riadili hospodárske politiky „policy mix“, t.j. kombinácia monetárnych, fiškálnych a prípadne aj štruktúrnych politik zameraných na realizáciu sociálnych a národných cieľov. Dnes tomu tak podľa Agliettu nie je a novým, syntetizujúcim princípom hospodárskych politik sa stáva konkurencieschopnosť.

Aglietta je presvedčený o tom, že absencia samoregulu- júcej schopnosti trhu vyvoláva menovú nestabilitu, čo má negatívne ekonomické následky. Tie môžu viesť k situácii, keď samotné tzv. finančné spoločenstvo (t.j. hlavné centrá ekonomické a finančné moci, akými sú napríklad veľké poisťovacie spoločnosti alebo dôchodkové fondy) bude požadovať poriadok. Preto je nutný návrat k určitým koo- dinačným politikám a to najmä v menovej oblasti, kde sa táto potreba javí ako veľmi naliehavá. V tejto súvislosti sa Ag- lietta domnieva, že ústrednou otázkou je najsť taký spôsob regulovania, ktorý bude schopný znížiť stupeň nestability vďaka väčšej menovej spolupráci, založenej na princípe systematickej spolupráce a spoločnej zodpovednosti. Bude preto nutné opäť najsť určitú formu inštitucionalizovanej menovej spolupráce. Táto musí byť kompatibilná s postulá- tom, podľa ktorého dominantnou ostáva logika trhu. Nezna- mená teda v žiadnom prípade návrat ku keynesovstvu.

#### Literatúra:

1. Aglietta, M., Orléan, A.: La violence de la monnaie, PUF, Paris 1982.
2. Aglietta, M.: Macroéconomie financière, La Découverte, Paris 1995.
3. Aglietta, M.: Macroéconomie internationale, Éd. Mont- chrestien, Paris 1997.
4. Aglietta, M.: Régulation et crises du capitalisme, Odile Jacob, Paris 1997.
5. Aglietta, M.: La monnaie souveraine, Odile Jacob, Paris 1998.
6. Aglietta, M., Orléan, A.: La monnaie entre violence et confiance, Odile Jacob, Paris 2002.

# INDEXOVÉ FONDY NA KAPITÁLOVÝCH TRHOCH

doc. Ing. Božena Chovancová, PhD.  
Národohospodárska fakulta, Ekonomická univerzita v Bratislave

*Na stránkach odborných finančných publikácií, ale i v tlači sa dnes často stretávame s rôznymi názormi a odporúčaniami analytikov na investovanie do rôzneho typu fondov, s rôznou mierou rizika a výškou výnosov. Analýzy a skúsenosti fungovania kolektívneho investovania v zahraničí, osobitne v USA však dokazujú, že z dlhodobého hľadiska dosahujú indexové fondy, ktoré kopírujú trhové portfólio približne rovnakú výnosnosť ako najúspešnejšie a najvýnosnejšie rizikové akciové fondy alebo hedge fondy, ktoré sú aj často špecificky zamerané na určitú oblasť trhu. Vývoj fondového priemyslu vo svete ukazuje, že čoraz väčší počet investorov sa začína zaujímať o indexové fondy, ktoré svojou diverzifikáciou prispievajú aj k obmedzeniu rizika v prospech investorov.*

Indexové fondy majú svoj základ v Markowitzovej teórii trhového portfólia, ktorá hovorí, že trhové portfólio predstavuje rizikovo vážený priemerný výnos celého trhu pri existencii bezrizikového aktíva. Tento dôležitý záver vidol už na začiatku 70-tych rokov k zostrojeniu prvých indexových fondov, ktoré však mohli využívať len inštitucionálni investori. Prvé indexové portfólio bolo vytvorené v roku 1971 bankou Wells Fargo a v roku 1976 predstavila investičná spoločnosť Vanguard a jej známi manažér J. C. Boglem prvý indexový fond, ktorý bol určený aj pre širokú verejnosť. Tým sa zjednodušil prístup aj laickej verejnosti k investovaniu na kapitálových trhoch.

Indexový fond je špeciálnym typom akciového podielového fondu, v jeho portfóliu sa nachádzajú všetky akcie, ktoré sa nachádzajú v príslušnom trhovom indexe, a to nielen v štruktúre ale i v peňažnom vyjadrení. Takýto fond je teda dokonalou kópiou svojho indexu. Fondy tohto typu spájajú najlepšie črty otvorených podielových fondov (UCITS, resp. mutual funds) a investičných fondov (Open End Investment Companies, OEICS, resp. investment trusts). Dividendové výnosy z jednotlivých zastúpených akcií sú reinvestované do akcií z portfólia, pričom musí byť zachovaný ich pomer, zodpovedajúci váham akcií v indexe. Tým sa zabezpečuje vyrovnanosť výkonu fondu a príslušného indexu.

Indexový fond nie vždy dokáže dosiahnuť rovnaké zhodnotenie ako kopírovaný index. Existuje tu tzv. „tracking error“ (chyba kopírovania), ktorá udáva veľkosť odchýlky od výkonu indexu. Čo spôsobuje túto odchýlku? Sú to predovšetkým rôzne maklérske poplatky a operačné náklady fondu, alebo iné technické faktory.

## Aké sú výhody indexových fondov?

- Hlavnou výhodou indexových fondov je ich pasívny manažment a s tým spojené nízke náklady. Manažment fondu realizuje len tie operácie, ktoré sú nevyhnutné na zabezpečenie zodpovedajúceho zloženia portfólia. Znamená to, že nakupujú len tie cenné papiere, ktoré sa stali súčasťou indexu, naopak predávajú tie, ktoré z indexu vypadávajú.

- Indexové fondy zamestnávajú len málo zamestnancov, nie je potrebná analýza cenných papierov, čím odpadajú náklady na odmeny pre analytikov.

- Empirické a štatistické údaje ukázali, že indexové fondy prekonávajú výnosnosť veľkého množstva aktívne riadených fondov.

- Majú nízke náklady, a tým aj poplatky pre klientov sú minimálne, často sa nevyžadujú (napr. indexový fond Vanguard 500 má poplatky len 0,18 %).

Pri členení indexových fondov sa používa ako kritérium druh indexu, na ktorý sa zameriavajú. Mnohé sa orientujú, alebo sú kópiou širokého trhu – celotržové indexy (Wilshire 5000 Index, S & P 500 a pod.). Niektoré fondy odrážajú dynamiku niektorého sektora, odvetvia (DJ U. S. Financial Sector Index), medzinárodné indexy (MSCI Europe Index).

## Exchange traded funds – burzové fondy

Značný rozmach tejto formy investovania priniesli 90-te roky minulého storočia, ktoré vstúpili do povedomia investorov pod názvom Exchange traded funds – ETF a ich cenné papiere začali byť obchodovateľné i na sekundárnych trhoch. Prvé Exchange traded funds sa objavili v roku 1993 na trhu AMEX (American Stock Exchange) a dostali pomenovanie burzové fondy. Najmä v priebehu 90-tych rokov priťahovali čoraz väčšiu pozornosť investorov a v tomto trende pokračoval vývoj i po roku 2000. Celkové investície do ETF predstavovali v roku 2002 87 mld. USD, ale v roku 2004 prekročili sumu 187 mld. USD.

Exchange traded funds (ETF) – burzové fondy sú otvorené fondy. Majú valné zhromaždenia, predstavenstvo, výkonných riaditeľov (čo klasické podielové fondy nemajú) a povinnosť vykonať každoročný audit majetku. Medzi klasickými otvorenými podielovými fondmi a ETF však existuje jeden zásadný rozdiel. Otvorené podielové fondy musia kryť náklady na vlastnú správu, a preto kótujú odlišné ceny nákupu a predaja. Rozdiel (prémia) ide na úhradu správy a poplatkov na obchodovanie. ETF neemituje po-



dielový list, ale klasickú akciu, ktorú môže investor kedykoľvek kúpiť alebo predať.

ETF sa oceňujú podobne ako akcie na burze v priebehu obchodného dňa. Ich cena sa odvodzuje od hodnoty podkladového indexu, resp. jeho súčastí. Nesúlad vývoja daného indexu a ceny fondu v dôsledku pôsobenia ponuky a dopytu sa vyrovnáva prostredníctvom arbitráže. Hodnota jednotlivých ETF neodráža presnú hodnotu kopírovaného indexu. Určí sa ako percentuálna časť hodnoty indexu, ktorý tvorí základ daného fondu. Napr. ak fond kopíruje NASDAQ 100, ktorého hodnota je stanovená ako 1/40 hodnoty indexu, potom ak je index na úrovni 1200 bodov, hodnota daného ETF bude 30 USD za akciu.

Investor má tak možnosť utvárať dlhé alebo krátke pozície, resp. nakupovať ich na pôžičku od brokera. Obchodovanie počas dňa vytvára najmä pre inštitucionálnych investorov možnosť realizovať aj arbitrážne operácie. Umožňuje to samotná skladba ETF. Investori využívajú rozdiely medzi cenou cenných papierov burzových fondov a cenou ich čistých aktív (NAV). Obchodníci s cennými papiermi, ktorí realizujú arbitrážne operácie postupujú tak, že vyhľadávajú a nakupujú lacnejšie akcie ETF a vymieňajú ich za drahšie cenné papiere, z ktorých sa skladá portfólio ETF. Tým, že stúpa dopyt po cenných papieroch ETF cena začne stúpať a približuje sa k NAV. V momente, ak cena cenných papierov ETF prekročí NAV, arbitrážnici realizujú opačnú operáciu. Realizovať takéto operácie si môžu dovoliť však len inštitucionálni investori, pretože na takéto operácie je potrebný veľký počet cenných papierov. Najväčší záujem o burzové fondy majú preto aj hedge fondy, ktoré sa orientujú aj na arbitráže a ďalšie špekulatívne obchody. Vývoj ETF dokumentuje nasledujúci graf.

ETF ponúkajú pre investorov širokú škálu investičných možností. Investori môžu investovať podobne ako pri indexových fondoch do celého trhu, do špecifického sektora, do obligácií, medzinárodných akcií a pod.

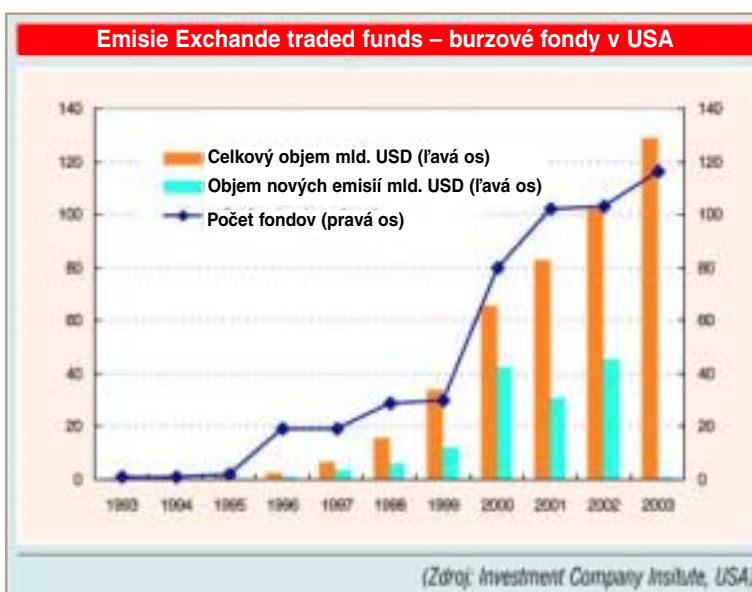
Medzi prvými ETF v roku 1992 sa objavil SPDRS (Standard & Poor's Depository Receipts), ktoré kopírovali index S&P 500. Na AMEX-e sa začalo s nimi obchodovať v roku 1993. Dodnes patria k najpopulárnejším burzovým fondom. SPDR emitovala depozitné certifikáty, ktorých hodnota odrážala hodnotu akcií sústredených v indexe S&P 500. Pre investora prinášajú pravidelný štvrtročný dividendový výnos. Na rozdiel od prvých indexových fondov SPDR majú svoju životnosť do 31. 12. 2099. V súčasnosti burzové fondy SPDRS kopírujú už aj sektorové indexy. Sektorový prístup SPDR umožňuje investorom diverzifikovať svoje portfólia v niektorých sektoroch ekonomiky. Osobitnú úlohu zohrali koncom 90-tych rokov aj pri investovaní do technologického sektora.

Veľkému záujmu investorov sa tešia aj ETF odvodené od rodiny indexov Dow Jones Industrial Average a NASDAQ 100, sú známe pod názvom DIAMONDS a QQQs a vstúpili na AMEX koncom 90-tych rokov. AMEX sa dnes považuje za „kolísku burzových fondov“. V polovici roku 2004 bolo na nej zaregistrovaných 139 burzových fondov (celkový počet registrovaných burzových fondov v USA bol v tom čase 159).

Nasledujúca tabuľka podáva prehľad najväčších burzových fondov s ich základnými údajmi.

Názov	S&P Depository Receipts Trust Series 1	DIAMONDS Trust Series 1	NASDAQ 100 Index Tracking Stock
Skratka	SPY	DIA	QQQ
Slangový názov	Spiders	Diamonds	Cubes
Index	S&P 500	DJIA	NASDAQ 100
Pomer ceny a indexu	1/10	1/100	1/40
Začiatok obchodovania	29. 1. 1993	20. 1. 1998	10. 3. 1999
Aktíva (26. 7. 2004)	41,07 mld. USD	7,55 mld. USD	23,08 mld. USD
Denné obchody*	43 mil. USD	6,7 mil. USD	106 mil. USD

\* Priemerná hodnota za tri mesiace k 26. 7. 2004.



Na trhu aj v súčasnosti dominuje Spiders a Cubes, objemy obchodov týchto fondov predstavujú 80 % z celkového objemu burzových fondov.

V roku 2002 prakticky všetky indexy boli obsadené burzovými fondmi. Mnohí analytici prejavili skepsu vo vzťahu k ďalšiemu vývoju týchto fondov, najmä viazaných na akciové indexy.<sup>1</sup> Reakciou na tieto výzvy bola ponuka nových burzových fondov, ktoré sa viažu na indexy cenných papierov s pevným výnosom. Tzv. obliagačné burzové fondy vstúpili na trh 26. 7. 2002 na trh USA

<sup>1</sup> Jim Shirley (známy analytik spoločnosti Lipper) uvádza: „objavenie sa príliš veľkého počtu nových burzových fondov investujúcich do akcií, môže mať negatívny efekt.“



a uviedla ich spoločnosť Barclay's Global Investor. Indexy kopírujú vývoj cien podnikových a štátnych dlhopisov. Obchoduje sa s nimi podobne ako s ETF, ktoré sú viazané na akciové indexy. Burzový fond Barclay's Global Investor sa uviedol na trh pod značkou iShares<sup>2</sup> a rozšíril tak možnosť obchodovania so zameraním na krátkodobé zisky. Nové iShares umožnili obchodníkom zamerať sa na výnosovú krivku. Majú možnosť tak otvárať dlhé a krátke pozície s obligáciami s rôznymi výnosmi a rôznymi lehotami splatnosti, ktoré reagujú na pohyb úrokových sadzieb.

Obligačné fondy viazané na indexy sú prostriedkom zabezpečenia sa proti riziku a sú obľúbené hlavne medzi konzervatívnymi investormi. V USA dnes existuje len 10 obligačných indexových fondov. Súvisí to zrejme aj so sprísnením menovej politiky zo strany Fed-u. Najpopulárnejším obligačným fondom medzi investormi je burzový fond Lehman 20+Year Treasury (označuje sa TLT).

Po roku 2000 však dochádza aj k inováciám ETF – burzovým fondom viazaným na akciové indexy. Priekopník indexových fondov spoločnosť Vanguard vydala VIPER ETF – Vanguard Index Participation Equity Receipts – burzové certifikáty spojené s indexovými fondmi Vanguard. S VIPER je možné realizovať na burze tie isté operácie ako pri iných burzových obchodoch. Nie sú to však samostatné ETF, ale predstavujú samostatnú triedu akcií indexových fondov Vanguard. Spoločnosť pokračovala v inováciách a uviedla na trh Extended Market VIPERs, neskôr Total Stock Market VIPERs. V januári 2004 predstavila fond VIPER na princípe sektorových akciových fondov a indexov firiem s vysokou trhovou kapitalizáciou. Spoločnosť sa tak odpútala od tradičných indexov ako S&P, Russell a Barra a prešla k indexom Morgan Stanley Capital International (MSCI). Od roku 1996 sa objavili ETF založené na indexoch MSCI, ktoré pokrývajú veľký počet svetových regiónov a sektorov.

Na vývoj tohto indexu zareagovala i spoločnosť Barclay's, ktorá predstavila nový fond iShares MSCI EAFE Index ETF, ktorý kopíruje medzinárodný akciový index. Aplikáciou je aj fond iShares MSCI Japan Index ETF.

Špecifickou skupinou burzových fondov sú HOLDR (Holding Company Depositary Receipts) – depozitné certifikáty holdingovej spoločnosti. Na trh ich uviedla spoločnosť Merrill Lynch v roku 1998. Na trhoch sú známe ich papiere Semiconductor HOLDRs Trust. Každé portfólio predstavuje balík akcií 20 spoločností. Ich počet sa znižuje po prípadných fúziách a akvizíciách. Štruktúra depozitných certifikátov predpokladá, že ich majiteľovi patria všetky akcie, ktoré sú súčasťou skladby. Bank of New York je splnomocnencom vlastníka a môže vymeniť investoviť HOLDR za akcie, ktoré sú v skladbe (vždy len po stovkách). Investor môže tiež predať tie akcie, ktoré sú pre neho nevýhodné a ponechať si len najvýnosnejšie akcie.

<sup>2</sup> Túto značku využíva spoločnosť aj pri akciových burzových fondoch.

Do Európy ETF dorazili až v apríli roku 2000, keď sa s nimi začalo obchodovať na burzách v Londýne a vo Frankfurtu. V Londýne sa pri vytváraní ETF angažuje najmä banka Barclays a investičné banky Merrill Lynch a Bloomberg. Londýnska burza vytvorila pre ETF aj osobitnú obchodnú platformu extraMARK.

Základné indexy, ktoré sledujú v súčasnosti burzové fondy uvádza tabuľka:

Indexy celého trhu	Dow Jones U. S. Total Market, Russell 3000
Indexy firiem s vysokou kapitalizáciou, Large-Cap	Dow Jones Industrial Average, Russell 1000, S&P 500
Indexy firiem so strednou kapitalizáciou, Mid-Cap	Russell Mid-Cap, S&P Mid-Cap 400
Indexy firiem s malou kapitalizáciou, Small-Cap	Russell 2000, S&P Smal-Cap 600
Indexy sektorov (technologický, internetový) Multi-Cap	Nasdaq 100, Nasdaq Composite
Indexy nástrojov s pevným výnosom	Lohman Aggregate Bond, Goldman Sachs \$ Inves Top Corporate Bond
Medzinárodné indexy	MSCI EAFE, S&P Europe 350
Indexy rozvíjajúcich sa trhov	MSCI Emerging Markets
Špecializované indexy	Intellidex Indexes, S&P 500 Equal Weighted Index

**Large-Cap ETF** sledujú indexy zamerané na spoločnosti s veľkou trhovou kapitalizáciou nad 4 mld. USD ako sú: General Electric, Microsoft, IBM, Johnson and Johnson, 3 M Co, Boeing Co, Procter and Gamble a pod. Tieto ETF majú relatívne menšiu volatilitu než ostatné a v posledných rokoch priniesli investorom aj vyššie výnosy ako ostatné fondy.

**Mid-Cap ETF** zasahujú segment trhu spoločností s trhovou kapitalizáciou 1 – 4 mld. USD. Ich charakteristickým rysom je snaha o rast – zvyšovanie hodnoty fondu. Patria už do skupiny s vyšším rizikom a sú tu spoločnosti ako: Washington Post, Coach Inc, XTO Energy Inc. Tyson Foods, JeBlue Airways Corp.

**Small-Cap ETF** sledujú výkonnosť spoločností s trhovou hodnotou 1 mld. USD. Ich hlavným zámerom je rast cien akcií, čo je spojené aj s vyššou volatilitou. V posledných rokoch sme však boli svedkami toho, že tieto fondy svojou výkonnosťou predbehli aj vyššie uvedené. Patria tu také spoločnosti ako: IDEX Corp, First Midwest Bancorp Inc, Valeant Pharmaceuticais, Human Genome Sciences Inc a pod.

### Inovácie na trhu ETF

Za posledných päť rokov počet burzových fondov prudko stúpol a popri obligačných burzových fondoch a rôznych ďalších inováciách sa hľadajú nové segmenty pre burzové fondy. Vytvárajú sa špecializované burzové fondy, ktorých aktíva sú viazané na cenu komodít.

V roku 2003 debutovali na trhu prvé cenné papiere zabezpečené zlatom a uviedol ich na trh fond Golf Bullion Securities pod značkou GOLD. Akcie Gold Bullion Securities zodpovedajú 1/10 trójskej unce zlata. Ich





vydanie podporili World Gold Council a austrálska spoločnosť Gold Bullion Ltd. V decembri 2003 sa začalo s nimi obchodovať aj na London Stock Exchange pod skratkou GBS. Ešte v tomto roku požiadal World Gold Council SEC o povolenie pre obchodovanie na trhu USA pod značkou GLD a ako prvú licenciu pre tzv. zlatý fond dostala licenciu spoločnosť Barclay's Global Investors, ktorého akcie fondu iShares COMEX Gold Trust boli umiestnené na AMEX-e pod symbolom IAU. Nespornou kvalitou týchto fondov je vysoká autorita finančných sprostredkovateľov (napr. Barclay's sa považuje za číslo jedna v oblasti indexového obchodovania).

Úspešný štart zlatých burzových fondov sa stal vzorom aj pre vznik iných fondov v iných krajinách. Dnes sa už viažu nielen na zlato, ale i ropu.

Záujem o burzové obchody v USA bol do značnej miery podporovaný aj regulačnou politikou. SEC zrušila obmedzenia pre objem investovania do burzových fondov, ktoré stanovuje Investment Company Act, podľa ktorého fond nesmel vkladať viac ako 5 % svojich aktív do jednej firmy.

Zmenou v oblasti ETF je prechod k aktívne riadeným ETF, ktoré by nekopírovali nejaký index, ale menili by zloženie portfólia podľa situácie na trhu. Takýto fond si však bude vyžadovať aktívny manažment, čím sa stratia konkurenčné výhody v podobe nízkych poplatkov. ETF využívajúce pákový efekt (leverage), ktorý využíva aj možnosť požičiavať si finančné prostriedky.

Európska centrálna banka v roku 2002 povolila tiež podielovým fondom časť svojich aktív investovať do burzových fondov. Zatiaľ v rámci Európy majú určité obmedzené podmienky, pretože legislatíva EÚ nedovoľuje podielovým fondom požičiavať si na trhu.

Prognózy hovoria, že do roku 2007 sa objem majetku pod správou ETF zvýši na jeden bilión dolárov a stanú sa vážnymi konkurentmi podielových fondov. Je pravdepodobné, že to podielové fondy donúti znížiť poplatky za správu majetku.

### Výhody ETF

Výhody Exchange traded funds môžeme zhrnúť do týchto dôležitých bodov:

1. Ceny cenných papierov na kapitálových trhov sa vyvíjajú v zmysle teórie „náhodnej prechádzky“, z čoho vyplýva, že investor nemôže dlhodobo dosahovať nadpriemerný výnos nad trhom. Z čoho vyplýva, že v istom časovom okamihu môže byť jeho výnosnosť vyššia ako trhový priemer, ale i nižšia. Výnosnosť v ETF zabezpečuje vždy investorovi dlhodobý trhový priemer.

2. Na rozdiel od iných podielových fondov umožňujú investorom obchodovať počas celej doby obchodovania na burze, pričom investor môže využívať aj predaje na krátko (short selling), kolaterálne obchodovanie (margin), alebo deriváty. Táto vysoká flexibilita ETF prispela v súčasnosti k tomu, že ETF sa dnes využívajú nielen na

dlhodobé investovanie, ale aj na tzv. denné obchodovanie – „daytrading“ (krátkodobé obchodovanie).

3. ETF sú pre investora úspornejšie. Z pohľadu investorov sú teda zaujímavé fondy aj pre nízke poplatky. Pri ETF vstupný poplatok odpadá. Účtuje sa len poplatok za správu, ktorý sa získava z vyplatených dividend a zvyčajne nepresahuje hodnotu 0,5 % objemu majetku ročne. Na rozdiel od týchto fondov, neindexové fondy účtujú často pre svojich investorov nielen vyššie vstupné poplatky, ale i poplatky za správu a výstupné poplatky. Keďže tieto poplatky sa započítavajú do zverejňovaných výnosov, investor môže v skutočnosti realizovať podstatne nižšiu čistú (reálnu) výnosnosť. ETF väčšinou nevyžadujú žiadne vstupné ani výstupné poplatky.

4. Na rozdiel od neindexových fondov obchodujú indexové fondy zriedka a to len vtedy, ak potrebujú korigovať zmenu v skladbe portfólia. To znamená, že ak je do príslušného indexu zaradený nový cenný papier a iný naopak z indexu vypadáva, manažér ETF kupuje a predáva cenné papiere so zreteľom na zmeny v skladbe indexu. Výsledkom je aj nízky obrat portfólia ako pomer medzi objemom realizovaných obchodov a celkovým majetkom fondu. Tým odpadajú aj vysoké náklady na obchodovanie, rôzne brokerské poplatky, náklady na analýzy a pod.

5. S obratom portfólia súvisí i daňová úspora. Kým pri vysokom obrate v neindexových fondoch sa pri predaji cenných papierov dosahuje často vysoký kapitálový zisk, ktorý sa zdaňuje, v prípade ETF fondov s nižšími obratmi dochádza tak aj k daňovým úsporám.

### Nevýhody ETF

1. Každý nákup a predaj je spojený s existenciou maklérskeho poplatku, ktoré znižujú výnosnosť. Osobitne sa to týka tzv. daytradingu, pretože pri malých zmenách ceny musí mať investor k dispozícii veľké objemy týchto cenných papierov, aby mohol tieto poplatky pokryť aj pri menšom zhodnotení. Z týchto dôvodov sa pri daytradingu používajú systémy kolaterálov, kde investor zloží len určitú zálohu (zlomok pôvodnej sumy) a pretože využíva pákový efekt môže dosiahnuť aj vyššie zhodnotenie.

2. Nevýhody sa prejavujú aj pri investoroch, ktorí využívajú techniku tzv. priemerovania „dollar cost averaging“, kde investor v pravidelných intervaloch investuje určité čiastky, s cieľom eliminovať a priemerovať výkyvy kurzov. Maklérske poplatky mu logicky znižujú celkovú výnosnosť.

3. Tak ako pri bežných indexových fondoch aj pri ETF sa prejavuje tzv. tracking error, čo znamená, že nie vždy kopírujú čistú hodnotu držaných aktív. V prípade výskytu výraznejšej chyby kopírovania zasahujú arbitrážni obchodníci kúpou, alebo predajom.

4. Profesionáli začínajú na ETF vyzdvihovať predovšetkým ich flexibilitu pri diverzifikácii portfólia. V dôsledku postupujúcej globalizácie a veľkému technologickému pokroku pri obchodovaní na finančných trhoch sa problém rozloženia rizika stáva čoraz problematickejším.

## JÁN FIGEĽ DOZRIEVANIE PRE EURÓPU

*V letných mesiacoch sa dostala na pulty našich kníhkupectiev nová kniha eurokomisára Jána Figeľa. Jej názov „Dozrievanie pre Európu“ je veľavravný a vystihuje hĺbku, rozsah a mnohvrstevnatosť procesu integrácie Slovenska do Európskej únie, čo je „historicky jedinečným, neopakovateľným obdobím v našich súčasných dejinách“.*

*Publikácia je zaujímavá aj pre banky, ktoré citlivo vnímajú siločari vývoja spoločnosti, čo im umožňuje adekvátne formulovať stratégiu a realizovať zvolenú politiku v danom období.*

Autor knihy „Dozrievanie pre Európu“ patrí medzi najpovolanejších, pretože v prípravnom procese na vstup do EÚ bol nielen pozorným pozorovateľom, ale aj aktívnym aktérom. Ján Figeľ vstúpil do európskej politiky už v roku 1993, keď sa stal členom Parlamentného zhromaždenia Rady Európy. V rokoch 1998 až 2002 bol štátnym tajomníkom Ministerstva zahraničných vecí a tiež aj hlavným vyjednávačom pre vstup SR do EÚ, a to až do apríla 2003. Od roku 2004 pôsobí v Európskej komisii ako jej komisár s výsostne aktuálnou agendou.

Nová kniha nášho eurokomisára je zaujímavou a podnetnou kronikou obdobia rokov 1998 – 2003. Autor sa na časovej ploche 6 rokov vyjadruje v najrôznejších médiach k širokému spektru otázok, tém, problémov a posunov spojených s vecnou, organizačnou, inštitucionálnou i personálnou prípravou SR na vstup do EÚ.

Pritom nejde iba o kroniku sledu faktov a udalostí. Autor sa zamýšľa nad potenciónom krajiny pre pozitívne zmeny. Nabáda, aby „vzrástla informovanosť, vzdelanosť a schopnosť občanov Slovenska orientovať sa v novom hospodárskom, právnom, politickom a kultúrnom priestore Európskej únie. Európa neznamená pre Jána Figeľa spoločenstvo obchodníkov, ale spoločenstvo hodnôt. Inšpiruje ho k tomu štúdiom a poznanie ideového bohatstva a odkazu otca Európy, Roberta Schumana.

Autor si uvedomuje charakter a rýchlosť zmien v Európe i vo svete, prenikol do dialektiky vzťahu európskej integrácie a globalizácie. Dochádza k správne a logickému záveru, že „globalizácia sa stáva novým faktorom, pri ktorom Európa môže byť vážnym aktérom iba v zjednotení, iba ak bude schopná postupovať spoločne.“ Na rozdiel od euroskeptikov, autor si zreteľne uvedomuje, že integrácia Európy znamená anticipáciu odpovede nášho kontinentu na výzvy globalizácie v 21. storočí. Autor tým dokumen-

tuje svoj historický optimizmus, čím kniha ešte viac nadobúda na vysokej aktuálnosti, najmä v súčasnom období pri narastajúcej vlne euroskepticizmu, a to aj v súvislosti so schvaľovaním euroústavy a rozpočtu EÚ. Pochopenie tohto historického a geopolitického kontextu je nevyhnutné aj pre uvedomenie si odkiaľ a kam Slovensko smeruje. Oceňuje zreteľné posuny Slovenska do občianskej spoločnosti. Je presvedčený, že „Višehradska spolupráca bola a je dôležitým integračným nástrojom pre všetkých.“

Jadrom knihy je historický proces etického dozrievania Slovenska pre svoje miesto v Európe a vo svete, jeho potenciál a pripravenosť zohrávať aktívnu úlohu v novom európskom priestore. Z knihy sa dá veľmi zreteľne vytušiť, že Ján Figeľ má rád Slovensko a rozumie mu. Odstup a nadhľad z Bruselu a Štrasburgu mu umožňujú lepšie a hlbšie pochopiť skutočné potreby Slovenska a jej občanov. Jeho vlastenectvo nie je patetické ani povrchné, ale hlboké a láskavé, a pritom ani na chvíľu neopúšťa rovinu profesionála. Je hrdý na to, čo Slovensko v pomerne krátkej dobe dosiahlo aj v otváraní sa svetu, ale vidí aj slabé miesta a nedostatky.

Pomenúva základné problémy, ktoré musíme vyriešiť, a čo všetko „treba urobiť“ pre rozvoj ľudského potenciálu, pre zvyšovanie zamestnanosti, pre ďalšie zlepšovanie podnikateľského prostredia a rozvoj vzdelanosti, pre prekonávanie výrazných regionálnych rozdielov, ale aj pre celkové zvýšenie spoločenskej a politickej kultúry a vymožitelnosti práva.“

Tým všetkým v mnohom naznačuje smery nevyhnutného dopracovania celkovej vízie postavenia Slovenska vo svete v súčasnej fáze civilizačného procesu ľudstva na úrovni poznatkovej ekonomiky.

Je dobre, že v tomto pozitívnom procese zohráva aktívnu úlohu aj banková sústava na Slovensku.

**doc. Dr. Ing. Vladimír Valach**

## PRIEVIDZSKÁ GAZDOVSKÁ BANKA

Pred sto rokmi sa začal v Prievidzi realizovať projekt smerujúci k založeniu novej banky v meste. Iniciátorom vzniku a zároveň aj najväčším účastinárom banky bol Koloman Bresztyenszky, v tom čase poslanec uhorského snemu a vlastník viacerých poľnohospodárskych nehnuteľností v okolí Prievidze. Účastinný kapitál vo výške 100 000 korún pozostával z 2 000 kusov účastín znejúcich na meno v nominálnej hodnote 50 korún. Najviac účastín upísali občania Prievidze, Nemeckého (Nitrianskeho) Pravna, Veľkej Lehoty, Necpál, Novákov, Malej Čausy a Ráztočna.

Zakladajúce valné zhromaždenie sa konalo 17. januára 1906. Schválilo stanovy, zvolilo správu banky, dozorný výbor a vedenie ústavu. Správu tvorilo 3 až 12 členov volených valným zhromaždením na tri roky z radov účastinárov. V dozornom výbore zasadalo 7 členov volených na trojročné obdobie. Riaditeľom banky sa stal Koloman Bresztyenszky, hlavným účtovníkom Alexander Kalina, pokladníkom Štefan Kmetko a Dr. Dezider Haitch pôsobil ako právny zástupca. K ďalším zakladateľom banky patrili Valentín Vavro, Teodor Móser, Matej Soóska a Ernest Sporzon.

Názov banky Privigyei Gazdasági Bank Részvénytársaság, teda Prievidzská hospodárska účastinárska banka sa používal až do 1. svetovej vojny, po tomto období sa začal uvádzať nesprávny názov Prievidzská gazdovská banka.

Teritoriálna pôsobnosť banky bola viac-menej vymedzená oblasťou medzi Nemeckým Pravnom, Novákmi a Veľkou Lehotou a na východe siahala po Handlovú. Do obchodného registra bola zapísaná 26. februára 1906 a odvtedy sa datuje aj jej činnosť. Už o rok neskôr na základe požiadavok obyvateľstva založila prvú, ale aj jedinú filiálku v Nemeckom Pravne. Banke sa od začiatku celkom slušne darilo. Zväčšoval sa objem vkladov i čistý zisk, čo zákonite viedlo k zvyšovaniu účastinného kapitálu (v roku 1912 zo 100 000 na 200 000 korún). V tomto období vzrástol i dopyt po úveroch. Na hospodárenie banky nemali zásadný negatívny vplyv ani štyri vojnové roky.

Po vzniku Československej republiky profitovala banka (hlavne v dvadsiatych rokoch) v prvom rade vďaka premyslenej úverovej politike, zvyšovaniu vkladov, ale aj investíciám do priemyselných podnikov, čím si upevnila pozíciu na peňažnom trhu. Účastinný kapitál banky dosiahol v roku 1943 výšku 1 200 000 korún.

Všeobecná hospodárska kríza koncom dvadsiatych a začiatkom tridsiatych rokov sa odzrkadlila na poklese vkladov a objavovali sa ťažkosti so splácaním úverov. Vedenie preto začalo vymáhať úvery razantnejšie, formou dražieb. Ani toto ťažké obdobie však neohrozilo jej samostatnosť a po prekonaní krízy nastalo mierne oživenie. Úverové aktivity banky smerovali predovšetkým do poľnohospodárskej oblasti (úvery maloroľníkom, veľkostatku Bojnice, Vodnému

družstvu Kuzmice, Roľníckemu skladištnému družstvu Topoľčany), poskytovala však úvery aj iným finančným inštitúciám (Chynoranskej ľudovej banke, Živnostenskému úverovému ústavu v Handlovej), investovala do drevospracujúceho priemyslu (Drevopriemysel Prievidza, Drevársky účastinársky spolok v Bratislave) a tiež do Prvej prievidzskej továrne na liehoviny, Carpathia, chemického priemyslu v Prievidzi a do Baťových závodov v Šimovanoch. Finančne sa podieľala na elektrifikácii obcí (Bojnice, Nemecké Pravno) a poskytovala úvery aj samotnému okresu Prievidza.

Z hľadiska konfesionalnej príslušnosti to bola vždy rýdzo katolícka banka, neskôr v období 1. ČSR a Slovenského štátu so silným prepojením na Hlinkovú slovenskú ľudovú stranu. Práve táto skutočnosť bola dôvodom úspešného odďaľovania jej zlúčenia s iným peňažným ústavom v rámci procesu koncentrácie, nariadeného slovenskou vládou v roku 1939. Už v decembri 1939 ministerstvo financií nariadilo splynutie Prievidzskej gazdovskej banky s Ľudovou bankou v Ružomberku. K spojeniu však vinou Ľudovej banky nedošlo. O nejaký čas neskôr vydalo ministerstvo nové nariadenie, tentoraz to mala byť fúzia s Tatra bankou v Turčianskom Svätom Martine (k 1. januáru 1941). Tieto nariadenia vyvolali veľké pobúrenie vo vedení banky, ktoré v snahe zvrátiť tento proces zaslalo žiadosti prezidentovi republiky, predsedníctvu vlády, ako aj ministerstvu financií. Argumentovalo v nich tradíciou banky, hlavne však finančnými potrebami hornonitrianskeho kraja, a navrhovalo vyriešiť tento stav splynutím Prvej prievidzskej banky s Prievidzskou gazdovskou bankou, čím sledovalo zachovanie silného lokálneho peňažného ústavu. Zároveň napadlo príkaz ministerstva na Najvyššom správnom súde, čo malo za následok dočasné pozastavenie jeho účinnosti. V roku 1943 však ministerstvo potvrdilo pôvodné rozhodnutie a Prievidzská gazdovská banka bola nútená rokovať o podmienkach fúzie s Tatra bankou. Výsledkom rokovaní bola dohoda, na základe ktorej Tatra banka prevzala Prievidzskú gazdovskú banku so všetkými aktívami i pasívami k 31. decembru 1943, centrála banky sa spojila s Tatra bankou, filiálkou v Prievidzi, pričom z filiálky v Nemeckom Pravne sa stala expozitúra Tatra banky. Z členov správy a dozorného výboru s bydliskom v Prievidzi sa vytvoril sa miestny výbor filiálky Tatra banky a z funkcionárov mimo mesta sa stali jej dôverníci. Tatra banka sa zaviazala prevziať všetkých aktívnych pracovníkov prievidzskej banky do svojich služieb. Tieto podmienky boli pre Prievidzskú gazdovskú banku napokon celkom priaznivé. Dohoda o fúzii nadobudla platnosť po schválení ministerstvom financií 4. apríla 1944 výmerom č.j.4351/44-VI/16 a v praxi sa realizovala 17. apríla 1944.

**Mgr. Miloš Mazúr**

## Z ROKOVANIA BANKOVEJ RADY NBS

**Dňa 2. 8. 2005 sa uskutočnilo 35. rokovanie Bankovej rady Národnej banky Slovenska (BR NBS) pod vedením jej guvernéra Ivana Šramka.**

- BR NBS prerokovala a schválila návrh zákona, ktorým sa mení a dopĺňa zákon Národnej rady Slovenskej republiky č. 118/1996 Z. z. o ochrane vkladov a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov.

Cieľom schváleného návrhu novely zákona o ochrane vkladov je predovšetkým upraviť pravidlá na určovanie výšky ročných príspevkov bankových subjektov do Fondu ochrany vkladov. Návrh novely je vypracovaný na základe podnetu Asociácie bánk tak, aby sa vytvoril právny priestor na prípadné zníženie výšky ročných príspevkov bankových subjektov do Fondu ochrany vkladov.

Navrhovaný termín nadobudnutia účinnosti návrhu novely zákona o ochrane vkladov je 1. december 2005.

**Dňa 26. 8. 2005 sa uskutočnilo 39. rokovanie Bankovej rady Národnej banky Slovenska (BR NBS) pod vedením jej guvernéra Ivana Šramka.**

- BR NBS prerokovala Situačnú správu o menovom

vývoji v SR za júl 2005 a rozhodla o ponechaní úrokových sadzieb na úrovni 2,0 % pre jednoduché sterilizačné obchody, 4,0 % pre jednoduché refinančné obchody a 3,0 % pre dvojtýždňové repo tendre s obchodnými bankami.

- BR NBS prerokovala a schválila návrh opatrenia, ktorým sa mení opatrenie Národnej banky Slovenska č. 2/2003 o registri úverov a záruk v znení opatrení Národnej banky Slovenska č. 7/2004. Opatrenie zavádza odlíšenie klientov bánk prostredníctvom medzinárodne štandardizovaného ISO kódu krajiny, čím sa otvárajú rozšírené možnosti výmeny informácií s registrami úverov a záruk vedenými v krajinách Európskej únie. Opatrenie nadobudne účinnosť dňa 1. januára 2006.

- BR NBS prerokovala a schválila Priebežnú účtovnú závierku a správu o výsledku hospodárenia NBS k 30. 6. 2005.

Národná banka Slovenska vykázala k 30. júnu 2005 zisk vo výške 9,5 mld. Sk. Zisk bol ovplyvnený najmä vývojom kurzu domácej meny voči EUR a USD.

**Tlačové oddelenie OVI NBS**

## TLAČOVÁ SPRÁVA

### Pozvánka na výstavu

#### GENÉZA EUROVÝCH MINCÍ

Národná banka Slovenska v spolupráci s Európskou komisiou pripravila pre širokú verejnosť výstavu Genéza eurových mincí konanej v rámci informačnej kampane o zavedení eura v SR. Svojou náplňou nadväzuje na výstavu fotografií Claudia Hilsa Zrodenie eura, ktorá bola inštalovaná v centrálnej banke minulý rok.

Výstava prezentuje všetky eurové mince vrátane národných motívov všetkých členských krajín eurozóny. Pozostáva z troch sekcií: európskej (proces prijatia eura spolu s nákresemi a trojrozmernými modelmi víťazných návrhov), symbolu eura (návrhy na znak pre novú menu, nákresy a trojrozmerné modely finalistov národ-

ných súťaží) a národných sekcií (každá z 12 krajín používajúcich euro predstavuje svoje mince. Obsahuje tiež mince a návrhy euromincí Vatikánu, San Marina a Monaka).

Výstava bude inštalovaná v priebehu dvoch mesiacov na dvoch miestach, a to v budove ústredia NBS v Bratislave a v priestoroch Domu techniky v Košiciach.

#### Miesta konania výstavy:

- Budova ústredia NBS v Bratislave v dňoch 16. 9. 2005 – 14. 10. 2005. Výstava bude prístupná pre verejnosť v pracovných dňoch od 8.00 hod do 17.00 hod.

- Dom techniky ZSVTS v Košiciach v dňoch 21. 10. 2005 – 12. 11. 2005. Výstava bude prístupná verejnosti od 10. 00 hod – 18. 00 hod.



**PREHĽAD VZDELÁVACÍCH PODUJATÍ INŠTITÚTU BANKOVÉHO VZDELÁVANIA NBS  
NA OBDOBIE OKTÓBER – DECEMBER 2005**

<b>Názov vzdelávacieho podujatia</b>	<b>Dátum</b>
<b>OKTÓBER</b>	
Efektívna prezentácia na medzinárodnom fóre v anglickom jazyku	3. – 4.
Základný kurz bankovníctva I (pre ĽB)	3. – 7.
Zákon o dohľade nad finančným trhom	4.
Moderná teória portfólia – tvorba a optimalizácia portfólia	5.
Outdoorový tréning zameraný na manažérsky rozvoj	5. – 7.
Nové trendy v oblasti štruktúrovaných produktov v EÚ	6.
USD – ochranné prvky a falzifikáty	6.
Právo pre bankových pracovníkov I	7. – 8.
EÚ a integrácia SR do EÚ I	10.
Bankové platobné karty	11. – 13.
Analýza a prognóza cash flow	13. – 14.
Vymáhanie pohľadávok banky podľa zákona o konkurze a reštrukturalizácii, Exekučného poriadku a Občianskeho súdneho poriadku	13.
Riadenie úverového rizika	17. – 19.
Medzinárodné účtovné štandardy IAS/IFRS a ich využívanie v praxi VIII	17. – 19.
Dlhopisy – oceňovanie a účtovanie	17. – 20.
Úspešné riešenie konfliktov	18. – 19.
Reports That Work (workshop)	20.
EÚ a integrácia SR do EÚ II	20.
Právo pre bankových pracovníkov II	21. – 22.
EÚ a integrácia SR do EÚ III	24.
Základný kurz bankovníctva II (pre ĽB)	24. – 28.
Peňažné a kapitálové trhy I	26. – 28.
Finančný manažment II – Investičné rozhodnutie a úver	27. – 28.
<b>NOVEMBER</b>	
Exportné financovanie	4.
Právo pre bankových pracovníkov III	4. – 5.
Právo finančného trhu	7. – 8.
Základný kurz bankovníctva I	7. – 11.
Rozvoj pamäti a rýchle čítanie	8. – 9.
Finančná analýza firmy	9. – 10.
Presentations Skills (workshop)	10.
Analýza žiadosti o financovanie miest a obcí	10. – 11.
Zmeny v platobnom styku v súvislosti so zavedením eura po vstupe Slovenskej republiky do eurozóny	14.
Oceňovanie a preceňovanie vybraných opcií finančného trhu	14. – 15.
Jazyková kultúra v bankovníctve	16.
Daň z príjmov – aktuálny stav po 1. 1. 2006	22.
Medzinárodné účtovné štandardy IAS/IFRS a ich využívanie v praxi IX	21. – 23.
Základný kurz bankovníctva II	21. – 25.
Peňažné a kapitálové trhy II	23. – 25.
Právo pre bankových pracovníkov IV	25. – 26.
Štatistické výkazy podľa opatrenia NBS č. 11/2004	24.
Daň z pridanej hodnoty uplatňovaná v podmienkach bánk – aktuálny stav po 1. 1. 2006	28.
Workshop pre aktívnych lektorov	28. – 29.
<b>DECEMBER</b>	
Writing for Business (workshop)	1.
Odvetvová analýza ako súčasť práce úverového pracovníka	8.
Corporate Treasury Training (ACI SL.)	5. – 7.