



OBSAH

PROFIL

Ako sa stať úspešnou ženou – rozhovor s Ing. Elenou Kohútikovou, CSc. / 2

NA AKTUÁLNU TÉMU

Drs. Vladimír Solanič a Ing. Marcel Tirpák / **Dlhodobé prínosy zavedenia eura na Slovensku** / 6
Ing. Ján Beka / **Vývoj úverov domácnostiam a úrokové sadzby z nových úverov domácnostiam** / 12
Ing. Branislav Karmazín / **Vývoj cien energií vo vybraných krajinách V4** / 19
Ing. Andrej Slížik / **Hotovostný peňažný obeh v SR za rok 2005** / 22

NÁRODOHOSPODÁRSKE OTÁZKY

Ing. Ivona Ďurinová / **Zdaňovanie príjmov spoločností v nových členských krajinách Európskej únie** / 24

ZO ZAHRANIČIA

Ing. Marek Kačmár / **Zaujímavosti z centrálnych bánk** / 28

Z ARCHÍVU NBS

Mgr. František Chudják / **Živnostenská banka na Slovensku** / 29

INFORMÁCIE

Z rokovania Bankovej rady NBS / 30

Prehľad vzdelávacích podujatí Inštitútu bankového vzdelávania NBS na III. štvrťrok 2006 / 31

Vybrané ukazovatele hospodárskeho a menového vývoja SR / 32

BIATEC

Odborný bankový časopis

júl 2006

Vydavateľ: Národná banka Slovenska

Redakčná rada: Ing. Ivan Šramko (predseda),
Mgr. Soňa Babincová, PhDr. Eva Barlíková,
prof. Ing. Irena Hlavatá, CSc., Ing. Štefan Králik,
Ing. Jozef Kreutz, doc. Ing. Jozef Makúch, PhD.,
doc. Ing. Anna Piilková, CSc. MBA,
Ing. Monika Siegelová

Redakcia: Mgr. Soňa Babincová

☎ 02/5787 2150, sona.babincova@nbs.sk

Ing. Alica Polónyiová

☎ 02/5787 2153, alica.polonyiova@nbs.sk

Anna Chovanová

☎ 02/5787 2152, anna.chovanova@nbs.sk

Adresa redakcie: NBS, redakcia BIATEC, Imricha Karvaša 1,
813 25 Bratislava, fax: 5787 1128

Objednávky na inzerciu prijíma redakcia: ☎ 5787 2150

e-mail: biatec@nbs.sk

Počet vydaní: 12-krát do roka

Cena výtlačku pre predplatiteľov: 21 Sk

Ročné predplatné: 252 Sk. Poštovné hradí predplatiteľ.

Voľný predaj: predajné miesta Vydavateľstva ELITA
v Bratislave: Klincová 35, Blagoevova 14 – 16, Dolnozemska
cesta 1/A

Cena výtlačku vo voľnom predaji: 35 Sk

Tlač: SINEAL, spol. s r. o.

Novackého 3, 841 04 Bratislava

Objednávky na predplatné v SR a do zahraničia,
reklamácie, distribúcia: ☎ 5728 0368, fax: 5728 0148

VERSUS, a. s., Expedičné stredisko,

Pribinova 21, 819 46 Bratislava

e-mail: expedicia@versusprint.sk

Termín odovzdania rukopisov: 10. 7. 2006

Dátum vydania: 17. 7. 2006

Registračné číslo: MK SR 698/92

ISSN 1335 - 0900

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.

AKO SA STAŤ ÚSPEŠNOU ŽENOU

Ing. Elena Kohútiková, CSc. pracovala v Národnej banke Slovenska od roku 1993. Zastávala v nej funkciu vrchnej riaditeľky ekonomického úseku, neskôr obchodno-devízového úseku a od roku 1996 bola vrchnou riaditeľkou menového úseku Národnej banky Slovenska. Za členku Bankovej rady NBS bola vymenovaná v roku 1994, od roku 2000 do 27. marca 2006 zastávala post viceguvernérky Národnej banky Slovenska.



Ubehli takmer štyri mesiace odvtedy, čo Elena Kohútiková ukončila svoje pôsobenie vo vysokej riadiacej a zodpovednej funkcii viceguvernérky Národnej banky Slovenska. Bolo to šesťnásť rokov práce v centrálnej banke, z toho ako členka Bankovej rady pôsobila dvanásť rokov. S menom Eleny Kohútikovej sa spájajú mnohé reformné kroky v bankovej sfére a menovej politike Slovenska.

Cesta k úspechu nebýva zvyčajne ľahká, zvlášť pre ženu, ktorá sa rozhodla popri rodine budovať aj svoju profesionálnu kariéru. Kredit uznávanej odborníčky v menovej politike neprišiel len tak, zo dňa na deň, dostavil sa po rokoch tvrdej práce a neraz i osobných odriekaní.

Modernú ženu obklopuje dnes množstvo návodov, ako sa stať v práci úspešnou a uznávanou. Málokto však povie a prizná, že je to najmä o sebaobetovaní, pochopení blízkych, neustálom vzdelávaní sa, schopnosti zorganizovať si čas, prijímať náročné a zodpovedné rozhodnutia, vedieť prijať tak pochvalu, ako aj kritiku, rozumieť práci i ľuďom...

Aká bola cesta Eleny Kohútikovej na vrchol kariéry v oblasti, v ktorej dominujú zvyčajne muži? Ako vníma s odstupom času svoju pozíciu na vysokých postoch v riadení centrálnej banky štátu? Jestvuje vôbec nejaký recept na úspech?

„Mohli by sme polemizovať, čo vlastne chápeme pod vyjadrením úspešná žena. Je žena, ktorá dosiahne vysoký post v riadiacej práci aj úspešná? Z môjho pohľadu, v tak špecifickej oblasti ako je bankovníctvo a finančníctvo, osobitne centrálné bankovníctvo, považujem svoju doterajšiu prácu za úspešnú. Inými slovami, áno, v mojom živote je to úspech, za ktorým však vidím hlavne dve veci: tvrdú prácu a sebaobetovanie iným. Pokiaľ chce človek byť úspešný vo funkcii, akú som zastávala, vyžaduje si to veľmi veľa náročnej práce, ako aj schopnosť komunikovať a rozprávať viacerými jazykmi, aby vedel okrem oficiálnych pracovných stretnutí a rokovaní získať ľudí pre svoj cieľ aj v neoficiálnych rozhovoroch. A táto schopnosť mi v mnohých krokoch pomáhala či už na pôde Národnej banky Slovenska, alebo v kontaktoch s ostatnými centrálnymi bankami a inými medziná-

rodnými inštitúciami. Moja cesta k funkciám, ak to tak môžem povedať, bola poznačená hlavne tým, že som mala to šťastie byť oslovená a poverená začínať budovať vždy niečo nové a ja som to brala ako výzvu. Či už to bol rok 1990, keď som bola pri rozvíjaní vzťahov medzi fiškálnou a menovou politikou ešte v bývalej Štátnej banke československej, kde som prišla rovno z oblasti výskumu Ekonomického ústavu SAV. A neskôr, práca v Národnej banke Slovenska, kde som začínala ako vrchná riaditeľka ekonomického úseku, neskôr po jeho rozčlenení obchodno-devízového a potom menového úseku, až nakoniec som bola zvolená za viceguvernérku zodpovednú aj za tieto úseky. To všetko boli roky začiatkov, nových úloh a cieľov. Najmä budovanie centrálnej banky štátu bol čas naplnený riešením nových, dovtedy v praxi nepoznaných vecí (menová odľuka a zavedenie vlastnej meny, riadenie devízových rezerv, operácie na slovenskom peňažnom trhu, vytvorenie a riadenie výkonu menovej politiky). Bol to čas diskusií, študovania, čas, keď sme z práce prichádzali neskoro večer a zavčasu ráno znovu pokračovali, neraz aj v sobotu



či v nedeľu. Nielen ja, ale všetci sme to považovali za samozrejmosť.“

Ako hovorí Elena Kohútiková, recept na úspech v jej prípade tvorilo 95 % tvrdej driny a 5 % talent, odvaha, záujem o prácu a hľadanie novej cesty, schopnosť vybrať si podstatu a nerozptyľovať svoje sily na okrajové záležitosti. A nadšenie. Sotva kto myslel v tom čase na to, či ho budú považovať za úspešného.

„Samozrejme, úspech je relatívny pojem. Mne prišiel dve poznania. Po prvé, že čas, ktorý mi zostával po práci a ktorého bolo vždy nedostatok, som musela rozdeliť medzi svoje deti a domácnosť. Ak by ste sa dnes spýtali mojich dvoch dcér na ten čas, tak iste by povedali, že veľmi si ma ako mamu neužili. To je konkrétna daň za moju kariéru. Neraz som zápasila s výčitkami svedomia a stresom, že sa nestíham venovať deťom tak, ako by som chcela a ako si to neraz ich vek vyžadoval. Možno práve napriek tomu sú dnes z nich samostatné dámy. A koničky, na tie už vôbec čas nezostal. Čítanie sa obmedzilo len na odbornú literatúru a vzdelávanie sa v profesionálnej oblasti. Všetko má svoju cenu, aj úspech. Niet takých géniov, ktorí dokážu vo všetkých oblastiach robiť všetko stopercentne. Myslím si, že najmä žena, pokiaľ má rodinu a deti, omnoho citlivejšie vníma a reaguje na všetky tie negatíva, ktoré funkcia so sebou prináša. Ako som odovdela, oveľa výraznejšie som si uvedomovala skutočnosť, že nám doma chýbalo práve to rodinné zázemie. A to je zrejme to špecifikum žien vo vysokej funkcii – rozpoltenosť, miera odovzdania sa práci a rodine.“

Pri každej novej pracovnej výzve hľadala matka a funkcionárka kdesi vo svojom vnútri ospravedlnenie, že všetko to nové, na čom sa podieľala a zavádzala do života, raz prinesie osoh aj jej deťom. A niekde tu sa skrýva už spomenutá daň za úspech a funkciu. Bývalá viceguvernérka Národnej banky Slovenska Elena Kohútiková si vždy našla čas na stretnutia, diskusie a prednášky so študentmi na vysokých školách nielen ekonomického zamerania, zavítala i medzi študentov stredných odborných škôl. Mladí ľudia, študenti v Bratislave, Trenčíne, v Banskej Bystrici, vo Zvolene, v Košiciach či Prešove, ale aj v zahraničí, napríklad v Rakúsku poznajú jej dar odovzdať svoje vedomosti a poznatky iným.

„Počas svojho pôsobenia v Štátnej banke česko-slovenskej najskôr ako bankový expert, neskôr vo funkcii riaditeľky odboru bankových obchodov a následne na postoch v Národnej banke Slovenska som absolvovala veľa prednášok, a to nielen so stu-

dentmi, ale aj podnikateľmi a pracovníkmi obchodných bánk. Snažila som sa vysvetľovať, ako majú chápať činnosť centrálnej banky, jednotlivé jej kroky vo výkone menovej politiky. Som presvedčená, že pre to, čo robíme dnes i pre naše vízie v tejto oblasti musíme získať a presvedčiť hlavne mladých ľudí. Oni ich budú implementovať v budúcnosti do života. Snažím sa im zakaždým zanechať odkaz, že existuje určité penzum teoretických poznatkov a praktických skúseností, ktoré sa opäť pretaví do teórie, ktorú využívame v našej práci. Nie je to len tak, že členovia Bankovej rady zasadnú za rokovací stôl a prijmú nejaké rozhodnutie. Ale že to rozhodovanie je kolektívne, založené práve na poznatkoch, vedomostiach, skúsenostiach, množstve preštudovanej odbornej literatúry a teórií každého člena Bankovej rady. Je to o výmene názorov rôznych škôl, rôznych pohľadov, že v rámci diskusií sa posudzujú rôzne varianty. Na druhej strane, keď ste medzi študentmi a diskutujete, nielenže si vypočujete ich názory, ale musíte tiež vecne a jasne obhájiť vlastný názor a činnosť Národnej banky Slovenska. Niekedy som dostala otázky, ktoré ma i prekvapili, nerátala som s nimi, no otvorili mi priestor vidieť problém aj z inej stránky. Je to zmysluplná práca a robím ju rada.“

Obhajovať svoju prácu a niešť za svoje rozhodnutia zodpovednosť pred celou krajinou. Byť transparentná a otvorená vo svojej činnosti, obozretná, ale i vizionárska. Aj taká je činnosť centrálnej banky. Možno v nej hľadať a nachádzať i úspech jednotlivca? Elena Kohútiková bola súčasťou tímu, ktorý sa podieľal na vzniku samostatnej slovenskej menovej politiky, bola jedným zo spolutvorcov stratégie zavedenia eura na Slovensku. Na tejto neľahkej ceste boli i obdobia ťažké, prijímali sa náročné rozhodnutia, boli to mnohé diskusie s tímom špičkových domácich i zahraničných odborníkov. Bolo na tejto práci aj niečo nezabudnuteľné?

„Spomínam si, že z hľadiska náročnosti a kritickosti boli tri kľúčové obdobia v mojom pôsobení v Národnej banke Slovenska. Prvé bolo vtedy, ako som už uviedla, keď vznikla naša centrálna banka. Nebolo nás vtedy veľa, ktorí sme si uvedomovali, o čo tu vlastne ide, že je pred nami kus obrovskej práce, že ideme realizovať niečo, čo sa tu nikdy predtým nerobilo. Keď sme mali po prvý raz pripraviť menový program a stanoviť inflačné ciele, priznám sa, potili sme sa. Radili sme sa, diskutovali, nachádzali riešenia a prijímali rozhodnutia, za ktoré sme brali zodpovednosť. Druhé náročné obdobie bolo, keď sa rozhodovalo o tom, čo bolo logickým pokračovaním vytvorenia samostatného štátu, vlastnej



meny, a to obdobie reštrukturalizácie reálnej ekonomiky. Veľmi dlho trvalo, pokiaľ sme boli schopní nájsť partnera, presvedčiť ho, že reštrukturalizácia sa začína a končí tým, ako dokážeme ozdraviť bankový sektor. Boli to dlhé diskusie o tom, že banky nemôžu ďalej prežiť bez toho, aby dostali reálneho vlastníka a reálny kapitál, bez toho, aby robili reálne obchody. Čím neskôr sa táto zmena začala, o to vyššia bola cena pre každého z nás. Takže ďalší kameň mi spadol z mojej dušičky, keď sa konečne rozhodlo o reštrukturalizácii bankového sektora. Bol to ten hlavný signál, ktorý sme dali nielen do vnútra ekonomiky, ale aj smerom k zahraničiu, že sme štandardnou ekonomikou. Tretím, z môjho pohľadu ťažkým obdobím bolo, keď sa Slovensko nespomínalo na medzinárodných konferenciách, neuvádzalo sa v žiadnych ekonomických analýzach, príkladoch a keď, tak skôr v negatívnejšom svetle. Zmenilo sa to až potom, keď sa začali uskutočňovať zásadné ekonomické reformy, ktoré síce boleli, ale boli potrebné na to, aby sa Slovensko dostalo do teritória, kde fyzicky už dávno bolo, ale duševne nie, teda do medzinárodných integračných zoskupení. Začalo sa to prijatím Slovenska za člena OECD a pokračovalo až po naše členstvo v Európskej únii.“

S nezabudnuteľným kráča ruka v ruke i niečo pekné. Čo pekné spájalo Elenu Kohútikovú s prácou na poste viceguvernerky Národnej banky Slovenska?

„Boli sme prví v našom regióne, ktorí sme začali už v roku 2002 rozmyšľať, ako ďalej s integráciou. Začali sme pripravovať analýzy, otvárať otázky zavedenia eura do našej ekonomiky. To bola tá čerešnička na torte, že sme vytvorili priestor na to, aby sme nezaspali, nesedeli so založenými rukami a aby sme nezačali robiť chyby. Ale aby sme pokračovali ďalej a naplnili scenár integrácie do bodky. A to bolo po ťažkých rokoch obdobie, ktoré môžem označiť za pekné v mojej práci v Národnej banke Slovenska. Pekné v tom, že sme už nebežali, nedoháňali, ale mohli sme začať robiť vízie a postupne ich naplňovať. Definovali sme cieľ, kroky, výhodnosť i nevýhodnosť prijatia eura ako národnej meny. Vopred sme si túto integráciu začali sami tvarovať v náš vlastný prospech. Myslím si, že aj preto, že máme jasný cieľ, že sme schválili a naplníme stratégiu prijatia eura na Slovensku – o čom svedčí aj náš vstup do ERM II, je to všetko vnímané ako pozitívny signál, že Slovensko má nielen víziu, ale aj ciele, ktoré sa dajú realizovať a ktoré sa reálne naplňujú. A v neposlednom rade, v zahraničí sme akceptovaní ako seriózny partner, ako krajina, ktorá za pomerne krátky čas urobila veľa pozitívnych krokov.“

Euro je dnes hádam najviac vyslovované slovo, ktoré sa u nás spája aj s menom Eleny Kohútikovej. Slovensko v období prechodu na spoločnú menu musí v oblasti menovej politiky splniť národné kritériá, predovšetkým kritérium inflácie. Spájajú sa so zavedením eura aj možné riziká?

„Prijatie eura je dlhodobý proces. Je to rad krokov, ktoré sa už urobili a ktoré bude potrebné urobiť. Na tento proces musia byť nasmerované všetky politiky, nielen menová. Podľa mňa môžu vzniknúť isté situácie, keď by táto stratégia nebola naplnená.

Prvá je, že jednoducho nedokážeme splniť maastrichtské kritériá. Dnes poznáme príklad Litvy a iných krajín, ktoré odkladajú pôvodný termín zavedenia eura. Aj keď treba povedať, že tieto krajiny mali stanovený pevný kurzový režim, nepoznali kurzové riziko a nemuseli toto kritérium naplňovať takým spôsobom ako Slovensko. Objektívny život môže priniesť i takú skutočnosť, že nedokážeme ani pri najlepších snahách splniť toto inflačné kritérium. Potom treba robiť všetko pre to, aby toto kritérium bolo splnené v čo najkratšom možnom čase. Aby sme mohli toto povedať, museli by sme si byť istí, že v hospodárskej a menovej oblasti sa urobilo maximum. Hospodárska politika musí pochopiť, že menová politika postupne stráca svoju silu a že musia nastúpiť politika fiškálna a politika mzdová súvisiaca s trhom práce tak, aby aktívne začali nahrádzať politiku menovú. Ak by som to zjednodušila, nemôžeme na jednej strane byť dobrí ujovia, ktorí prinášajú darčeky, ktorí zaplatia odmenu dieťaťu aj za výkon, ktorý nie je tak dobrý ako by mal byť, a na druhej strane chcieť, aby to dieťa bolo usilovné, pracovité a nenárodné. Jednoducho, musí sa nájsť taký mix politik, aby sme dieťaťu ukázali, ako si tie peniaze v živote zarobí, čo pre to musí urobiť, aby sa na to vytvorili podmienky. Toto je hlavná idea – nemôžeme povedať, že cieľ sa automaticky naplní. Centrálna banka musí dostatočne skoro identifikovať riziká, možné problémy ešte vtedy, keď si všetci myslia, že je to zbytočné. To je jej úloha. Musí obhajovať svoje kroky a väčšinou zasahuje vtedy, keď väčšina toto riziko nevidí. A musí predovšetkým aktívne komunikovať s vládou a ministerstvom financií, aby sa tieto ciele dosiahli.

Druhá podmienka je, že musí byť vytvorený dostatočne pružný priestor v oblasti verejných financií tak, aby verejné financie nešli na doraz. Pretože v období, keď ekonomika rastie tak prudko a má tendenciu rásť tak, ako to vidíme dnes, aj plnenie kritéria na 3 % môže znamenať expanzívnu fiškálnu politiku. Čiže vo fiškálnej politike treba vytvoriť priestor na to, aby sa našetrilo na zlé časy. To sa týka celej oblasti verejných financií.

Tretia oblasť je trh práce a mzdy. Verejný sektor dáva určujúci signál, ako sa majú vyvíjať mzdy v eko-



nomike. Produktivita práce musí predstihovať mzdový vývoj. V prípade, že ho nepredstihuje, tak sa do obehu tlačia inflačné peniaze, a potom musí centrálna banka zasahovať svojimi menovými nástrojmi. Takže všetci predstavitelia oblastí, zodpovedných za zdravý vývoj ekonomiky, si musia uvedomiť svoju zodpovednosť a úlohu. Len v spojení týchto politík dokážeme maastrichtské kritéria splniť. A tie podľa mňa splniteľné tak, ako to bolo naprojektované, sú. Nezabúdajme, že prijatím eura v stanovenom termíne sa uvoľní veľká časť peňazí hlavne podnikateľskej sfére, ktorá môže potom investovať do ďalšieho rozvoja svojej činnosti a môže tak zamestnávať väčší počet pracovníkov. A tu vstupuje ten druhý efekt pre obyvateľstvo, ktoré si bude môcť nájsť slušne platenú prácu, že výroba sa bude orientovať aj do tých oblastí, kde je dnes nezamestnanosť. Môže sa však stať, že i napriek tomu, že sa budú všetky politiky harmonizovať, môže prísť nejaký šok, napr. surovinový, ktorý môže zapríčiniť oddialenie termínu. Vývoj vo svete ovplyvňuje vývoj na Slovensku a nie opačne. A to platí aj pre kurzový vývoj. Slovensko je malá ekonomika. Ak celý región nepôjde dostatočne ambiciózne dopredu, a jeho kurzový vývoj bude volatilný, taký istý volatilný bude vývoj aj na Slovensku. Vidíme to aj na Poľsku, Maďarsku, Česku. Je ilúzia myslieť si, že v takej otvorenej ekonomike ako sme my, menová politika dokáže nezávisle a samostatne rozhodovať, aký bude vývoj. Druhým rizikom je vedomé oddialenie prijatia eura z rôznych dôvodov. Nazdávam sa, že oddialovanie zavedenia eura by znamenalo poškodenie obyvateľstva, pre podniky by to znamenalo dodatočné náklady z hľadiska volatility kurzu, podniky by v plánoch neuvažovali dlhodobo s nejakou stabilitou a dávali by časť peňazí nie do investícií, ale na to, aby sa voči tomuto kurzu „hedžovali“. Na druhej strane, ak bude v tom veľkom európskom regióne rovnaká mena, tak aj malý a stredný podnikateľ bude mať väčšiu možnosť vyvážať svoj tovar do zahraničia do oblastí, kde bude konkurencieschopný, bude môcť realizovať výrobu alebo služby, ktoré doteraz nerobil, a tak bude môcť vytvoriť viac pracovných príležitostí. V každom prípade špekulácie, či termín zavedenia eura bude alebo nebude výhodný pre obyvateľstvo, považujem osobne za vyriešenú diskusiu. Bude výhodný.“

Šestnásť rokov pôsobenia Eleny Kohútikovej v Národnej banke Slovenska môžeme označiť ako náročné, tvorivé, zodpovedné a prospešné pre celú spoločnosť. Ako vníma svoj ďalší život?

„Je veľa oblastí, kde môže človek uplatniť svoje schopnosti a vedomosti. Myslím si, že by som ešte mohla do vývoja na ceste k euru vniesť i svoj diel

poznania a úsilia. Ešte nie sme na konci a je mojím snom pracovať v podobnej oblasti ako som robila doposiaľ. Rada by som bola pri tom, keď budeme na Slovensku zavádzať euro do života, chcela by som pôsobiť v takých oblastiach, kde sa zmysluplne naplní scenár, ktorý som pomáhala pripravovať a ktorý povedie vývoj našej krajiny dopredu. Nehodlám žiť z minulosti, ale rada by som sa podieľala na formovaní budúcnosti, teda mala by to byť oblasť, kde sa vízia dá nielen sformulovať, ale aj naplniť. Vtedy považujem svoju prácu za plnohodnotnú, keď môžem pomáhať nové myšlienky uvádzať do života. V tejto súvislosti by som sa vrátila na začiatok nášho rozhovoru a rozšírila odpoveď na otázku, aká je vlastne úspešná žena. Keď sa obzriem späť, tak môžem povedať, že vtedy je človek úspešný, keď je šťastný, keď je spokojný s tým, čo dosiahol a vykonal. Mala som šťastie, že môj pracovný postup šiel plynulo, bez nejakých zásadných problémov, bol to vlastne taký „vysnený“ postup. Lebo keby si to človek naplánoval, zrejme by sa to ani nemuselo splniť. Každý nový krok, každý nový stupienok v mojej pracovnej kariére znamenal splnenie ďalších úloh. Vždy, keď som prijala novú funkciu, myslela som na to, že som dostala dôveru, ktorú nemôžem sklamať.“

Elena Kohútiková vždy hovorila, že sa bojí prísť do práce nepripravená. Verila schopnostiam vlastným i svojich kolegov. Boli však aj chvíle, keď sa nie vždy všetko podarilo, keď sa v očiach objavili i slzičky sklamania, ako vtedy, keď na prvý raz neprešiel návrh na zmenu menovej politiky v prospech inflačného ciele. No brala to ako ďalšiu výzvu na prehĺbenie analýzy a argumentácie. Pri odchode z Národnej banky Slovenska by mala možno plakať, ako povedala.

„Ale plačeme za niečím, čo zomrelo, odišlo a Národná banka Slovenska zostáva. Som veľmi šťastná, že mi bolo dovolené venovať svoje sily a schopnosti tejto inštitúcii, že mi bolo dovolené byť pri tom, keď vznikala a že mi bolo dovolené dotiahnuť oblasť, v ktorej som pôsobila do takého štádia, že stojíme už v predsieni a čakáme, že nám otvoria dvere do veľkej obývačky, kde v kreslách sedí dvanásť európskych krajín a onedlho tam bude trinásť. Pevne verím, že 1. januára 2009 sa do tohto kresla posadí i Slovensko. Považujem obdobie práce v Národnej banke Slovenska za naplnenie veľkého sna v profesionálnom živote, ale zároveň za veľké šťastie i poctu, že som mohla pracovať s tak múdрым a nadšeným kolektívom ľudí. Ďakujem.“

Zhovárala sa Soňa Babincová

DLHODOBÉ PRÍNOSY ZAVEDENIA EURA NA SLOVENSKU

Drs. Vladimír Solanič a Ing. Marcel Tirpák, Národná banka Slovenska

V marci 2006 publikoval odbor výskumu NBS rozsiahlu analýzu o vplyvoch zavedenia eura na slovenské hospodárstvo.¹ V Biatecu postupne prinášame vybrané témy z tejto štúdie. Teraz sa venujeme vplyvom eura na zahraničný obchod, ekonomický rast a v konečnom dôsledku rast životnej úrovne, čiže v konečnom dôsledku najdôležitejším vplyvom zavedenia spoločnej európskej meny.

Priame výhody zo zavedenia eura majú aj širšie národohospodárske efekty. Nižšie transakčné náklady, cenová transparentnosť, vyšší konkurenčný tlak a celkovo vyššia kvalita podnikateľského prostredia vytvoria vo viacerých smeroch impulzy pre naplnenie dlhodobých výhod spoločnej meny. Nové priame zahraničné investície (PZI) a zvýšenie zahraničného obchodu, ktoré budú hlavnými výsledkami spomenutých procesov, sa premietnu do silnejšieho ekonomického rastu a napomôžu tak celkovej výkonnosti slovenskej ekonomiky. Hneď na úvod je potrebné spomenúť, že výskumné štúdie zaoberajúce sa vplyvmi menových únií na zahraničný obchod a jeho nasledujúceho pôsobenia na ekonomický rast pracujú s celkovými dátami vývozu a dovozu, kde sú zahrnuté aj PZI. Z tohto dôvodu zahŕňajú efekty spojené so zahraničným obchodom aj tie, ktoré plynú z PZI.

Rast zahraničného obchodu

Rast zahraničného obchodu možno očakávať zásluhou celkového zníženia nákladov na jeho realizáciu. Ako bližšie vysvetľuje štúdia Vplyv eura na slovenské hospodárstvo, k zlacneniu vzájomného obchodu medzi krajinami používajúcimi spoločnú menu prispievajú hlavne dva faktory, a to pokles transakčných nákladov a stabilizácia výmenného kurzu.

Štúdie o vplyvoch menovej únie na zahraničný obchod

Intenzívnu diskusiu v oblasti dopadu menovej únie na zahraničný obchod rozprúdil priekopnícky článok Andrewa Rosea z roku 2000. Vo svojej štúdii Rose (2000) použil na kvantifikáciu vplyvu členstva v menovej únii tzv. gravitačný model bilaterálneho

obchodu a dospel k záveru, že jednotná mena môže viesť až k trojnásobnému zvýšeniu zahraničného obchodu. Toto zistenie bolo impulzom pre ďalšie štúdie, keďže „obchodný efekt“ menových únií bol neuveriteľne vysoký. Zvýšeniu medzinárodného obchodu ako výsledku integrácie do menového bloku sa v ekonomickej literatúre voľne hovorí aj Roseov efekt.

Jednotná vízia o veľkosti Roseovho efektu však neexistovala. Výsledkom toho bol relatívne široký rozptyl odhadov zvýšenia zahraničného obchodu v reakcii na integráciu krajiny do menovej únie. Jedna z hlavných kritik pôvodnej Roseovej štúdie objavujúca sa v odborných článkoch súvisela s charakterom menových únií, ktoré boli zahrnuté v jeho vzorke krajín. Menové únie boli tvorené hlavne malými a chudobnými krajinami,² ktoré namiesto národnej meny začali používať americký dolár. Dolarizácia ekonomiky je v štúdiu vnímaná ako forma menovej integrácie, aj keď jej dôvodom môže byť aj snaha o stabilizáciu ekonomiky. Navyše v panelovej regresii Rosea (2000) je podiel krajín, ktoré spĺňajú podmienky menovej únie veľmi nízky. Pohybuje sa niečo nad jedným percentom. Kvôli týmto nedostatkom je z tejto štúdie problematické vyvodit' všeobecné závery pre veľkú menovú úniu akou je eurozóna. Napriek tomu však možno konštatovať, že integrácia krajiny do menovej únie má jednoznačne pozitívny efekt na rozvoj zahraničného obchodu. Otázkou zostáva jeho veľkosť.

V súvislosti s problematikou kvantifikácie „priemerného“ vplyvu menovej integrácie na zahraničný obchod vypracovali Rose a Stanley (2005) tzv. metaanalýzu (prierezovú analýzu) výsledkov niekoľkých desiatok doterajších štúdií so stovkami odhadov a s využitím rôznych metód a zdrojov dát. Okrem jednoznačného záveru o pozitívnom vplyve menovej integrácie na zahraničný obchod určili odhad príspevku spoločnej meny na bilaterálny obchod v intervale 30 až 90 %. Tieto odhady sú pri aplikácii na členstvo v eurozóne oveľa realistickejšie, keďže v skú-

¹ http://www.nbs.sk/PUBLIK/06_KOL1.PDF

² Išlo o štáty ako napr. Americké Panenské ostrovy, Guam, Severné Mariánske ostrovy.



maných prácach je zahrnutý aj efekt samotnej eurozóny po roku 1999.

Niekoľko štúdií sa zaoberá vyslovene efektom zavedenia eura na rozvoj zahraničného obchodu. Micco a kol. (2003) analyzovali vplyv eurozóny na vzorke 22 priemyselných krajín a dospeli k záveru, že zahraničný obchod členských štátov eurozóny vzrástol zásluhou jednotnej meny o 5 až 20 %. Barr a kol. (2003) odhadli vplyv členstva v eurozóne na rast zahraničného obchodu na 29 %. Autori v oboch prípadoch zahrnuli medzi kontrolné premenné aj volatilitu výmenného kurzu. Ich zistenia sa preto viažu na samotné zavedenie jednotnej meny, odhliadnuc od efektu, ktorý sa prejaví znížením volatility výmenného kurzu. Tento odhadovaný nárast obchodu teda možno pripísať výlučne prehĺbeniu obchodných vzťahov.

Baldwin a kol. (2005) ponúkli vysvetlenie, prečo sú odhadované vplyvy eurozóny aj po očistení o vplyv kurzovej stability relatívne vysoké. Poukázali na to, že vzťah medzi volatilitou výmenného kurzu a zahraničným obchodom nie je lineárny, ako sa predpokladá vo väčšine štúdií. Ich teoretický model predpovedá, že spomínaný vzťah je konvexný, čo znamená, že s postupným približovaním sa volatility k nule stúpa hraničný prírastok obchodu progresívne. Intuícia za týmto výsledkom je založená na dvoch skutočnostiach. Po prvé, výmenný kurz ovplyvňuje viac malé ako veľké firmy.³ Po druhé, v EÚ prevažujú pri rozdelení firiem podľa veľkosti malé firmy. Predstavený teoretický model tak predpokladá, že po vstupe do eurozóny sa zvýši nielen objem predaja už vyvážajúcich firiem, ale taktiež samotný počet exportujúcich firiem. Z empirických testov vyplynulo, že zásluhou členstva v eurozóne možno zvýšiť zahraničný obchod od 70 % do 112 %.

Hoci exaktné vyčíslenie nárastu zahraničného obchodu v dôsledku zavedenia eura zatiaľ pre krátky čas od jeho vzniku nie je možné, historický vývoj zahraničného obchodu eurozóny už potvrdzuje, že menová integrácia mala celkovo pozitívny účinok na rozvoj vnútorného obchodu, ako aj obchodu členských štátov eurozóny s tretími krajinami.⁴

Empirické testovanie vplyvu menovej integrácie prispelo aj k definovaniu ďalších kritérií pre optimálnu menovú oblasť, ktoré navrhli Baldwin a Taglioni (2004). Doplnili tak tradičné ekonomické kritériá akými sú otvorenosť ekonomiky, mobilita na trhu práce a diverzifikácia exportu.⁵ Výsledky ich testovania potvrdili, že miera integrácie krajiny s menovou úniou vplyva pozitívne na rozvoj vzájomného obchodu. Nárast bilaterálneho obchodu medzi novým členom a menovou úniou je o to výraznejší, čím čulejšie boli obchodné vzťahy medzi nimi už pred samotnou integráciou. Druhým zistením je, že členstvo v menovej únii zvyšuje bilaterálny obchod v sektoroch, kde je miera konkurencie relatívne nízka. Toto zistenie priamo súvisí s efektom cenovej transparentnosti.

Odhad pre Slovensko

Slovensko je tradičným príkladom malej otvorenej ekonomiky, ktorá je plnohodnotne integrovaná do medzinárodných obchodných a finančných tokov. Slovensko je tesne po Estónsku druhou najotvorenejšou krajinou zo skupiny 8 nových členských krajín EÚ (graf 1). Súčasne má otvorenejšiu pozíciu aj v porovnaní s krajinami, ktoré už participujú v systéme výmenných kurzov ERM II a plánujú prijať euro v najbližších dvoch až troch rokoch.⁶

Zahraničný obchod sa stal jedným z nosných pilierov ekonomického rastu Slovenska, ktoré takto vyu-

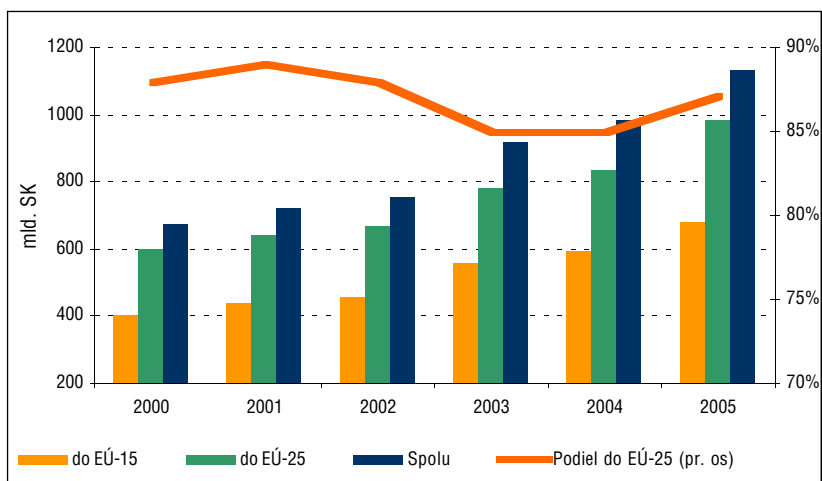
³ Veľké firmy sa môžu zaistiť proti kurzovému riziku, čo je však finančne náročné. Pre malé firmy je preto zaistenie sa väčšinou nedostupnou formou ochrany pred kurzovým rizikom.

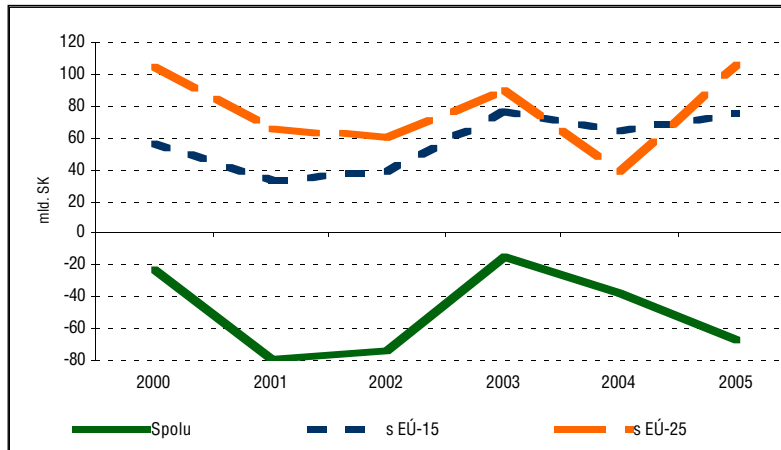
⁴ Odhad tzv. Roseovho efektu pre jednotlivé krajiny eurozóny je uvedený v štúdiu Baldwin a Taglioni (2004), ktorí dezagregovali celkový efekt pre eurozónu podľa štúdie Micco a kol. (2003).

⁵ Tradičné ekonomické kritériá sú bližšie rozvedené v štúdiu v časti 5.7, rozoberajúcej teóriu optimálnej menovej oblasti.

⁶ Estónsko, Litva a Slovensko vstúpili do ERM II v júni 2004 a plánujú zaviesť euro v roku 2007. V prípade Lotyšska, ktoré vstúpilo spolu s Maltou a Cyplom do ERM II v apríli 2005 je zavedenie spoločnej európskej meny plánované na rok 2008.

Graf 1 Vývoj exportu Slovenska



Graf 2 Obchodná bilancia Slovenska

Zdroj: Eurostat.

žíva svoj potenciál zosobnený v konkurencieschopnej ponuke práce a priaznivom ekonomickom prostredí. Prílev priamych zahraničných investícií a očakávané spustenie výroby v už realizovaných investičných projektoch⁷ dávajú predpoklad na ďalšiu expanziu vývozu v nasledujúcich rokoch.

Pri odhade vplyvu spoločnej meny na zahraničný obchod je potrebné si uvedomiť, že do členských krajín EÚ (EÚ-25) smeruje viac ako 85 % slovenského exportu (graf 1). Ešte zaujímavejší výsledok získame, ak budeme analyzovať obchodnú bilanciu Slovenska cez teritoriálne hľadisko. Z grafu 2 je zrejmé, že s krajinami „európskej pätnástky“, ako aj s rozšírenou EÚ dosahujeme kladnú obchodnú bilanciu. Skutočnosť, že vývoz do krajín EÚ každoročne rastie, nám dáva predpoklad na znižovanie deficitu obchodnej bilancie (v prípade, že vývoz bude rásť rýchlejšie ako dovoz), ktorá je okrem iného spôsobená aj dovozom strategických surovín (najmä v energetike a petrochémii), alebo tzv. investičnými dovozmi.⁸

Po začlenení Slovenska a ostatných nových členských krajín do eurozóny možno očakávať nárast zahraničného obchodu Slovenska s eurozónou pri-

bližne o 60 %, ⁹ čoho výsledkom bude zvýšenie celkového zahraničného obchodu o približne 50 %.¹⁰ V prípade dôkladnejšej liberalizácie trhu služieb, ktorý zostáva pre EÚ skôr záležitosťou budúcnosti než súčasnosti, možno očakávať ešte zreteľnejší nárast obchodu medzi členmi eurozóny. Avšak aj zvýšenie zahraničného obchodu o polovicu je ekonomicky významné, a to hlavne z pohľadu jeho dosahu na ekonomickú výkonnosť ekonomiky, ako bude podrobnejšie rozobraté v nasledujúcej časti.

Zrýchlenie ekonomického rastu a zvýšenie životnej úrovne

Predchádzajúca časť poukázala na to, že zavedenie eura prispeje k zvýšeniu zahraničného obchodu Slovenska, a tým posilní konkurenciu na slovenskom trhu. Vďaka tomuto faktoru môžeme očakávať, že spoločná mena pozitívne ovplyvní ekonomický rast a následne sa premietne do rastu životnej úrovne obyvateľov. Aktuálna úroveň HDP na obyvateľa, prepočítaná podľa parity kúpnej sily, dosahuje niečo viac ako polovicu z priemeru členských krajín EÚ (graf 3). Tým, že zavedenie eura bude pozitívne vplyvať na ekonomický rast, dopomôže k rýchlejšiemu približovaniu životnej úrovne Slovenska k európskemu priemeru.

Vzťah medzi vstupom krajiny do menovej únie a výkonom ekonomiky je nepriamy a je omnoho komplexnejší, ako napríklad prepojenie medzi spoločnou menou a zahraničným obchodom. Navyše, pozitívne efekty sa prejavajú až v strednodobom, alebo dlhodobom horizonte. Ak si uvedomíme, že ekonomický rast a životná úroveň sú pre tvorcov hospodárskej politiky cieľovými (a teda svojím spôsobom konečnými) veličinami, nie je toto zistenie ničím prekvapujúce.

Zahraničný obchod vytvára hlavný kanál, prostredníctvom ktorého sa priame pozitívne vplyvy spoločnej meny prenášajú až na celkovú výkonnosť ekonomiky a to tým, že prispieva k realokácii dostupných zdrojov a následne ich efektívnejšiemu využitiu. Konkrétnou zložkou zahraničného obchodu sú napr. PZI, pri ktorých dochádza k transferu nových technológií a postupov, ktoré zvyšujú hlavnú zložku ekonomického rastu – celkový faktor produktivity. PZI týmto samozrejme podporujú aj rast obchodu, takže tieto dva kanály musíme vnímať ako navzájom prepojené.

⁷ Ide najmä o investície do automobilového priemyslu a ich dodávateľskú sieť, ktoré sú prednostne zamerané na vývoz svojej produkcie.

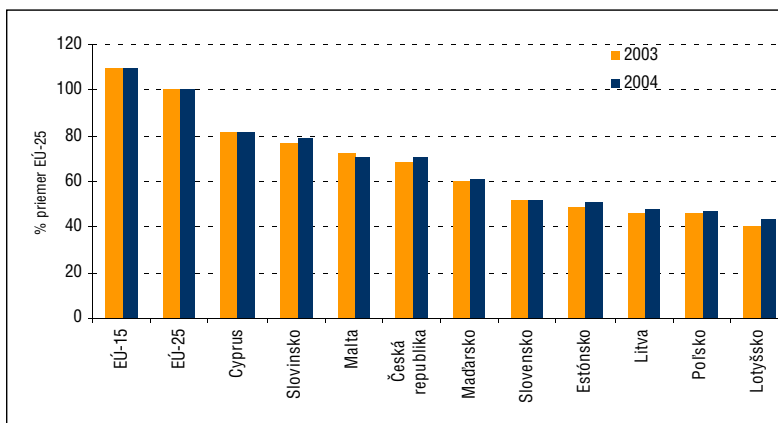
⁸ Investičným dovozom je napríklad dovoz technológií, ktoré majú z hodnotového hľadiska vysokú cenu, no na druhej strane ich implementácia bude pôsobiť stimulujuco na exportnú aktivitu Slovenska v budúcnosti.

⁹ Pri odhade sme použili strednú hodnotu rozpätia zo štúdie Rose a Stanley (2005). Keďže ide o prierezovú analýzu odhadov vplyvov menovej únie na zahraničný obchod, považujeme tento prístup za objektívny.

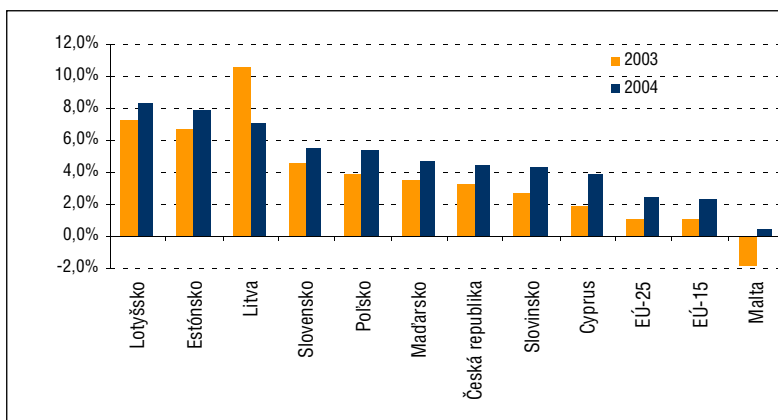
¹⁰ Na tento indikatívny výpočet sme použili aktuálny podiel vývozu do členských štátov EÚ na celkovom vývoze Slovenska ($0,5 = 0,6 \cdot 0,85$).



Graf 3 HDP na obyvateľa (v PKS)



Graf 4 Reálny rast HDP



Zdroj: Eurostat.

Zahrančný obchod

Teórie zaoberajúce sa efektmi zahraničného obchodu hovoria, že liberalizácia obchodu vedie k zvýšeniu efektívnej alokácie výrobných faktorov. Výsledkom je väčšia špecializácia krajín vo výrobe v závislosti od komparatívnych výhod. Ak sa krajiny špecializujú, môžu dosiahnuť vyššiu produkciu, čím sa zvýši ekonomický rast.¹¹ Zvýšenie produkcie je možné v dôsledku rozšírenia spotrebiteľského trhu a do popredia sa tak dostáva pozitívny efekt úspor z rozsahu (economies of scale). V tomto prostredí sa znižujú jednotkové výrobné náklady a vytvára sa tak dodatočný tlak na súťaživosť medzi firmami.

Napriek tomu, že zavedenie eura neovplyvní veľkosť trhu, určite bude mať vplyv na alokáciu výrobných faktorov – najmä kapitálu. Ako vysvetľuje štúdia Vplyv eura na slovenské hospodárstvo, zavedenie spoločnej meny povedie k poklesu reálnych úrokových sadzieb, odstráneniu kurzového rizika voči euru

a zníženiu volatility výmenného kurzu voči ostatným menám. Tieto skutočnosti následne podnietia dva kľúčové procesy. Na jednej strane sa vďaka zníženým nákladom na získanie kapitálu zvýšia investície, čo prispeje k akumulácii fyzického kapitálu. Podľa Wacziarga (2001) akumulácia fyzického kapitálu zásluhou zvýšenej miery domácich investícií vysvetľuje 46 % až 63 % z celkového pozitívneho vplyvu zahraničného obchodu na ekonomický rast. Na strane druhej sa zásluhou odstránenia, resp. zníženia kurzových rizík zvýši produkcia, keďže aj pre menšie firmy bude výhodné exportovať aspoň časť svojich výrobkov. V oboch prípadoch bude výsledkom pozitívny vplyv na ekonomický rast krajiny.

Beck a kol. (2000) empiricky skúmali úlohu finančného sektora pre hospodársky rast. V štúdiu konštatujú, že finanční sprostredkovatelia majú významný pozitívny vplyv na rast celkovej produktivity výrobných faktorov, ktorá následne ovplyvňuje rast krajiny. V ďalšej štúdiu Beck a Levine (2002) poukázali na pozitívnu úlohu finančného sektora pri dosahovaní silnejšieho ekonomického rastu nielen prostredníctvom bánk, ale napríklad aj cez burzy cenných papierov.¹² Preto v prípade, že by zavedenie jednotnej meny prispelo k vyššej konkurencii vo finančnom sektore, resp. k tlaku na zlepšenie možností získavania finančných prostriedkov prostredníctvom burzy, mohli by sme očakávať príspevok k ekonomickému rastu aj z tohto zdroja. Na Slovensku sa však zdajú byť tieto možnosti značne obmedzené. Väčšina slovenských bánk a finančných inštitúcií je vlastnená zahraničnými bankami, ktoré sa už postarali o zefektívnenie chodu slovenského finančného sektora. Keďže Slovensko má pomerne slabo rozvinutý trh s cennými papiermi, jeho zlepšenie by mohlo mať isté prínosy. Avšak aj tu sú možnosti relatívne ohraničené, vzhľadom na to, že na Slovensku podniká iba málo firiem s dostatočne vysokou kapitalizáciou. Navyše, mnohé firmy sú vlastnené zahra-

¹² Beck a Levine (2002), podobne ako Beck a kol. (2000), používajú ako indikátor rozvoja finančného sektora podiel všetkých úverov bánk súkromnému sektoru na HDP.

¹¹ Wacziarg (2001), pp. 394.



ničnými investormi, ktorí sú schopní získať finančné prostriedky v zahraničí.

Vzťahu medzi zahraničným obchodom a hospodárskym výkonom krajiny sa v literatúre venovala veľká pozornosť. Jednotlivé štúdie poukazovali na dôležitosť zahraničného obchodu, alebo naopak na jeho relatívne nízky význam pre ekonomický rast krajiny. Hlavným dôvodom pre tieto nejednotné závery bolo používanie rôznych ekonometrických techník a definícií otvorenosti ekonomiky. Nedávne štúdie (napr. Frankel a Rose, 2002 a Irwin a Terviö, 2000) riešia mnohé z pôvodných kritických pripomienok základného výskumu a uzatvárajú, že zahraničný obchod naozaj vplyva pozitívne na ekonomický rast. Podľa Frankela a Rosea (2002) nárast pomeru zahraničného obchodu k HDP o jeden percentuálny bod môže viesť k zvýšeniu HDP na obyvateľa o jednu tretinu p. b.

Priame zahraničné investície

PZI môžu prispieť k rastu hospodárstva dvoma hlavnými spôsobmi: (i) prostredníctvom prílevu kapitálu a (ii) zvyšovaním celkového faktora produktivity. PZI sa teda môžu v prvom rade postarať o priame zvýšenie zásob kapitálu, čím vytvárajú potenciál pre zvýšený ekonomický rast. Tu je však potrebné podotknúť, že PZI nie sú synonymom pre dodatočné investície. Vo väčšine prípadov ide hlavne o zmenu vlastníctva, kde zahraniční investori akvizíciami alebo kúpou väčšinových podielov v existujúcich prevádzkach získavajú kontrolu nad domácimi firmami. Omnoho dôležitejší prínos PZI možno preto očakávať vo forme zvýšenej produktivity, ktorý by mal byť podnietený hlavne (i) transferom moderných technológií, výrobných metód a postupov, (ii) transferom nových manažérskych prístupov v riadení ľudských zdrojov (napr. lepšie školenia zamestnancov) a (iii) celkovo zvýšenou konkurenciou na trhu. Dôležitosť príspevku týchto faktorov k zvýšeniu produktivity je zrejmá, keď si uvedomíme, že práve produktivita je hlavným zdrojom zvyšovania rastu potenciálneho HDP.

Štúdie zaoberajúce sa vplyvmi PZI na domáce hospodárstvo sa preto zamerali hlavne na vzťah medzi PZI a produktivitou (resp. PZI a pozitívnymi externalitami) a iba v menšej miere na prepojenie medzi PZI a domácou zásobou kapitálu. Z dostupných výskumných prác vypracovaných pre USA a Veľkú Britániu je zrejmé, že produktivita práce

v spoločnostiach vlastnených zahraničnými investormi je vyššia ako v prípade domácich firiem.¹³ Avšak ešte výraznejší rozdiel v produktivite bol zaznamenaný medzi nadnárodnými a domácimi firmami.¹⁴ Bez ohľadu na to, či teda ide o efekt spôsobený PZI alebo skôr nadnárodnými spoločnosťami, v prípade Veľkej Británie bol zistený rozdiel v produktivite medzi firmami vlastnenými cudzincami a domácimi firmami okolo 20 %.¹⁵

Literatúra koncentrujúca sa na externality pochádzajúce z nadnárodných korporácií je relatívne rozsiahla. Baldwin a kol. (2005) poukazujú na to, že väčšie množstvá PZI viedli k rýchlejšiemu rastu produktivity práce, ktorý bol výsledkom vedľajších dopadov nových technológií. Kým počítačové štúdie poukazovali na vysoké pozitívne externality,¹⁶ nedávnejšie práce ponúkajú o čosi striedmejšie odhady. Haskel a kol. (2002) testovali výkonnosť produktivity na širokej vzorke anglických priemyselných podnikov a dospeli k záveru, že nárast PZI o 10 % vedie k zvýšeniu celkového faktora produktivity ostatných domácich firiem o 0,5 %. Ide síce o malý, avšak štatisticky dobre podložený efekt. V prípade Slovenska môžeme počítať so silnejšími efektmi, keďže rozdiel v technológiách medzi zahraničnými a domácimi producentmi je v zásade vyšší ako vo vyspelých štátoch. Je tiež potrebné pripomenúť, že v tomto prípade ide o vedľajšie efekty PZI na domáce firmy, a teda nie o ich priamy prínos k produktivite v rámci samotných firiem, kam PZI smerujú. Silný pozitívny vplyv PZI na rast produktivity práce na Slovensku môžeme očakávať tiež na základe doterajších trendov, kde pozorujeme, že zahraničné firmy investujúce na Slovensku implementujú rovnaké technológie ako vo svojich materských spoločnostiach, čím sledujú dosahovanie vysokej produktivity.¹⁷

V súvislosti s prílevom PZI je však potrebné poznamenať, že ich pozitívny vplyv na domáce ekonomické prostredie závisí od úrovne vyspelosti krajiny každej krajiny. Pozitívne externality PZI sa môžu dostať iba ak je domáce prostredie schopné ich absorbovať. Rozšírenie prínosov z PZI závisí od toho, či sú kraji-

¹³ Pre Veľkú Britániu Griffith a Simpson (2001); pre USA Doms and Jensen (1998).

¹⁴ Doms a Jensen (1998) dospievajú k tomuto záveru pre USA a Criscuolo a Martin (2002) pre Veľkú Britániu.

¹⁵ Takéto porovnania môžu byť problematické, vzhľadom na selekciu PZI. Keďže mnohé PZI prichádzajú vo forme akvizícií a fúzií, nie je vylúčené, že zahraniční investori si vyberajú tie najlepšie firmy s najväčšou produktivitou. V tom prípade je ťažké implikovať kauzalitu medzi PZI a vyššou produktivitou práce.

¹⁶ Caves (1974), Blomstrom (1989), Borensztein a kol. (1998).

¹⁷ Aj to je príčinou, že pri relatívne vysokom prílivi PZI je ich vplyv na rast zamestnanosti dosť nízky.



ny schopné poskytnúť zahraničným investorom nielen určitú kombináciu ekonomických zvýhodnení ale aj dostatočný počet kvalifikovanej pracovnej sily, ktorá je schopná používať vyspelé technológie. V prípade, že nie je k dispozícii dostatočne kvalifikovaná pracovná sila a potrebná úroveň technologických znalostí, investorovi stúpajú náklady na investície v zahraničí a krajina sa tým stáva menej atraktívnu pre umiestnenie PZI (Blomstrom a Kokko, 2001). Slovensko by v blízkej budúcnosti, aj v dôsledku reformných snáh v oblasti školstva, nemalo byť konfrontované s takýmito nedostatkami. Celkovo preto môžeme očakávať, že spoločná mena zvýši atraktivitu Slovenska pre PZI, ktoré budú následne prispievať k produktivite práce, a teda celkovému ekonomickému rastu.

Odhad vplyvu eura na výkonnosť ekonomiky

Priamym vplyvom zavedenia spoločnej meny na hrubý domáci produkt sa nezaobera veľké množstvo štúdií. O kvantifikáciu tohto efektu sa pokúšajú napr. Frankel a Rose (2002). V prvom kroku odhadujú aký dosah má členstvo v menovej únii na obchod. Druhý krok je vyčíslením vplyvu zahraničného obchodu na hrubý domáci produkt. Z ich analýzy vyplýva, že zvýšenie medzinárodného obchodu o 1 % by malo viesť k zvýšeniu HDP o jednu tretinu percenta. Vplyv prijatia spoločnej meny na ekonomický rast krajiny je teda kombináciou efektu menovej únie na zahraničný obchod a efektu zvýšenia obchodu na HDP. Pri tomto odhade predpokladáme, že prorastový vplyv PZI je v ňom zakomponovaný, keďže Frankel a Rose neočisťovali svoje odhady o zmenu PZI. Aj v tomto prípade môžeme konštatovať, že výhody z členstva v menovej únii vo forme dynamickejšieho rastu HDP rastú s otvorenosťou ekonomiky.

V tejto súvislosti a vzhľadom na očakávaný príspevok zavedenia eura na zvýšenie zahraničného obchodu by malo na Slovensku v nasledujúcich 20 rokoch dôjsť k zvýšeniu úrovne HDP o 7 až 20 %. Teda každoročne by spoločná mena zvýšila výkonnosť domácej ekonomiky o približne 0,7 % ± 0,3 %.

Literatúra

1. Baldwin, R., H. Braconier a R. Forslid (2005), "Multinationals, Endogeneous Growth, and Technological Spillovers: Theory and Evidence", *Review of International Economics*, 13(5): 945-63.
2. Baldwin, R., F. Skudelny a D. Taglioni (2005), "Trade

Effects of the Euro. Evidence from Sectoral Data", ECB Working Paper, No. 446.

3. Baldwin, R. a D. Taglioni (2004), *Positive OCA Criteria: Microfoundations for the Rose Effect*, Graduate Institute for International Studies, Geneva.
4. Barr, D., F. Breedon a D. Miles (2003), "Life on the Outside: Economic Conditions and Prospects Outside Euroland", *Economic Policy*, 18(37): 573-613.
5. Beck, T. a R. Levine (2002), "Stock Markets, Banks, and Growth: Panel Evidence", NBER Working Paper, No. 9082.
6. Beck, T., R. Levine a N. Loyaza (2000), "Finance and the Sources of Growth", *Journal of Financial Economics*, 58(1-2): 261-300.
7. Blomstrom, M. (1989), *Foreign Investment and Spillovers: A Study of Technology Transfer to Mexico*, London: Routledge.
8. Borensztein, E., J. DeGregario a J.-W. Lee (1998), "How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth", *Journal of International Economics*, 45(1): 115-35.
9. Caves, R. (1974), "Multinational Firms, Competition and Productivity in Host Country Markets", *Economica*, 41(162): 176-93.
10. Office for National Statistics (2002), *Multinationals, Foreign Ownership and Productivity in UK Businesses*, London.
11. Doms, M. a J. Jensen (1998), "Comparing Wages, Skills and Productivity Between Domestically and Foreign-owned Manufacturing Establishments in the US", in: R. Lipsey, R. Baldwin a J. Richardson (eds), *Geography and Ownership as Bases for Economic Accounting*, Chicago: University of Chicago Press.
12. Frankel, J. a A. Rose (2002), "An Estimate of the Effect of Common Currencies on Trade and Income", *Quarterly Journal of Economics*, 117(5): 437-66.
13. Griffith, R. a H. Simpson (2001), "Characteristics of Foreign Owned Firms in British Manufacturing", *Institute for Fiscal Studies Working Paper*, March.
14. Irwin, D. a M. Terviö (2000), "Does Trade Raise Income? Evidence from the Twentieth Century", NBER Working Paper, No. 7745.
15. Micco, A., E. Stein a G. Ordoñez (2003), "The Currency Union Effect on Trade: Early Evidence from EMU", *Economic Policy*, 18(37): 315-56.
16. Rose, A. (2000), "One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade", *Economic Policy*, 15(30): 7-46.
17. Rose, A. a T. Stanley (2005), "A Meta-Analysis of the Effect of Common Currencies on International Trade", *Journal of Economic Surveys*, 19(3): 347-65.
18. Wacziarg, R. (2001), "Measuring the Dynamic Gains from Trade", *The World Bank Economic Review*, 15(3): 393-429.

VÝVOJ ÚVEROV DOMÁCNOSTIAM A ÚROKOVÉ SADZBY Z NOVÝCH ÚVEROV DOMÁCNOSTIAM

Ing. Ján Beka, Národná banka Slovenska

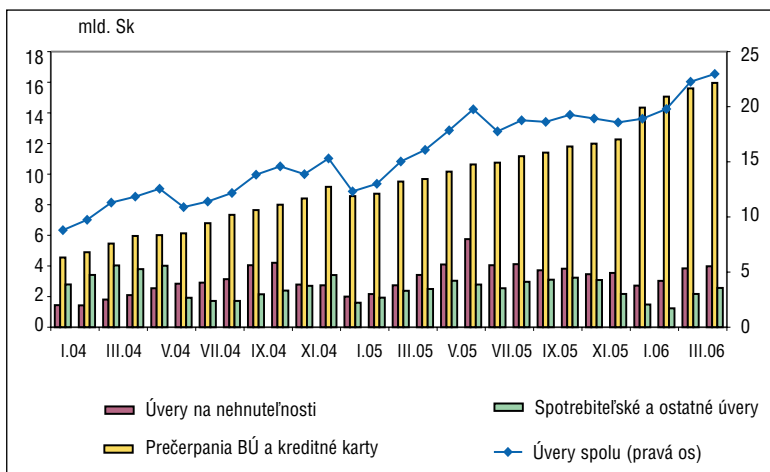
Vývoj na úverovom trhu je v posledných rokoch charakterizovaný relatívne dynamickým rastom úverov domácnostiam¹. To sa prejavuje aj v postupnom zvyšovaní zadĺženosti slovenských domácností, ako aj podielu úrokových splátok na ich disponibilnom príjme. Keďže na raste úverov a zadĺženosti domácností sa najvyššou mierou podieľajú úvery na nehnuteľnosti, venujeme im zvýšenú pozornosť tak z hľadiska ich rastu, ako aj úrokových sadzieb. Časť textu sa súčasne venuje regionálnej štruktúre rastu úverov.

Objem poskytnutých úverov výrazne rastie

V prvých štyroch mesiacoch tohto roku pokračoval dynamický vývoj v poskytovaní úverov domácnostiam. V tomto období poskytol bankový sektor úvery domácnostiam v sume takmer 84 mld. Sk (v rovnakom období predchádzajúceho roku to bolo viac ako 56 mld. Sk), s najvyšším objemom v apríli (približne 23 mld. Sk). Najväčšiu časť týchto úverov tvoria prečerpania bežných účtov (BÚ) a kreditné karty² (v období január až apríl 2006 priemerne približne 73 %, v rovnakom období predchádzajúceho roku 65 %), ktoré sa väčšinou používajú buď na preklopenie prechodného nedostatku peňažných prostriedkov domácností (prečerpania BÚ), alebo ako bezúročné úverovanie domácností na určitú dobu (kreditné

¹ Úvery hodnotené v texte sú len v slovenských korunách s výnimkou hodnotenia úverov podľa jednotlivých krajov; úrokové sadzby sú tiež len z úverov v slovenských korunách.
² Z dôvodu lepšej interpretácie a konzistentnosti časových radov a odstránenia chýb v dôsledku metodických zmien vo vykazovaní jednotlivých druhov úverov boli úvery rozdelené do piatich kategórií: 1) prečerpania bežných účtov a kreditné karty, 2) úvery na nehnuteľnosti, 3) spotrebiteľské a ostatné úvery, 4) investičné a prevádzkové úvery (táto kategória sa vzhľadom na špecifické použitie týchto úverov predovšetkým živnostníkmi na podnikateľskú činnosť v texte nehodnotí) a 5) klasifikované úvery (tiež sa nehodnotia v texte, analyzovali sa iba tzv. „dobré“ úvery).

Graf 1 Objem poskytnutých úverov v jednotlivých mesiacoch v členení podľa účelu použitia úveru



Zdroj: NBS.

karty). Vysoký podiel prečerpaní BÚ a kreditných kariet sa zaznamenal najmä v prvých dvoch mesiacoch roku. Zvýšené poskytovanie týchto úverových produktov súvisí pravdepodobne s relatívne dynamickým rastom disponibilného príjmu domácností a očakávaniami priaznivého ekonomického vývoja v budúcnosti. Podiel poskytnutých spotrebiteľských a ostatných úverov na celkových poskytnutých úveroch v prvých štyroch mesiacoch 2006 klesol pod 10 %. Tento vývoj môže naznačovať nahrádzanie administratívne a časovo náročného procesu získavania spotrebiteľských a ostatných úverov prečerpaniami BÚ a kreditnými kartami, avšak len v určitých špecifických prípadoch (relatívne nižšie sumy a častejšie platby). Objem poskytnutých úverov na nehnuteľnosti má mierne rastúci trend s určitou sezónnosťou, keď sa v zimných mesiacoch poskytuje menej úverov. Ich priemerný podiel na celkových poskytnutých úveroch za prvé štyri mesiace dosiahol 16 % a medziročne sa mierne znížil.

Pretrváva vysoký podiel úverov s pohyblivou sadzbou a začiatočnou fixáciou sadzby do 1 roka

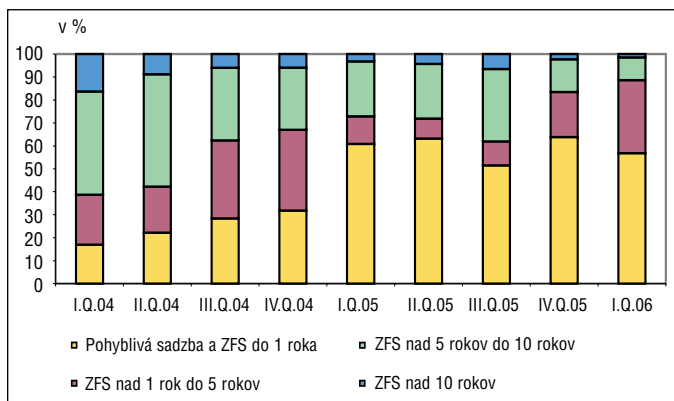
Aj naďalej pretrváva preferencia nefixovať úrokové sadzby z úverov domácnostiam alebo ich zafixovať



na obdobie do 1 roka, prípadne do 5 rokov. Dôležité je sledovať fixovanie úrokových mier predovšetkým pri úveroch na nehnuteľnosti, keďže objem týchto

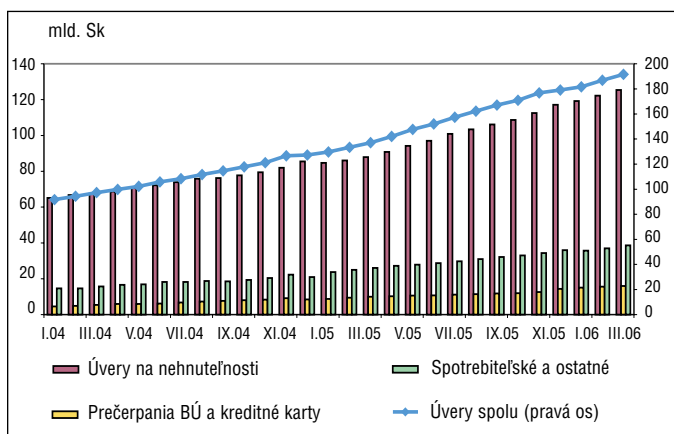
úverov je relatívne vysoký a poskytuje sa na dlhšie časové obdobie. To znamená, že zmena úrokovej sadzby má v nominálnom vyjadrení vyšší dopad na výšku úrokovej splátky z úverov na nehnuteľnosti ako z úverov určených na spotrebu. Od začiatku roku 2005 nemala viac ako polovica poskytnutých úverov na bývanie fixovanú úrokovú sadzbu, resp. začiatočná fixácia bola do 1 roka. V posledných dvoch štvrtrokoch sa zvýšil podiel úverov so začiatočnou fixáciou sadzby nad 1 rok do 5 rokov, čo mohlo byť ovplyvnené aj očakávaniami zvyšovania kľúčových úrokových sadzieb NBS, resp. miernym zvýšením dlhodobých sadzieb (výnos 10-ročných vládnych dlhopisov).

Graf 2 Podiely jednotlivých fixácií sadzby poskytnutých úverov domácnostiam na nehnuteľnosti



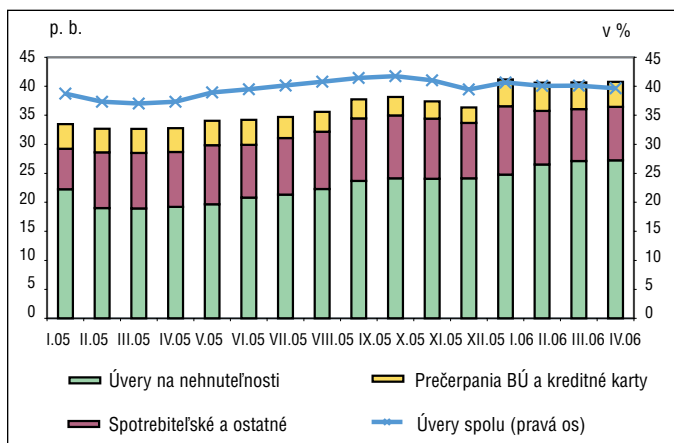
Zdroj: NBS.

Graf 3 Stav úverov v jednotlivých mesiacoch v členení podľa účelu použitia úveru



Zdroj: NBS.

Graf 4 Medziročný rast úverov domácnostiam a príspevky jednotlivých kategórií úverov k celkovému rastu



Zdroj: NBS.

Poznámka: Rozdiel v medziročnom raste celkových úverov a príspevkov k rastu tvorí kategória investičné a prevádzkové úvery a klasifikované úvery.

Pokračuje rast stavu úverov

Zvyšujúci sa objem poskytnutých úverov (uzavretých nových zmlúv) domácnostiam sa prejavuje aj v stavoch úverov domácnostiam (a tým aj v zadlženosti domácností). Ku koncu apríla 2006 dosiahol stav úverov domácnostiam v slovenských korunách takmer 192 mld. Sk a medziročne sa zvýšil o 40 %.

Najrýchlejšie rastú úvery na nehnuteľnosti (v apríli vzrástli medziročne o viac ako 37 mld. Sk). Ich podiel je relatívne stabilný a tvorí približne 65 %. Menšou mierou prispeli k rastu úverov aj spotrebiteľské a ostatné úvery (medziročný rast o viac ako 12 mld. Sk) a tiež prečerpania BÚ a kreditné karty (medziročné zvýšenie stavu o takmer 6 mld. Sk). Vysoký objem poskytnutých prečerpaní BÚ a kreditných kariet sa výraznejšie neprejavil v stavoch úverov.

Dynamika úverov rovnaká ako minulý rok

Pri relatívne stabilnom medziročnom raste úverov (40 %) sa mierne zvyšuje príspevok úverov na nehnuteľnosti k celkovej dynamike. Úvery, ktorými sa financujú spotrebné výdavky (prečerpania BÚ, kreditné karty, spotrebiteľské úvery a ostatné úvery), síce v absolútnom vyjadrení rastú, ale ich príspevok k celkovej

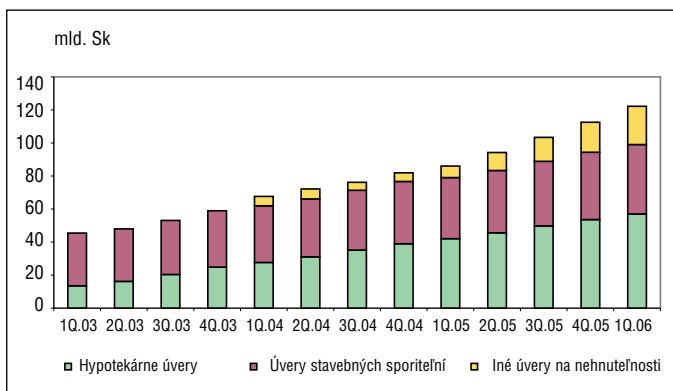


dynamike úverov sa nezmenil (12 – 16 percentuálnych bodov v jednotlivých mesiacoch).

Úvery domácnostiam na nehnuteľnosti

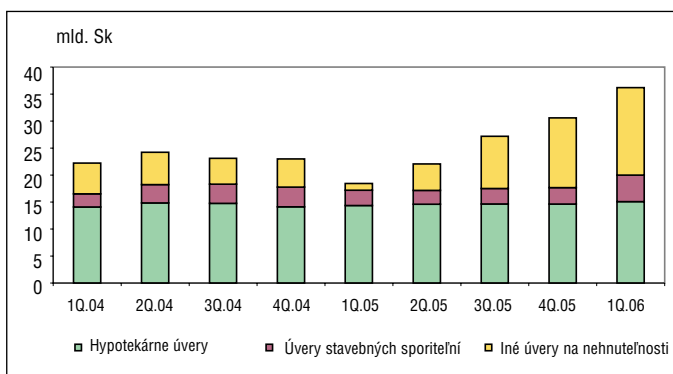
Vývoj úverov domácnostiam na nehnuteľnosti je naďalej determinovaný predovšetkým novými pro-

Graf 5 Vývoj stavu úverov domácnostiam na nehnuteľnosti



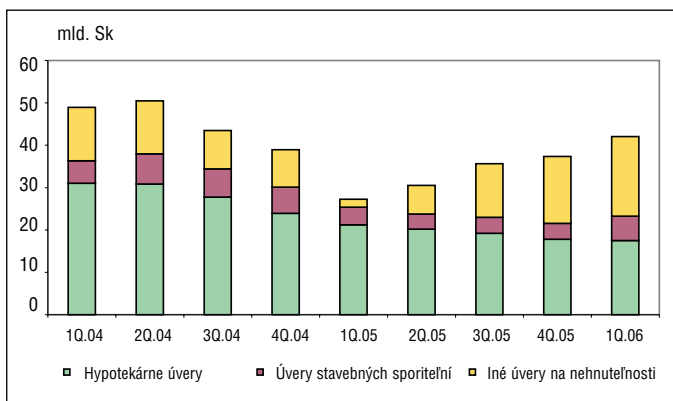
Zdroj: NBS.

Graf 6 Absolútne medziročné zmeny jednotlivých druhov úverov na nehnuteľnosti



Zdroj: NBS.

Graf 7 Príspevky jednotlivých druhov úverov k celkovému rastu úverov domácnostiam na nehnuteľnosti



Zdroj: NBS.

duktmi nahrádzajúcimi hypotekárne úvery v niektorých bankách (iné úvery na nehnuteľnosti) a pretrvávajúci záujem o hypotekárne úvery. Stav úverov na nehnuteľnosti sa zvýšil v prvom štvrtroku medziročne o 36 mld. Sk, keď iné úvery na nehnuteľnosti vzrástli o 16 mld. Sk, hypotekárne úvery o 15 mld. Sk a úvery stavebných sporiteľní o 5 mld. Sk. V prvom štvrtroku 2006 možno pozorovať mierne nárast úverov stavebných sporiteľní (najmä medziúverov) a dynamický rast iných úverov na nehnuteľnosti.

Najvýraznejšie sa na raste úverov domácnostiam na nehnuteľnosti v prvom štvrtroku 2006 podieľali iné úvery na nehnuteľnosti, keď sa ich príspevok k celkovému rastu úverov na nehnuteľnosti zvýšil až na takmer 19 percentuálnych bodov. Hypotekárne úvery prispeli k nárastu úverov na nehnuteľnosti približne 18 percentuálnymi bodmi, pretrvávajú však trend poklesu ich príspevku z rokov 2004 a 2005. Úvery stavebných sporiteľní zaznamenali v prvom štvrtroku 2006 najvyšší prírastok (takmer 6 percentuálnych bodov) k celkovému rastu úverov na nehnuteľnosti od roku 2004.

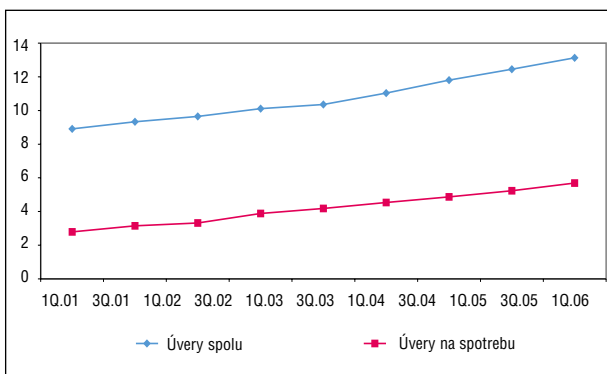
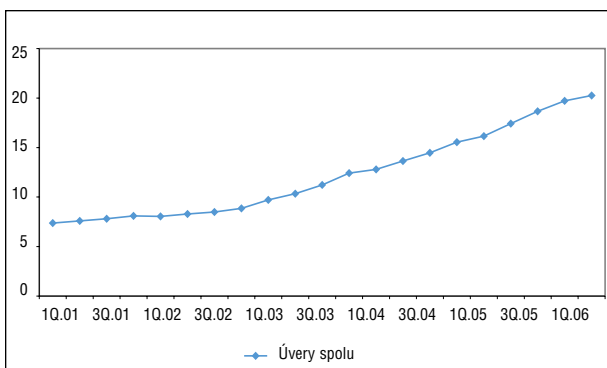
Zadlženosť domácností

Zadlženosť domácností meraná ako podiel stavu úverov domácnostiam a ich disponibilného príjmu sa zvýšila v roku 2005 o 4,6 percentuálneho bodu a dosiahla 21 %. Na jednej strane síce vzrástol nominálny disponibilný príjem domácností v roku 2005 (o 9 %), na druhej strane sa však udržal rýchly rast úverov domácnostiam (medziročný rast predstavoval viac ako 40 %).

V roku 2005 sa výraznejšie zvýšili úrokové výdavky domácností, čo bolo spôsobené pri miernom poklese úrokových sadzieb najmä dynamickým rastom úverov, predovšetkým na nehnuteľnosti. Podiel úrokových výdavkov domácností na disponibilnom príjme sa v priebehu minulého roka zvýšil o 0,26 percentuálneho bodu a dosiahol 1,32 %.

Úvery domácnostiam v jednotlivých krajoch v roku 2005

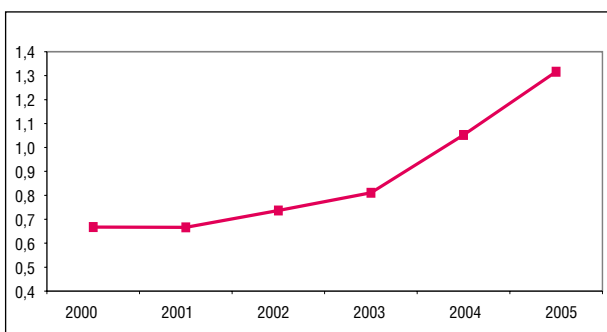
Z hľadiska krajov si udržiaval v roku 2005 dominantné postavenie Bratislavský kraj s podielom 60 % na celkových úveroch v SR, i keď jeho podiel klesol v roku 2005 o 3 percentuálne body. Vysoký podiel a tiež absolútny nárast stavu úverov domácnostiam v Bratislav-

**Graf 8 Stav úverov domácnostiam bez NISD¹⁾ ako % ich disponibilného príjmu**

Zdroj: NBS, ŠÚ SR.

Poznámka: Úvery na spotrebu zahŕňajú spotrebiteľské úvery, ostatné úvery, prečerpania BÚ a kreditné karty.

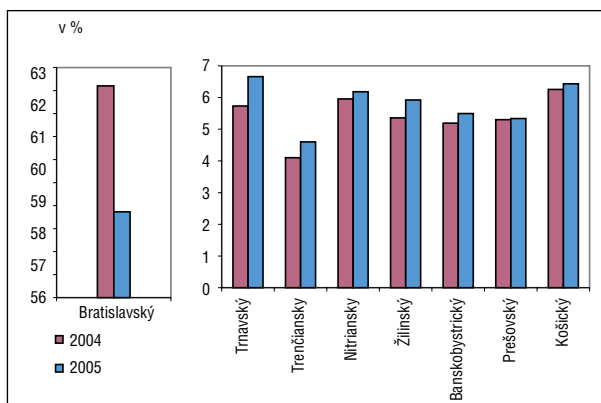
1) NISD – neziskové inštitúcie slúžiace domácnostiam.

Graf 9 Vývoj úrokových výdavkov domácností ako % disponibilného príjmu

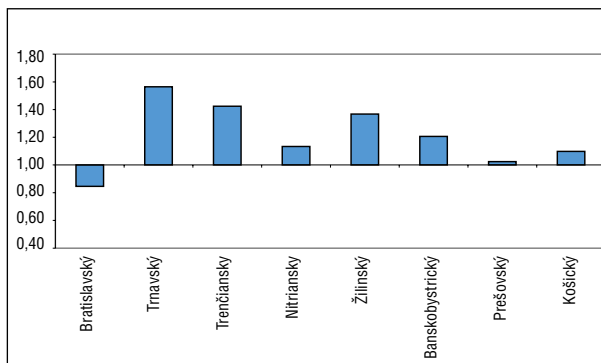
Zdroj: NBS, ŠÚ SR.

skom kraji súvisí predovšetkým s vyššími cenami nehnuteľností, keďže väčšinu úverov domácnostiam tvoria úvery na nehnuteľnosti, a nadpriemernými príjmami v porovnaní s ostatnými regiónmi.

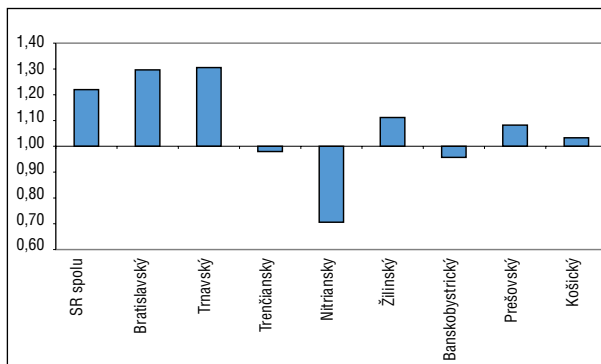
V Bratislavskom kraji vzrástol v roku 2005 stav úverov o 27 mld. Sk (v roku 2004 to bolo približne o 14 mld. Sk), čo bolo takmer 53 % z celkového nárastu úverov v roku 2005 (39 % v roku 2004). V ostatných krajoch sa zvýšil stav úverov v intervale 2,8 mld. Sk (Prešovský kraj) až 4,6 mld. Sk (Trnavský kraj).

Graf 10 Podiel úverov domácnostiam podľa krajov v rokoch 2004 a 2005

Zdroj: NBS.

Graf 11 Rast úverov domácnostiam v jednotlivých krajoch v porovnaní s rastom úverov v SR v roku 2005

Zdroj: NBS.

Graf 12 Rast úverov domácnostiam v jednotlivých krajoch v pomere k ich priemernému rastu v rokoch 2002 – 2005

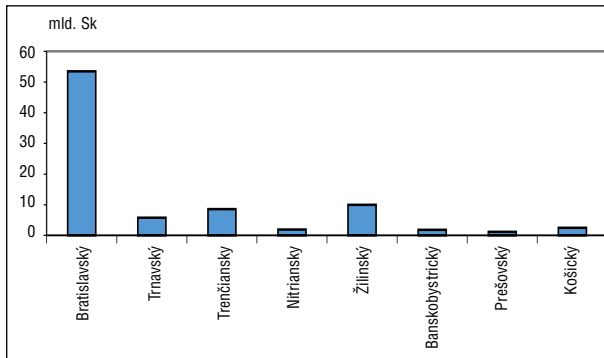
Zdroj: NBS.

Dôležitým faktorom je aj to, že vo všetkých krajoch s výnimkou Bratislavského vzrástol stav úverov rýchlejšie ako priemer za celú SR. Súvisí to však najmä s nízkou základňou v jednotlivých regiónoch, kde je väčší predpoklad dynamickejšieho rastu úverov ako v Bratislavskom kraji.

Pri porovnaní rastu úverov v jednotlivých krajoch v pomere k ich priemernému rastu v rokoch 2002 až

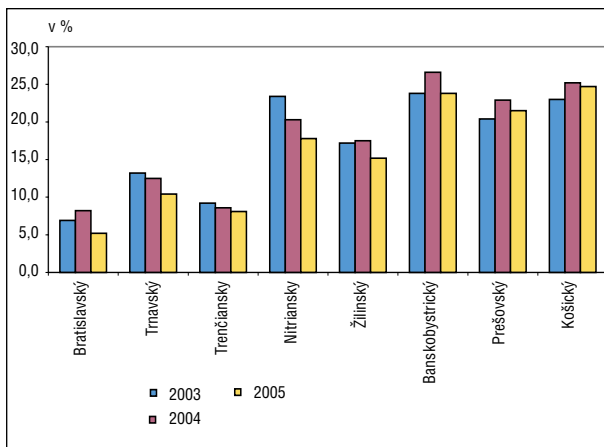


Graf 13 Prílev PZI v členení podľa krajov za roky 2003 – 2005



Zdroj: NBS.

Graf 14 Miera nezamestnanosti



Zdroj: ŠÚ SR.

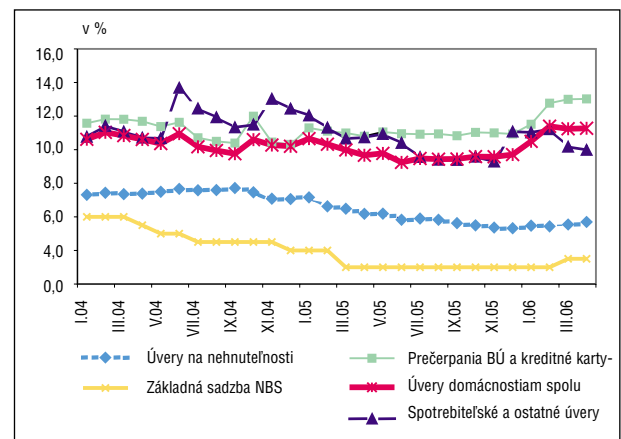
2005, najvyšší rast zaznamenal Trnavský (131 % úroveň priemeru v danom období) a Bratislavský kraj (130 %). Na druhej strane, najpomalšie vzrástol stav úverov v porovnaní s priemerom za roky 2002 až 2005 v Nitrianskom kraji (71 %).

Vysoká dynamika rastu úverov vo všetkých krajoch s výnimkou Bratislavského pokračovala v trende z roku 2004, nie však s takou intenzitou. V priebehu roka 2005 rástol najrýchlejšie stav úverov domácnostiam v relatívnom vyjadrení v Trnavskom, Trenčianskom a Žilinskom kraji, t. j. v krajoch, kam smerovalo najviac investícií zahraničných investorov v posledných rokoch. Na jednej strane to pravdepodobne mohlo súvisieť so zvyšovaním disponibilného príjmu domácností a očakávaniami priaznivého vývoja do budúcnosti, na druhej strane na tento vývoj mohol vplývať aj rast cien nehnuteľností v týchto lokalitách. Prílev PZI v týchto troch krajoch pôsobí na vytváranie nových pracovných príležitostí, čo sa začalo prejavovať trendom postupného znižovania nezamestnanosti (podľa VZPS).

Mierny rast úrokových sadzieb z úverov domácnostiam začiatkom roku 2006

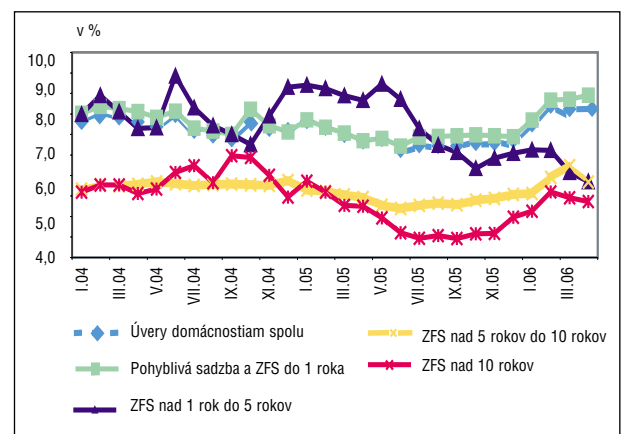
Dlhodobý trend znižovania kľúčových úrokových sadzieb NBS a ich historicky najnižšia úroveň v roku 2005 vplývali aj na vývoj klientskych úrokových sadzieb, pričom stimulovali dopyt domácností po úveroch (najmä na nehnuteľnosti). Aj napriek miernemu rastu úrokových sadzieb v prvých dvoch mesiacoch roku 2006, predovšetkým v dôsledku očakávaní zvyšovania kľúčových sadzieb NBS, pokračoval záujem domácností o úverové produkty. S účinnosťou od 1. marca 2006 zvýšila NBS kľúčové sadzby o 0,50 percentuálneho bodu (nasledujúce zvýšenie kľúčových sadzieb NBS z konca mája 2006 ešte nemohlo mať vplyv na hodnotené úrokové sadzby), ktoré boli pravdepodobne už zakomponované v klientskych úrokových sadzbách, čo sa prejavilo najmä v úrokových mierach z prečerpaní BÚ a kreditných kariet. Celkovo vzrástla úroková miera z úve-

Graf 15 Vývoj úrokových sadzieb z poskytnutých úverov domácnostiam

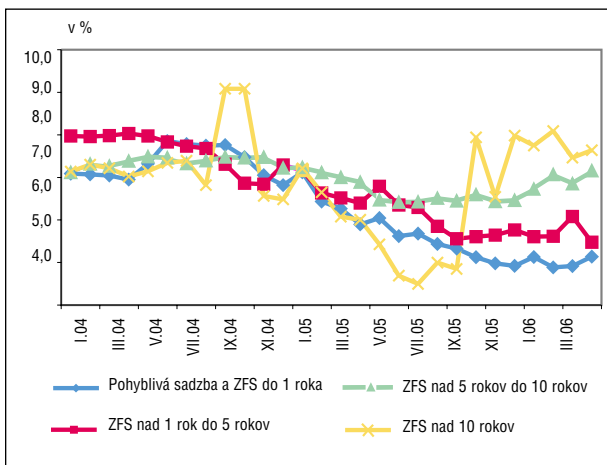


Zdroj: NBS.

Graf 16 Vývoj úrokovej miery z úverov domácnostiam podľa fixácie sadzby



Zdroj: NBS.

**Graf 17 Vývoj úrokovej sadzby z úverov domácnostiam na nehnuteľnosti podľa fixácie sadzby**

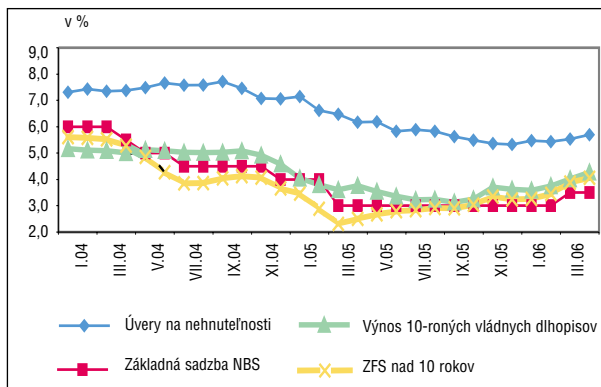
Zdroj: NBS.

rov domácnostiam v apríli 2006 o 1,6 percentuálneho bodu v porovnaní s decembrom 2005 a rovnako aj medziročne. V rámci jednotlivých druhov úverov sa zvýšila najvýraznejšie úroková sadzba z prečerpaní BÚ a kreditných kariet (v apríli o 2,1 percentuálneho bodu v porovnaní s koncom roku 2005 a medziročne o 2,2 percentuálneho bodu). Na druhej strane úroková miera z kategórie spotrebiteľské a ostatné úvery vykazuje od začiatku roku viditeľný trend mierneho nárastu.

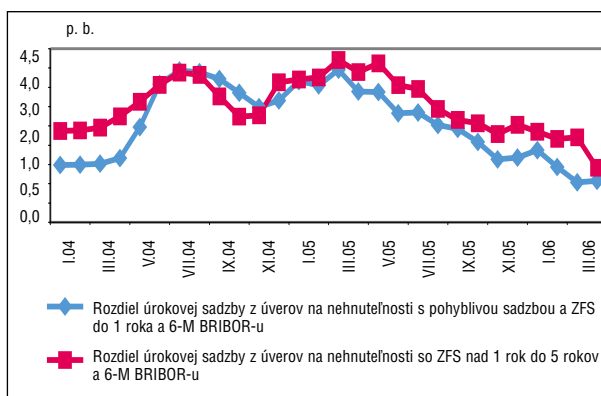
Napriek očakávaniam rastu kľúčových úrokových sadzieb NBS začiatkom roka a ich následnému zvýšeniu sa tieto skutočnosti prejavili v úrokových sadzbách z úverov na nehnuteľnosti a z úverov na spotrebu len veľmi mierne, čo bolo spôsobené pravdepodobne konkurenciou v bankovom sektore. Treba však dodať, že v prvých mesiacoch roku 2006 sa zastavil viac ako ročný pokles úrokových sadzieb z úverov na nehnuteľnosti a zmenil sa na mierny rast.

Zvyšovanie úročenia úverov na nehnuteľnosti, najmä s dlhou dobou fixácie

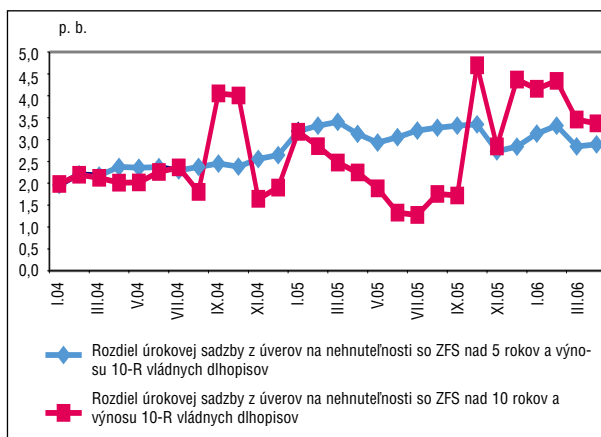
Z hľadiska fixácie sadzby pokračoval nárast úrokovej miery z „krátkodobých“ úverov (bez fixácie a so ZFS do 1 roka) a z „dlhodobých“ úverov (so ZFS nad 5 do 10 rokov a so ZFS nad 10 rokov) z konca roku 2005. Na druhej strane sa znížilo úročenie úverov so ZFS nad 1 rok do 5 rokov. Na skutočnosť, že úvery s dlhšou dobou fixácie sú nižšie úročené ako úvery bez fixácie vplýva predovšetkým účel použitia úveru a jeho objem. Na jednej strane sú to vyššie úročené prečerpania BÚ a kreditné karty zahrnuté do úverov bez fixácie sadzby. Na druhej strane majú na úveroch s dlhšou dobou fixácie

Graf 18 Vývoj úrokových sadzieb z úverov domácnostiam na nehnuteľnosti, základnej sadzby NBS, 6-M BRIBOR-u a výnosu 10-ročných vládných dlhopisov

Zdroj: NBS.

Graf 19 Riziková prémia z úverov domácnostiam na nehnuteľnosti

Zdroj: NBS.

Graf 20 Riziková prémia z úverov domácnostiam na nehnuteľnosti

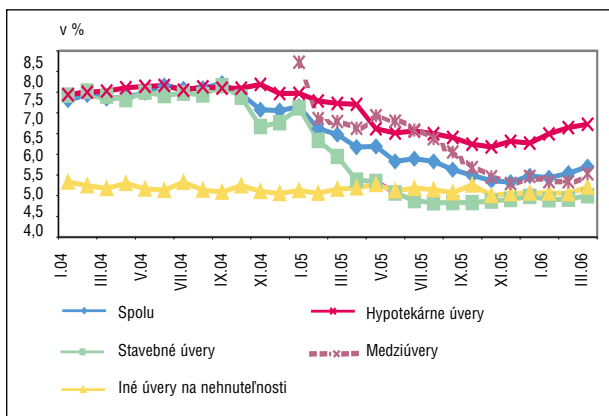
Zdroj: NBS.

vysoký podiel úveru na nehnuteľnosti, ktoré sú nízko úročené.

V rámci úverov domácnostiam na nehnuteľnosti výraznejšie vzrástla úroková miera z úverov so ZFS nad 10 rokov, ktorá reflektovala očakávania zvýšenia úrokových sadzieb už koncom roka 2005. Menší



Graf 21 Vývoj úrokovej sadzby z jednotlivých druhov úverov na nehnuteľnosti



Zdroj: NBS.

nárast v prvom štvrtroku bol zaznamenaný aj pri úrokovej miere z úverov na nehnuteľnosti so ZFS nad 5 rokov do 10 rokov. Úrokové sadzby z úverov na nehnuteľnosti bez fixácie, resp. s krátkou dobou fixácie sa zatiaľ takmer nezmenili pravdepodobne kvôli konkurenčnému prostrediu, keď banky sú ochotné poskytovať úvery na nehnuteľnosti aj za nižší úrok a na úkor svojej marže. Keďže tieto úvery majú pohyblivú sadzbu, resp. krátku dobu fixácie, banky ju môžu neskôr po uplynutí doby fixácie alebo v závislosti od podmienok na trhu výraznejšie upraviť. Úrokové sadzby z úverov domácnostiam na nehnuteľnosti so ZFS nad 1 rok do 5 rokov výraznejšie nevzrástli predovšetkým vplyvom nízkeho úročenia medziúverov s touto fixáciou sadzby.

Rast kľúčových sadziieb NBS a očakávaná ich ďalšieho vývoja boli premietnuté v trhových sadzbách. Nárast trhových úrokových sadziieb (výnosu 10-R vládnych dlhopisov a 6-M BRIBOR-u) z konca roku 2005 a zo začiatku roku 2006 sa však zatiaľ premietol v úrokových sadzbách z úverov domácnostiam na nehnuteľnosti len pri dlhších fixáciách sadzby.

V poslednom čase prevláda protichodná tendencia pri úveroch na nehnuteľnosti s rôznou fixáciou sadzby. Na jednej strane sa znížila riziková prémie³ pri krátkodobých sadzbách (rozdiel klientskej úrokovej sadzby z úveru s pohyblivou sadzbou a ZFS do 1 roka a so ZFS nad 1 rok do 5 rokov a 6-M BRIBOR-u). Na druhej strane vzrástla riziková prémie pri dlhodobých sadzbách (rozdiel klientskej úrokovej sadzby z úveru so ZFS nad 5 rokov do 10 rokov a so ZFS nad 10 rokov a výnosu 10-R vlád-

³ Riziková prémie vyjadruje úverové riziko, ktoré si banky uplatňujú pri úverovom vzťahu s klientmi (domácnosťami) a môžeme ho aproximovať ako rozdiel trhovej sadzby poskytnutej domácnostiam a trhovej úrokovej sadzby s podobnou lehotou splatnosti, za ktorú môže banka získať peňažné prostriedky na finančnom trhu.

nych dlhopisov). Nakoľko banky lákajú klientov rôznymi marketingovými akciami na nízke úrokové sadzby z úverov na nehnuteľnosti, čím sa zdajú úverové podmienky veľmi priaznivé (predovšetkým ponuka úverov bez fixácie, resp. s krátkou dobou fixácie), pri úveroch s dlhšou dobou fixácie už prišlo k výraznejšiemu sprísneniu úverových podmienok.

Úroková sadzba z úverov na nehnuteľnosti po dlhodobjšom trende poklesu v posledných mesiacoch mierne rastie. V rámci jednotlivých druhov úverov domácnostiam na nehnuteľnosti sa zvýšilo úročenie najmä medziúverov a iných úverov na nehnuteľnosti. Mierne vzrástla aj úroková miera zo stavebných úverov, zatiaľ čo úroková sadzba z hypotekárnych úverov naďalej stagnuje, i keď s náznakom mierneho rastu.

Záver

Pretrvávajúci dynamický rast úverov domácnostiam pokračoval aj začiatkom tohto roka. Tento vývoj reflektuje predovšetkým pretrvávajúce prostredie nízkych úrokových sadziieb. V rámci účelovej štruktúry aj naďalej dominujú predovšetkým úvery na nehnuteľnosti. V porovnaní s predchádzajúcim obdobím, keď k rastu úverov prispievali najmä hypotekárne úvery, od druhého polroka 2005 začínajú naberať na význame iné úvery na nehnuteľnosti. Tento typ úverov nie je viazaný na emisiu hypotekárnych záložných listov a ich poskytovanie je celkovo pružnejšie.

Z regionálneho hľadiska má najvyšší podiel na úveroch Bratislavský kraj. Súvisí to predovšetkým s ekonomickou výkonnosťou tohto regiónu, ako aj so špecifickým postavením Bratislavy ako hlavného mesta SR. Dynamické prírastky úverov však zaznamenávajú aj ďalšie kraje, najmä Trnavský, Trenčiansky a Žilinský. Ide o regióny, kam v posledných rokoch smerovalo najviac PZI a súčasne tieto kraje dosahujú najnižšiu mieru nezamestnanosti (po Bratislavskom kraji) s klesajúcou tendenciou.

Vývoj úverov bol stimulovaný aj priaznivým prostredím, charakterizovaným relatívne nízkymi úrokovými sadzbami. Od konca roku 2005 však dochádza k postupnému nárastu úrokových sadziieb z úverov – najmä z prečerpaní BÚ a kreditných kariet. Mierne zvýšenie však zaznamenali aj spotrebiteľské a ostatné úvery, ako aj úvery na nehnuteľnosti. V rámci úverov na nehnuteľnosti je zrejмый posun úrokových sadziieb smerom nahor, najmä pri dlhších fixáciách. Sadzby s krátkou dobou fixácie, resp. bez nej, zatiaľ nezaznamenali nárast a svojou úrovňou predstavujú pre potenciálnych klientov atraktívnu voľbu. Pri týchto úveroch však klient musí po určitom čase očakávať riziko nárastu úročenia.

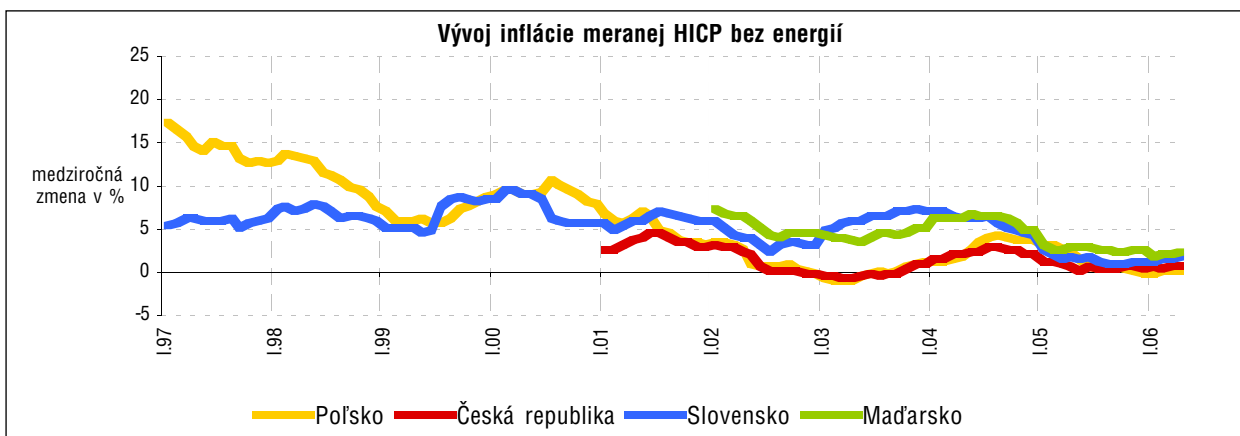
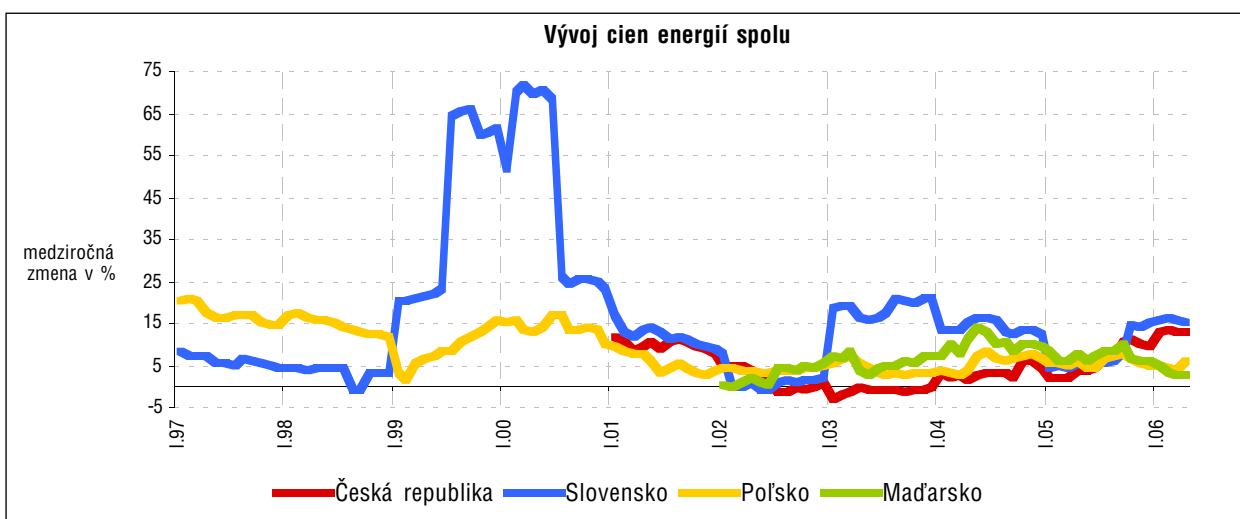
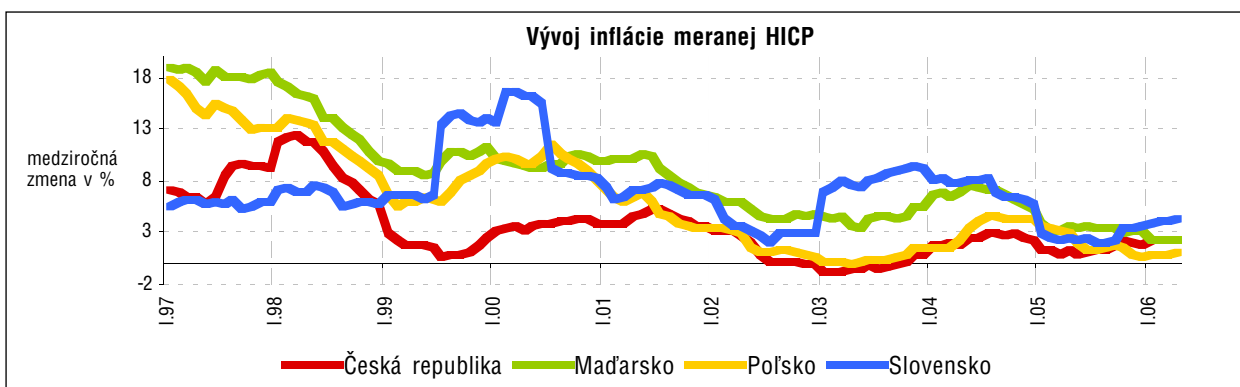
VÝVOJ CIEN ENERGIÍ VO VYBRANÝCH KRAJINÁCH V4

Ing. Branislav Karmazín, Národná banka Slovenska

Ceny energií majú v krajinách V4 stále výrazný proinflačný vplyv. Je to výsledok významných váh energií a ich podielu na celkovom spotrebnom koši v kombinácii s ich dynamikami. Na Slovensku je vplyv cien energií

na celkovom vývoji inflácie spomedzi krajín V4 najvýraznejší.

Vývoj jednotlivých cien sa pri výpočte inflácie podľa harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien vo všetkých



Váhy vybraných položiek cien bývania a energií na rok 2006 (HICP = 1000)

Klasifikácia COICOP	SR	ČR	Poľsko	Maďarsko
cp04 Bývanie, voda, elektrická energia, plyn, teplo a iné palivá	232,68	159,27	200,98	142,29
cp045 Elektrina, plyn a iné palivá (energie bez pohonných hmôt)	156,32	98,78	99,48	79,86
cp0451 Elektrina	45,2	35,72	35,03	29,51
cp0452 Plyn	50,63	28	20,46	29,49
cp0453 Tekuté palivá	0,00	0,08	0,41	0,00
cp0454 Pevné palivá	3,99	2,53	17,05	9,45
cp0455 Teplo, para a ľad	56,49	32,44	26,53	11,41
cp0722 Palivá pre osobné dopravné prostriedky	33,87	41,79	59,96	48,86
ENERGIE SPOLU (cp045 + cp0722)	190,18	140,57	159,45	128,72

Zdroj: Eurostat.

krajinách V4 sleduje v spotrebnom koši podľa klasifikácie COICOP (Klasifikácia individuálnej spotreby podľa účelu). V rámci klasifikácie COICOP „energie celkom“ vyjadrujú agregáciu položiek skupiny elektrická energia, plyn, teplo a iné palivá (je podskupinou skupiny 04 bývanie a energie) a položky palivá a mazivá pre osobné dopravné prostriedky, ktorá je súčasťou skupiny 07 doprava. To znamená, že hoci index cien energií v krajinách V4 zahŕňa rovnaké položky (elektrina, plyn, pevné palivá atď.), ich váhy sú v spotrebnom koši jednotlivých krajín odlišné v dôsledku rozdielnej štruktúry výdavkov domácností.

V rámci štruktúry spotrebného koša v roku 2006 sú najvýraznejšie rozdiely medzi krajinami vo váhach položiek podskupiny elektrická energia, plyn, teplo a iné palivá. Slovensko v porovnaní s ostatnými krajinami V4 má najvyššiu váhu v položkách elektrická energia, plyn ako aj teplo. Položka tekuté palivá dosahuje, rovnako ako vo všetkých krajinách V4 takmer nulový podiel a položka pevné palivá má v rámci Slovenska zanedbateľný 0,4 % podiel (priemer

ostatných krajín V4 dosahuje 1,0 %). Elektrická energia má na Slovensku na spotrebnom koši 4,5 % podiel (priemer ostatných krajín V4 dosahuje 3,3 %); plyn 5,1 % podiel (priemer ostatných krajín V4 dosahuje 2,6 %) a teplo 5,6 % podiel na spotrebnom koši (priemer ostatných krajín V4 dosahuje 2,3 %).

Na výšku váh tiež vplyva aj miera medziročného rastu cien, čo znamená, že čím dynamickejší je rast cien jednotlivých položiek, tým sa ich váha v priebehu času relatívne zvyšuje. Ďalším faktorom ovplyvňujúcim výšku váh je dynamika reálneho disponibilného príjmu. Ak je dostatočná, vytvára sa priestor na rast výdavkov aj iného charakteru ako sú výdavky spojené s energiami.

Dopad vývoja cien energií na infláciu

Rast cien energií v SR v rokoch 2000 až 2006 bol v porovnaní s ostatnými krajinami V4 dynamickejší. Jedným z hlavných dôvodov bolo neskoršie začatie deregula-

Vývoj váh cien skupiny bývanie, voda, elektrická energia, plyn a iné palivá (‰)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Elektrická energia, plyn a iné palivá – energie bez pohonných hmôt											
Česká republika					101,1	96,4	108,7	98,4	93,6	99,4	98,8
Maďarsko						74,9	78,6	77,7	80,3	82,5	79,9
Poľsko	114,8	112,9	107,0	108,4	110,6	102,3	107,6	106,4	105,8	103,6	99,5
Slovensko	56,8	76,8	77	76,7	115,2	109,2	120,7	120,4	134,2	140,7	156,3
Palivá a mazivá pre osobné dopravné prostriedky											
Česká republika					45,0	36,5	30,0	34,4	36,4	38,5	41,8
Maďarsko						53,3	56,1	49,8	48,9	48,8	48,9
Poľsko	27,0	27,08	26,0	24,5	33,3	37,1	35,1	39,3	54,7	57,5	60,0
Slovensko	26,8	30,48	28,9	27,3	32,2	42,7	34,9	33,9	35,1	34,6	33,9
Energie spolu											
Česká republika					146,1	133,0	138,8	132,8	130,0	138,0	140,6
Maďarsko						128,3	134,7	127,4	129,1	131,2	128,7
Poľsko	141,8	140,0	133,0	132,9	143,9	139,4	142,7	145,6	160,5	161,1	159,5
Slovensko	83,5	107,3	105,9	104,0	147,4	151,9	155,7	154,3	169,3	175,3	190,2

Zdroj: Eurostat.



Príspevky cien energií k celkovej inflácii meranej HICP palivá (priemerné medziročné príspevky v percentuálnych bodoch)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Elektrická energia, plyn a iné palivá – energie bez pohonných hmôt									
Česká republika					1,6	0,6	-0,1	0,2	0,6
Maďarsko						0,5	0,6	1,1	0,5
Polsko	1,9	1,7	0,6	0,9	1,1	0,6	0,4	0,3	0,4
Slovensko	0,5	0,4	3,9	4,9	2,1	0,4	2,8	2,1	1,2
Palivá pre osobné dopravné prostriedky									
Česká republika					-0,2	-0,3	0,0	0,3	0,3
Maďarsko						-0,1	0,2	0,3	0,5
Polsko	0,5	0,3	0,6	1,2	-0,3	0,0	0,3	0,7	0,6
Slovensko	0,2	0,0	0,5	0,9	-0,2	-0,2	0,2	0,4	0,2
Energie spolu									
Česká republika					1,4	0,3	-0,1	0,5	0,9
Maďarsko						0,4	0,8	1,4	1,0
Polsko	2,4	2,0	1,2	2,1	0,8	0,6	0,7	1,0	1,0
Slovensko	0,7	0,4	4,4	5,8	1,9	0,2	3,0	2,5	1,4

Zdroj: vlastný výpočet z podkladov Eurostatu.

Od skutočnosti sa môže odchyľovať z dôvodu rozdielov medzi váhami na začiatku roka a normovanými váhami počas roka, ktoré sú výsledkom rozdielneho cenového vývoja jednotlivých položiek spotrebného koša.

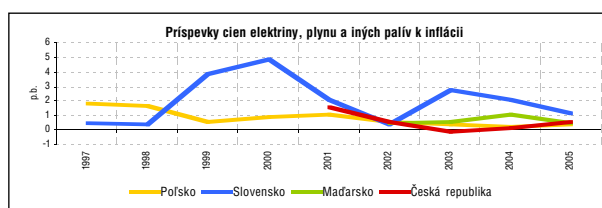
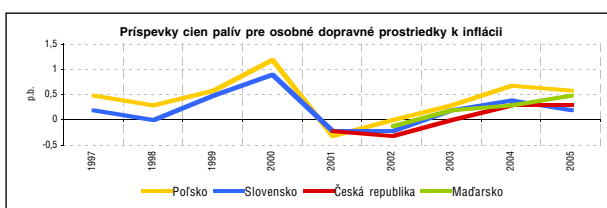
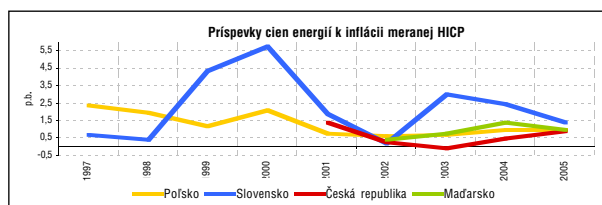
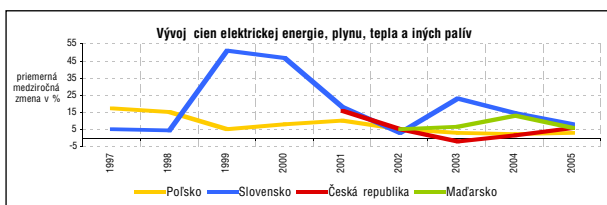
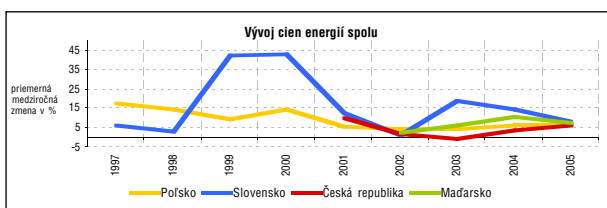
lačného procesu (odstraňovanie cenových deformácií z dôvodu krížových dotácií) v porovnaní s ostatnými krajinami. V súvislosti s uvedeným vývojom dochádzalo aj k postupnému nárastu váhy cien energií v spotrebnom koši v SR. Podiel energií na celkovom spotrebnom koši je v súčasnosti vyšší o 4,7 percentuálneho bodu oproti priemeru ostatných krajín V4 (priemer V4 je 14,3 %, na Slovensku 19,0 %). To znamená, že ak v budúcnosti bude dochádzať k ďalšiemu nárastu cien energií, tak na Slovensku sa uvedený nárast prejaví v celkovej inflácii výraznejšie ako v ostatných krajinách V4.

Možno teda konštatovať, že pri rovnakých rastových dynamikách jednotlivých položiek cien energií vo všet-

kých krajinách V4 by Slovensko dosahovalo vyššie príspevky jednotlivých položiek k celkovej inflácii, a tým aj vyššiu celkovú infláciu oproti ostatným krajinám V4.

Spomedzi položiek subagregátu energie najrýchlejšie reagujú na zmenu podmienok na medzinárodných trhoch ceny palív a mazív pre osobné dopravné prostriedky, ktoré z krátkodobého hľadiska dosahujú vysokú volatilitu. Na Slovensku majú ceny palív a mazív pre osobné dopravné prostriedky v porovnaní s ostatnými krajinami V4 výrazne nižší podiel na spotrebnom koši (3,4 % podiel na spotrebnom koši oproti 5,0 % podielu v ostatných krajinách V4), a tak aj napriek významným pohybom ich cien z krátkodobého hľadiska ich príspevkov k celkovej inflácii nie je až tak výrazný.

Naopak, pri cenách tepla a plynu, ktoré sú regulované, a tak často nedochádza k ich zmenám, ich vysoká váha v rámci harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien pôsobí nielen z krátkodobého, ale aj zo strednodobého hľadiska pri vysokých dynamikách ako zdroj vysokých prírastkov k celkovej inflácii.



HOTOVOSTNÝ PEŇAŽNÝ OBEH V SR ZA ROK 2005

V roku 2005 zabezpečila Národná banka Slovenska (NBS) v súlade s potrebami peňažného obehu dotlač 34,42 mil. kusov bankoviek v nominálnej hodnote 1 000 Sk, ktoré vytlačila tlačiareň De La Rue vo Veľkej Británii a objednala dotlač bankoviek v nominálnej hodnote 50 Sk v kanadskej firme Canadian Banknote Company, ktorých tlač bude ukončená v roku 2006.

Pre potreby peňažného obehu zabezpečila NBS aj výrobu 17 mil. kusov mincí v nominálnej hodnote 50 halierov vzor 1996 a 10 mil. kusov mincí v nominálnej hodnote 1 Sk. Okrem toho boli v roku 2005 vyrobené na zberateľské účely mince v nominálnych hodnotách 10 Sk, 5 Sk, 2 Sk, 1 Sk a 50 halierov. Výrobu a predaj ročníkových súborov obehových mincí zabezpečovala Mincovňa Kremnica, š. p.

0,58 mld. Sk v januári 2005 do 5,06 mld. Sk v decembri 2005. Minimálna hodnota obeživa 109,5 mld. Sk bola dosiahnutá 3. februára 2005 a maximálna hodnota 134,9 mld. Sk v predvianočnom období 23. decembra 2005.

K 31. decembru 2005 bolo v obehu 161,8 mil. kusov bankoviek v hodnote 127,6 mld. Sk, 1 064,8 mil. kusov obehových mincí v hodnote 1,7 mld. Sk a 830 tisíc kusov pamätných mincí emitovaných NBS v hodnote 612,2 mil. Sk.

Z celkovej hodnoty obeživa bankovky tvorili 98,1 %, obehové mince 1,3 % a 0,6 % pamätné mince vrátane federálnych pamätných mincí. Z celkového množstva peňazí v obehu bolo 13,18 % bankoviek, 86,75 % obehových mincí a 0,07 % pamätných mincí.

Najvyššiu hodnotu čistej emisie v roku 2005

Pamätné mince vydané NBS v roku 2005

Nominálna hodnota	Udalosť, ktorú minca pripomína	Počet vydaných mincí v ks		Vyhláška NBS
		spolu	z toho PROOF	
200 Sk ¹⁾	300. výročie narodenia Jána Andreja Segnera	11 300	3 300	589/2004
500 Sk ¹⁾	Ochrana prírody a krajiny – Národný park Slovenský kras	12 100	3 600	52/2005
200 Sk ¹⁾	Bratislavské korunovácie – 350. výročie korunovácie Leopolda I.	13 700	4 800	288/2005
5 000 Sk ²⁾	Bratislavské korunovácie – 350. výročie korunovácie Leopolda I.	5 000	5 000	511/2005
200 Sk ¹⁾	Bratislavský mier – 200. výročie uzavretia	8 500	3 400	549/2005

Zdroj: NBS.

1) Pamätná strieborná minca

2) Pamätná zlatá minca

Stav peňazí v obehu

K ultimu roka 2005 dosiahla hodnota obeživa v SR 130,11 mld. Sk (vrátane pamätných slovenských mincí a federálnych pamätných mincí). V porovnaní s hodnotou roku 2004 to predstavuje nárast o 20,2 mld. Sk, čo predstavuje medziročný index rastu 18,4 %.

Hodnota obeživa v roku 2005 (podľa stavu ku koncu jednotlivých mesiacov) neustále rástla bez typického sezónneho poklesu v 1. štvrťroku v porovnaní s rovnakým obdobím predchádzajúcich rokov. Mesačné hodnoty čistej emisie¹ sa pohybovali od

zaznamenali 5000 Sk bankovky 10,83 mld. Sk (2,17 mil. kusov) a 1000 Sk bankovky 8,42 mld. Sk (8,42 mil. kusov). Tieto dve nominálne hodnoty spolu tvorili 95,4 % z čistej emisie v minulom roku.

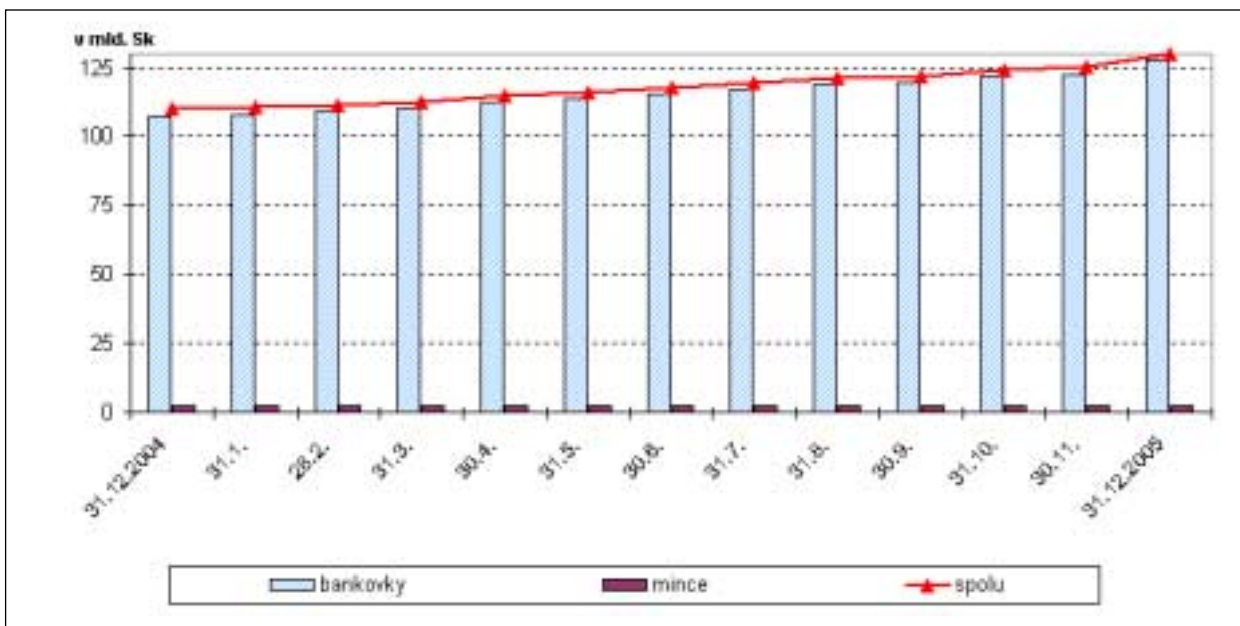
Najpočetnejšími bankovkami v obehu zostávajú, tak ako v roku 2004, bankovky v nominálnych hodnotách 1000 Sk (56,3 mil. kusov), 20 Sk (33,4 mil. kusov) a 100 Sk (23,9 mil. kusov). Päťtisíc korunové bankovky v hodnote 60,53 mld. Sk a tisíc korunové bankovky v hodnote 56,3 mld. Sk spolu tvorili svojou hodnotou 89,8 % hodnoty obeživa, čo je o 1 % viac ako v roku 2004.

V roku 2005 predstavovala čistá emisia obehových mincí hodnotu 97,2 mil. Sk (42,5 mil. kusov). U všetkých platných obehových mincí bola čistá emisia plu-

¹ Čistá emisia – rozdiel medzi výdajom peňazí do obehu a príjmom peňazí za určité časové obdobie.



Vývoj obeživa v roku 2005



sová, jej hodnota bola najvyššia u 10 Sk mincí (39,5 mil. Sk) a najviac vzrástlo množstvo 50 halierových mincí (21,7 mil. kusov). Ukončenie platnosti 20 a 10 halierových mincí sa v roku 2005 prejavilo minimálne, v roku sa z obehu vrátilo len 3,3 mil. kusov 20 halierových mincí (49,5 mil. kusov v roku 2004) a 3,1 mil. kusov 10 halierových mincí (45 mil. kusov v roku 2004). V obehu stále zostáva 491,7 mil. kusov 20 a 10 halierových mincí, čo k 31. decembru 2005 predstavuje takmer polovicu (46,17 %) celkového množstva emitovaných mincí od roku 1993 do konca roku 2005.

Celkový počet **pamätných mincí** v obehu za rok 2005 vzrástol o 35,03 tis. kusov, v hodnote o 34,25 mil. Sk. Z obehu sa vrátilo 1 234 kusov federálnych pamätných mincí v hodnote 155,15 tis. Sk, ktorých platnosť bola ukončená dňa 30. 9. 2000.²

Hodnota obeživa na jedného obyvateľa³ k 31. decembru 2005 vrátane pamätných mincí dosiahla 24 184 Sk, z toho bankovky 23 719 Sk, obehové mince 316 Sk a pamätné mince 149 Sk. V porovnaní s rokom 2004 celková hodnota obeživa na jedného obyvateľa vzrástla o 3 757 Sk, z toho bankovky o 3 733 Sk, obehové mince o 18 Sk a pamätné mince o 6 Sk.

Na jedného obyvateľa pripadlo 30 kusov bankoviek, čo je o 3 kusy viac ako v roku 2004. Počet obehových mincí na jedného obyvateľa v roku 2005 vzrástol oproti roku 2004 zo 190 kusov na 198 kusov.

² Vyhl. NBS č. 278/2000 Z. z. o ukončení platnosti pamätných strieborných mincí česko-slovenskej meny vydaných od 21. augusta 1954 do 31. decembra 1992.

³ Počet obyvateľov: zdroj SŠÚ – stav k 31. 12. 2004: 5 384 822 obyvateľov.

Národná banka Slovenska vydala v roku 2005 päť druhov pamätných mincí, ktorými pripomenula významné udalosti a výročia.

Falzifikáty peňazí zadržané na území Slovenskej republiky

V roku 2005 bolo na území Slovenskej republiky zadržaných celkovo 1316 kusov falzifikátov slovenských korún a cudzích mien. V porovnaní s rokom 2004 bol zaznamenaný mierny nárast počtu zadržaných falzifikátov, avšak uvedený počet je o viac ako tretinu nižší v porovnaní s priemerom v období rokov 1993 – 2005. Až 90 % falzifikátov bolo zadržaných priamo v peňažnom obehu bankami, pobočkami zahraničných bánk a nebankovými subjektmi. V štruktúre falzifikátov bol najvyšší podiel SKK (59 %) a EUR (18 %). Podiel USD dosiahol 13 % a ostatných cudzích mien 10 %.

Najväčší výskyt falzifikátov bol zaznamenaný v Prešovskom kraji a v Trnavskom kraji. Najviac falšovanými boli bankovky v nominálnej hodnote 1000 SKK a 500 SKK, ktoré predstavovali viac ako 62 % falzifikátov SKK.

Banková rada Národnej banky Slovenska sa v máji tohto roku zaoberala Správou o stave hotovostného peňažného obehu v SR za rok 2005, kde konštatovala, že hotovostný peňažný obeh bol v priebehu celého roka plynulý, pričom bola zabezpečená primeraná čistota obiehajúcich peňazí.

Spracoval: Ing. Andrej Slížik,
Zdroj: NBS.

ZDAŇOVANIE PRÍJMOV SPOLOČNOSTÍ V NOVÝCH ČLENSKÝCH KRAJINÁCH EURÓPSKEJ ÚNIE

Ing. Ivona Ďurinová, Ekonomická univerzita v Bratislave

Príjmy spoločností v nových členských krajinách Európskej únie sa vo všeobecnosti zdaňujú v súlade s medzinárodnými štandardmi zdaňovania. Spoločnosti, ktoré sú rezidentom nového členského štátu Európskej únie, sú daňovníkmi dane z príjmov spoločností z celosvetových príjmov, pričom rezident je vymedzený v závislosti od jeho sídla alebo miesta skutočného vedenia.

Systémy zdaňovania príjmov spoločností v nových členských krajinách Európskej únie sú podobné tým, ktoré sú zavedené v krajinách pôvodnej EÚ-15.

Nasledujúca schéma znázorňuje tri hlavné kategórie systémov zdaňovania vzhľadom na mieru integrácie dane z príjmov spoločností do zdanenia na úrovni osobného príjmu akcionára, t. j. z vyplatených ziskov.

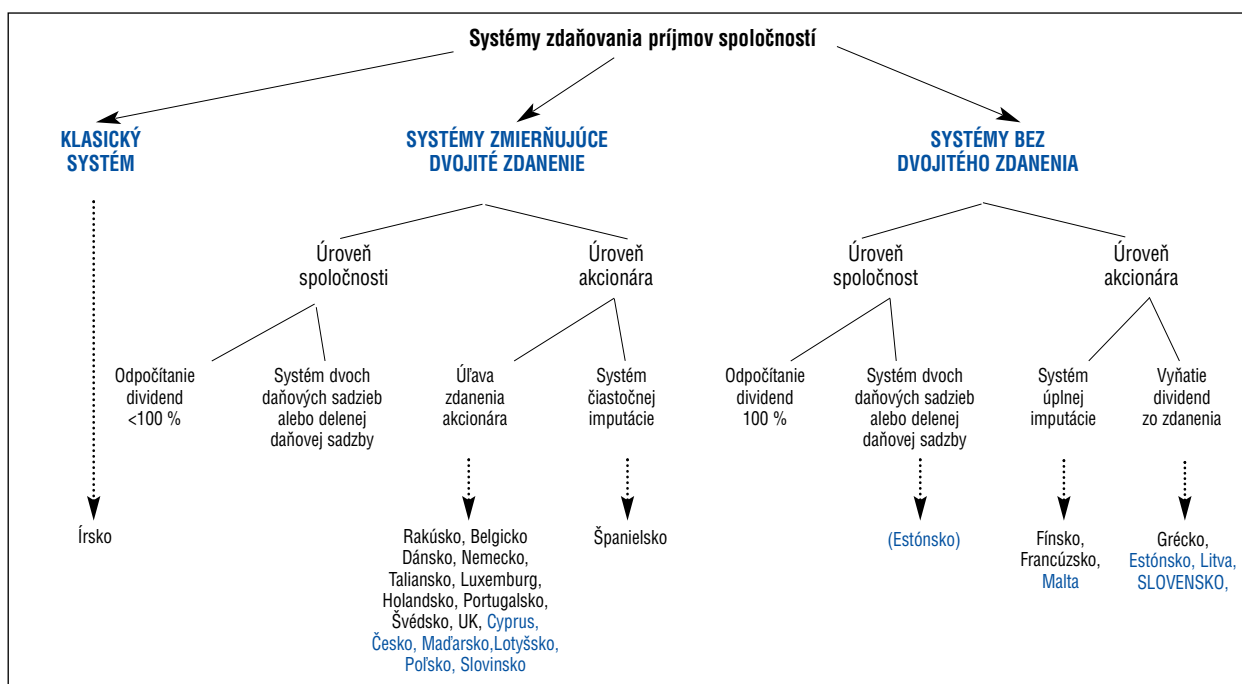
Klasický systém. Klasický systém spôsobuje dvojité zdanenie – na úrovni zisku spoločnosti a na úrovni akcionára z vyplatených dividend. V rámci Európy sa klasický systém uplatňuje len v Írsku a vo väčšine Švajčiarskych územných celkov. Tento systém teda neuplatňuje žiadna z nových členských krajín EÚ.

Systémy bez dvojitého zdanenia. Opakom klasického systému sú systémy bez dvojitého zdanenia. Zabezpe-

čujú, že zisky sa v nových členských krajinách EÚ zdaňujú len raz, a to na úrovni spoločnosti (dividendy sú na úrovni akcionára vyňaté zo zdanenia), alebo na úrovni akcionára (systém úplnej imputácie). Jediným novým členským štátom, ktorý aplikoval systém úplnej imputácie je Malta. Dividendy vyplatené akcionárovi sú navýšené o základnú daň z príjmov spoločnosti, ktorá sa vzťahuje na vyplatený podiel na zisku, a zdanené progresívne. Súčasne je daň z príjmov spoločnosti vzťahujúca sa na vyplatenú dividendu pripísaná, resp. započítaná k dobru akcionára oproti jeho dani z osobných príjmov. Vyplatené podiely na zisku sú teda zdanené len raz, a to na úrovni akcionára jeho osobnou sadzbou dane.

V Litve a v Slovenskej republike sú zisky spoločností zdaňované len raz, a to na úrovni spoločnosti. Dvojité zdanenie je v týchto krajinách eliminované prostredníctvom systému vyňatia dividend zo zdanenia na úrovni akcionára. Sadzba dane z príjmov spoločností tak ovplyvňuje daňové zaťaženie zadržaných aj rozdelených ziskov. Vyňatie dividend zo zdanenia v Slovenskej republike vychádza z daňovej reformy platnej od 1. januára 2004, no i napriek tomu boli dividendy zo ziskov za rok 2003,

Systémy zdaňovania príjmov spoločností v členských krajinách Európskej únie (rok 2004)



Zdroj: Finkenzeller, M. – Spengel, Ch.: Measuring the Effective Levels of Company Taxation in the New Member States: A Quantitative Analysis. Luxembourg: Office for Official Publications of the European Communities 2004, s. 14.



vyplatené v roku 2004, ešte zdanené na úrovni akcionára.

V Estónsku je zavedený kombinovaný systém. Obsahuje tak prvky systému dvoch daňových sadzieb (alebo delenej daňovej sadzby), ako aj prvky systému vyňatia dividend zo zdanenia. Na úrovni spoločnosti sú zadržané zisky vyňaté zo zdanenia a rozdelené zisky sú zdanené sadzbou dane vo výške 26 %. Daňovo zaťažené sú len distribuované zisky na rozdiel od ziskov nerozdelených. Na úrovni akcionára sú dividendy vyňaté zo zdanenia.

Systém zmiernujúce dvojité zdanenie. Tieto systémy sú založené na poskytovaní rôznych úľav s cieľom zmierniť, resp. redukovať dvojité zdanenie. Väčšina nových členských štátov EÚ však poskytuje len čiastočné úľavy. Systém daňových úľav akcionárov nie je v rozpore so základnými právami slobody podľa zmluvných záväzkov voči Európskemu spoločenstvu (napríklad voľný pohyb kapitálu) a nediskriminuje zahraničné dividendy pred domácimi. Diskrimináciu zahraničných dividend spôsobuje systém imputácie, a to vzhľadom na to, že odpočítanie dane je obmedzené len na domáce dividendy. Veľká Británia, Nemecko a Taliansko sa z tohto dôvodu pred pár rokmi vzdali systému imputácie a zaviedli systém úľavy zdanenia na úrovni akcionára. Fínsko a Francúzsko nasledujú tento trend od roku 2005.

V Poľsku, Slovinsku, Maďarsku, Lotyšsku, Českej republike a na Cypre majú akcionári v porovnaní s ostatnými druhmi osobných príjmov zvláštne zvýhodnenia v zdaňovaní príjmov z dividend.

V Slovinsku je 40 % hodnoty prijatých dividend odpočítateľných od základu dane jednotlivca zdaňovaného osobnou daňou z príjmov. Z toho vyplýva, že iba 60 % hodnoty vyplatených dividend je predmetom zdanenia osobnou sadzbou dane z príjmov na úrovni akcionára. V Poľsku sú dividendy predmetom zrážkovej dane vo výške 19 %. Možno konštatovať, že v podstate ide tiež o zvýhodňujúce zaobchádzanie vzhľadom na to, že daňová sadzba v prvej (najnižšej) daňovej skupine je práve 19 %. Podobne v Maďarsku je dividenda zdanená zrážkovou daňou vo výške 20 %, čo predstavuje najnižšie percento zdanenia (v prvej daňovej skupine) osobných príjmov jednotlivcov. V Českej republike, Lotyšsku a na Cypre sú rozdelené zisky zdanené zrážkou pri zdroji vo výške 15 %. Táto účelová zrážková daň vo výške 15 % predstavuje výhodný režim pre akcionára, pretože tiež korešponduje s najnižším možným daňovým zaťažením osobných príjmov v danej krajine.

Z hľadiska najefektívnejšieho zdanenia (z pohľadu investora – multinacionálnej spoločnosti) nie je vo všeobecnosti typ systému zdaňovania príjmov spoločností pri výbere najvhodnejšej lokality pre dcérsku spoločnosť relevantný. Keďže úľava na dani z príjmov spoločností je garantovaná iba domácim akcionárom, typ systému zdaňovania príjmov spoločností je relevantný len v prípade, ak dcérska spoločnosť má domácich akcionárov. Daňové bremeno multinacionálnych investorov znášané na úrovni dcérskej spoločnosti preto závisí hlavne od základu dane

a sadzby dane v hostiteľskej krajine, pričom treba brať do úvahy aj zrážkovú daň z vyplatených dividend, ako aj metódy zmierňovania medzinárodného dvojitého zdanenia v krajine materskej spoločnosti.

Daňové sadzby. Zákonné nominálne daňové sadzby platné v nových členských krajinách EÚ sa pohybujú v rozmedzí od najnižšej sadzby 15 % (Litva, Lotyšsko, Cyprus) až po najvyššiu sadzbu 35 %, ktorou zdaňuje príjmy spoločností Malta. S výnimkou Cypru sú daňové sadzby v nových členských krajinách EÚ lineárne. Štandardná sadzba dane z príjmov na Cypre je 10 % a za fiškálny rok 2003 a 2004 bola uvalená dodatočná sadzba dane vo výške 5 % na zdaniteľné príjmy, ktoré presiahli sumu 1,7 milióna EUR. V Estónsku platí, že zisk, ktorý sa použil ako interný zdroj financovania (teda nebol vyplatený akcionárom), je vyňatý zo zdanenia. Zdaňujú sa teda len distribuované zisky sadzbou dane vo výške 26 %.

Trend znižovania nominálnych sadzieb dane z príjmov v nových členských krajinách EÚ znázorňuje graf 1, v ktorom sú sprehľadnené sadzby dane platné v roku 2004 a 2003. Päť z desiatich krajín prostredníctvom daňových reforiem znížilo zákonné sadzby dane platné na rok 2004. Najvýznamnejšie zníženie sadzieb uskutočnilo Poľsko (o 8 %) a Slovenská republika (o 6 %). Až šesť z desiatich nových členských krajín EÚ zdaňuje zisky sadzbou dane nižšou ako 20 %. Priemerná sadzba dane sa znížila z 23,8 % v roku 2003 na 21,5 % v roku 2004. Na porovnanie uvádzame priemernú nominálnu sadzbu dane platnú v pôvodných krajinách EÚ-15, ktorá bola v roku 2003 na úrovni 31,7 % a v roku 2004 na úrovni 31,6 %. Rozdiel v roku 2004 bol takmer 10 % v prospech nových členských krajín EÚ. Jedinou krajinou, ktorej sadzba dane sa nachádza nad priemernou sadzbou dane pôvodných krajín EÚ-15, je Malta.

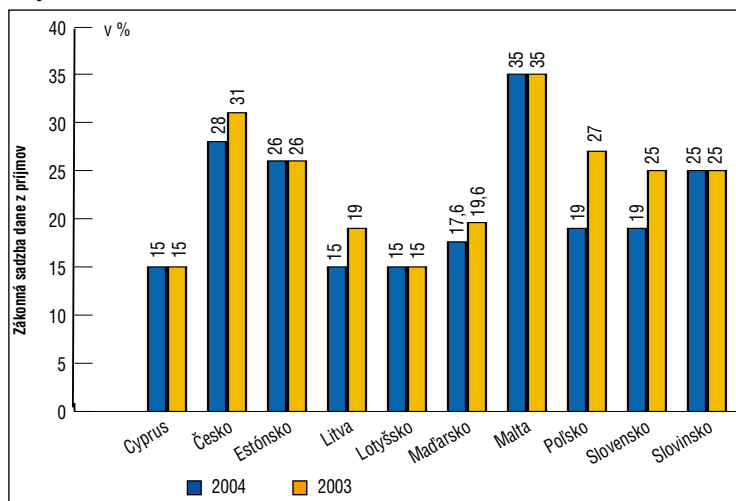
Daňový základ. Príjmy, ktoré podliehajú zdaneniu, sa určujú na aktuálnom princípe. To znamená, že účinky transakcií a iných udalostí sú zachytené v okamihu ich vzniku, a nie až keď sú peňažné prostriedky alebo ekvivalenty prijaté alebo zaplatené. Východiskom pre výpočet základu dane sú všeobecne prijaté účtovné štandardy (GAAP = *Generally Accepted Accounting Principles*), ktoré si každý nový členský štát prispôbil v takom rozsahu, aký považoval za vhodný. Prvotným východiskom pri stanovení základu dane je vo všeobecnosti účtovný zisk zistený podľa národných účtovných štandardov. Cyprus a Estónsko zaviedli účtovanie podľa IFRS (*International Financial Reporting Standards* = Medzinárodné štandardy pre finančné vykazovanie).

Na účely stanovenia základu dane je zisk zistený z účtovníctva vo všetkých nových členských krajinách EÚ ešte upravovaný o rôzne položky, pričom v každej krajine existujú pri určovaní základu dane rozdiely. Najdôležitejšie položky, ktoré vplyvajú na základ dane, sú prehľadne usporiadané v tabuľke.

Všetky nakúpené nehmotné aktíva (napríklad obchod-



Zákonné nominálne sadzby dane z príjmov spoločností v nových členských štátoch EÚ



Zdroj: Finkenzeller, M. – Spengel, Ch.: Measuring the Effective Levels of Company Taxation in the New Member States: A Quantitative Analysis. Luxembourg: Office for Official Publications of the European Communities 2004, s. 16.

né známky, patenty) sa musia vo všetkých nových členských krajinách účtovať na účty majetku a odpisovať počas ich ekonomickej životnosti (Cyprus, Maďarsko a Malta), alebo sa musia odpisovať podľa zákonom stanovenej metódy. Zákonom stanovená lehota na odpisovanie nehmotných aktív je v Litve, Slovenskej republike

a Poľsku päť rokov, v Českej republike šesť rokov. Najvýhodnejšie je odpisovanie nehmotných aktív upravené v Lotyšsku, pretože sa využíva degresívna metóda (nehmotné aktíva sú amortizované sadzbou vo výške 66,67 %), výška odpisov v priebehu doby životnosti sa postupne znižuje.

Stavby (budovy) sa môžu odpisovať na daňové účely vo všetkých nových členských krajinách EÚ. Doba odpisovania sa pohybuje v rozpätí 20 až 40 rokov. V Litve a Lotyšsku sa používa metóda degresívneho odpisovania. V Slovenskej republike a v Českej republike sa môže používať okrem lineárnej metódy¹ aj zrýchlené odpisovanie založené na koeficientoch. Okrem toho je možné prerušiť odpisovanie v jednom období a pokračovať až v ďalšom, ako keby odpis nebol prerušený. V prípade straty (bez odpočítania odpisov) v jednom roku by bolo výhodnejšie presunúť odpis na obdobia, keď sa

očakáva zisk, a znížiť tak daňový základ. V ostatných krajinách je povinná lineárna metóda. Na Malte je navyše povolené zvýšenie odpisu o 10 % dodatočne k 2 % ročnej odpisovej sadzby v prvom období.

Hmotný investičný majetok (napríklad stroje, inventár kancelárií) odpisuje sa vo všetkých nových členských kra-

Najvýznamnejšie položky vplyvajúce na základ dane (rok 2004)

Krajina	Amortizácia nehmotných aktív	Odpisovanie budov	Odpisovanie strojov	Oceňovanie zásob	Rezervy na rizikové dlhy	Odpočít straty
Cyprus	lineárne 12,5 roka	lineárne 25 rokov	lineárne 10 rokov	FIFO	–	neobmedzené
Česká republika	lineárne 6 rokov	lineárne/degresívne 30 rokov	lineárne/degresívne 6 rokov	vážený aritmetický priemer, FIFO	povolené	5 rokov
Estónsko	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	nerozdelené zisky nie sú zdaňované
Litva	lineárne 5 rokov	degresívne 10 %	degresívne 40 %	vážený aritmetický priemer, FIFO	–	5 rokov
Lotyšsko	degresívne 66,67 %	degresívne 25 %	degresívne 40 %	LIFO	povolené	5 rokov
Maďarsko	lineárne 12,5 roka	lineárne 25 rokov	lineárne 14,5 %	LIFO	–	neobmedzené
Malta	lineárne 12,5 roka	lineárne 45 rokov	lineárne 5 rokov	FIFO	–	neobmedzené
Poľsko	lineárne 5 rokov	lineárne 40 rokov	degresívne 10 %	LIFO	povolené	5 rokov
Slovenská republika	lineárne 5 rokov	lineárne/degresívne 20 rokov	lineárne/degresívne 6 rokov	vážený aritmetický priemer, FIFO	povolené	5 rokov
Slovinsko	lineárne 5 rokov	lineárne 20 rokov	lineárne 4 roky	LIFO	–	5 rokov

Zdroj: Zákon č. 595/2003 Z. z. o dani z príjmov v znení neskorších predpisov; zákon č. 586/1992 Sb. o daních z príjmov; Jacobs, H.O. a kol.: Company Taxation in the New Member States, Survey of the Tax Regimes and Effective Tax Burdens for Multinational Investors. Study by Ernst & Young and Center for European Economic Research (ZEW), Frankfurt am Main 2004, s. 13.



jinách EÚ, pričom vo väčšine krajín je možné použiť regresívnu odpisovú metódu. V Slovenskej republike a v Českej republike možno použiť okrem lineárneho odpisovania aj zrýchlené odpisovanie. Okrem toho odpisovanie možno prerušiť v jednom období a pokračovať až v ďalšom, ako pri stavbách. Spoločnosti v Českej republike profitujú po dodržaní zákonných podmienok z dodatočného zvýšenia odpisu vo výške 10 % v prvom roku nadobudnutia nového majetku zatriedeného v odpisových skupinách 1, 2 a 3. Cyprus, Maďarsko, Malta a Slovinsko predpisujú lineárne odpisovanie ako zákonnú metódu.

Zásoby sa oceňujú výrobnými nákladmi. Konkrétna suma, v ktorej sa účtujú, závisí od rozsahu priradovania prevádzkových nákladov k produktom. Oceňovanie zmien, t. j. pohybov hotových výrobkov a nedokončených výrobkov na sklade, závisí od rôznych alternatívnych metód. Na Cypre a na Malte je zákonom určená metóda FIFO². V Českej republike, Litve a Slovenskej republike je okrem metódy FIFO možné použiť aj ocenenie váženým aritmetickým priemerom. Maďarsko, Lotyšsko, Poľsko a Slovinsko povoľujú používanie metódy LIFO³. Použitie tejto metódy je výhodné z daňového hľadiska v prípade narastajúcich cien (vplyvom inflácie), pretože úbytky zásob sa oceňujú najnovšími a zároveň najvyššími cenami a významne tak znižujú základ dane z príjmov.

Zákonná úprava rezerv z hľadiska ich daňovej uznateľnosti je v nových členských štátoch EÚ značne rozsiahla. Vo všetkých desiatich štátoch sú podobne upravené rezervy na rizikové pohľadávky. Na Cypre, Malte, v Maďarsku, Litve a Slovinsku sú rezervy na tieto pohľadávky daňovo neuznané. Spoločnosti v Českej republike, Lotyšsku, Poľsku a Slovenskej republike sú oprávnené len za presne vymedzených podmienok odpočítať od základu dane rezervy na rizikové pohľadávky, v Litve si môžu tieto pohľadávky odpočítať len finančné inštitúcie (banky, poisťovne).

Čo sa týka umorovania (odpočítania) straty, zákonné podmienky v žiadnej novej členskej krajine EÚ neumožňujú spätné umorovanie. Všetkých desať štátov umožňuje umoriť stratu v nasledujúcich zdaňovacích obdobiach. V Českej republike, Litve, Lotyšsku, Poľsku a Slovenskej republike⁴ je odpočítanie straty limitované na ďalších päť po sebe nasledujúcich zdaňovacích období. Iba v Maďarsku, na Cypre a Malte je povolené odpočítavanie straty počas nelimitovaného počtu nasledujúcich období. V Poľsku je suma straty, ktorú možno odpočítať v každom

roku, limitovaná do 50 % hodnoty straty. Unikátny daňový systém má Estónsko, kde základ dane nie je spojený s účtovným ziskom a zadržané, resp. nevyplatené zisky sú vyňaté zo zdanenia. Zdaňovaný príjem sa rovná zisku vyplatenému akcionárom. Vzhľadom na skutočnosť, že takto distribuovaný zisk sa odvíja (je stanovený) od zásad IFRS, neexistujú žiadne špeciálne účtovné postupy, ktoré by viedli k stanoveniu daňového základu. Keďže zadržané zisky sa nezdaňujú, nemá odpočítavanie strát v Estónsku žiadne opodstatnenie.

Dodatočné zdaňovanie. Podnikateľské subjekty možno zdaňovať i ďalšími dodatočnými daňami z príjmov alebo z ich majetku, ktoré tiež vplyvajú na celkové daňové zaťaženie spoločností. Ide napr. o daň z nehnuteľností, daň z majetku a lokálne dane z podnikania.

Daňou z majetku nie je zaťažená spoločnosť v žiadnej z desiatich nových členských krajín EÚ. Daň z nehnuteľností je uvalená na spoločnosti vo všetkých nových členských krajinách EÚ okrem Estónska, Malty a Slovinska. Predmet dane zahŕňa pôdu a stavby, pričom hodnota základu dane sa stanovuje podľa trhovej ceny nehnuteľnosti, určených hodnôt podľa zákona alebo podľa rozlohy. Základ dane je tak v rôznych krajinách odlišný. Hoci výška dane z nehnuteľností je v každej krajine rôzna, nemá významný vplyv na efektívne daňové zaťaženie, pretože sadzby dane z nehnuteľností sú relatívne nízke a navyše vo všetkých krajinách tvorí suma tejto dane odpočítateľnú položku pri výpočte dane z príjmov spoločností.

Dodatočná daň z príjmov na lokálnej úrovni je zavedená len v Maďarsku. Základ dane obsahuje čisté príjmy z predaja (tržby) a 50 % z úrokových výnosov. Náklady na predané produkty, služby (subdodávateľské poplatky) a materiál sú odpočítateľnou položkou od príjmov, nie je však možné odpočítať odpisy a nákladové úroky. Maximálna sadzba dodatočnej dane na lokálnej úrovni by nemala presiahnuť 2 %. Vzhľadom na to, že táto lokálna daň je odpočítateľná až vo výške 125 % od základu dane z príjmov spoločností, efektívne daňové bremeno lokálnej dane z príjmov je podstatne nižšie ako nominálna sadzba tejto dane.

Zhrnutie. Porovnanie daňových režimov spoločností v nových členských krajinách EÚ poukazuje na skutočnosť, že za najdôležitejšiu daň možno považovať daň z príjmov spoločností. Dodatočné dane zo zisku a iné dane uvalené na spoločnosti majú rovnako ako v starších členských krajinách EÚ menší význam.

Sadzby daní z príjmov spoločností, ako aj daňové základy, ktoré sú ovplyvnené rôznymi položkami, sa v jednotlivých členských štátoch značne líšia. Na efektívnu daňovú zaťaženosť spoločností však vplyvajú aj rôzne individuálne okolnosti, napríklad typ a výnosnosť investície, zdroj financovania atď. Vzhľadom na to nemožno urobiť jednoznačný záver o efektívnom daňovom zaťažení spoločností v nových členských krajinách EÚ.

¹ Lineárna metóda zabezpečuje počas celej doby životnosti majetku rovnakú výšku odpisu.

² Prvý úbytok zásoby je ocenený cenou prvého prírastku zásoby, t. j. „first-in, first-out“.

³ Prvý úbytok zásoby je ocenený cenou posledného prírastku zásoby, t. j. „last-in, first-out“.

⁴ V Slovenskej republike je možné v súčasnosti odpočítavať každú daňovú stratu počas bezprostredne nasledujúcich piatich rokov, a to rovnomerne aj nerovnomerne v závislosti od výšky vykázaného základu dane.



Prínosy lepšej komunikácie FED-u

Podľa štúdie, ktorú vypracoval clevelandský FED lepšia komunikácia Federal Open Market Committee (FOMC) dramaticky znížila chyby trhu pri odhade budúcej výšky úrokových sadzieb. Autormi štúdie sú John B. Carlson, Ben Craig, Patrick Higgins a William R. Melick.

Autori konštatujú, že počas predsedníctva Alana Greenspana sa vypracoval aparát, pomocou ktorého je možné jasne a otvorene komunikovať rozhodnutia a očakávania FOMC. Súčasný predseda Fedu Ben S. Bernanke potvrdzuje význam väčšej transparentnosti a otvorenosti pre FOMC. Uviedol, že z krátkodobého hľadiska zlepšuje zreteľná komunikácia predvídateľnosť rozhodnutí FOMC. S tým súvisí znížené riziko a volatilita na finančných trhoch. Z dlhodobého hľadiska zvyšuje komunikácia efektívnosť menovej politiky, pretože zblízuje očakávania účastníkov trhu s plánmi a prognózami FOMC.

Tento jav je ilustrovaný na reakciách trhu na sústavné zvyšovanie úrokových sadzieb, ktoré sa začalo v roku 2004 a je sprevádzané pozoruhodne nízkou volatilitou finančných trhov, predovšetkým pokiaľ ide o americké dlhopisy a zreteľnou schopnosťou trhov predvídať rozhodnutia FOMC. To veľmi ostro kontrastuje s porovnateľným obdobím po roku 1994, keď bol komunikačný aparát Fedu ešte v plienkach.

Nová éra transparentnosti Fedu sa začala po februári 1994. Zverejnené zápisy zo zasadnutí FOMC pred týmto mesiacom už ukazovali diskusiu o možnej zmene stratégie. Keďže určujúca Fed funds rate¹ sa nemenila rok, vznikali obavy z reakcie trhu na jej prekvapujúce zvýšenie. Následne zverejnená tlačová správa obsahujúca komuniké z februárového zasadnutia FOMC mala limitovať toto prekvapenie a stala sa prvým krokom k vyvinutiu nového komunikačného aparátu Fedu. Trh vtedy bez problémov pochopil, že Fed funds target rate sa zvýšila o 25 bázických bodov.

FOMC potom pokračovala vo zverejňovaní komuniké v prípade zmeny sadzieb. Rozhodnutie o ponechaní sadzieb sa oznamovalo nezverejnením komuniké. Skutočná výška sadzby Fed funds target rate však nebola oznamovaná do júla 1995. Obdobie medzi júlom 1995 a májom 1999 je charakterizované príklonom k explicitnejším a pravidelnejším komuniké.

Od mája 1999 sú komuniké nielen podrobnejšie

spracované, ale uvádzajú aj dôvody pre rozhodnutia a naznačujú očakávané smerovanie budúcej politiky, pričom uvádzajú, či došlo k jej zmene alebo nie. S týmito inováciami sa komuniké FOMC dostalo do dnešnej formy, určitú zmenu ešte znamenalo používanie explicitnejšieho jazyka pri vyjadreniach smerujúcich do budúcnosti.

Štúdia zverejnená clevelandským FED-om prináša dôkazy o prínosoch zlepšenej komunikácie. Na meranie jej účinkov sa používajú v októbri 1988 zavedené Fed funds futures. Predikcie tohto trhu futures sa potom porovnávajú so skutočnými Fed funds target rates. Z porovnaní vyplýva, že predikcia skutočnej sadzby založená na pozorovaní futures 90 dní pred zasadnutím FOMC je pomerne presná. Za celé obdobie od roku 1989 je odhadovaný výnos nad úrovňou skutočnej sadzby v priemere o 16 bázických bodov.

Otázka je, do akej miery môžu mať túto odchýlku na svedomí futures obsahujúce aj rizikovú a časovú prémie. Ďalšie vysvetlenia pre túto odchýlku hľadali autori štúdie v raste produktivity začiatkom 90. rokov, ktorý sa nespájal s rastom miezd. Z toho vyplývalo, že skutočná inflácia bola takmer vždy nižšia ako odhadovaná, resp. účastníci trhu očakávali reštriktívnejšiu politiku, než akú FOMC považoval za nevyhnutnú. Takisto mohol existovať vplyv nízkej likvidity na Fed funds market hlavne začiatkom sledovaného obdobia, následkom čoho by jeho ceny boli deformované.

Tieto možné faktory pripomínajú autori článku aj pri porovnávaní absolútnych priemerných chýb počas jednotlivých 90 dní pred zasadnutím FOMC v obdobiach pred februárom 1994 a po máji 1999. Je zreteľné, že došlo k poklesu priemernej chyby o viac než polovicu.

Z detailnejšieho pohľadu na toto porovnanie potom autori štúdie usudzujú na veľký význam zlepšenej komunikácie. Predikčné chyby totiž relatívne najviac poklesli v rámci 30 dňového obdobia pred zasadnutím FOMC, resp. v rámci tzv. „intermeeting period.“

Štúdia však pripúšťa podstatnú námietku. Niektoré rozhodnutia FOMC po roku 1999 neboli predvídateľné. Zníženie úrokových sadzieb v januári 2001 bolo veľkým prekvapením, napriek tomu, že sa z dnešného pohľadu javí ako opodstatnené. Prišlo tri mesiace pred aprílovým poklesom zamestnanosti, ktorý ohraňoval marcom 2001 vrchol ekonomického cyklu. Dá sa teda predpokladať, že najväčšie chyby by sa mohli objavovať pred začiatkom do recesie.

Nespochybňuje to však význam prínosov zlepšenej komunikácie FED-u.

Spracoval: Ing. Marek Kačmár
www.clevelandfed.org

¹ FED funds rate je úroková miera overnightov na FED funds market, kde depozitné inštitúcie obchodujú svoje rezervy vo FED, FED funds target rate je cieľová úroková miera FED-u na tomto trhu.



ŽIVNOSTENSKÁ BANKA NA SLOVENSKU

Vznik Československej republiky v roku 1918 znamenal obrovskú zmenu v bankovej sústave. Významnú úlohu začal zohrávať najmä český finančný kapitál, sústredený v niekoľkých nacionálne orientovaných českých bankách, ktorý začal postupne prevládať nad nemeckým kapitálom ovládaným viedenskými bankami. Vedúcou zložkou bankovej sústavy medzivojnového Československa sa stala Živnostenská banka v Prahe (ďalej len ŽB) založená v roku 1868, ktorá v roku 1918 pracovala už s akciovým kapitálom 120 mil. korún, pričom vklady tejto banky dosiahli 401 470 056 korún a celkový obrat presahoval 1,7 miliardy.

ŽB už koncom 19. storočia začala úspešnú expanziu do ďalších krajín bývalého Rakúsko-Uhorska, medzi inými aj na Slovensko. Pozície, ktoré tu pred rokom 1918 získala, nezodpovedali však jej vtedajšiemu postaveniu a sile. Prenikanie českého kapitálu na Slovensko bolo trňom v očiach vládnucich maďarských kruhov a tie mu stavali do cesty najrôznejšie hospodárske a politické prekážky. Z toho dôvodu skončil neúspešne prvý a najväčší projekt česko-slovenskej hospodárskej spolupráce, a to založenie Továrne na celulózu v Martine v rokoch 1901 – 1902, kde ŽB patrila k najvýznamnejším akcionárom. Táto spoločnosť však najmä z politických dôvodov nedostala stavebnú ani výrobnú koncesiu. Hospodárska spolupráca v oblasti bankovníctva sa obmedzila na úverovú pomoc. Prvým klientom ŽB v Uhorsku a teda aj na Slovensku sa v roku 1887 stala Tatra banka v Martine. V roku 1892 nadviazala obchodné styky aj so Slovenskou bankou (vtedy ešte pod názvom Ružomerský účastinársky úverkový spolok), ktorej filiálka ŽB v Brne povolila pôžičku 20 tisíc zlatých. Neskôr poskytovala Živnostenská banka úver Slovenskej banke (ďalej len SB), ale aj ďalším národne orientovaným slovenským bankám prostredníctvom svojej filiálky vo Viedni, ktorá zároveň pravidelne informovala centrálu v Prahe o situácii v SB, ako aj o prosperite Uhorskej papierne v Ružomberku a ostatných priemyselných podnikov SB, na ktorých bola zainteresovaná držbou akcií a poskytnutým úverom. Okrem toho bola ŽB od roku 1908 v úverovom spojení so Žilinskou celulózkou, v roku 1918 spolu so svojou dcérskou spoločnosťou, Chorvátskou zemskou bankou v Osijeku, založila Vlasteneckú drevopriemyselnú úč. spol. v Hronskom Svätom Kríži (dnes Žiar nad Hronom).

Vznik Československej republiky priniesol aj zmenu vo vzťahu ŽB voči Slovensku, keďže padli politické zábrany. Nový štátny aparát otvorene podporoval prenikanie českého kapitálu na Slovensko. Keďže slovenské banky boli z väčšej časti malé provinčné ústavy, ktoré ešte samy potrebovali pomoc českého kapitálu, obrátil sa prúd žiadosti predovšetkým na české banky, najmä na ŽB. Až do

polovice roka 1920 poskytovala ŽB úver desiatkam priemyselných, obchodných a poľnohospodárskych podnikov vo výške stámmiliónov korún. S nástupom povojnovej hospodárskej krízy v roku 1921 sa rozhodla obmedziť a v niektorých prípadoch dokonca aj úplne zastaviť povoľovanie úverov na Slovensko. Vďaka tejto predvídavosti v roku 1922 ŽB obišla vlna insolvencií a úpadkov slovenských podnikov.

ŽB sa zaujímala aj o preberanie akcií rôznych priemyselných a obchodných podnikov na Slovensku, a to priamo alebo prostredníctvom svojich koncernových podnikov. V oblasti banského a hutného priemyslu sa jej podarilo preniknúť do Handlovských uhorných baní, jej koncernový podnik Západočeské továrny kaolinové kúpil akcie Spojenej gemerskej magnezitovej spoločnosti. Financovala Coburgové závody v Trnave, do sféry jej vplyvu sa dostala aj Rothová továreň na strelivo (Patrónka v Bratislave) a firma Sandrik v Dolných Hámroch. Prostredníctvom firmy Solo v Prahe získala kontrolu takmer nad všetkými zápalkárňami na Slovensku. ŽB bola v úverovom spojení a najväčšou rafinériou minerálnych olejov na Slovensku Apollo v Bratislave, vlastnila väčšinu akcií Žilinskej továrne na umelé hnojivá. V rokoch 1919 – 1921 sa ŽB stala úverovou centrálou rozhodujúcej časti slovenských cukrovárov, vlastnila akcie Považského liehovaru v Leopoldove, zúčastnila sa na založení Slovenského liehového priemyslu v Malackách, Prešovskej rafinérie liehu a podobne. V oblasti papiernického priemyslu ovládala Žilinskú a Ružomerskú celulózkou, pričom naďalej vlastnila akcie Slovenskej papierne (bývala Uhorská papieraň) v Ružomberku. Výraznou mierou sa podieľala na financovaní Mautnerových textilných závodov v Ružomberku, pričom vlastnila 30 % akcií Mautnerového koncernu. Do sféry jej vplyvu patrila aj Továreň na umelé vlákna v Senici.

V súvislosti s kapitálovou expanziou na Slovensko ŽB založila v roku 1919, resp. v roku 1920, svoje filiálky v Bratislave a Košiciach, z ktorých najmä filiálka v Bratislave dosahovala výrazné zisky. V roku 1938 založila aj filiálku v Žiline.

ŽB si svoje významné pozície v priemysle Slovenska udržala aj po vzniku Slovenskej republiky v roku 1939, napriek snahám slovenských vládnucich skupín o „nacionalizáciu“ slovenského hospodárstva. Filiálku ŽB v Bratislave, ktorá od roku 1942 pôsobila ako reprezentácia (zastupiteľstvo) ŽB pre Slovenskú republiku v Bratislave, ministerstvo financií dokonca zaradilo medzi koncentračné body slovenského bankovníctva. V marci 1948 však bola v rámci procesu centralizácie československého bankovníctva nariadená likvidácia bratislavskej filiálky ŽB, pričom jej obchody prevzala Tatra banka, národný podnik v Bratislave.

Mgr. František Chudják

Z ROKOVANIA BANKOVEJ RADY NBS

Dňa 13. júna 2006 sa uskutočnilo 24. rokovanie Bankovej rady Národnej banky Slovenska (BR NBS) pod vedením jej guvernéra Ivana Šramka.

- BR NBS prerokovala a schválila Opatrenie NBS o informáciách poskytovaných v súvislosti s odplatami klienta banky a pobočky zahraničnej banky. Opatrenie nadobudne účinnosť 1. júla 2006. Od tohto termínu budú banky a pobočky zahraničných bánk povinné poskytnúť Ministerstvu financií Slovenskej republiky a Národnej banke Slovenska údaje o odplatách vyžadovaných od klienta pri vybraných druhoch obchodov. Na základe predmetného opatrenia prvýkrát predložia banky a pobočky zahraničných bánk uvedené údaje najneskôr do 10. júla 2006 a Národná banka Slovenska tieto údaje následne zverejní na svojej internetovej stránke.

Dňa 20. júna 2006 sa uskutočnilo 25. rokovanie Bankovej rady Národnej banky Slovenska (BR NBS) pod vedením jej guvernéra Ivana Šramka.

- BR NBS prerokovala a schválila Správu o implementácii návrhu novelizovaných smerníc EÚ č. 2000/12/EC a č. 93/6EEC. Materiál je informáciou o postupe príprav na implementáciu pravidiel o kapitálových požiadavkách (tzv. Bazilej II) v bankovom sektore v Slovenskej republike.

Dňa 27. júna 2006 sa uskutočnilo 26. 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 máj 2006 a rozhodla o ponechaní úrokových sadzieb na úrovni 3,0 % pre jednoduchové sterilizačné obchody, 5,0 % pre jednoduchové refinančné

obchody a 4,0 % pre dvojtýždňové repo tendre s obchodnými bankami.

- BR NBS vzala na vedomie materiál Odhad možných vplyvov zavedenia eura na podnikateľský sektor v SR. Materiál bude publikovaný na internetovej stránke NBS.

Dňa 4. júla 2006 sa uskutočnilo 27. rokovanie Bankovej rady Národnej banky Slovenska (BR NBS) pod vedením jej guvernéra Ivana Šramka.

- BR NBS prerokovala a schválila Správu o finančnej stabilite Slovenskej republiky za rok 2005. Materiál bude v plnom znení zverejnený na internetovej stránke NBS a výjde tiež aj ako pravidelná publikácia NBS.

- BR NBS schválila vyhlášku o vydaní pamätných strieborných mincí v nominálnej hodnote 200 Sk pri príležitosti 200. výročia narodenia prvého podpredsedu Matice slovenskej, básnika, prozaika a cirkevného hodnostára Karola Kuzmányho. Pamätná minca je vyrazená zo zliatiny obsahujúcej 900 dielov striebra a 100 dielov medi. Jej hmotnosť je 18 gramov a priemer 34 milimetrov. Autorkou výtvarného návrhu mince je Mária Poldaufová. Razbu pamätných mincí realizuje Mincovníňa Kremnica, štátny podnik a zberatelia si ich budú môcť kúpiť začiatkom septembra.

- BR NBS ďalej schválila návrh vyhlášky Národnej banky Slovenska, ktorou sa mení vyhláška Ministerstva financií Slovenskej republiky č. 448/2005 Z.z. o odbornej skúške aktuára a schválila Plán hlavných úloh NBS na 2. polrok 2006.

- BR NBS vzala na vedomie materiál Odhad možných vplyvov zavedenia eura na slovenské obyvateľstvo. Materiál bude v plnom znení zverejnený na internetovej stránke NBS.

Zmeny v štruktúre pobočiek a expozitúr NBS

Národná banka Slovenska v rámci pokračujúceho procesu zefektívňovania svojej činnosti uskutočňuje ďalšie opatrenia, ktorých cieľom je optimálnejšie a úspornejšie riadenie jednotlivých organizačných zložiek.

Významnou organizačnou zmenou bolo prijatie novej koncepcie riadenia pobočiek a expozitúr, ktorá upustila od dnes už zastaraného modelu reprezentácie centrálnej banky v troch územno-správnych krajoch prostredníctvom pobočiek v Bratislave, Banskej Bystrici a Košiciach. V nadväznosti na ich zrušenie NBS zriaďuje v týchto mestách expozitúry profilované už výlučne ako

miesta zabezpečujúce hotovostný peňažný obeh a správu zásob peňazí. Od 1. júla 2006 budú expozitúry NBS pôsobiť v Bratislave, Trenčíne, Nových Zámkoch, Žiline, Lučenci, Banskej Bystrici, Poprade, Košiciach a Humennom.

Touto organizačnou zmenou sa s účinnosťou od 1. júla 2006 zníži počet systemizovaných pracovných miest v NBS o 85. V dôsledku týchto ako aj ďalších racionalizačných opatrení z uplynulých mesiacov bude v NBS k 1. júlu 2006 celkovo 1221 systemizovaných pracovných miest, čo je o 98 menej než bol stav k 1. januáru



2006. Centrálna banka sa aj naďalej veľmi vážne zaoberá analyzovaním efektívnosti riadenia svojich organizačných zložiek a výkonu svojich činností. Zámerom je nájsť alebo vytvoriť také modely a štruktúry, ktoré umož-

nia inštitúcii čo najlepšie plniť všetky jej úlohy a súčasne budú spĺňať kritériá efektívnosti a úspornosti.

Tlačové oddelenie OVI NBS

Je menová politika ECB dobrá pre členské štáty EMU?

Prof. Dr. Bernd Hayo z Philipps-University Marburg napísal prácu „Is European Monetary Policy Appropriate for the EMU Member Countries? A Counterfactual Analysis“. Tento materiál vzbudil značný záujem a stojí za pozornosť. Je možné si ho stiahnuť zo stránky www.uni-marburg.de. Ústrednou otázkou materiálu je, do akej miery vyhovujú jednotlivým krajinám úrokové miery stanovované v súčasnosti Európskou centrálnou bankou v porovnaní s hypotetickou situáciou, keby národné centrálné banky stále zodpovedali za menovú politiku. Z toho vyplýva možnosť posúdiť, či má súčasná menová politika na svedomí nízky rast HDP mnohých členov EMU (Hospodárska a menová únia), predovšetkým v Nemecku a Taliansku.

Vytvorenie EMU je najdôležitejšia udalosť v menovej politike za uplynulých desať rokov, ktorá viedla k dvom potenciálne významným zmenám pri stanovovaní krátkodobých úrokových sadzieb pre členské štáty EMU. Prvá vyplýva z toho, že ECB zakladá svoje menovopolitické rozhodnutia na agregovaných ukazovateľoch z celej eurozóny, za ktorými sa však môžu ukrývať odlišné ukazovatele na národnej úrovni. Po druhé, váhy položené na infláciu a produkt pri použití Taylorovho pravidla Európskou centrálnou bankou sa môžu odchyľovať od tých, ktoré by dobre vyjadrovali národné úrokové miery v čase pred EMU.

Materiál teda interpretuje krátkodobé úrokové sadzby ako primárny indikátor menovej politiky. Funkcie odha-

dovanej menovopolitickej reakcie vo forme Taylorovho pravidla sa často používajú ako výstižný opis nastavenia menovej politiky. Dôvodom je, že vyjadrujú, ako odchýlky produktu od potenciálneho produktu a inflácie od cieľovej hodnoty ovplyvnia úroveň úrokových mier. Potom sa porovnávajú skutočné úrokové miery s tými simulovanými z hypotetického scenára existencie národných menových politík. Ak by sa teda takto zistené národné sadzby približovali sadzbám ECB, „náklady“ EMU v súvislosti s centralizáciou menovej politiky by neboli veľké a bolo by ťažké viniť ECB z podielu na nízkom raste produktu v jednotlivých krajinách. Naopak, ak by toto porovnanie ukázalo veľké odchýlky prinajmenšom u niektorých krajín, vznikla by otázka, aké prínosy majú tieto krajiny z členstva v EMU.

Výsledky sa interpretujú tak, že úrokové sadzby eurozóny sú s výnimkou Nemecka pod úrovňou cieľových národných úrokových mier, dokonca aj pri zohľadnení nižších reálnych úrokových mier počas existencie EMU. Z toho by vyplývalo, že národné menové politiky centrálnych bánk by s výnimkou Bundesbanky boli reštriktívnejšie, berúc do úvahy nízku výšku nemeckých sadzieb pred vstupom do EMU. Otázka je, do akej miery proexportná nemecká ekonomika participuje na relatívnej expanzii ostatných štátov EMU, aby sa to kompenzovalo.

Spracoval: Ing. Marek Kačmár
www.centralbanknews.com a www.uni-marburg.de

PREHĽAD VZDELÁVACÍCH PODUJATÍ INŠTITÚTU BANKOVÉHO VZDELÁVANIA NBS NA III. ŠTVRŤROK 2006

Názov vzdelávacieho podujatia	Dátum
SEPTEMBER	
Effective Oral Communication	september – december
Kurz anglickej gramatiky II	september – december
Business and Banking English Skills and Communication II (BABESAC II)	september – december
Intermediate Business English	september 2006 – január 2007
Written Communication Skills (ECB)	18. – 22.
Sporné prípady z oblasti záložného práva a dobrovoľnej dražby	20.
Prezentácia výsledkov auditu manažmentu	21.
Lektorské zručnosti I	21. – 22.
Peňažné a kapitálové trhy I	25. – 27.
Bankovníctvo v SR I (Základný kurz bankovníctva pre ĽB)	25. – 29.
European Foundation Certificate in Banking – dištančné štúdium	29.
Prevenia a boj proti legalizácii príjmov z trestnej činnosti	na objednávku



Ukazovateľ	Merná jednotka	2005				2006			
		9.	10.	11.	12.	1.	2.	3.	4.
REÁLNA EKONOMIKA									
Hrubý domáci produkt 1) 2)	mld. Sk	648,918*			876,283*				
Medziročná zmena HDP 3)	%	6,2*			6,0*				
Miera nezamestnanosti 4) 11)	%	11,2	10,93	10,86	11,36	11,82	11,66	11,42	11,04
Spotrebiteľské ceny (HICP) 3) 10)	%	2,3	3,5	3,6	3,9	4,1	4,3	4,3	4,4
Spotrebiteľské ceny (CPI) 3)	%	2,2	3,3	3,4	3,7	4,1	4,4	4,5	4,5
OBCHODNÁ BILANCIA 2) 9) *)									
Vývoz (fob)	mil. Sk	713 795	810 522	911 278	993 516	81 416	166 427	267 101	355 056
Dovoz (fob)	mil. Sk	752 978	856 352	960 948	1 069 517	90 341	185 482	290 481	389 012
Saldo	mil. Sk	-39 183	-45 830	-49 670	-76 001	-8 925	-19 055	-23 380	-33 956
PLATOBNÁ BILANCIA 2)									
Bežný účet 9)	mil. Sk	-68 149,7	-75 307,3	-82 956,3	-126 131,6	-11 059,40	-18 719,80	-27 900,60	
Kapitálový a finančný účet	mil. Sk	137 017,2	128 023,0	138 502,2	176 681,1	3 090,90	-622,7	39 672,90	
Celková bilancia	mil. Sk	73 364,9	65 142,8	69 368,0	71 442,4	-143,40	795,9	25 114,30	
DEVÍZOVÉ REZERVY 4) 6)									
Celkové devízové rezervy	mil. USD	17 349,5	16 998,0	16 876,3	17 010,6	17 063,7	16 767,9	17 798,4	18 509,9
Devízové rezervy NBS	mil. USD	15 835,6	15 647,8	15 438,4	15 479,5	15 754,6	15 454,6	16 521,3	16 924,60
ZAHRANIČNÁ ZADĹZENOSŤ 4) 7)									
Celková hrubá zahraničná zadĺženosť	mld. USD	26,5	26,1	26,2	26,9	27,9	26,9	28,5	
Zahraničná zadĺženosť na obyvateľa SR	USD	4 933	4 852	4 879	5 000	5 191	5 002	5 303	
MENOVÉ UKAZOVATELE									
Devízový kurz 5)	Sk/USD	31,354	32,357	32,808	31,932	31,029	31,298	31,186	30,105
Menový agregát M3 4) 10)	mld. Sk	792,0	800,4	798,4	831,4	835,2	844,3	851,0	860,8
Medziročná zmena M3 3)	%	7,3	7,6	6,3	7,8	9,9	10,5	11,7	10,7
Pohľadávky peňažných finančných inštitúcií 10)	mld. Sk	753,5	769,0	778,3	795,4	769,2	780,8	794,5	800,0
ŠŤÁTNY ROZPOČET 2) 4)									
Príjmy	mld. Sk	188,6	214,4	233,7	258,7	32,8	50,4	71,8	95,8
Výdavky	mld. Sk	196,7	219,5	241,3	292,6	20,7	44,1	71,7	95,6
Saldo	mld. Sk	-8,1	-5,1	-7,6	-33,9	12,1	6,3	0,1	0,2
PEŇAŽNÝ TRH									
Úrokové sadzby stanovované Bankovou radou NBS, platnosť od 8)		1.3.2005	1.3.2005	1.3.2005	1.3.2005	1.3.2005	1.3.2005	1.3.2006	1.3.2006
1-dňové operácie – sterilizačné	%	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,50	2,50
– refinančné	%	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,50	4,50
2-týždňová limitná sadzba NBS pre štandardný REPO tender	%	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,50	3,50
Základná úroková sadzba NBS (do 31.12.2002 diskontná sadzba)		3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,50	3,50
Priemerná úroková miera z medzibankových vkladov (BRIBOR)									
overnight	%	2,71	2,55	2,37	2,80	2,75	2,74	3,10	3,34
7-dňová	%	2,91	2,93	2,89	2,94	2,98	2,95	3,44	3,47
14-dňová	%	2,96	2,98	2,98	2,98	3,02	3,02	3,49	3,51
1-mesačná	%	2,99	3,01	3,05	3,02	3,03	3,16	3,57	3,59
2-mesačná	%	2,98	3,01	3,11	3,06	3,10	3,27	3,66	3,72
3-mesačná	%	2,93	3,03	3,19	3,12	3,17	3,34	3,75	3,86
6-mesačná	%	2,90	3,04	3,35	3,24	3,26	3,45	3,88	4,06
9-mesačná	%	2,86	3,05	3,44	3,29	3,34	3,52	3,98	4,21
12-mesačná	%	2,85	3,07	3,52	3,34	3,39	3,58	4,06	4,28

Zdroj: ŠÚ SR, MF SR, NBS.

* predbežné údaje

- 1) Stále ceny, priemer roka 1995.
- 2) Kumulatívne od začiatku roka.
- 3) Zmena oproti rovnakému obdobiu predchádzajúceho roka.
- 4) Stav ku koncu obdobia.
- 5) Kurz devíza stred, priemer za obdobie.
- 6) Od 1. 1. 2002 zmena metodiky.

7) Od 1. 1. 1999 zmena metodiky.

- 8) Dátum, od ktorého je daná úroveň úrokových sadzieb v platnosti na základe rozhodnutia BR NBS.
- 9) Údaje za zahraničný obchod a bežný účet PB sú od mája 2004 každý mesiac revidované.
- 10) Podľa metodiky ECB.
- 11) Evidovaná nezamestnanosť.

SÚČASNÉ UMENIE ZO SLOVENSKA V ECB

Prezident Európskej centrálnej banky (ECB) Jean-Claude Trichet a guvernér Národnej banky Slovenska (NBS) Ivan Šramko 22. júna 2006 v sídle ECB vo Frankfurte nad Mohanom spoločne otvorili výstavu diel slovenských umelcov pod názvom „Súčasnú umenie zo Slovenska“.



Koncepcia kurátorky výstavy Heike Sütter sa zamerala predovšetkým na diela najmladšej generácie výtvarníkov a jej prioritou bolo vystihnúť aktuálne trendy súčasného slovenského umenia, ktoré sú schopné prihovoriť sa aj zahraničnému divákovi. Okrem objektov, inštalácií, fotografií a videoumenia je zastúpená aj maľba, ktorá v posledných rokoch zaznamenala vďaka tvorbe mladej generácie energický návrat na scénu súčasného umenia. Na výstave sa zúčastňujú: Erik Binder a Gabika Binderová, Marko Blažo, Stano Bubán, Michal Černušák, Ivan Csudai, Michal Czinege, Richard Fajnor, Bohdan Hostiňák, Dorota Kenderová, Stano Masár, Ilona Németh, Roman Ondák, Lucia Tkáčová a Anetta Mona Chisa, Martin Sedlák, Erik Šille, Filip Vančo, Emöke Vargová. Prostredníctvom Olivera Lešša je zastúpená tiež mladá generácia umelcov pracujúcich so sklom. Okrem toho Národná banka Slovenska predstavuje výber diel zo svojej zbierky.

Výstava potrvá do 8. septembra 2006.



Foto: Pavel Kochan