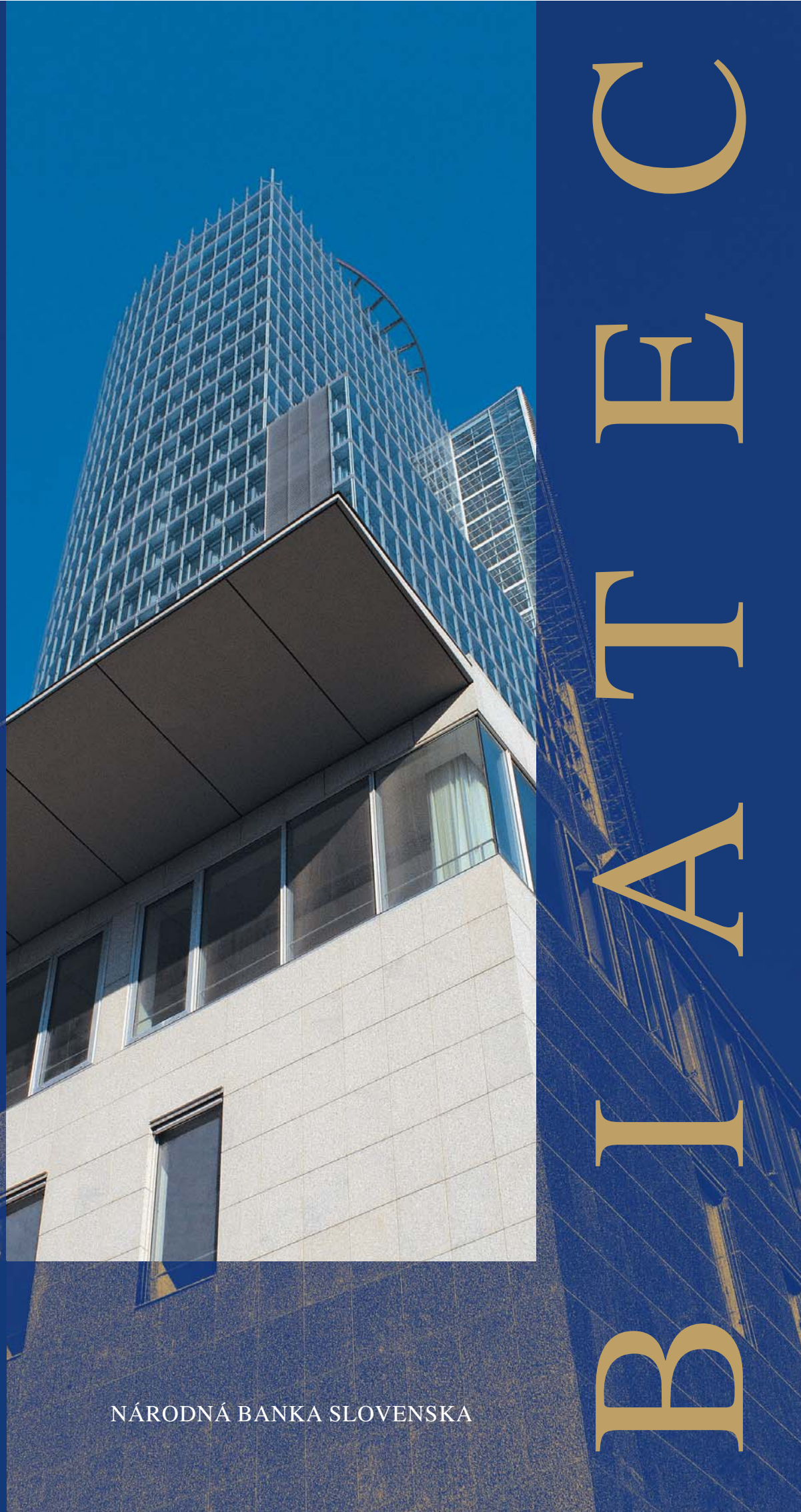


12

December 2007
Ročník 15

ODBORNÝ
BANKOVÝ
ČASOPIS



UBIT



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA



Slovensko podporuje vstup Slovenska do eurozóny



Guvernér NBS Ivan Šramko spolu s ministrom financií Slovenska Andrejom Bajukom a ministrom financií Slovenska Jánom Počiatkom prichádzajú na tlačovú konferenciu.

O prijatí Slovenska do eurozóny sa bude rozhodovať počas slovenského predsedníctva v Európskej únii v prvej polovici roka 2008. Aj médiá mali preto o informácie z rokovania ministra financií Slovenska Andreja Bajuka na Slovensku mimoriadny záujem.

"Vyjadril som slovenským politickým predstaviteľom našu plnú podporu. Slovensko urobí všetko pre to, aby rozhodnutie bolo pre vašu krajinu pozitívne a Slovensko zavedie euro v plánovanom termíne," povedal na tlačovej besede slovenský minister financií Andrej Bajuk. Národnú banku Slovenska navštívil koncom novembra. Po rokovaníach s premiérom Robertom Ficom, guvernérom NBS Ivanom Šramkom a mi-

nistrom financií SR Jánom Počiatkom na tlačovej konferencii informoval najmä o ekonomickej situácii v krajine po prijatí eura.

Slovensko zaviedlo euro 1. januára tohto roka. A. Bajuk otvorene hovoril najmä o problémoch, ktoré slovenská ekonomika zaznamenala. Trápil ju predovšetkým rast cien potravín, ale aj ďalšie ťažkosti, ktoré súviseli so zmenou meny v Slovinsku. Vzhľadom na nedostatok konkurencie na trhu, v krajine rástli ceny oveľa rýchlejšie ako v iných štátoch eurozóny. Nezabudol však pripomenúť, že úspešný prechod na euro zvládli v Slovinsku spolu so sociálnymi partnermi, s ktorými ešte pred zavedením eura podpísali dohodu o tom, že rast miezd bude o 1 percentuálny bod nižší ako rast produktivity práce.

„Rastúce ceny potravín nebudú brániť Sloven-



Informácie o skúsenostiach so zavedením eura v Slovinsku zaujali mnohých novinárov.

sku spĺňať inflačné kritérium pre zavedenie eura," zdôraznil na tlačovej konferencii guvernér NBS I. Šramko. „Ak existujú riziká, tak len v externom prostredí," pokračoval guvernér NBS a dodal: „V domácej ekonomike nepoznáme faktory, ktoré by mohli ovplyvniť dopytovú časť inflácie a takisto pokiaľ ide o udržateľnosť maastrichtských kritérií, situácia vyzerá priaznivo. Máme veľmi veľa dobrých argumentov, ktoré potvrdzujú, že vývoj kritérií, ako aj celej ekonomiky, je udržateľný," dodal I. Šramko. Z mnohých slovenských skúseností sa môže Slovensko poučiť, a preto bola návšteva ministra financií Slovenska v SR poučná a užitočná. Ako zdôraznil minister financií Ján Počiatek, slovenské skúsenosti využijeme.

(DK)



Foto: Pavel Kochan

Guvernér NBS I. Šramko diskutoval s ministrom financií J. Počiatkom aj po skončení tlačovej konferencie.



BIATEC

Odborný bankový časopis
December 2007

Vydavateľ:

Národná banka Slovenska

Redakčná rada:

Ing. Ivan Šramko (predseda)
prof. Ing. Irena Hlavatá, CSc.
Ing. Štefan Králik
doc. Ing. Jozef Makúch, PhD.
doc. Ing. Anna Pilková, CSc. MBA
Ing. Monika Siegelová

Redakcia:

Ing. Alica Polónyiová
tel.: 02/5787 2153
alica.polonyiova@nbs.sk
PhDr. Dagmar Krištofičová
tel.: 02/5787 2150
dagmar.kristoficova@nbs.sk

Adresa redakcie:

NBS, redakcia BIATEC
Imricha Karvaša 1, 813 25 Bratislava
fax: 02/5787 1128
Objednávky na inzerciu prijíma redakcia:
tel.: 02/5787 2153
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

Objednávky na predplatné v SR

a do zahraničia, reklamácie, distribúcia:

VERSUS, a. s., Expedičné stredisko,
Pribinova 21, 819 46 Bratislava
tel.: 02/5728 0368, fax: 02/5728 0148
e-mail: expedicia@versusprint.sk

Termín odovzdania rukopisov: 5. 12. 2007

Dátum vydania: 17. 12. 2007

Registračné číslo: MK SR 698/92

ISSN 1335 - 0900

Grafická úprava: Bedrich Schreiber

Typo & lito: AppleStudio, Bratislava

Tlač: Tlačiareň DÓŠA, s. r. o., Bratislava

Anglický preklad vybraných článkov je
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 elektronickej
formy nie sú povolené bez predchádzajúceho
písomného súhlasu vydavateľa.

NA AKTUÁLNU TÉMU

Ceny nehnuteľností, rast úverov a implikácie
pre menovú politiku 2

(Ing. Ján Beka)

Otázky konvergenencie v ekonomikách s fixným kurzom
– skúsenosť pobaltských krajín 11

(Ing. Nadežda Stanová)

EKONOMICKÉ MODELOVANIE

Aký makroekonomický model je najlepší pre centrálnu banku. . . 19

(Branislav Reľovský)

FINANČNÝ TRH

Dohľad Národnej banky Slovenska v oblasti ochrany
pred legalizáciou príjmov z trestnej činnosti 22

(JUDr. Ján Vyhnálik)

GENNÉ PAPIERE

10. výročie emitovania TIPS. 27

(Alexandra Donovalová)

INFORMÁCIE

Z rokovania Bankovej rady NBS 30

Tlačové správy 30

Štruktúra bankového sektora v EÚ. 32



Ceny nehnuteľností, rast úverov a implikácie pre menovú politiku

Ing. Ján Beka, Národná banka Slovenska

Centrálne banky plnia v každom štáte mnoho funkcií. V prvom rade ovplyvňujú výkonom menovej politiky udržiavanie cenovej stability. Centrálne banky pritom venujú pozornosť nielen vývoju spotrebiteľských cien, ale aj faktorom, ktoré ich ovplyvňujú, resp. v budúcnosti môžu výraznejším spôsobom ovplyvniť. Medzi tieto faktory môžeme zaradiť aj ceny aktív. V ďalšom texte sú podrobnejšie rozpracované otázky týkajúce sa všeobecne vzniku a identifikácie cenových bublín a konkrétne trhu nehnuteľností.

CENOVÉ BUBLINY

V určitom časovom období po dlhodobom, resp. po veľmi rýchlym raste cien aktív sa začne zdať, že úroveň cien aktív neodráža vývoj fundamentov, ktoré by ich mali ovplyvňovať. V takýchto prípadoch sa hovorí o tzv. bubline (*asset price bubble*). Problém v ekonomike vzniká po otočení trendu, keď nastane prudký prepád cien podkladových aktív. V takejto situácii môžu vzniknúť v ekonomike veľké škody vyplývajúce z deflačných trendov. Základnou úlohou centrálnej banky je udržiavať cenovú stabilitu, preto je potrebné sledovať aj vývoj cien aktív. Cenové bubliny môžu vzniknúť najmä na akciových trhoch, komoditných trhoch a na trhoch nehnuteľností. Keďže prvé dva druhy trhov majú globálny charakter (centrálne banky nemajú možnosť ich veľmi ovplyvniť, výnimkou sú len FED, ECB a Bank of Japan, ktoré do istej miery môžu ovplyvniť akciové trhy), v ďalších častiach venujeme pozornosť najmä cenám nehnuteľností.

Fluktuáciu cien aktív môže ovplyvňovať buď vývoj fundamentov, alebo efekt „stádovitého“ správania, keď rastúci počet obchodníkov, resp. investorov vstupuje na trh (výraznejšie sa zvyšuje dopyt po určitej aktíve) v očakávaní, že aktívum sa bude dať v krátkodobom horizonte systematicky predávať za stále vyššiu cenu (podľa výnosov v prítomnosti a v minulosti). V takomto prípade sú obchodníci motivovaní rýchlym ziskom pri predaji aktíva v krátkodobom horizonte namiesto profitovania z výnosových tokov v dlhodobom horizonte, a tak sa cena aktíva rýchlo zvyšuje a odchyľuje od vývoja fundamentov.

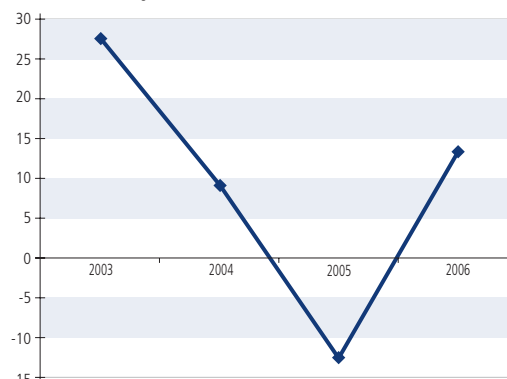
Cenové bubliny môžu ovplyvňovať cenovú hladinu aj nepriamo cez efekt bohatstva. Nepriamo preto, že ceny aktív nie sú zahrnuté v cenovom indexe, ktorým sa meria miera inflácie. V prípade nárastu ceny podkladového aktíva (ceny akcií, ceny nehnuteľností a pod.) dochádza k zvýšeniu bohatstva jednotlivcov (v niektorých prípadoch ide len o „imaginárny“ zisk, keďže aktívum nemusí byť predané a zisk realizovaný), ktorí môžu cez rastúci domáci dopyt ovplyvňovať cenovú úroveň. Zatiaľ sa však nepodarilo em-

piricky dokázať, že efekt bohatstva vedie v každej krajine k zvýšenej spotrebe. V niektorých krajinách, napr. v Austrálii, Kanade, Holandsku, USA a Veľkej Británii, tento vzťah funguje najmä prostredníctvom tzv. *Mortgage Equity Withdrawal* (zjednodušene možno povedať, že ide o čerpanie časti splatenej hypotéky a jej použitie na iné účely – na spotrebu, súvisí to aj s rastom ceny založenej nehnuteľnosti; keď sa zvýši cena nehnuteľnosti, dlžníkovi sa zvýši cena kolaterálu, čiže teoreticky si môže požičať viac peňažných prostriedkov). V iných krajinách, napr. vo Francúzsku, Nemecku, Taliansku, Japonsku a Španielsku, nebol preukázaný žiadny efekt bohatstva na spotrebu. Na druhej strane pri „spľasnutí“ cenovej bubliny (najmä pri nehnuteľnostiach) môže dôjsť k zhoršeniu fungovania bankového sektora (prostredníctvom poklesu kvality úverového portfólia, čo sa prejaví vo finančných ukazovateľoch, napr. v ziskovosti), a tým až k makroekonomickému nestabilite. Preto centrálne banky berú do úvahy pri rozhodovaní o menovej politike celé makroekonomické prostredie vrátane cien aktív a najmä vývoj ukazovateľov, ktoré ovplyvňujú ceny aktív¹.

DOPYT A PONUKA NA TRHU NEHNUTEĽNOSTÍ

Nehnuteľnosti tvoria najvýznamnejšiu časť aktív väčšiny domácností, preto vývoju ich cien ve-

Graf 1 Reálny rast cien nehnuteľností (%)



Zdroj: NARKS, ŠÚ SR a výpočty NBS.

¹ Príkladom zohľadňovania ceny aktív pri rozhodovaní o nastavení úrokových podmienok je Bank of England. Od novembra 2003 do polroka 2004 zvýšila Bank of England svoju základnú úrokovú sadzbu v niekoľkých krokoch o 1,25 percentuálneho bodu, pričom vo svojich vyhláseniach a zápisoch z rokovanií spomínala predovšetkým rast cien nehnuteľností (a aktív vo všeobecnosti), z ktorých čerpala informácie o budúcej inflácii a budúcom ekonomickom raste. Napr. v zápise z Monetary Policy Committee (MPC) z augusta 2004 bolo uvedené, že „pri prezentovaní rozhodnutia MPC o zvýšení sadzieb bolo dôležité z pohľadu MPC ozrejmiť, že toto rozhodnutie nenaznačuje ciele cien nehnuteľností alebo cien nejakých iných aktív. Neočakávané zrýchľovanie cien nehnuteľností významne podporovalo silnejší krátkodobý výhľad spotreby a ekonomického rastu a z toho prameniaci rýchlejší odhadovaný rast miery inflácie.“



nuje pozornosť aj centrálna banka. V poslednom období bol zaznamenaný výraznejší rast cien nehnuteľností. S výnimkou roku 2005, keď pokles cien nehnuteľností spôsobil bázický efekt špecifického roku 2004, vzrástli ceny nehnuteľností v sledovanom období v reálnom vyjadrení priemerne o 17 % v každom roku. Celkovo za roky 2003 – 2006 sa zvýšili ceny nehnuteľností v reálnom vyjadrení priemerne o 9,4 %. Tento vysoký rast odrážal najmä situáciu na trhu s nehnuteľnosťami, kde pretrvával vysoký dopyt po nehnuteľnostiach.

Tak ako na každom trhu s produktmi, aj na trhu nehnuteľností fungujú princípy tvorby ceny na základe dopytu a ponuky. Medzi základné faktory ovplyvňujúce dopyt po nehnuteľnostiach možno na základe ekonomickej teórie zaradiť tieto veličiny:

- reálny a očakávaný disponibilný príjem,
- nominálne a reálne úrokové sadzby,
- demografický vývoj,
- zahraničný dopyt,
- podporu štátu.

Ponuka nehnuteľností a faktory ovplyvňujúce ponuku nehnuteľností:

- počet vydaných stavebných povolení,
- počet dokončených nehnuteľností na bývanie,
- ziskovosť sektora stavebníctva,
- cena a dostupnosť stavebných pozemkov,
- počet kvalifikovaných pracovných síl.

Treba poznamenať, že funkcia ponuky v krátkodobom horizonte vzhľadom na špecifickosť stavebníctva neexistuje. Ponuku možno skúmať len v dlhodobom horizonte.

V prvom rade je dôležité vziať do úvahy skutočnosť, že časový rad cien nehnuteľností je veľmi krátky, tvoria ho len ceny ponukové² a počas hodnoteného obdobia rokov 2002 – 2006 bol oznámený vstup Slovenska do EÚ. Táto skutočnosť mala zásadný vplyv na vývoj cien nehnuteľností, keď sa vysoké očakávania rastu cien tovarov a služieb vrátane cien nehnuteľností premietli do výraznejšieho rastu cien nehnuteľností. Najmä na základe týchto troch skutočností treba brať údaje o cenách nehnuteľností s rezervou. Časový rad však trendovo odráža vývoj cien nehnuteľností.

DOPYT

Hrubý disponibilný príjem

Ceny nehnuteľností úzko súvisia aj s fázou ekonomického cyklu, keď vo fáze rastu ekonomiky zaznamenávajú rastúci trend. V tomto období sa zvyšuje zamestnanosť a rastú mzdy, čo vplyva na výšku hrubého disponibilného príjmu domácností. Domácnosti si môžu dovoliť kúpiť byt, resp. čerpať vyšší úver, čím sa zvyšuje dopyt po nehnuteľnostiach a rastú ich ceny. Dynamika rastu ekonomiky Slovenska sa v posledných štyroch rokoch zrýchľovala a v roku 2006 dosiahla v reálnom vyjadrení 8,8 %. V období 2004 – 2006 bol

Graf 2 Vývoj úrovekovej miery z úverov na nehnuteľnosti, 3-M BRIBOR a základnej sadzby NBS (%)



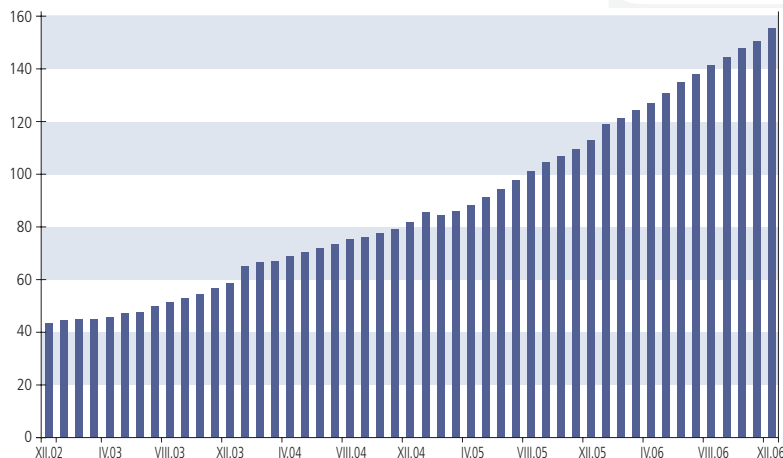
Zdroj: NBS.

zaznamenaný výraznejší rast reálneho hrubého disponibilného príjmu domácností³, čo súviselo s dynamickým rastom ekonomiky. V roku 2003 výraznejšie vzrástla miera inflácie, čo ovplyvnilo pokles dôchodkov v sektore domácností v reálnom vyjadrení (-1,9 %), avšak v nasledujúcich rokoch sektor domácností vykázal relatívne vysoký rast dôchodkov, a to v priemere 5,9 % pri reálnom hrubom disponibilnom dôchodku domácností. Vyšší rast dôchodkov domácností vytváral predpoklady na zvyšovanie dopytu po nehnuteľnostiach.

Úrokové sadzby

Ďalším významným faktorom dopytu po nehnuteľnostiach sú úrokové sadzby. V prostredí nízkych úrokových sadzieb si môže dovoliť vziať úver na nákup nehnuteľností širší okruh domácností v dôsledku nižších úrokových splátok. V hodnotenom období (2003 – 2006) bol zaznamenaný rozdielny vývoj úrokových mier z úverov na nehnuteľnosti. V rokoch 2003 – 2005 mali úrokové miery klesajúci trend, čo sa aj prejavilo v rastúcej dynamike úverov na nehnuteľnosti. V priebehu roku 2006 sa postupne zvyšovala úroková miera

Graf 3 Vývoj úverov na nehnuteľnosti (mld. Sk)



Zdroj: NBS.

- 2 Ceny nehnuteľností vychádzajú z údajov NARKS (metodika a princípy výpočtu sú publikované v článku Ing. Mikuláša Čára, PhD.: Sledovanie cien nehnuteľností, odborný časopis Biatic, č. 1/2006), ktorý zbiera údaje z ponukových inzerátov svojich členov. Pri štatistike cien nehnuteľností je potrebné brať do úvahy dva dôležité faktory. Prvým je, že sa v nich neobjavujú takmer žiadne novostavby, kde sú ceny vyššie ako v prípade starých bytov, a druhým je skutočnosť, že ceny v inzerátoch sú väčšinou vyššie ako skutočne realizované.
- 3 Hrubý disponibilný dôchodok deflovaný HICP.



Box 1

Finančné inovácie vo svete a štátne podporné systémy

TYPY ÚVEROV VO SVETE

V posledných dvoch desaťročiach sa využívajú pri financovaní kúpy nehnuteľností najmä úvery s fixnou úrokovou sadzbou. V poslednom období sa však do popredia dostávajú iné formy úverov. Veľmi rozšíreným typom úverov sa vo svete stali úvery s pohyblivou sadzbou, prípadne s krátkou dobou fixácie. Najväčší vplyv na tento vývoj malo pravdepodobne dlhodobejšie pretrvávajúce prostredie nízkych úrokových sadzieb. Na niektorých trhoch boli zavedené sofistikovanejšie druhy úverov s opciami a klauzulami, ktoré upravujú štruktúru splátok. V posledných rokoch sa rozšírili úvery, pri ktorých sa posúva splácanie istiny. Sú to napríklad úvery len s úrokovou splátkou (*interest-only loans*) a hybridné úvery (*hybrid loans*). Aj keď sú tieto finančné inovácie svetovým trendom, naďalej zostávajú rozdiely medzi používanými typmi úverov. V niektorých krajinách (USA, Kanada, Nemecko, Francúzsko, Belgicko, Švajčiarsko, Holandsko) sú naďalej najviac poskytované úvery s fixnou sadzbou. Ku krajinám, kde sa využívajú vo väčšej miere úvery s pohyblivou sadzbou sa zaraďujú Veľká Británia, Španielsko, Švédsko, Taliansko, Austrália, Luxembursko a Kórea.

INOVATÍVNE PRODUKTY ÚVEROV NA NEHNUTEĽNOSTI

Existujú dva základné typy úverov. Prvým typom sú úvery s fixnou úrokovou sadzbou. Pri týchto úveroch je úroková sadzba fixná počas celej doby splácania úveru. Druhým typom sú úvery s pohyblivou sadzbou, pri ktorých sa úroková sadzba mení v závislosti od vývoja na trhu. V niektorých krajinách (napr. vo Francúzsku) zmluvy o úvere s pohyblivou sadzbou zahŕňajú aj strop pre úrokovú sadzbu. Pre obidva druhy je typické, že dlžník spláca úroky aj istinu počas doby splatnosti úveru.

Interest-only loan je úver, pri ktorom zo začiatku úverové splátky nezahŕňajú splátku istiny. Po uplynutí neamortizovanej doby sa úverová splátka zvýši na plne amortizovanú úroveň. V tomto prípade však bude táto nová splátka výraznejšie vyššia, ako keby sa úver splácal plne amortizovanými splátkami od začiatku.

Ďalšími druhmi úverov sú úvery, ktorých úrokové sadzby sa prehodnocujú mesačne a splátky ročne, pričom dlžník má možnosť zvoliť si výšku splátky. V niektorých prípadoch je zvolená minimálna splátka ešte menšia ako úroková splátka bez istiny (nižšia splátka ako pri *interest-only loan*), čo znamená nárast objemu úveru. Ide o negatívnu amortizáciu (*negative amortisation*), ktorá je atraktívna najmä tým, že pri nízkych splátkach v prvom roku si môže dlžník dovoliť kúpiť drahšiu nehnuteľnosť alebo ušetre-

né prostriedky minúť na iné účely (kúpu statkov na uspokojenie spotreby). Pri niektorých druhoch úverov je v zmluve dohodnutá klauzula, ktorá zaručuje dlžníkovi každých 5 alebo 10 rokov prejsť na plne amortizovanú splátku, pričom výška splátky sa upraví tak, aby bol úver do konca doby splatnosti splatený pri úrokovej sadzbe v danom čase. Ďalšia klauzula v zmluve sa môže vzťahovať na limit ukazovateľa *loan-to-value ratio*, ktorá môže byť v rozpätí 110 % – 125 % pôvodnej výšky úveru. Ak hodnota úveru dosiahne maximum pri negatívnej amortizácii, splátky sa okamžite zvýšia na plne amortizovanú úroveň. S týmito dvoma produktmi sa spája výrazné zvýšenie splátok úveru.

Úver so skladacou pohyblivou úrokovou sadzbou (*accordion adjusted rate loan*) je úver s pohyblivou sadzbou a fixnými splátkami, ale neznámou dobou splatnosti. Dlžník pozná svoje úverové splátky, ktoré sú celý čas rovnaké, ale nie je definovaná splatnosť úveru. Zvyčajne však býva dĺžka splatnosti úveru ohraničená 40 alebo 50 rokmi.

Existujú ešte úvery, pri ktorých časť splátky tvorí úroky a druhá časť (splátka istiny) sa ukladá na fixne úročený úsporný účet. Takýto druh úveru sa využíva predovšetkým v krajinách, kde je sporenie (vrátane splátky istiny) daňovo zvýhodňované.

Tieto produkty sú určené najmä mladým ľuďom, ktorí začínajú v práci s nižším platom. Postupne so zvyšujúcim sa platom si môžu dovoliť aj vyššie úverové splátky. Rozšírenie takýchto produktov sa dá očakávať aj na Slovensku, pričom niektoré z nich sa už začínajú poskytovať (napr. hypotéka na 120 % ceny nehnuteľnosti, odklad splátky istiny v prvých rokoch a pod.).

POLITIKA ŠTÁTOV V OBLASTI PODPORY BÝVANIA A ZDAŇOVANIE NEHNUTEĽNOSTÍ A PRÍJMOV Z NEHNUTEĽNOSTÍ

Napriek výraznému poklesu úrokových sadzieb a ich relatívne nízkym úrovniam v uplynulých rokoch v mnohých krajinách existujú rôzne formy vládnej podpory bývania pri kúpe nehnuteľností. Väčšinou sa však vzťahujú na ľudí, ktorí si zaobstarávajú nehnuteľnosť prvýkrát. Takáto vládna podpora je zvyčajne vo forme odpočítateľných položiek úrokových splátok úverov na nehnuteľnosti z daňového základu (spravidla ide o hypotéky). Na druhej strane v niektorých krajinách môže byť odpočítateľná položka čiastočne znížená o daň z nehnuteľnosti alebo o rôzne formy dane z príjmu z imputovaného nájomného. Trh nehnuteľností je ovplyvňovaný aj výškou zdaňovania kapitálových výnosov z prenájmu nehnuteľnosti. Napríklad



Box 1

v Nemecku sa kapitálové zisky prenajímateľa bytu nezdaňujú, pokiaľ vlastní nehnuteľnosť viac ako 10 rokov (v Belgicku je to len 5 rokov). Rôzne podporné mechanizmy, pri ktorých má prenajímateľ výhody z vlastníctva a prenájmu nehnuteľnosti, podporujú vzostup nákupu nehnuteľností určených na prenájom (*buy-to-let*). Toto však môže viesť k roztočeniu špirály, keď zvýšenie dopytu po nehnuteľnostiach na prenájom tlačí ich ceny nahor a tým sa tiež zvyšuje

je objem úverov potrebných na kúpu nehnuteľností. Aby boli uspokojené kapitálové zisky z budúceho prenájmu, ktoré sa odvíjajú od ceny nehnuteľnosti, automaticky sa musí zvýšiť aj cena prenájmu, čo láka zase ďalších investorov na investovanie do nehnuteľností. V niektorých krajinách, napr. v Belgicku a Švajčiarsku, je zvyšovanie nájomného obmedzené a musí byť odôvodnené zvýšením nákladov alebo inflácie.

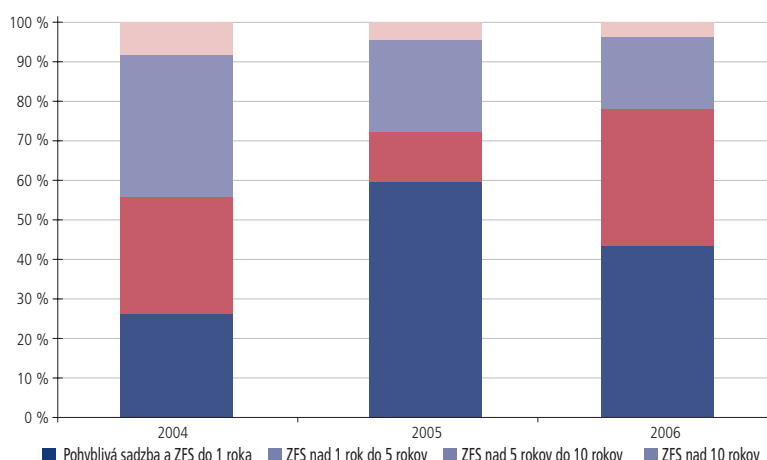
z úverov na nehnuteľnosti, čo sa v prejavilo v mierom spomalení dynamiky rastu úverov domácnostiam na nehnuteľnosti. Napriek výraznejšiemu rastu úročenia úverov na nehnuteľnosti v roku 2006, úroková sadzba v decembri 2006 stále nedosiahla úroveň z roku 2004. Relatívne nízke úrokové sadzby podporovali záujem o úverové produkty, čo malo za následok zvýšenie dopytu po nehnuteľnostiach a tým aj rast cien nehnuteľností.

Úvery

Kúpa nehnuteľností na bývanie sa realizuje najmä z úverových produktov, ktoré začali byť dostupné pre veľkú časť domácností po reštrukturalizácii bankového sektora a po postupnom poklese úrokových sadzieb (od roku 2002). Rozvoj bankových produktov a finančných inovácií (viac v boxe Finančné inovácie vo svete a štátne podporné systémy) sa prejavil vo výraznejšom raste stavu úverov domácností. Do roku 2001 úvery určené na nehnuteľnosti poskytovali len stavebné sporiteľne. Výraznejší rozmach hypotekárneho bankovníctva naštartoval čerpanie úverov na nehnuteľnosti a prispel tak k zvýšenej aktivite na trhu s nehnuteľnosťami. Stav úverov domácnostiam na nehnuteľnosti vzrástol od konca roku 2002 zo 44 mld. Sk na viac ako 155 mld. Sk v decembri 2006. V roku 2002 tvorili úvery stavebných sporiteľní približne 73 % zo stavu úverov na nehnuteľnosti. Postupne sa však zvyšoval podiel hypotekárnych úverov a teskôr aj iných úverov na nehnuteľnosti, ktoré tvorili väčšiu časť z celkového prírastku 111 mld. Sk. Najväčšiu časť úverov na nehnuteľnosti tvorili k ultimu decembra 2006 hypotekárne úvery (46 %). Nasledovali úvery stavebných sporiteľní (30 %) a iné úvery na nehnuteľnosti (24 %).

Z pohľadu finančných inovácií zohral dôležitú úlohu na Slovensku prechod od pevnej úrokovej sadzby počas celej doby splatnosti úveru (ako je to pri úveroch stavebných sporiteľní) k rôznym variantom od pohyblivej sadzby cez rôznu dĺžku fixácie sadzby. Spolu so zmenami trhových úrokových sadzieb prichádzalo aj k zmene preferencií domácností vo výbere vhodnej fixácie sadzby pri úveroch na nehnuteľnosti. Zatiaľ čo v roku 2004 tvorili najväčšiu časť úvery s fixáciou sadzby v kategórii nad 5 rokov do 10 rokov, v priebehu roku 2005 banky poskytli už takmer 60 % úverov

Graf 4 Podiel jednotlivých druhov úverov na nehnuteľnosti podľa fixácie sadzby



Zdroj: NBS.

s pohyblivou sadzbou a začiatočnou fixáciou sadzby (ZFS) do 1 roka. V roku 2006 klesol podiel týchto úverov na necelých 44 %. Pri klesajúcich úrokových sadzbách by mali domácnosti uprednostňovať pohyblivú sadzbu (v tomto prípade však klient preberá časť úrokového rizika na seba) a naopak pri rastúcich úrokových sadzbách by mali preferovať zafixovanie úrokovej miery. V roku 2006 domácnosti v prostredí mierneho nárastu úročenia úverov na nehnuteľnosti začali viac fixovať úrokovú sadzbu, keď sa podiel úverov na nehnuteľnosti so ZFS v kategórii nad 1 rok do 5 rokov zvýšil v porovnaní s rokom 2005 o 22 percentuálnych bodov na takmer 35 %. Bolo to pravdepodobne v dôsledku lepšej informovanosti o bankových produktoch.

Zadlženosť domácností

Keďže úvery na nehnuteľnosti tvoria väčšiu časť celkových úverov domácnostiam, ich rast sa prejavil v zadlžení domácností. Zadlženosť domácností sa môže vyjadriť ako pomerový ukazovateľ buď k hrubému domácomu produktu (HDP), alebo k hrubému disponibilnému dôchodku (HDD). V oboch prípadoch je výsledok veľmi podobný. Zadlženosť domácností sa zvýšila v decembri 2006 o 10 percentuálnych bodov na 16 % hrubého disponibilného dôchodku domácností v porovnaní s koncom roku 2002. So zvyšujúcim sa zadlžením domácností vzrástli počas hodnoteného



4 Úrokové náklady boli vypočítané ako úroková miera zo stavu úverov na nehnuteľnosti vynásobená stavom úverov na nehnuteľnosti. Je to aproximácia, keďže úrokové výnosy a náklady nie sú rozčlenené z hľadiska druhov úverov.

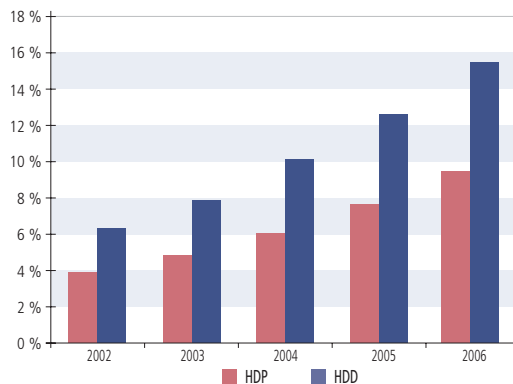
ho obdobia aj úrokové náklady⁴ domácností z úverov na nehnuteľnosti. Ich podiel na hrubom disponibilnom dôchodku vyjadruje, akú časť svojich disponibilných príjmov vydávajú domácnosti na splátky úrokov zo svojich dlhov (nie istiny). Na túto časť splátok významným spôsobom vplyva určovanie základnej úrokovej miery NBS, čo dokumentuje miernejší rast úrokových nákladov domácností do roku 2005 (znižovanie úrokových sadzieb) ako v roku 2006 (zvyšovanie

úrokových sadzieb). V priebehu rokov 2002 až 2006 sa podiel úrokových nákladov domácností na ich disponibilnom príjme viac ako zdvojnásobil, z 0,45 % na takmer 1 %.

Demografický vývoj

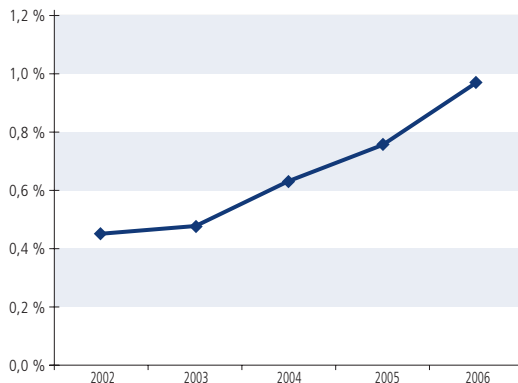
Veľmi dôležitým faktorom ovplyvňujúcim dopyt po nehnuteľnostiach je demografický vývoj. Ak sa totiž významne zväčšuje počet ľudí vo veku 25 až 34 rokov, čo je vek prvokupcov nehnuteľností na bývanie, výrazne sa zvyšuje dopyt po nehnuteľnostiach. Ako možno pozorovať z demografického vývoja, od roku 1991 až do roku 1997 sa znižoval počet ľudí vo veku 25 – 34 rokov. V ďalších rokoch sa však už výraznejšie zvyšoval prírastok potenciálnych prvokupcov a vrchol dosiahol v roku 2003. V období 2000 až 2006, ktoré najviac ovplyvnilo dopyt po nehnuteľnostiach v posledných rokoch, sa počet ľudí vo veku 25 až 34 rokov zvýšil o viac ako 127 000. Pri stagnácii výstavby nových bytov a domov v posledných 10 rokoch vytvoril demografický vývoj spolu s rastom príjmov domácností výrazný tlak na trhu s nehnuteľnosťami, čo vyústilo do rastu cien nehnuteľností (najmä v oblastiach, kam prichádzali investície).

Graf 5 Podiel úverov na nehnuteľnosti na HDP a na hrubom disponibilnom dôchodku (HDD)



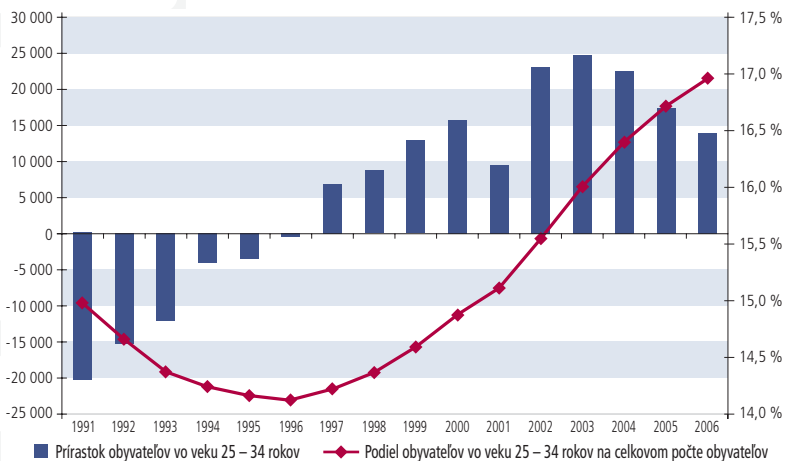
Zdroj: NBS.

Graf 6 Podiel úrokových nákladov domácností na hrubom disponibilnom dôchodku



Zdroj: NBS.

Graf 7 Vývoj prírastku obyvateľov vo veku 25 – 34 rokov a ich podielu na celkovej počte obyvateľov



Zdroj: ŠÚ SR.

Podpora štátu

Na formovanie dopytu po nehnuteľnostiach významným spôsobom vplyvajú aj rôzne formy vládnych opatrení na podporu bývania. Tieto fiškálne nástroje môžu mať formu štátnej podpory pri stavebnom sporení, štátnej bonifikácie na úrokovú sadzbu z úverov na nehnuteľnosti až po rôzne daňové úľavy (napr. zníženie základu dane o úrokové náklady z úveru na nehnuteľnosť, odpustenie dane pri kúpe prvej nehnuteľnosti určenej na bývanie a pod.). Na Slovensku existujú tri formy podpory bývania, ktorými štát podporuje rozvoj trhu s nehnuteľnosťami a do určitej miery aj rozvoj stavebníctva. Prvá forma podpory a zároveň najstaršia na našom trhu je podpora stavebného sporenia vo forme štátnej prémie k vkladom na účtoch stavebného sporenia. Začiatok stavebného sporenia sa datuje od roku 1992. Od tohto roku sa poskytovala štátna prémie vo výške 40 % z ročného vkladu, maximálne však 6000 Sk. Postupom času sa však táto forma podpory znižovala (a zvyšoval sa vymeriavací základ) a od roku 2005 dosahuje maximálnu výšku 2000 Sk. Od roku 2001 po prijatí zákona o hypotékach začala vláda podporovať v dôsledku pretrvávania relatívne vysokých úrokových sadzieb aj hypotekárne úvery, a to vo forme štátnej bonifikácie úrokovej miery z hypotekárnych úverov. Od roku 2005 bol príspevok štátu k úročeniu hypotekárnych úverov znížený na 0 %. S účinnosťou od začiatku roku 2007 vláda znova schválila príspevok k hypotekárnym úverom. Štátna podpora sa však týka len mladých ľudí do 35 rokov a príspevok dosahuje výšku 1,5 % pri súbežnom znížení úrokovej sadzby zo strany banky minimálne o 1 percentuálny bod. Ďalšou formou podpory bývania na Slovensku je Štátny fond rozvoja bývania, ktorý



Box 2

Výpočet výnosu z kúpy a následného prenájmu nehnuteľností v rokoch 2005 a 2006

Na základe spracovania údajov o realizačných cenách a počtoch transakcií na trhu nehnuteľností v Bratislave za roky 2005 a 2006 boli bodovo vypočítané výnosy kúpy a následného prenájmu nehnuteľností za 5 druhov bytov (1-izbový, 2-izbový, 3-izbový, 4-izbový a 5-izbový) a následný vážený priemer za všetky typy dohromady. Výsledky zobrazuje nasledujúca tabuľka.

Zjednodušený výpočet neberie do úvahy časovú hodnotu peňazí a vyjadruje len výnos z prenájmu nehnuteľností za daný rok (nie za každý rok, pretože ceny prenájmov a nehnuteľností sú dynamické a tieto hodnoty sa v čase menia. Podobne sa môže meniť aj legislatíva v ob-

lasti zdaňovania výnosov z prenájmu nehnuteľností, napr. výška nezdaniteľnej časti). Hodnoty boli vypočítané ako podiel ročného nájomného a ceny nehnuteľnosti pri zohľadnení dane z príjmu z prenájmu a nezdaniteľnej časti 24 900 Sk ročne (pätnásobok životného minima).

Z tabuľky vyplýva, že výnos z prenájmu sa v roku 2006 znížil pri všetkých typoch bytov, čo bolo spôsobené predovšetkým rastom cien nehnuteľnosti pri stagnácii cien prenájmov. Výnosy z prenájmu boli však podstatne vyššie ako úrokový výnos z vkladového produktu banky, či bezrizikového aktíva vo forme výnosu vládnych dlhopisov.

	1-izbový	2-izbový	3-izbový	4-izbový	5-izbový	Spolu
2005	8,03 %	8,13 %	11,80 %	13,35 %	11,07 %	10,85 %
2006	7,11 %	6,89 %	7,76 %	10,57 %	8,04 %	7,45 %

poskytujú úvery s výhodnými úrokovými sadzbami nielen domácnostiam, ale aj mestám a obciam a tiež spoločnostiam vlastníkov bytov. Podpora môže mať aj formu nenávratných pôžičiek, ktoré sa poskytujú najmä mestám a obciam pri stavbe nájomných bytov a spoločnostiam vlastníkom bytov pri rekonštrukciách a technickom zhodnotení bytových domov.

Zahraničný dopyt

V poslednom období je viditeľný vplyv aj iných ako domácich faktorov na trhu nehnuteľností. Môžeme sem zaradiť zahraničných investorov, ktorí zvyšujú dopyt po nehnuteľnostiach takmer vo všetkých krajinách strednej a východnej Európy. Trend každoročného rastu cien nehnuteľností v týchto krajinách v desiatkach percent prináša investorom komparatívnu výhodu v porovnaní s investíciami do nehnuteľností v západnej Európe.

Kúpa a následný prenájom nehnuteľností

V zahraničí na rozvinutých trhoch s nehnuteľnosťami (postupne aj u nás) sa rozšíril aj tzv. *buy-to-let market*. Znamená to, že solventní ľudia (buď s dostatkom vlastných zdrojov, alebo s dostatočným príjmom na získanie úveru) investujú do nehnuteľností s cieľom ich následného prenájmu. Tento trh prispieva k rastu dopytu po nehnuteľnostiach, rastu ich cien a v konečnom dôsledku aj k rastu cien prenájmov. Keďže cena nehnuteľností bola každý rok vyššia, musela sa zvyšovať aj cena prenájmov, aby investícia priniesla očakávaný výnos (zostatok po odrátaní splátky hypotéky a všetkých nákladov spojených s udržiavaním nehnuteľnosti). V posledných mesiacoch však bol zaznamenaný mierny pokles nájomného, čo moh-

lo súvisieť s ochotou získať aj menší výnos, keďže sa zvýšila ponuka nehnuteľností na prenájom.

PONUKA

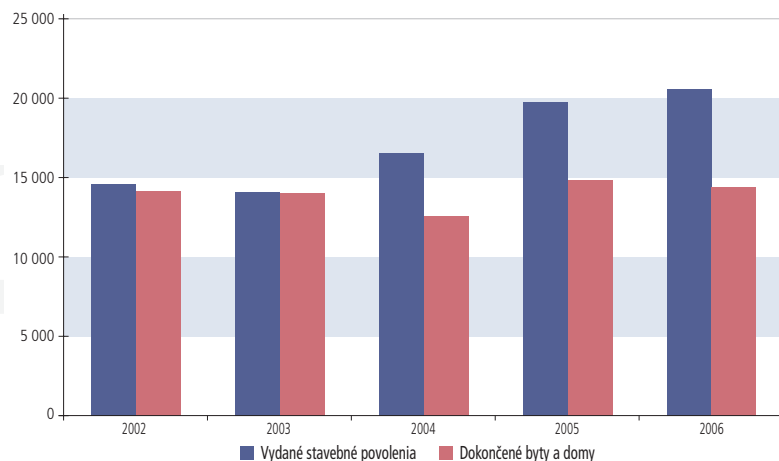
Ponuka nehnuteľností zahŕňa najmä novostavby a voľné byty a domy na trhu. Na našom trhu chýba niekoľko desiatok tisícov bytov (počet bytov na 1000 obyvateľov dosahuje na Slovensku približne 350, na porovnanie priemer EÚ je 400 na 1000 obyvateľov). Ponuku nových nehnuteľností určených na bývanie ovplyvňuje najmä ziskovosť stavebníctva, resp. návratnosť vložených investícií. Stavebné firmy sa rozhodujú na základe dopytu investorov po rôznych formách nehnuteľností v závislosti od ich výnosnosti. Preto sa na Slovensku stavajú predovšetkým luxusnejšie byty a domy (oblasť Bratislavy), kde je výnosnosť spravidla najvyššia. Vyššia ponuka nehnuteľností (novej výstavby) sa koncentruje aj do oblastí, kam prichádzajú noví investori, ako je Žilina a Trnava. Ďalším dôležitým faktorom ponuky je dostatok pozemkov za primeranú cenu. Tento faktor zohráva veľmi dôležitú úlohu, keďže dopyt po bytoch a domoch je dlhší čas najvyšší v Bratislave. Mesto Bratislava nemalo od roku 1993 aktualizovaný územný plán mesta⁵ s jasne vytýčenými územiaми určenými na výstavbu bytov a domov. Aj z tohto dôvodu je cena pozemkov v Bratislave a tiež v celom Bratislavskom kraji relatívne vysoká, čo ovplyvňuje v konečnom dôsledku aj ceny nehnuteľností. Cenu výslednej výstavby určujú aj nákladové faktory, ku ktorým patria ceny stavebných prác, materiálov a výrobkov.

Počet vydaných stavebných povolení sa v posledných troch rokoch mierne zvýšil, z čoho mož-

⁵ Nový územný plán mesta Bratislavy bol schválený 31. 5. 2007. Poznámka: Mestá a obce s viac ako 2000 obyvateľmi sú v zmysle stavebného zákona povinné mať územný plán, ostatné len za určitých podmienok. Na Slovensku má schválený územný plán 68 % miest a obcí s počtom viac ako 2000 obyvateľov.



Graf 8 Počet vydaných stavebných povolení a počet dokončených bytov a domov



Zdroj: ŠÚ SR.

no usudzovať, že na trhu nehnuteľností sa v najbližších rokoch zvýši ponuka. Počet dokončených bytov a domov dosahuje už niekoľko rokov takmer stabilnú úroveň, priemerne sa ich dokončí za rok približne 14 000. Z tohto počtu tvorili byty v roku 2006 takmer 47 %, zvyšok predstavovali rodinné domy. Od roku 2002, keď byty tvorili 36 % zo všetkých dokončených nehnuteľností na bývanie, sa zvyšuje počet dokončených bytov a podobný trend je zrejмый aj pri vydaných stavebných povoleniach.

Indikátorom ponuky bytov a domov do budúcnosti môže byť pomer rozostavaných a dokončených nehnuteľností. V rokoch 2002 až 2005 sa tento ukazovateľ pohyboval v rozpätí 2,8 až 3,5 bez výraznejšieho trendu. V roku 2006 dosiahol hodnotu 3,7, čo by mohlo naznačovať vyššiu ponuku nových nehnuteľností v budúcnosti.

Veľmi dôležitým faktorom ponuky je dostatok stavebných pozemkov určených na výstavbu. Keďže na Slovensku je najrozvinutejší trh s nehnuteľnosťami v Bratislave (uskutočňuje sa tu 8 z 10 transakcií), dôležitým determinantom výstavby je ponuka pozemkov za primerané ceny.

V poslednom čase (v období stavebného „boo-

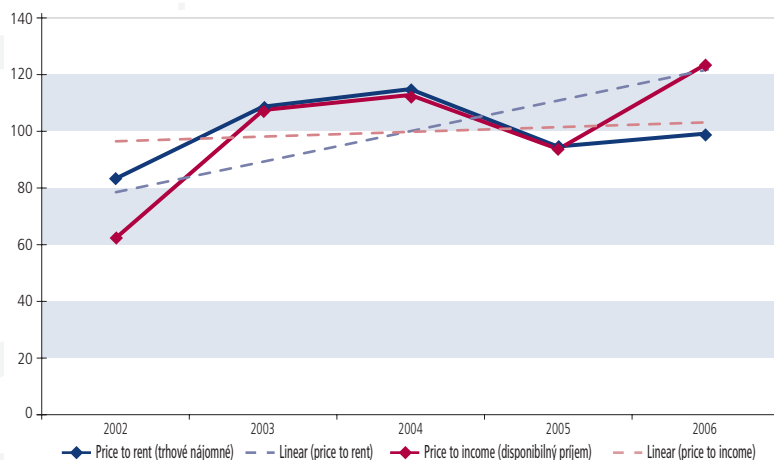
mu“) vystúpil do popredia ďalší fenomén ovplyvňujúci ponuku nových nehnuteľností na trhu. Stavebné firmy sa boria s nedostatkom kvalifikovanej pracovnej sily, s čím súvisí dlhý čas výstavby a meškание s odovzdávaním novostavieb.

SÚ CENY NEHNUTEĽNOSTÍ NA SLOVENSKU VYSOKÉ ALEBO ZODPOVEDAJÚ FUNDAMENTOM?

Zistiť, či ceny nehnuteľností sú nadhodnotené alebo zodpovedajú fundamentom nie je jednoduché. Existujú rôzne prístupy, na základe ktorých sa sledujú trendy vývoja dopytových faktorov a následne sa dá odhadnúť, či sú ceny nehnuteľností nadhodnotené alebo nie. Prvým prístupom je zistenie dostupnosti kúpy nehnuteľnosti (*affordability of housing*). Na základe tohto prístupu sa dá odhadnúť, či je kúpa nehnuteľnosti dostupná pre priemerného kupujúceho. Zisťuje sa ukazovateľom pomeru ceny nehnuteľnosti k príjmu (*price-to-income ratio*). V tomto prípade sa vypočítal ako pomer nominálnej ceny nehnuteľnosti a disponibilného príjmu na obyvateľa (počet obyvateľov zodpovedal údajom vykazujúcim ŠÚ SR za uvedené obdobie). V grafe 9 je naznačený vývoj tohto ukazovateľa za posledných päť rokov. Z neho vyplýva, že dostupnosť kúpy nehnuteľnosti mierne vzrástla za posledné dva roky (v porovnaní s rokom 2004), po výraznejšom poklese v období 2003 až 2004, čo môže naznačovať, že ceny nehnuteľností zodpovedajú fundamentom (v tomto prípade disponibilnému dôchodku). Tento prístup má aj svoje nedostatky. Berie do úvahy agregovaný disponibilný príjem, t. j. priemernú veľičinu za celú ekonomiku a celkový počet obyvateľov, pričom ceny nehnuteľností sú determinované na trhu len určitou skupinou predávajúcich a kupujúcich, ktorí majú podstatne vyššie príjmy ako priemer populácie.

Ďalším prístupom je ohodnotenie aktíva (*asset-pricing model*), pri ktorom sa sleduje sumárny ukazovateľ pomeru ceny a nájomného (*price-to-rent ratio*). Zvyčajne sa počíta ako podiel nominálnej ceny nehnuteľnosti a nájomného z indexu spotrebiteľských cien. Nakoľko na Slovensku v spotrebiteľských košoch CPI a HICP sú len ceny za regulované nájomné a poplatky za správu správcovi nehnuteľnosti, tento ukazovateľ nemá vypovedaciu schopnosť. Keďže ukazovateľ *price-to-rent* by mal vyjadrovať, či sa oplatí vlastníť nehnuteľnosť alebo je výhodnejšie si ju prenajať, ako menovateľ bolo použité trhové nájomné zo štatistik NARKS. Keď sú ceny nehnuteľností v porovnaní s cenami prenájmov príliš vysoké, potenciálny kupec by mal uprednostniť prenájom nehnuteľnosti, čo by malo pôsobiť na pokles cien nehnuteľností. V prípade Slovenska vykazoval ukazovateľ *price-to-rent* podobný priebeh ako ukazovateľ *price-to-income*, s výnimkou rokov 2002 a 2006. V roku 2006 dosiahol tento ukazovateľ hodnotu približne 23 % nad priemerom za roky 2002 až 2006. Pri hodnotení oboch ukazovateľov je však potrebné brať do úvahy aj nedosta-

Graf 9 Pomer ceny nehnuteľnosti k nájomnému a k príjmu



Poznámka: Priemer za obdobie sa pri oboch ukazovateľoch rovná 100.
Zdroj: NARKS, ŠÚ SR a výpočty NBS.



točne dlhé časové rady, keď priemer tvorí iba posledných päť rokov.

Pomer ceny nehnuteľnosti a ceny prenájmu by mal vyjadrovať, či je výhodnejšie nehnuteľnosť vlastniť alebo si ju prenajať. Pri kalkulácii nákladov vlastníctva nehnuteľnosti však treba zohľadniť aj ďalšie ukazovatele, napr. riziko, daňové úľavy, daň z nehnuteľnosti, depreciáciu, udržiavacie náklady a očakávané kapitálové zisky z vlastníctva nehnuteľnosti. V tomto prípade sa vypočíta pomer ceny a prenájmu zo vzorca⁶ (fundamentálny ukazovateľ):

$$\frac{P}{R} = \frac{1}{i^a + \tau + f - \pi}$$

kde i^a je nominálna úroková sadzba z úverov na nehnuteľnosti (v krajinách, kde sú úrokové platby daňovo zvýhodňované, je potrebné zohľadniť aj túto skutočnosť pri výpočte i^a), τ vyjadruje daň z nehnuteľnosti (v tomto prípade bola stanovená zjednodušene ako 6 Sk/m², keďže jej výška je v každom meste iná), f predstavuje konštantu 4 %⁷ a zahŕňa udržiavacie náklady, depreciáciu a rizikovú prémie, a odhad π je očakávaný kapitálový zisk z vlastníctva nehnuteľnosti aproximovaný mierou inflácie (priemer HICP za obdobie 2002 – 2006).

Z porovnania vývoja aktuálneho a fundamentálneho ukazovateľa *price-to-rent* vyplýva, že ceny nehnuteľností sú mierne nad dlhodobjším priemerom.

Z výsledkov oboch prístupov vyplýva, že ceny nehnuteľností sú na Slovensku mierne nad dlhodobjším priemerom, čo však nemusí nevyhnutne indikovať nadhodnotenie cien nehnuteľností. Tento vývoj možno pripísať predovšetkým vysokému dopytu.

Pri hodnotení výšky nájomného možno využiť ukazovateľ *rent-to-income* (pomer nájomného k príjmu), ktorý by mal vyjadrovať, či je trhové nájomné dostupné pre priemerného nájomníka. Z grafu 11 vyplýva, že dostupnosť prenájmu bytu od roku 2002 rástla. Bolo to najmä z dôvodu poklesu trhového nájomného a zvýšenia príjmov domácností. Výraznejšie sa zvýšila ponuka nehnuteľností na prenájom (najmä novostavieb), čo sa prejavilo aj v cenách prenájmov. Priemerná výška nájomného sa znížila v roku 2006 oproti roku 2002 približne o 3000 Sk.

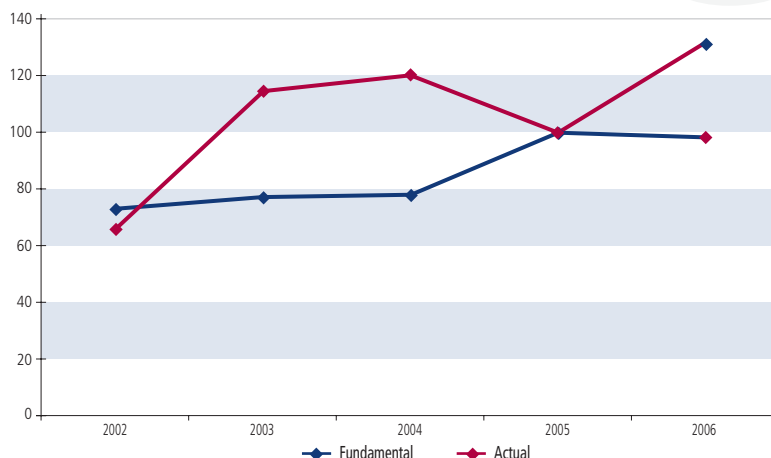
IMPLIKÁCIE PRE MENOVÚ POLITIKU

Sledovanie cien aktív a predovšetkým cien nehnuteľností je dôležité pre centrálnu banku najmä z hľadiska plnenia inflačného cieľa a z hľadiska finančnej stability bankového sektora a makroekonomickej stability krajiny. Ceny nehnuteľností ovplyvňujú ekonomiku prostredníctvom:

- efektu bohatstva,
- sektora stavebníctva,
- finančného sektora.

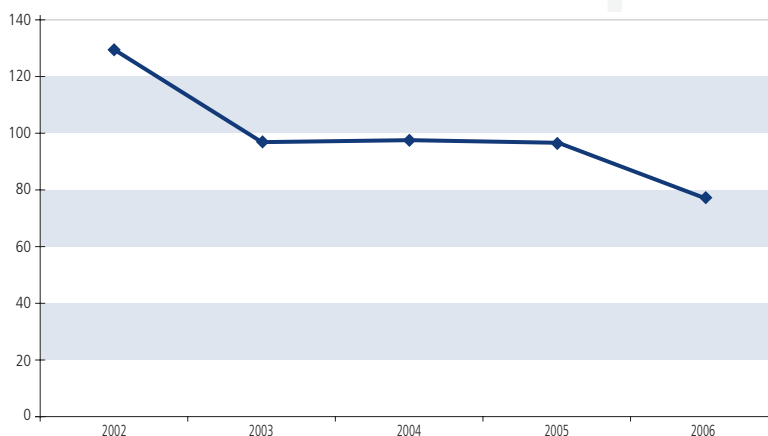
Efekt bohatstva nemá jednoznačný vplyv na ekonomickú aktivitu. Vyšší je najmä v krajinách, kde je vysoko rozvinutý finančný trh s inovácia-

Graf 10 Vývoj pomeru ceny nehnuteľnosti a nájomného (100 = priemer)



Poznámka: Aktuálny a fundamentálny ukazovateľ *price-to-rent* bol stanovený na hodnotu 100 v roku, keď sa aktuálny ukazovateľ *price-to-rent* najviac priblížil k svojmu dlhodobému priemeru. Zdroj: NARKS, ŠÚ SR a výpočty NBS.

Graf 11 Pomer nájomného k príjmu



Zdroj: NBS, ŠÚ SR.

mi. Menší alebo žiadny vplyv možno pozorovať v krajinách, kde sa tieto nástroje vo väčšej miere nevyužívajú.

Sektor stavebníctva zohráva dôležitú úlohu v každej ekonomike a významným spôsobom vplyva na ekonomický rast, keďže je naň naviazaných viacero ďalších sektorov od priemyslu až po služby. Zníženie výnosnosti v tomto sektore by mohlo mať výraznejší dopad na celkový ekonomický rast krajiny. Stavebníctvo je „indikatívny sektor“ ekonomickej aktivity celej ekonomiky, kde sa prejavujú multiplikačné efekty.

Finančný sektor býva zvyčajne najviac ovplyvnený poklesom cien nehnuteľností, keďže nehnuteľnosti sú kolaterálom pri poskytovaní úverov. Výraznejší prepád cien nehnuteľností by mohol ovplyvniť primeranosť vlastných zdrojov bankových subjektov. Na základe stresového testovania rizika poklesu cien nehnuteľností na Slovensku nebolo identifikované riziko výraznejšieho dopadu poklesu (ani 50 % zníženie cien nehnuteľností sa negatívne neprejavilo v bankovom sektore) cien nehnuteľností na bankový sektor⁸.

Centrálna banka sústreďuje svoju pozornosť na cenovú stabilitu a využíva pritom nástroje menovej politiky. Keďže ceny aktív a predovšetkým

6 Poterba, J. (1992): *Taxation and housing: Old questions, new answers*. American Economic Review, Vol. 82, No. 2.

7 Konštanta f rovnajúca sa 4 % bola prebratá z materiálu OECD „Recent house price developments: the role of fundamentals“ autorov Nathalie Girouard, Mike Kennedy, Paul van den Noord a Christopher André.

V našom prípade by mohla zodpovedať 2 % depreciácii a udržiavacím nákladom a 2 % rizikovej prémii.

8 Lintner, V., Rychtárik, Š.: *Stresové testovanie rizika poklesu cien nehnuteľností v slovenskom bankovom sektore*. Biatec, odborný časopis, ročník 15, č. 5/2007.



nehnuteľností nie sú zahrnuté do indexu spotrebiteľských cien, pre menovú politiku je veľmi dôležité bližšie sledovať ceny nehnuteľností a fundamenty, ktoré ich determinujú, aby v krátkodobom ani v dlhodobom horizonte nedochádzalo k nárastu cenovej hladiny. Pri rozhodovaní o nastavení menovej politiky je potrebné citlivo vnímať všetky okolnosti vzniku nadhodnotenia cien nehnuteľností a tiež dôsledky „prasknutia“ cenových bublín na trhu nehnuteľností. Z tohto dôvodu je vhodné venovať zvýšenú pozornosť vývoju rastu úverov (zadlženosti domácností, rozloženie dlhu v rámci domácností na základe príjmových skupín a zmeny v úrokových platbách pri zvyšovaní úrokových sadzieb) a vývoju menových agregátov. Obidva ukazovatele môžu naznačovať budúce zvýšené inflačné tlaky alebo rast cien aktív (predovšetkým nehnuteľností). V teórii sa vyskytli už viaceré úvahy o zahrnutí cien aktív do indexu spotrebiteľských cien, čím by vlastne centrálna banka ovplyvňovala ceny aj na tomto trhu. Najznámejší argument proti takejto spôsobu ovplyvňovania cien aktív menovou politikou centrálnej banky je skutočnosť, že na základe výdavkov domácností by váha aktív mohla presiahnuť aj 90% spotrebného koša, čo by mohlo viesť k pomerne volatilnej menovej politike. Ďalšou úvahou, ako sa vyrovnáť s príliš rýchlym rastom cien aktív, je prasknutie bubliny (ak boli identifikované indície o tom, že by mohla vzniknúť cenová bublina). Toto si však vyžaduje zo strany centrálnej banky viacnásobné a výrazné zvýšenie úrokových sadzieb, čo môže významne poškodiť celú ekonomiku. Zatiaľ sa však nedá povedať o žiadnom prístupe centrálnej banky ako o univerzálnom riešení pri výraznom raste cien aktív.

ZHRNUTIE

V materiáli sme venovali pozornosť trhu nehnuteľností, jeho dopytovej a ponukovej strane, na základe ktorých je možné do určitej miery hodnotiť ceny nehnuteľností. Dopytová strana trhu nehnuteľností výraznejšie prevyšuje ponukovú stranu, čo bolo dôsledkom ekonomickej situácie na Slovensku v deväťdesiatych rokoch, keď sa takmer úplne zastavila výstavba nových bytov. Najvýznamnejším zdrojom rastu cien nehnuteľností sa javí byť demografia a rast príjmov domácností. Ďalšími faktormi zvýšeného dopytu po nehnuteľnostiach sú úverové produkty a relatív-

ne nízke úrokové sadzby. Úrokové sadzby mali s výnimkou roku 2006 klesajúci trend, čo podporilo dostupnosť úverových produktov na trhu. V minulosti prispievali k rastu cien nehnuteľností aj štátne podporné systémy (najmä v období, keď neboli dostupné úverové produkty a prevládali vysoké úrokové sadzby), v súčasnosti však už nepredstavujú najdôležitejší faktor rozvoja trhu nehnuteľností. Menej dôležitými faktormi na dopytovej strane sú zahraničný dopyt a *buy-to-let market*. Tieto faktory by mali postupne zaniknúť, resp. ich vplyv by mal zoslabnúť, keďže ponuka nehnuteľností na prenájom (predovšetkým luxusných, do ktorých investujú zahraniční investori špekulujúci s rastom ich hodnoty alebo na výhodný prenájom) sa postupne zvyšuje. Nájomné postupne klesá, čím sa znižuje výnos z nehnuteľností. Na ponukovej strane vystupuje do popredia zatiaľ nedostatok nových bytov. Vyššia ponuka nových nehnuteľností sa koncentruje predovšetkým do hlavného mesta a do miest, kam prichádzajú významnejší investori. Počet dokončených bytov však nestačí pokryť zvýšený dopyt po nehnuteľnostiach, preto ceny nehnuteľností v posledných rokoch výraznejšie rástli. V nasledujúcich rokoch sa očakáva, že sa zvýši ponuka nehnuteľností (ohlásené projekty výstavby nových bytov nielen v Bratislave, ale aj v ďalších krajských mestách), čo však nemusí pokryť vysoký dopyt po nehnuteľnostiach. V dôsledku rastu príjmov sa bude rozširovať okruh domácností, ktoré budú schopné si zabezpečiť lepšie bývanie. Z tohto dôvodu možno predpokladať ešte mierny rast cien nehnuteľností, ktorý by mal zodpovedať výkonnosti ekonomiky a z toho prameniaceho rastu príjmov domácností.

Keďže je pomerne ťažké identifikovať cenovú bublinu pri nehnuteľnostiach, v analýze boli použité najznámejšie prístupy, na základe ktorých sa ekonómovia vo svete snažia posudzovať, či sú ceny nehnuteľností nadhodnotené alebo podhodnotené. Z prístupov uvedených vyššie v texte vyplynulo, že ceny nehnuteľností sú mierne vyššie ako dlhodobejší priemer, z čoho môžeme usudzovať, že ceny nehnuteľností približne zodpovedajú ekonomickým fundamentom. Treba však prihliadať aj na úzke miesta pri analyzovaní trhu nehnuteľností, najmä na krátkosť časových radov (analyzuje sa iba trend pomeru vybraných ukazovateľov k priemeru za obdobie, v tomto prípade len 5 rokov) a niektoré zjednodušenia.

Literatúra:

1. Ahearne, A., Ammer, J., Doyle, B., Kole, L., Martin, R. (2005): House Prices and Monetary Policy: A Cross-Country Study. International Finance Discussion Papers, No. 841.
2. Committee on the Global Financial System: Housing finance in the global financial market. BIS 2006.
3. Debelle, G. (2004): Macroeconomic implications of rising household debt. BIS Working Paper No. 153.
4. ECB Monthly Bulletin (February, 2006): Assessing House Price Developments in the Euro Area.
5. ECB Monthly Bulletin (April 2005): Asset Price Bubbles and Monetary Policy.
6. ECB Monthly Bulletin (May 2003): Recent Trends in Residential Property Prices in the Euro Area.
7. Girouard, N., Kennedy, M., Van den Noord, P., André, Ch. (2006): Recent House Price Developments: The Role of Fundamentals. OECD, Working Paper No. 475.
8. Himmelberg, Ch., Mayer, Ch., Sinai, T. (2005): Assessing High House Prices: Bubbles, Fundamentals and Misperceptions.
9. Lintner, V., Rychtárik, Š.: Stresové testovanie rizika poklesu cien nehnuteľností v slovenskom bankovom sektore. Biatic, odborný časopis, ročník 15, č. 5/2007.
10. McQuinn, K. (2004): A Model of the Irish Housing Sector. Research Technical Paper, 1/RT/04.
11. Pages, J. M., Maza, L. A. (2003): Analysis of House Prices in Spain. Documento De Trabajo, No. 0307.
12. Poterba, J. (1992): Taxation and housing: Old questions, new answers. American Economic Review, Vol. 82, No. 2.



Otázky konvergenencie v ekonomikách s fixným kurzom – skúsenosť pobaltských krajín

Ing. Nadežda Stanová, Národná banka Slovenska

Pri vstupe do eurozóny čaká našu ekonomiku niekoľko zmien. Spolu s korunou zanikne aj jej výmenný kurz voči euru. Zároveň zanikne samostatná menová politika a na ovplyvňovanie makroekonomickej stability tak okrem štrukturálnych politík ostane jediným aktívnym nástrojom fiškálna politika. Čo sa stane s ďalšou konvergenciou našej ekonomiky? Akým spôsobom sa bude premietiť do cenového vývoja a do reálnej apreciacie?

Nápovedou v tomto smere by mohol byť pohľad na konvergenciu v krajinách, ktoré majú fixný kurz voči euru. Zafixovanie kurzu na euro predstavuje v istom zmysle podobné podmienky ako začlenenie do eurozóny. Medzi novými členskými krajinami sú ekonomiky, ktoré fixný kurz voči euru využívajú už niekoľko rokov, pričom stupňom konvergenie sa približujú Slovensku. Takými sú napríklad pobaltské krajiny Estónsko, Litva a Lotyšsko. Fixácii baltských mien na euro okrem toho predchádzali fixné režimy voči iným menám. Dlhodobejšia skúsenosť týchto krajín s režimom fixného kurzu a neskôr konkrétne so zafixovaním na euro ukazuje na niektoré otázky konvergenie akoby „po zavedení eura“, ktoré môžu byť poučné pre nové krajiny vrátane Slovenska.

Úlohou článku je odpovedať na otázku, aké upozornenia, riziká a informácie vyplývajú z pobaltskej skúsenosti konkrétne pre našu ekonomiku. Ak na to chceme odpovedať, treba si uvedomiť niekoľko výhrad. V prvom rade, pobaltské ekonomiky sú v zásade odlišné od ekonomiky Slovenska. Ich súčasná situácia predstavuje špecifický príklad naakumulovania nerovnováh. Dost' podstatnou výzvou je pritom rozoznať, koľko z dnešných problémov regiónu vyplýva jednoducho z rýchlej konvergenie pri fixnom kurze (tieto by teoreticky mohli čakať aj nás) a ktoré problémy sú špecificky vlastné iba týmto ekonomikám. Nazdávame sa, že súčasná situácia sa do určitej miery odvíja od toho, čím tieto ekonomiky prechádzali už od začiatku 90-tych rokov. Špeciálnym spôsobom vývoj regiónu ovplyvnil zvolený režim fixného kurzu – v skorších obdobiach pôsobil stabilizačne, zatiaľ čo v poslednom čase zrejme prispel k zvýrazneniu niektorých problémov. Napriek spomenutým výhradám nám pobaltská skúsenosť poskytuje pri primeranej miere odosobnenia niekoľko upozornení, ale aj pozitívnych vyhládok pre našu ďalšiu konvergenciu po začlenení do eurozóny.

NETECHNICKÉ ZHRNUTIE

Súčasná ekonomická situácia v pobaltských krajinách nadväzuje na doterajšiu značne nerovnomerný vývoj. Výrazné cenové očistenie za cenu strát na HDP v prvej polovici 90-tych rokov pravdepodobne vytvorilo predpoklad pre vysoké tempo rastu a nízke miery inflácie po roku 2000.

Ekonomiky sa podarilo stabilizovať kombináciou prísnych fiškálnych opatrení a zavedenia fixného režimu kurzu voči rôznym menám. Výrazná reálna apreciacia z 90-tych rokov, ovplyvnená najmä cenovou zložkou, sa po rokoch 2000 – 2002 spomalila. Spôsobili to jednak nižšie inflačné diferenciály, ale tiež postupné stabilizovanie NEER vplyvom zafixovania kurzov na euro.

Baltský región úspešne napreduje v konvergencii vďaka výrazným prírastkom produktivity. Súčasná situácia však neodráža len priaznivý vývoj fundamentov, ale tiež značné nerovnováhy. Región sa dostal približne v roku 2005 do prehriatia, čo sa prejavuje na zrýchľovaní predtým nízkej inflácie. V pozadí vyšších inflačných čísel je pravdepodobne viacero faktorov, fixný kurzový režim je pritom len jedným z nich. Zdá sa, že otázka akcelerujúcej inflácie v regióne je širším problémom. Odkazy na správanie inflácie vidíme v dopytových tlakoch sprevádzajúcich kladnú produkčnú medzeru, ale aj v oblasti trhu práce a ďalších.

Baltské ekonomiky zažívajú historicky silný ekonomický rast, ktorý však už dlhodobejšie zaostáva za dynamikou samotného domáceho dopytu. Súvisí to so zápornými príspevkami čistého vývozu k rastu HDP, ktoré sú výsledkom vysokých dopytovo ťahaných dovozov, ale aj spomaľujúcich vývozov. V baltskom regióne sa prehľbuje nerovnováha smerom navonok, čo sa prejavuje nielen vo forme deficitov bežného účtu, ale aj narastajúcej externej zadlženosti ekonomik.

Silný domáci dopyt má podporu jednak v rých-



1 V celom texte je snaha zahrnúť do grafov v závislosti od dostupnosti dát čo najúplnejší rad údajov.

2 Podľa de facto klasifikácie MMF k 31. júlu 2006.

lom raste reálnych miezd a jednak v zadlžovaní súkromného sektora. Náklady práce rastú v baltských ekonomikách rýchlejšie, než by zodpovedalo reálnej produktivite. Podmieňuje to nerovnováha na trhu práce s krátkou stranou ponuky pracovnej sily. Problém nedostatku vhodných pracovníkov sa zvýraznil najmä v niektorých odvetviach. Za najkritickejšie z hľadiska makroekonomickej stability považujeme odvetvie stavebníctva a s ním súvisiaci boom na trhu nehnuteľností.

Masívne úverové financovanie, ktoré stimuluje silnú spotrebu domácností, ale cez hypotekárne úvery ovplyvňuje aj trh nehnuteľností, má svoje príčiny v narastajúcej dôležitosti finančného sektora (*financial-deepening*), a tiež v nízkych úrokových mierach. Vzhľadom na fixný charakter kurzu nie je možné tmiť úverovú expanziu pomocou úrokových sadzieb. Ovlivňovanie vývoja úverov je o to náročnejšie, že väčšinu úverového portfólia predstavujú aktíva denominované v cudzích menách a bankový sektor je do veľkej miery v rukách zahraničných hráčov.

Makroekonomickú stabilitu v regióne dlhodobo ovplyvňuje nastavenie fiškálnej politiky. V 90-tých rokoch bola jedným z nástrojov stabilizácie ekonomík. Hospodárenie s verejnými financiami je v baltských krajinách tradične nízkodeficitné, resp. prebytkové. Napriek pozitívne vyzerajúcim fiškálnym číslam vnímame v súčasnej situácii viacero varovaní v súvislosti možným procyklickým impulzom do ekonomiky. Dodatočný efekt podobný fiškálnemu impulzu by mohlo mať čerpanie prostriedkov z fondov EÚ.

Niektoré problémy pobaltských krajín priamo vyplývajú z režimu fixného kurzu, ktorý využívajú už niekoľko rokov. Tieto ekonomiky však majú aj niekoľko problémov, ktoré sú pre ne špecifické a s kurzovou politikou priamo nesúvisia. Aké informácie vnímame zo skúsenosti týchto krajín? Na jednej strane, pohľad na ich vývoj dáva pre ďalšiu konvergenciu Slovenska po vstupe do eurozóny viacero upozornení. Podobne ako pobaltské krajiny, naša ekonomika stratí pohyblivý výmenný kurz voči euru. Faktické zafixovanie koruny voči euru pravdepodobne povedie k zániku tlmiaceho vplyvu na ceny obchodovateľných tovarov a potravín. V dôsledku straty samostatnej menovej politiky vzrastie dôležitosť fiškálnej politiky, ktorá by mala byť o to viac proticyklická. S určitým odosobnením si môžeme vziať upozornenie aj z napätej situácie na trhu práce a z vývoja úverov.

Na druhej strane, z porovnania doterajšieho vývoja pobaltských ekonomík a ekonomiky Slovenska vyplýva pre nás niekoľko výhod. Naša ekonomika má za sebou po každej stránke rovnomernejší vývoj než baltský región. Okrem toho, k vstupu do eurozóny dôjde v čase, keď sa ekonomika bude nachádzať na vyššom stupni konvergenencie, než boli pobaltské krajiny. Zafixovanie kurzu koruny voči euru nebude použité ako stabilizačný nástroj. Naopak, členstvo v eurozóne môže pomôcť ďalšej konvergencii vyváženým spôsobom.

1. REÁLNA A CENOVÁ KONVERGENCIA

Baltské krajiny patria v rámci nových členských štátov EÚ k malým, relatívne otvoreným ekonomikám. Úrovnami produktivity a životnej úrovne dobiehajú vyspelejšie krajiny starej európskej pätnástky. S tým je na druhej strane spojené vyrovnávanie cien a nákladov. Zdá sa však, že konvergencia v baltskom regióne prebiehala značne nerovnomerne. Určité obmedzenie pre analýzu obdobia pred zavedením režimu fixného kurzu predstavuje neúplnosť, resp. nedostupnosť štatistických údajov¹.

Prvá polovica 90-tých rokov sa v baltských krajinách vyznačovala dvoj- až trojcifernými mierami inflácie, ktorej znižovanie bolo spojené s výraznými stratami na HDP. Cenové očistenie sa prejavovalo v rýchlej reálnej apriácii cez diferenciály inflácie. Prísna fiškálna politika v kombinácii so zafixovaním mien v režime *currency board* či *fixed peg*² pomohla v priebehu druhej polovice 90-tých rokov cenový vývoj stabilizovať.

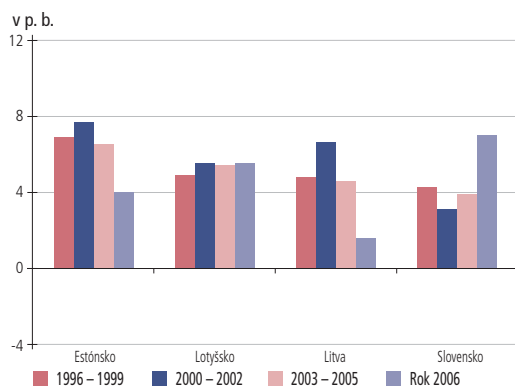
Tab. 1 Medziročný rast HDP a cien (%; priemer za obdobie)

		Estónsko	Lotyšsko	Litva	SR
CPI	1991 – 1994	68,7	129,3	241,2	13,4
	1995 – 1999	14,8	11,6	15,8	7,8
	2000 – 2006	3,7	4,2	1,3	6,6
HDP	1991 – 1994	-1,6	-13,5	-13,2	6,2
	1995 – 1999	5,0	4,1	4,6	4,8
	2000 – 2006	9,1	8,5	7,2	4,6

Zdroj: MMF (IFS).

Špecifická situácia z 90-tých rokov zrejme vytvorila východisko pre mimoriadne priaznivé obdobie po roku 2000, charakterizované silným hospodárskym rastom a nízkou mierou inflácie. Je možné, že ekonomiky mali v prvom období nadhodnotený kurz a do rovnováhy sa následne vracali cez vysoké prírastky produktivity. Tempá hospodárskeho rastu po roku 2000 prekračujúce 6 – 11 % súvisia s nízkou úrovňou HDP z roku 1990 dosiahli tieto ekonomiky až v rokoch 2004

Graf 1 Diferenciály v produktivite práce voči EÚ-15



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.



Box 1

Kurzové politiky pobaltských krajín

Menové politiky troch pobaltských krajín sa zhodne opierajú o nominálnu kotvu, ktorou je v súčasnosti fixný kurz príslušnej meny voči euru. Rozdielne sú však ich režimy výmenného kurzu (podľa *de facto* klasifikácie MMF k 31. júlu 2006). Litva a Estónsko využívajú tzv. *currency board arrangements*³, zatiaľ čo Lotyšsko má fixný peg voči euru.

Tieto krajiny majú s fixným výmenným kurzom dlhodobé skúsenosti. Viazaniu pobaltských mien na euro predchádzalo ukotvenie ich mien na nemeckú marku, SDR či americký dolár. V súčasnosti v rámci prípravy na zavedenie eura⁴ všetky tri meny participujú na mechanizme ERM II. Estónska koruna a litovský litas vstúpili do mechanizmu k 28. júnu 2004 bez zmeny v jednostrannom záväzku o fixácii kurzu voči euru. Lotyšský lats je v ERM II od 29. apríla 2005 s nezmenenou paritou a jednostranným záväzkom fluktuovať $\pm 1\%$. Znamená to, že všetky tri krajiny rešpektujú štandardné pásmo fluktuácie a ich jednostranné záväzky nepredstavujú ďalšie povinnosti pre ECB.

Rozličná voľba mien, voči ktorým si pobaltské krajiny zvolili fixný kurz, ako aj načasovanie tohto kroku podľa niektorých štúdií do určitej miery ovplyvnilo ich minulý cenový vývoj. Presnejšie, na ceny v regióne vplýval vývoj v páre

euro – americký dolár, teda vývoj dvoch hlavných mien, voči ktorým boli baltské meny zaфикované⁵. Zatiaľ čo v Litve tieto zmeny prispeli k stabilnejšej inflácii, v Lotyšsku ju pravdepodobne ovplyvnili nepriaznivo. V prípade Estónska je vplyv skôr neutrálny.

Litas bol spočiatku fixovaný voči americkému doláru, a tak sa cenový index Litvy v období od januára 1999 do začiatku roka 2001 držal pri posilňujúcom dolári na nízkych úrovniach. Litovci vymenili fixovanie voči doláru za euro v čase, keď bol litas najsilnejší. Následná apreciacia eura voči doláru do začiatku roka 2004 pokračovala v priaznivom vplyve na vývoj inflácie.

Opačný bol vývoj v prípade lotyšského latsa, ktorý od prvého štvrtroka 2001 spolu s dolárom oslaboval voči euru⁶. Lats bol voči euru zaфикovaný v decembri 2004, teda v čase, keď jeho trhový kurz bol na svojej najslabšej úrovni. Je možné, že zvolená fixná parita bola podhodnotená. Oslabovanie dolára aj načasovanie zmeny v pegu pravdepodobne ovplyvnili infláciu Lotyšska smerom nahor.

V súčasnosti predstavuje zvolená stratégia menovej politiky skôr obmedzený priestor na stabilizovanie inflácie – tieto krajiny nemôžu napríklad aktívne využívať kľúčové úrokové sadzby.

3 V zmysle klasifikácie MMF pod *currency board arrangement* rozumieme explicitný záväzok vymieňať domácu menu za určitú cudziu menu za fixný výmenný kurz. Domáca mena môže byť emitovaná iba oproti devízovým rezervám a musí byť nepretržite krytá zahraničnými aktívami. Pre samostatnú menovú politiku z toho vyplýva značne obmedzený priestor. Na porovnanie, konvenčný *fixed peg* umožňuje kurz fluktuovať iba $\pm 1\%$ najmenej na 3 mesiace, pričom jeho úroveň sa udržiava intervenciami. Obmedzenia sú tak v prípade *fixed peg* o niečo menšie (existuje napr. možnosť zmeniť úroveň fixného kurzu).

4 Pobaltské ekonomiky mali záujem zaviesť euro v čo možno najskoršom termíne. Litva a Estónsko pôvodne uvažovali so vstupom do eurozóny začiatkom roka 2007. Kvôli rizikám, ktoré sa naplnili v cenovom vývoji, Estónsko z vlastnej iniciatívy termín vstupu posunulo. Hodnotenie vypracované Európskou Komisiou a ECB v máji 2006 neodporučilo zrušenie derogácie pre Litvu pre prekročenie referenčnej hodnoty inflačného kritéria. V súčasnosti termíny prijatia eura nie sú konkretizované v dvoch pobaltských krajinách, Litva by mala prijať euro najskôr v roku 2010.

5 Podľa Vanags, A., Hansen, M.: *Inflation in the Baltic states and other EU new member states: Is there a mystery to unravel?* BICEPS Report, máj 2006.

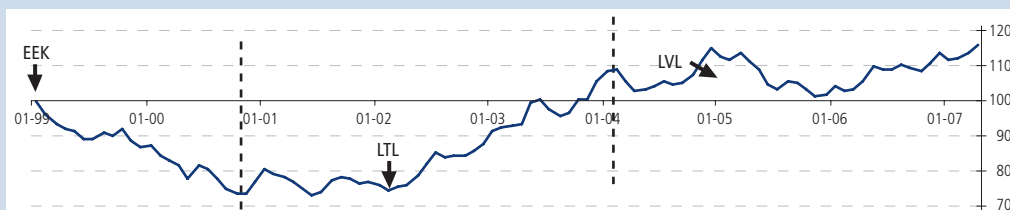
6 Podľa revízie od januára 2000 americký dolár tvoril 45 % koša SDR, euro 29 %. Podľa poslednej revízie od januára 2006 tvorí dolár 44 % a euro 34 % koša SDR.

Zmeny v režime výmenného kurzu v baltskom regióne

	Predchádzajúci režim	Súčasný režim (je zhodne viazaný na euro)	
Estónsko (koruna)	<i>currency board</i> (DEM) od 1992	<ul style="list-style-type: none"> <i>currency board</i> od januára 1999 účasť v ERM II od 28. 6. 2004 	15,6466 EEK/EUR
Lotyšsko (lats)	<i>fixed peg</i> (SDR) od 1994	<ul style="list-style-type: none"> <i>fixed peg</i> od decembra 2004 účasť v ERM II od 29. 4. 2005 	0,702804 LVL/EUR
Litva (litas)	<i>currency board</i> (USD) od 1995	<ul style="list-style-type: none"> <i>currency board</i> od februára 2002 účasť v ERM II od 28. 6. 2004 	3,4528 LTL/EUR

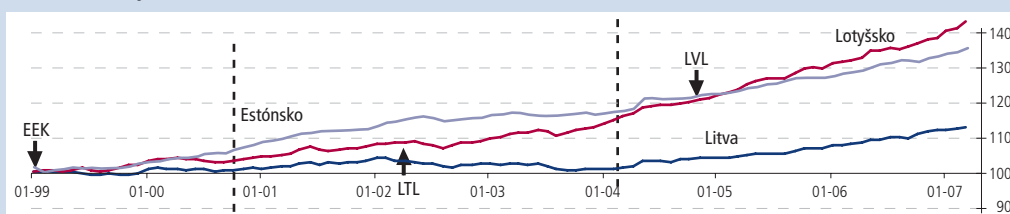
Zdroj: Národné centrálné banky.

Graf A Kurz USD/EUR (1999 M1 = 100)



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS. Rast hodnoty znamená apreciaciu eura.

Graf B Indexy HICP (1999 M1 = 100)

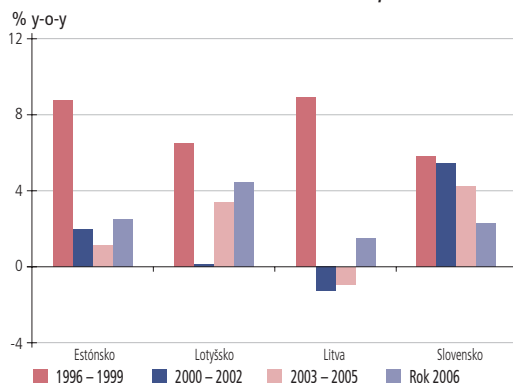


Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.



7 REER Lotyšska sa počas rokov 2003 – 2005 po predošlom období apreciácie znehodnotil v priemere o viac ako 5 %. Za rok 2006 NEER pobaltských krajín ostali v priemere medziročne bez zmeny.

Graf 2 Cenová zložka REER voči 12 partnerom

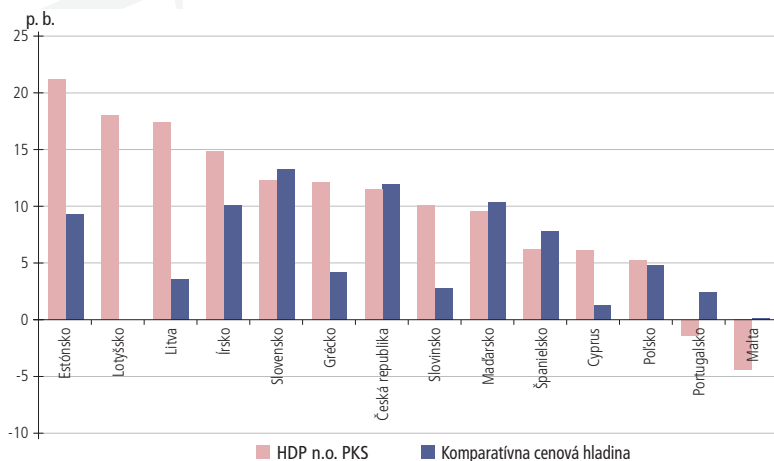


Zdroj: Eurostat a výpočty NBS. REER na základe CPI.

až 2005. Naopak, cenová konvergencia, v počiatčnom období veľmi rýchla, vytvorila priestor na minimálny rast cien po roku 2000.

V dôsledku nerovnomerného vývoja je pohľad na reláciu medzi cenovou a reálnou konvergenciou v rokoch 2000 – 2006 v pobaltských krajinách priaznivý. Za týchto šesť rokov vzrástol index HDP na obyvateľa (v prepočte cez paritu kúpnej sily) kumulatívne o 17 – 21 percentuálnych bodov. Cenová hladina sa za rovnaké obdobie v Litve a Estónsku kumulatívne zvýšila o 3,5, resp. 9 bodov, v Lotyšsku ostala na nezmenenej úrovni. V pohľade za celé obdobie od začiatku 90-tých rokov by táto relácia bola v kumulatívne vyrovnannejšia. Naznačujú to údaje, ktoré sú dostupné od roku 1997.

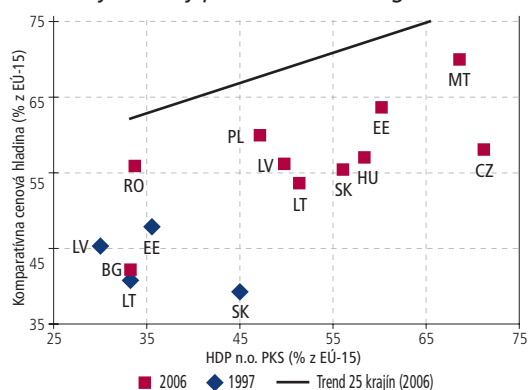
Graf 3 Zmeny v úrovni konvergencie voči EÚ-15 (v r. 2006 oproti r. 2000)



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

Podobne ako konvergencia cien a HDP, aj vývoj reálnych kurzov baltských mien bol charakteristický nerovnomernosťou. V 90-tých rokoch REER (reálne efektívne výmenné kurzy) apreciovali najmä cez rozdiely v cenových indexoch (dostupné údaje od roku 1995 hovoria v období do roku 1999 o priemernom zhodnotení každoročne o viac ako 11 – 16 %). V Estónsku sa reálna apreciácia výrazne spomalila po roku 2000 vplyvom výrazne nižšieho inflačného diferenciálu. V prípade ďalších dvoch krajín sa na spomalení apreciácie po roku 2002 podpísalo okrem tohto faktora aj postupné stabilizovanie NEER (nominál-

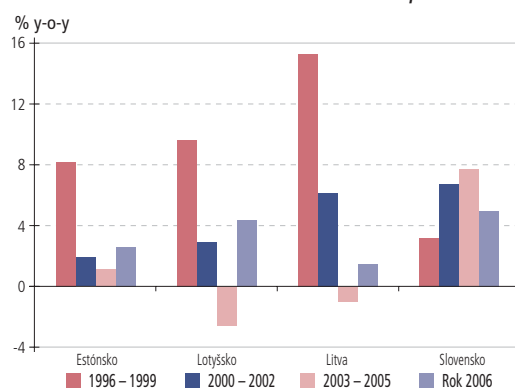
Graf 4 Dynamický pohľad na konvergenciu



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

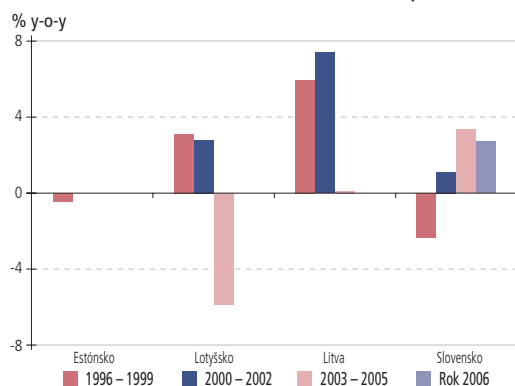
EE – Estónsko, LV – Lotyšsko, LT – Litva, SK – Slovensko, RO – Rumunsko, PL – Poľsko, HU – Maďarsko, CZ – Česko, MT – Malta.

Graf 5 Priemerná zmena REER voči 12 partnerom



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS. REER na základe CPI.

Graf 6 Priemerná zmena NEER voči 12 partnerom



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

neho efektívneho výmenného kurzu) vplyvom zafixovania kurzu na euro⁷. (Estónsko malo *currency board* viazaný na nemeckú marku už od roku 1992, takže NEER sa prakticky nemenil počas celého obdobia až doteraz).

V súčasnosti si tieto ekonomiky naďalej udržiavajú priaznivé prírastky v produktivite práce v porovnaní s EÚ-15. Okrem reálnej konvergencie (tzv. fundamenty) však dnešnú situáciu v baltskom regióne charakterizujú aj nerovnováhy, prejavujúce sa vo forme dopytových tlakov. Cenový rast, ktorý bol po roku 2000 vzhľadom na predchádzajúce obdobie prakticky minimálny, sa v dôsledku toho opäť zrýchlil.

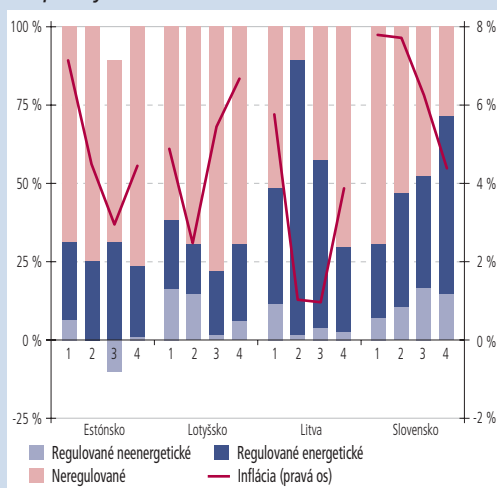


Box 2

Deregulácie v baltskom regióne a na Slovensku

V reálnej apreciácii konvergujúcich ekonomík sa spravidla premieta vyrovnávanie nákladov a cien. Skúsenosť pobaltských krajín ukazuje, že cenová konvergencia môže mať rôzne podoby. O celkovej konvergencii cien v týchto krajinách môžeme predpokladať, že v počiatocnom období bola veľmi rýchla a výrazná, pričom po roku 2000 sa dočasne spomalila. Ako sú však na tom pobaltské krajiny s cenami, ktoré sa neurčujú na trhu, ale sú výsledkom administratívneho rozhodnutia?

Príspevky k inflácii HICP



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS⁸.

1 je priemer 1997 – 1999, 2 priemer 2000 – 2002, 3 priemer 2003 – 2005, 4 rok 2006.

Z koša HICP sme orientačne oddelili tovary a služby, ktorých ceny podliehajú regulácii (vrátane spotrebných daní). Tieto sa na inflácii v baltskom regióne podieľajú v priemere 25 – 30 %, na Slovensku ich podiel v roku 2006 prekročil 70 %. Regulované energetické položky pritom predstavujú v týchto krajinách takmer celý príspevok regulovaných položiek, na Slovensku tento podiel v roku 2006 dosiahol približne 50 %. Výnimkou v tomto smere bola Litva v rokoch 2000 – 2005 s vysokým podielom regulovaných energetických položiek, kedy však celková HICP inflácia dosahovala v priemere zhruba 1 %.

Údaje o cenách energií, ktoré tvoria väčšinu regulovaných cien, sú za pobaltské krajiny dostupné iba od roku 2003 – 2004, takže s istotou nevieme povedať, do akej miery boli v rámci výrazného cenového očistenia v 90-tych rokoch uvoľnené aj tieto ceny. Na základe súčasnej úrovne cien energií v jednotlivých európskych krajinách sa dá predpokladať, že celková miera deregulácií v baltskom regióne je pravdepodobne nižšia, ako napríklad v slovenskej ekonomike. Ceny elektrickej energie sa tu pohybujú približne na úrovni 50 – 60 % priemeru EÚ-15 a plynu na úrovni okolo 40 – 57 %, na Slovensku presahujú 100 %, resp. 80 %. Porovnateľne nižšie ceny energií v baltskom regióne však nie sú len dôsledkom (de)regulačnej politiky, ale súvisia aj so špecifickými kontraktovými podmienkami pri ich nákupe (viac v boxe 3).

⁸ Podľa štúdie MMF Republic of Lithuania: Selected Issues, Part II: Inflation in Lithuania, IMF Country Report No. 06/163, máj 2006. Komodity v koši HICP sú rozdelené do skupín, ktoré sa navzájom prekrývajú: obchodovateľné a neobchodovateľné, energetické a neenergetické a tzv. regulované a neregulované. Tento rozklad inflácie je orientačný, nie je totožný s členením položiek podľa národnej štatistickej metodiky.

V konvergencii voči európskej pätnástke, pokiaľ ide o HDP a cenovú hladinu, je slovenská ekonomika na porovnateľnej úrovni ako pobaltské krajiny. Cesta, ktorou šla naša ekonomika, však bola výrazne odlišná.

1. Akýmisi rámcovým rozdielom je používanie, resp. nepoužívanie fixných kurzov. Pobaltské krajiny prijali režim *currency board*, resp. *fixed peg* v priebehu prvej polovice 90-tych rokov a zotrvali pri nich až doteraz. Slovensko malo fixný režim kurzu od svojho vzniku, pričom od októbra 1998 prešlo na riadený floating. Koruna je v mechanizme ERM II od novembra 2005.

2. V prípade Slovenska bol vývoj v porovnaní s pobaltským regiónom rovnomernejší – v HDP, cenách aj v priebehu REER. Ekonomika dosahovala prakticky v celom období o niečo vyššiu dynamiku cien než hospodárskeho rastu, nepomer medzi nimi však nebol výrazný (s výnimkou rokov 1999 a 2000, po ktorých nasledovali stabilizačné a ozdravné reformy).

K nerovnomernosti vývoja v baltských krajinách mohol do istej miery prispieť práve zvolený režim kurzu. V určitom období jeho zafixovanie pomohlo tieto ekonomiky stabilizovať, v neskoršom období vysokých rastov však mohla táto stratégia

menovej politiky pôsobiť obmedzujúco. Do regiónu už od 90-tych rokov prichádzajú vysoké objemy priamych zahraničných investícií, ktoré sú významným predpokladom dynamického rastu. Baltským krajinám však chýba možnosť ovplyvňovať rýchlorastúcu ekonomiku vlastnou menovou politikou, nemajú voľne pohyblivý kurz atď.

3. Reálna apreciácia koruny bola viac než v prípade pobaltských mien spôsobená nominálnym posilňovaním. Nominálny kurz zostáva aktívnym kanálom reálnej apreciácie aj po začlenení koruny do mechanizmu ERM II. Na druhej strane, REER koruny do značnej miery ovplyvnil tiež vývoj inflačného diferenciálu. Cenové očistenie je v našom prípade priebežné a do reálnej apreciácie sa premieta rovnomernejšie než v baltských krajinách. Týka sa to aj administratívne určených cien, ktoré boli od roku 1998 uvoľňované v dereguláciách.

4. Výhodou pre našu ďalšiu konvergenciu by mohlo byť obdobie s voľným kurzom (od októbra 1998), počas ktorého ekonomika absolvovala celý rad zmien. Počas tohto obdobia došlo k zásadným štrukturálnym zmenám smerujúcim k ozdraveniu ekonomiky a bankového sektora a posunu od tranzitívnej ekonomiky ku konver-



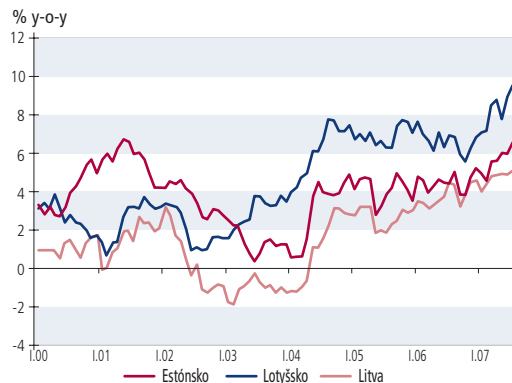
9 Podľa odhadov národných centrálnych bánk a European Commission, DG ECFIN.

gujúcej. K stabilizovaniu slovenskej inflácie k úrovniam blízkej inflácii v eurozóne došlo práve v podmienkach voľného kurzu, pričom cenovo-kurzové relácie mali možnosť flexibilne sa prispôbovať. Priaznivým pre ďalší vývoj nášho rovnovážneho kurzu môže byť nastavenie konverznjej parity, ktoré bude zohľadňovať aktuálne parametre ekonomiky.

2. PRÍČINY ZRÝCHLENÉHO CENOVÉHO VÝVOJA

Baltský región za poslednú dekadu úspešne napredoval v konvergencii vďaka výrazným prírastkom produktivity. Súčasná situácia však neodráža len priaznivý vývoj fundamentov, ale tiež značné nerovnováhy vnútri ekonomík aj navonok. Región sa dostal do prehriatia už v roku 2005, pričom zotrvanie v kladnej medzere outputu sa predpokladá aj v tomto a nasledujúcom roku⁹. Na tom sa podpísal historicky silný hospodársky rast, ktorého zdrojom je domáci dopyt predbiehajúci v dôsledku záporných príspevkov čistého exportu (narastajúce deficity bežného účtu) rast HDP. Vysoký dopyt sa postupne prejavil aj v akcelerujúcej inflácii. Vplyvom prehrievania nastal obrat v predtým priaznivej situácii už aj v Litve ako poslednej z trojice pobaltských krajín.

Graf 7 Vývoj inflácie HICP

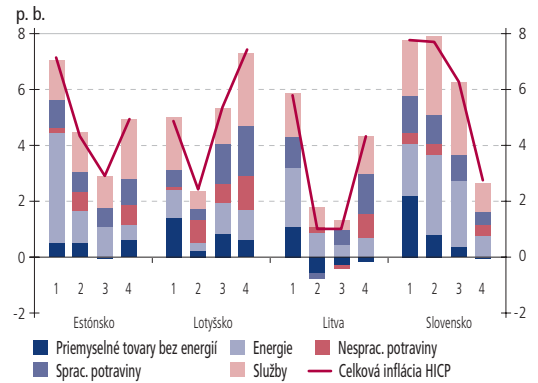


Zdroj: Eurostat.

Priebeh inflácie pritom nie je (resp. nebol) v trojici týchto ekonomík uniformný, má však určité spoločné črty. Od začiatku 90-tých rokov po súčasnosť opísal pomyselný oblúk, začínajúci pri trojciferných číslach, ktoré ešte v roku 1993 preyšovali 90 – 110 % (Estónsko, Lotyšsko) či 400 % (Litva). Stabilizačnou politikou, ktorá bola napríklad v Litve podporená aj kurzovou politikou, sa v rokoch 2000 až 2003 podarilo dosiahnuť relatívne nízke úrovne inflácie. Určitý skok v cenovom vývoji sa spájal so vstupom pobaltských krajín do EÚ v máji 2004, v Lotyšsku inflácia začala akcelerovať už o jeden až dva roky skôr. Priaznivé účinky stabilizačných opatrení z predchádzajúceho obdobia definitívnejšie doznali v roku 2006 a v prvom štvrtroku 2007, keď došlo k ďalšiemu zrýchleniu v cenovom vývoji vo všetkých troch krajinách na 4 – 8 %.

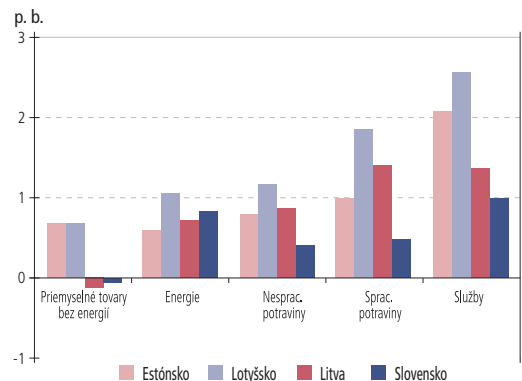
Čo prispelo k obratu vo vývoji pobaltskej inflácie v posledných dvoch-troch rokoch? Z pohľadu

Graf 8 Príspevky k inflácii HICP



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS. 1 je priemer 1997 – 1999, 2 priemer 2000 – 2002, 3 priemer 2003 – 2005, 4 rok 2006.

Graf 9 Príspevky k inflácii HICP (priemer 2006 – 1Q2007)

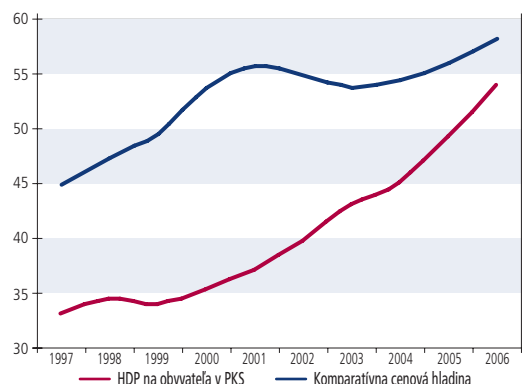


Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

štatistiky sa na zrýchlení inflácie podpísala predovšetkým vyššia dynamika cien služieb a potravín v porovnaní s predchádzajúcimi rokmi, meniaci sa vplyv v závislosti od cien energetických surovín mali na infláciu ceny energií. V pozadí vyšších inflačných čísel je niekoľko faktorov:

1. Zrýchlenie inflácie v porovnaní s predchádzajúcim obdobím môže sčasti súvisieť s rýchlou reálnou konvergenciou. Obdobie po roku 2000 až do minulého či predminulého roka sa javí z hľadiska cenovej stability a výraznej reálnej konvergenencie ako ideálne. Nazdáваме sa však, že takúto priaznivú kombináciu umožnil práve nerov-

Graf 10 Dynamika konvergenencie – priemer za baltský región (EÚ-15 = 100)



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS.

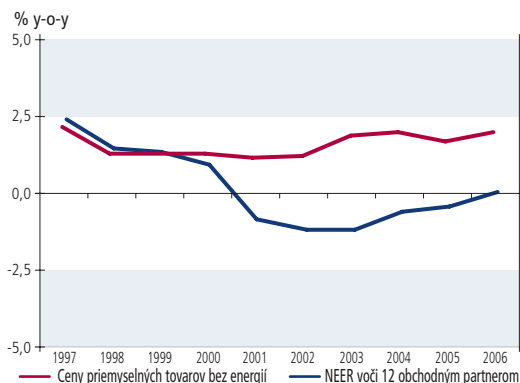


10 Podľa 2006 Convergence Report on Lithuania. European Economy Special Report No 2/2006, European Commission.

nomerný vývoj v predchádzajúcich rokoch. Cenová konvergencia, ktorá bola v počiatočnom období veľmi rýchla, akoby mala po roku 2000 dočasne pauzu. S rezervou sa dá povedať, že súčasný cenový rast skôr zodpovedá rýchlo konvergujúcim ekonomikám než inflácia blízka nule či dokonca deflácia.

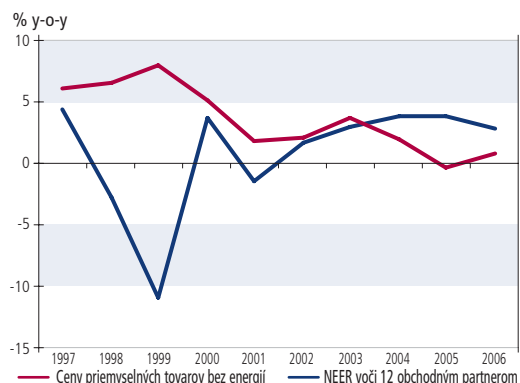
2. Určitý vplyv na inflačný profil týchto krajín má absencia režimu voľného kurzu. Fixný režim kurzu na jednej strane prispel v predchádzajúcich rokoch spolu s ďalšími opatreniami k stabilizácii týchto ekonomik, na druhej strane im v súčasnosti chýba tlmiaci vplyv kurzu v cenách obchodovateľných tovarov bez energií, ale tiež potravín. Kurzy NEER pobaltských mien počítané na báze 12 až 41 obchodných partnerov majú za posledných 4 až 5 rokov tendenciu stabilizovať sa z hľadiska medziročných zmien.

Graf 11 Vplyv kurzu na ceny obchodovateľných tovarov (priemer za Lotyšsko a Litvu)



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS. Obe veličiny majú v týchto dvoch krajinách podobný priebeh, preto je možné ilustrovať ich vzťah využitím priemerov. Rast NEER predstavuje apreciaciu.

Graf 12 Vplyv kurzu na ceny obchodovateľných tovarov (Slovensko)



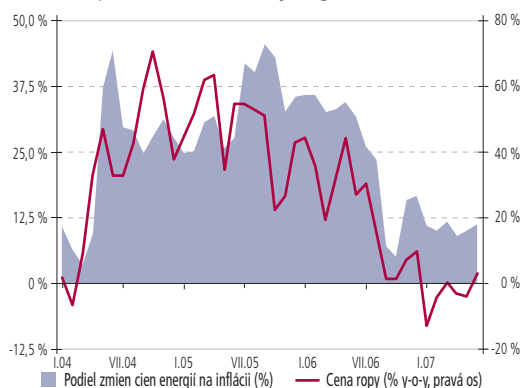
Zdroj: Eurostat a výpočty NBS. Rast NEER predstavuje apreciaciu.

S príspevkom cien potravín k inflácii v baltických krajinách súvisí okrem toho aj niekoľko ďalších faktorov. Celková inflácia meraná HICP je na túto zložku značne citlivá, čo je dané jej pomerne vysokými váhami v koši. Tvoria v priemere 29 až 34 % (v eurozóne iba okolo 19 %). Dynamika cien potravín (spracovaných aj nespracovaných) je vysoká od vstupu týchto krajín do EÚ. Súvisí to s otvorením trhov EÚ, keď boli zrušené zostávajúce exportné tarify a naopak, nové kra-

jiny získali prístup k dotáciám na podporu vývozu do tretích krajín. Zároveň sa zjednotili predpisy upravujúce bezpečnosť potravín. V Litve to spolu s výkyvmi v domácej ponuke spôsobilo výrazný nárast v cenách nespracovaných potravín. Tento efekt sa s meniacou intenzitou prejavuje aj v ďalších rokoch po vstupe do EÚ¹⁰. Ceny potravín odrážajú aj zmeny nepriamych daní, najmä dane z pridanej hodnoty.

3. Inflácia v baltických krajinách pomerne citlivo reaguje na zmeny cien energetických komodít. Dokumentuje to napríklad podiel zmien cien energií na inflácii v priebehu druhej polovice roku 2006, ktorá sa vyznačovala klesajúcimi cenami ropy. Citlivosť je daná vyššími váhami cien energií v koši HICP, než má napríklad eurozóna (priemer za rok 2006 a 2007 predstavuje 12 – 13 % v porovnaní s 9,4 %). Navyše, tieto ekonomiky sú niekoľkonásobne energeticky náročnejšie. Špecifickým spôsobom k formovaniu cien energií v pobaltských krajinách prispieva trh s energiami (box 3). Čo však je podstatné z hľadiska inflačného vývoja v blízkej budúcnosti, tieto krajiny čakajú vzhľadom na relatívne nízke úrovne do-

Graf 13 Citlivosť inflácie na ceny energetických surovín (priemer za baltický región)



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS. Príspevky cien energií k inflácii majú v pobaltských krajinách podobný priebeh, preto je možné ilustrovať ich vzťah využitím priemeru. Cena ropy v USD/barel.

terajších cien energií v porovnaní s ostatnými európskymi krajinami ďalšie úpravy týchto cien.

4. Celkovo je však otázka akcelerujúcej inflácie v baltickom regióne širším problémom. Poukazujú na to ceny služieb, ale aj ceny obchodovateľných tovarov. Podiel tzv. obchodovateľných položiek na inflácii meranej HICP sa vo všetkých troch ekonomikách zvýšil spolu s akceleráciou celkovej inflácie. Iste, treba za tým vidieť aj vplyv energetických obchodovateľných položiek a pomerne vysoké podiely cien potravín. Napriek tomu je zrejмый nárast podielu ostatných obchodovateľných položiek na celkovej inflácii, v prípade Litvy a Estónska strata ich tlmiaceho vplyvu.

Zdá sa, že inflácia odráža nerovnováhy smerom dovnútra aj vonok, v ktorých sa tieto ekonomiky nachádzajú. Odkazy na správanie inflácie treba hľadať v **dopytových tlakoch** sprevádzajúcich kladnú medzeru outputu, ale aj v **napätej situácii na trhu práce**, kde sa zhoršila relácia medzi dynamikou reálnej produktivity a miezd. Na prí-



- 11 Podľa Energy supply in Central Europe and the Baltics, IMF Regional Office Note, júl 2006.
- 12 Podľa European Economy No 2/2007, European Commission Forecast Spring 2007.
- 13 Podľa Eastern European Outlook, SEB Economic Research, marec 2007.
- 14 Celkovo sme s cenami tovarov na úrovni presahujúcej 70 % priemeru EÚ-15, s cenami služieb asi na úrovni presahujúcej 35 %. Estónsko je v cenovej konvergencii o niečo ďalej, Lotyšsko dosahuje približne našu úroveň a Litva za nami mierne zaostáva (podľa údajov Eurostatu za rok 2005).

Box 3

Trh s energiami v pobaltských krajinách

Postavenie pobaltských krajín na trhu s energiami je pomerne špecifické. V blízkej budúcnosti sa vo všeobecnosti predpokladá, že trh s energiami by mohol významnejšie ovplyvniť ceny energií v týchto krajinách, a to z niekoľkých dôvodov.

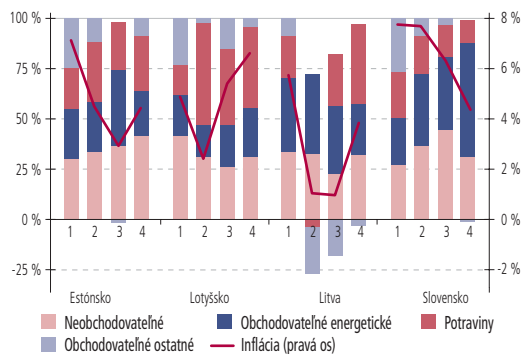
1. Spotreba energie, najmä zemného plynu, by podľa odhadov mala ďalej vzrásť. Región je pritom takmer výlučne závislý od dodávok zemného plynu a ropy z Ruska.
2. Ceny energií pre koncových užívateľov dosahujú len okolo 50 až 60 % priemeru EÚ-15, čo je sčasti dané výhodnejšími kontraktmi a sčasti aj regulačnou politikou (nízka miera *pass-through* nárastu importných cien do ceny pre koncových užívateľov). V horizonte 2 – 3 rokov sa očakáva zvýšenie importných cien zemného plynu pre baltské krajiny o viac ako 30 % v súvislosti s expanzív-

nou stratégiou Gazpromu. Priamy efekt na infláciu by pri váhe HICP 0,3 až 1,3 % mal byť malý, môže sa však preniesť do cien iných tovarov a ovplyvniť inflačné očakávania¹¹.

3. Osobitná situácia je v Litve, ktorá na rozdiel od Estónska a Lotyšska nie je primárne viazaná na zemný plyn. Jej spotreba energie sa rozkladá najmä medzi ropu a jadrovú energiu. Meškajúca obnova spracovateľských kapacít a problémy s dodávkami ropy sa tu prejavili už ku koncu roka 2006¹². Čo sa týka jadrovej energie, v súlade s predpismi EÚ má byť do konca roku 2009 uzatvorený reaktor Ignalia¹³ a prevádzka nových kapacít by mala byť spustená až v rokoch 2015 – 2016. Trh s energiami tak predstavuje z hľadiska cenového vplyvu v pobaltských krajinám riziko zvýšenia inflácie.

tomnosť dopytových tlakov v ekonomikách ukazuje nielen vývoj cien, ale tiež narastajúce deficity bežného účtu.

Graf 14 Príspevky k inflácii HICP



Zdroj: Eurostat a výpočty NBS7. 1 je priemer 1997 – 1999, 2 priemer 2000 – 2002, 3 priemer 2003 – 2005, 4 rok 2006.

V cenovej konvergencii dosahuje Slovensko v porovnaní s priemerom EÚ-15 podobné čísla ako pobaltské krajiny. Značná časť cenového dobiehania nás aj ich ešte čaká.¹⁴ Vo vývoji inflácie sú však medzi nimi a nami rozdiely.

1. Cenové očisťovanie u nás prebiehalo postupne a bolo rovnomernejšie rozložené v celom období od začiatku 90-tych rokov. V tej časti cenového vyrovnávania, ktorá je viac-menej vecou trhu, sme na tom podobne. Rozdiely medzi nami sú však v oblasti administratívne ovplyvňovaných cien, kde sme sa pravdepodobne dostali ďalej. Ide najmä o ceny energií, ktoré u nás dosahujú úroveň takmer porovnateľnú s priemerom EÚ-15 (v našom koši HICP majú váhu až 18 %). K tejto úrovni sa približujú tiež ceny telekomunikácií. Z hľadiska budúceho cenového vývoja je to pre nás výhoda. Ďalšie cenové prispôbenia v tejto oblasti predstavujú v porovnaní s baltskými krajinami menšie inflačné riziko.
2. Zásadným rozdielom je vplyv kurzu na našu

infláciu, resp. jeho absencia v prípade baltských krajín. Zdá sa, že apreciácia NEER koruny doteraz vplývala (aspoň mierne) tlmiačo na ceny obchodovateľných tovarov, a najmä potravín. Dá sa očakávať, že po strate pohyblivého kurzu koruny voči euru sa NEER koruny stabilizuje, podobne ako to bolo v pobaltských krajinách, a že o tento tlmiači vplyv prídeme. V skutočnosti je však tento vplyv v našej ekonomike relatívne malý – za posledné tri roky dynamika cien priemyselných tovarov bez energií dosahovala v priemere 0,6 %, t. j. rovnako ako v eurozóne, v pobaltských krajinách bola v rozmedzí od -0,3 % do 2,7 %. Podobne sú na tom priemyselné tovary dlhodobej spotreby. O niečo výraznejšie rozdiely v dynamikách majú skôr ceny potravín – u nás boli v priemere na úrovni 2,3 % (v eurozóne 1,4 %), v pobaltských krajinách 4,2 % až 8,5 %.

3. Čo nám môže pomôcť udržať zdravý inflačný vývoj? Vplyv kurzu na obchodovateľné tovary či volatilita cien energií sú viac-menej parciálne otázky, ktorým sa podobne ako pobaltské krajiny nevyhne ani naša ekonomika. Skúsenosť pobaltských krajín ukazuje, že podstatnou podmienkou na udržanie zdravého inflačného vývoja sa javí byť skôr celková stabilita ekonomiky – najmä zdravá relácia produktivity a rastu miezd, ako aj priaznivý vzťah medzi dynamikou HDP a domáceho dopytu.

Pokračovanie v ďalšom čísle. Zameriame sa na:

- vývoj domáceho dopytu a HDP vrátane pohľadu na vonkajšiu nerovnováhu,
- celkovú a sektorovú analýzu trhu práce so zameraním na vývoj miezd, produktivity a jeho dopadu na infláciu,
- otázky úverového trhu a zadlžovania domácností,
- hodnotenie vplyvu fiškálnej politiky na ekonomiku,
- zhnutie a interpretáciu záverov z jednotlivých okruhov pre ďalšiu konvergenciu ekonomiky Slovenska.



Aký makroekonomický model je najlepší pre centrálnu banku

Branislav Reľovský, Národná banka Slovenska

Makroekonomické modelovanie sa v poslednom období rozšírilo nielen v teoretických a akademických kruhoch, ale našlo uplatnenie aj pri uskutočňovaní rozhodovacích procesov menovej politiky. Pokročilé výpočtové techniky a rastúca ponuka moderných prístupov nútia centrálnu banku k selekcii modelových prístupov a výberu tých najvhodnejších modelov na účely menovej politiky.

1. MAKROEKONOMICKÝ MODEL CENTRÁLNEJ BANKY

Využitie modelového aparátu v centrálnych bankách siaha do 60-tych rokov minulého storočia, keď vyspelé západné ekonomiky začali pri svojich prognózach využívať makroekonomické modely. V tom čase sa na tento účel využívali veľké sálové počítače, ktoré boli schopné spracovať niekoľko stoviek rovníc, pričom spracovanie takéhoto množstva dát trvalo niekedy viac ako 30 minút. S rastúcim technologickým vývojom sa čas spracovania výrazne skrátil, väčšia dostupnosť dát a pokrok v ekonometrických technikách umožnili túto oblasť ďalej rozvíjať a častejšie využívať.

Centrálna banka funguje v rámci menovej politiky v určitom menovom režime a na výkon tohto režimu využíva rôzne nástroje, pomocou ktorých tímy analytikov popisujú vývoj reálnej ekonomiky a finančného trhu. Každý tím pracuje s rôznymi dátami a na základe týchto dát sa snaží podať vlastný obraz o ekonomike. Prepojenie jednotlivých tímov, resp. ich vzájomná interakcia a komunikácia, sa často rieši prostredníctvom agregovaného modelu, ktorý pracuje so širokou bazou dát a zabezpečuje tak konzistenciu medzi jednotlivými pohľadmi na vývoj ekonomiky. Tvorcu politiky však vzhľadom na určité oneskorenie medzi „akciou a reakciou“ menových rozhodnutí zaujíma aj budúci vývoj. Úlohou modelu je v takomto prípade prispieť ku kvalitným informáciám potrebným na rozhodovanie. Ide hlavne o makroekonomické prognózy (krátkodobé a dlhodobé) a menovo-politické analýzy.

Modelové makroekonomické prognózy spolu s nástrojmi krátkodobej prognózy, podpornými modelmi a expertnými informáciami sú súčasťou komplexného analytického aparátu, ktorý sa používa na tvorbu oficiálnej prognózy centrálnej banky. Využitie modelového prístupu zlepšuje komunikačnú úroveň centrálnej banky a zároveň zvyšuje jej dôveryhodnosť. Okrem oficiálnej prognózy je možné model využiť na alternatívne scenáre prognózy, vyhodnotenie rizika centrálnej predikcie a zhodnotenie súčasnej situácie na základe šokov, ktoré ekonomiku zasiahli.

Menovo-politické analýzy predstavujú ďalšiu oblasť, v ktorej možno využiť informácie z makroekonomického modelu. Keďže modely centrálnej

banky spravidla popisujú celú transmisiu od menových nástrojov až po ciele centrálnej banky, pri skúmaní rôznych zásahov hospodárskej politiky na vývoj ekonomiky môžu tieto modely prispieť k objasneniu niektorých parciálnych úvah, ako aj už spomínaného zhodnotenia rizika. Medzi najčastejšie využívané analýzy, resp. možnosti, kde možno aj v budúcnosti modely využiť, môžeme zaradiť:

- analýzy finančnej a cenovej stability,
- analýzy dlhodobých efektov fiškálnej politiky s ohľadom na sociálny a dôchodkový systém,
- analýzy štrukturálnych reforiem a vplyvu štrukturálnych fondov EÚ na ekonomiku,
- analýzy ekonomických dopadov krajín prístupujúcich do spoločného európskeho priestoru.

Využitie modelov môže presiahnuť aj rámec centrálnej banky. Medzinárodná spolupráca na spoločných projektoch v rámci eurozóny alebo globálnych modelových systémov (EUROMON) nie je pre vyspelé ekonomiky len otázkou prestíže, ale zároveň pomáha spoločne riešiť náročné techniky pri ich vývoji a aplikácii do praxe.

2. POŽIADAVKY NA MAKROEKONOMICKÝ MODEL

Nie je jednoznačne definované, ktoré požiadavky by mal každý makroekonomický model spĺňať. Na jednej strane by mal byť užitočný pre tvorcu politiky a zodpovedať politike, ktorú centrálna banka realizuje, a na druhej strane by mal aplikovať moderné metódy, ktoré akademická obec prezentuje vo svojom výskume.

Napriek tomu, že centrálny banky sa zhodujú v názore, že praktický model by mal byť schopný poskytnúť dôveryhodnú a kvantitatívnu interpretáciu ekonomického vývoja, pri dosahovaní tejto požiadavky sú medzi nimi určité rozdiely. Teoretická koncepcia modelu je východiskom pre každý model a zabezpečuje, že výsledky, ktoré model poskytuje, sú konzistentné s teóriou. Na druhej strane sa však často kladú vysoké nároky aj na empirické potvrdenie týchto teoretických záverov a model by mal byť schopný vysvetliť vývoj ekonomiky aj na reálnych dátach, ktoré v sebe odzrkadľujú špecifiká jednotlivých ekonomík, ich inštitucionálne, geografické a politické črty. Potvrdenie modelových vlastností spolu s overením



na reálnych dátach však môže vyústiť do zmeny základnej štruktúry modelu s pozmenenou teoretickou základňou.

Akademická obec vidí súčasnú hranicu aplikácie makroekonomických modelov v modeloch odvodených z mikrozákladov, založených na optimálnom správaní sa každého agenta na trhu a za existencie racionálnych očakávaní s vnímaním budúceho vývoja (*forward-looking components* – *Fwl*). Takáto hranica však pre tvorcu politiky nie je zatiaľ zaujímavá, aj keď implementáciu nových poznatkov víta. Tvorca politiky sa skôr orientuje na modely, ktoré síce sú dobre teoreticky vybavené, tieto vlastnosti ale kombinuje so schopnosťou vysvetliť ekonomiku prostredníctvom dát, čo niekedy čisto teoretické modely nie sú schopné poskytnúť. Implementácia nových poznatkov z akademických kruhov je výzvou, nesie však so sebou aj náklady spojené v investíciami do ľudského kapitálu a systémov, ktoré z teoretického modelu dokážu vytvoriť systematický nástroj pre potreby menovej politiky.

3. JEDEN MODEL NESTAČÍ?

Centrálne banky riešia mnoho úloh a tým aj potreba analytických nástrojov nesie širokú škálu väzieb spojených s modelom. S rozširovaním modelu sa však stráca prehľadnosť a jednoduchosť ovládania. Moderné technické vybavenie v súčasnosti nemá problém so spracovaním veľkého objemu dát a pokročilé techniky numerickej matematiky a optimalizácie dokážu v krátkom čase model spracovať a poskytnúť výsledky. Avšak jednoduchosť a prehľadnosť spolu s rozdielnymi nástrojmi prognózy (krátkodobé, strednodobé) prevažujú nad komplexnosťou veľkého modelu. Frekvencia dát (denné, mesačné, štvrtročné, ročné) a horizont prognózy dávajú predpoklad na používanie viacerých modelov. Pozitívom viacerých mo-

delov je vzájomná kontrola pri riešení spoločných úloh a tvorbe prognóz. Takto je možné dosiahnuť výsledok, potvrdený viacerými nezávislými nástrojmi, čo zvyšuje kvalitu celkového výstupu. Nevýhodou používania viacerých modelov je rozpočtové ohraničenie. Preto pri výbere makroekonomického modelu hrá často dôležitú úlohu požiadavka, aby model dokázal pokryť viaceré aspekty menovej politiky, nielen jednu.

4. SÚČASNÝ STAV MODELOVANIA V CENTRÁLNYCH BANKÁCH

Základný makroekonomický model, ktorý používa centrálna banka na analýzu a prognózu menovej politiky, vychádza z popisu jednotlivých kanálov menovej transmisie a existujúceho menovopolitického režimu. Zahnutie očakávaní ako súčasť systému je výzvou pre mnohé centrálny banky. Identifikovanie očakávaní umožňuje skúmať správanie agentov v rôznych situáciách a vyhodnocovať ich správanie pri rôznych šokoch. Niektoré centrálny banky implementovali očakávania typu *Fwl* a niektoré stále používajú adaptívne očakávania, resp. kombináciu.

Využitie *Fwl* premenných je však teoreticky omnoho náročnejšie pri tvorbe prognózy, hlavne ak nástroj menovej politiky (úrokové sadzby) je exogénna veličina. Aj keď existujú určité technické možnosti, ako tento problém vyriešiť, argumentácia výsledkov je niekedy problematická a ťažkosť spôsobuje aj zabezpečenie stability modelu.

Endogénna trajektória úrokových sadzieb predstavuje ďalší faktor, ktorý rozdeľuje centrálny banky na dva tábory. V centrálnych bankách prevažuje prístup s exogénnou trajektoriou úrokových sadzieb, založených na predpoklade konštantnej trajektórie alebo trhových očakávaní. Existujú však centrálny banky, ktoré vo svojich modeloch majú explicitné ciele a sú schopné v simuláciách tieto

Porovnanie vybraných modelov centrálnych bánk

	Názov modelu	Pokrytie	Počet rovníc	Počet odhadnutých rovníc
Belgicko	NBB quarterly	Belgicko	150	30
Nemecko	BbkM	viacero krajín	691	292
Grécko	Bank of Greece model	Grécko	93	17
Španielsko	MTBE	Španielsko	150	23
Francúzsko	MASCOTTE	Francúzsko	280	60
Írsko	MCM block	Írsko	75	20
Taliansko	BIQM	Taliansko	886	96
Luxembursko	MCM block	Luxembursko	63	18
Holandsko	MORKMON	Holandsko	400	70
Holandsko	EUROMON	viacero krajín	1000	330
Rakúsko	AQM	Rakúsko	169	43
Portugalsko	AMM	Portugalsko	115	23
Fínsko	BOFMINI	Fínsko	240	40
Fínsko	EDGE	eurozóna	40	11
ECB	AWM	eurozóna	84	15
Slovensko	QPM	Slovensko	80	12
Česká republika	QPM	Česká republika	85	14



ciele svojimi nástrojmi dosiahnuť. Takáto prognóza môže obohatiť tvorcov menovej politiky o informáciu, resp. poskytnúť analytický nástroj, ktorý by explicitne generoval trajektóriu nástroja konzistentne s definovaným cieľom menovej politiky. Takýto typ modelu používa aj Národná banka Slovenska. V Európe model s endogénnou trajektóriou úrokových sadzieb oficiálne používa ešte aj Česká národná banka, Bank of Finland a Bank of England.

Trend makroekonomického modelovania smeruje od tradičných veľkých makromodelov k menším, kompaktnjším modelom špecifického zamerania. V súčasnosti sa najviac využívajú štruktúrálné modely, ktoré majú v Európe najširšie zastúpenie. Kľúčovým prvkom týchto modelov je explicitne modelovaná ponuková strana ekonomiky, ktorej jadro tvorí Coob-Douglasova produkčná funkcia, resp. produkčná funkcia s konštantnou elasticitou substitúcie (CES). Z faktorov, ktoré vstupujú do produkčnej funkcie, sa najčastejšie využíva zásoba kapitálu a práca, ktoré spolu s technologickým pokrokom, NAIRU a NAWRU určujú ponuku tovarov a služieb v ekonomike. Jednotlivé krajiny majú tieto modely detailne rozpracované, pričom niektoré nepopisujú len vlastnú ekonomiku, ale snažia sa aj o modelovanie zvyšku sveta, resp. snažia sa modelovať vývoj svojich najväčších obchodných partnerov. Tomu potom aj zodpovedá veľkosť jednotlivých modelov.

5. DSGE MODEL

Posledné obdobie modelovania sa spája s fenoménom dynamických stochastických modelov všeobecnej rovnováhy (*Dynamic Stochastic General Equilibrium Model – DSGE*), ktoré už v sebe nesú výrazné prvky mikrozákladov. Väzby v týchto modeloch odrážajú správanie jednotlivých agentov; ich správanie je odvodené priamo z optimalizačných úloh užitočnosti a maximalizácie zisku v prostredí so stochastickými členmi. Tento nový typ modelu je v rozpore s tradičným modelovým prístupom, ktorý prevláda vo väčšine centrálnych bánk. Existujú však dva dôvody, prečo má predpoklady na úspešnú implementáciu do praxe.

Prvým dôvodom je vývoj v poslednom desaťročí, keď teória formalizovala a opisala veľa nových poznatkov z nedokonalnej konkurencie, ako sú nominálne rigidity, reálne obmedzenia (náklady prispôsobenia pri investíciách, moderné teórie spotrebiteľa), asymetrie na trhu práce a peňazí.

Druhým dôvodom je využívanie nových ekonometrických techník založených na simuláciách, ktoré väčšinu DSGE modelov dokážu spracovať. Zástancovia tohto modelu argumentujú, že tieto techniky sú minimálne také dobré ako súčasne najviac používané štruktúrálné modely.

Aj keď DSGE model ako svoj hlavný analytický nástroj používa zatiaľ len Bank of Finland a Bank of England, postupne viaceré centrálné banky deklarovali záujem o ich používanie a niektoré už aj začali pracovať na výmene tradičných modelov. Štruktúra týchto modelov (veľkosť a väzby národných účtov) je podobná ako pri tradičných

modeloch, mikrozákklady však ponúkajú širšiu informačnú základňu pri analýze a prognóze. Tým umožňujú lepšie opísať ekonomický vývoj, umožňujú skúmať ekonomiku v širšom meradle. Ide najmä o nasledujúce vlastnosti:

- identifikácia šokov, ktoré permanentne zasahujú ekonomiku a zodpovedajú moderným makroekonomickým teóriám,
- eliminácia výhrad Lucasovej kritiky,
- optimalizácia cez funkcie užitočnosti umožňuje analýzu blahobytu.

Prognostická výkonnosť DSGE modelov v porovnaní s tradičnými modelmi nie je ešte jednoznačne potvrdená. Zástancovia DSGE modelov argumentujú, že už aj súčasný stav umožňuje konkurovať tradičným modelom a ekonometrickým prístupom, ako je VAR. Napriek tomu, že tento typ modelu si vyžaduje veľkú náročnosť na počítačové operácie, pokrok v algoritmoch spolu s implementáciou väzieb nedokonalnej konkurencie umožňuje lepší kontakt s dátami, čím rastie vypovedacia schopnosť týchto modelov. Na druhej strane skeptici vnímajú tento typ modelu ako teoretický model, ktorý charakteristické črty jednotlivých ekonomík nemusí plne premietnuť do svojich rovníc.

Výraznou pozitívnou črtou DSGE modelov je ich komunikačný aspekt. Zástancovia tvrdia, že tieto typy modelov, vzhľadom na ich pokročilé a precízne odvodenie, nie je potrebné výrazne vysvetľovať. Na druhej strane efektívne nakladanie s týmto moderným nástrojom vyžaduje schopnosť a ochotu tvorca politiky prijať túto víziu.

Celkovo však môžeme konštatovať, že aplikácia DSGE modelov musí byť dobre skombinovaná s patričným prostredím. Samotný model nemôže skvalitniť celkový výstup menovej politiky. Detailná analýza a stratégia prechodu na nový model môže celý proces zefektívniť a uľahčiť. Len tak bude možné plynule implementovať nový nástroj bez výrazných zmien v prognózovaných dátach.

ZÁVER

Základnou úlohou makroekonomických modelov v centrálnej banke je zabezpečiť dostatok informácií na prognózu a analýzu menovej politiky. Nové prístupy, ktoré sa v posledných rokoch preniesli z akademickej pôdy do praxe, rozšírili možnosti využitia makroekonomických modelov. Napriek tomu, že každá centrálna banka má jeden hlavný model, ktorý garantuje konzistentnosť analýzy, rôznorodosť úloh, ktoré centrálna banka musí riešiť, kladie požiadavku na viacero podporných modelov. Tie by mali zabezpečiť efektívnu prácu menovej politiky bez straty komplexnosti riešenia úloh.

Nový fenomén v makroekonomickom modelovaní predstavujú dynamické stochastické modely všeobecnej rovnováhy. Ich hlavnou výhodou je ich mikroekonomický základ, ktorým dokážu precízne opísať ekonomický vývoj. Napriek ich náročnosti na pokročilé techniky numerickej matematiky a počítačovú algoritmizáciu centrálné banky vidia v tomto prístupe budúcnosť a alokujú zdroje do vývoja DSGE modelov.

Literatúra

1. BENEŠ, J., HLÉDIK, T., VÁVRA, D.: An Economy in Transition and DSGE: What the Czech National Bank's New Projection Model Needs. Czech National Bank, 2005.
2. CANOVA, F., SALA, L.: Back to square one Identification issues in DSGE models. European Central Bank, 2006.
3. FAGAN, G., MORGAN, J.: Econometric models of Euro-area central banks. Edward Elgar, 2005.
4. KILPONEN, J., RIPATTI, A.: Learning to forecast with DGE model. Bank of Finland, 2006.
5. SIMS, CH., A.: The role of models and probabilities in the monetary policy process. Brookings Panel on Economic, 2002.
6. SMETS, F., WOUTERS, R.: An estimated stochastic dynamic general equilibrium model of the euro area. European central bank, 2002.



Dohľad Národnej banky Slovenska v oblasti ochrany pred legalizáciou príjmov z trestnej činnosti

JUDr. Ján Vyhnálik, Národná banka Slovenska

1 Pojem „dohliadané subjekty“ vychádza z ustanovenia § 1 ods. 3 zákona o dohlade nad finančným trhom a na účely tohto článku zahŕňa právnické osoby podnikajúce podľa zákonov regulujúcich finančný trh (k poznámke pod čiarou č. 4), podliehajúce dohľadu NBS, ktoré sú súčasne povinnými osobami (k poznámke pod čiarou č. 2). Sú to: banky, pobočky zahraničných bánk, obchodníci s cennými papiermi, pobočky zahraničných obchodníkov s cennými papiermi, burza cenných papierov, centrálny depozitár cenných papierov, správčovské spoločnosti, pobočky zahraničných správčovských spoločností, zahraničné subjekty kolektívneho investovania, poisťovne, pobočky zahraničných poisťovní, inštitúcie elektronických peňazí a pobočky zahraničných inštitúcií elektronických peňazí.

2 Pojem „povinné osoby“ na účely tohto článku vystihuje tie zo subjektov určených ustanovením § 3 ods. 1 zákona č. 367/2000 Z. z., ktoré podliehajú kontrole finančnej polície podľa zákona č. 367/2000 Z. z. a súčasne podnikajú s povolením NBS podľa jednotlivých zákonov regulujúcich finančný trh a podliehajú dohľadu NBS.

3 V zákone č. 367/2000 Z. z. je spojená s ochranou pred legalizáciou príjmov z trestnej činnosti aj oblasť ochrany pred financovaním terorizmu. Na túto oblasť sa vzťahuje v primeranom rozsahu aj dohľadacia právomoc NBS podľa zákonov upravujúcich finančný trh. Problematika ochrany pred financovaním terorizmu však podlieha aj zákonom upravujúcim medzinárodné sankcie, a teda inému právnemu režimu, v ktorom NBS nemá postavenie dohľadacieho orgánu; kontrola je tu zverená určeným ústredným orgánom štátnej správy.

Obsahom tohto článku je posúdenie právnej úpravy a vzťahu zákonov regulujúcich finančný trh pri ochrane pred legalizáciou príjmov z trestnej činnosti a financovaním terorizmu, právomocí Národnej banky Slovenska ako orgánu dohľadu nad finančným trhom a finančnej polície Policajného zboru ako kontrolného orgánu a významu postavenia Národnej banky Slovenska pri výkone dohľadu v oblasti ochrany pred legalizáciou príjmov z trestnej činnosti a financovaním terorizmu.

Národná banka Slovenska ako orgán dohľadu nad finančným trhom vykonáva v rámci dohľadu nad činnosťou dohliadaných subjektov¹ aj dohľad v oblasti ochrany pred legalizáciou príjmov z trestnej činnosti (a financovaním terorizmu). Táto právomoc jej nevyplýva zo zákona č. 367/2000 Z. z. o ochrane pred legalizáciou príjmov z trestnej činnosti a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov (ďalej len „zákon o ochrane pred legalizáciou“), ale z osobitných zákonov regulujúcich jednotlivé oblasti finančného trhu (ďalej spoločne len „zákonny regulujúce finančný trh“), t. j. najmä oblasť bankovníctva, kapitálového trhu a poisťovníctva. Konkrétne ide o nasledujúce zákony, ktoré sú súčasne predmetom tohto príspevku:

- zákon č. 483/2001 Z. z. o bankách a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov,
- zákon č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov (zákon o cenných papieroch) v znení neskorších predpisov,
- zákon č. 429/2002 Z. z. o burze cenných papierov v znení neskorších predpisov,
- zákon č. 95/2002 Z. z. o poisťovníctve a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov,
- zákon č. 594/2003 Z. z. o kolektívnom investovaní a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov,
- zákon č. 510/2002 Z. z. o platobnom styku a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov,
- zákon č. 43/2004 Z. z. o starobnom dôchodkovom sporení a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov,
- zákon č. 650/2004 Z. z. o doplnkovom dôchodkovom sporení a o zmene a doplnení niektorých zákonov.

Väčšina dohliadaných subjektov je súčasne aj

povinnými osobami² podľa zákona o ochrane pred legalizáciou. Kontrolovať povinné osoby z hľadiska dodržiavania povinností na ochranu pred legalizáciou príjmov z trestnej činnosti a financovaním terorizmu patrí do právomocí spravodajskej jednotky finančnej polície Policajného zboru (ďalej len „finančná polícia“). Prekrývanie právomocí oboch orgánov – Národnej banky Slovenska ako dohľadacieho a finančnej polície ako kontrolného orgánu – sa stretáva niekedy s neporozumením dohliadaných subjektov (povinných osôb) a aj osôb hodnotiacich úroveň opatrení Slovenskej republiky v oblasti ochrany pred legalizáciou príjmov z trestnej činnosti a financovaním terorizmu.

1. PROBLEMATIKA OCHRANY PRED LEGALIZÁCIOU V ZÁKONOCH REGULUJÚCICH FINANČNÝ TRH A ZÁKONE O OCHRANE PRED LEGALIZÁCIOU

Právna úprava ochrany pred legalizáciou príjmov z trestnej činnosti a financovaním terorizmu³ (ďalej len „ochrana pred legalizáciou“) v zákone o ochrane pred legalizáciou, ako základnom zákone pre túto problematiku a v zákonoch regulujúcich finančný trh je v základoch podobná. Najmä pokiaľ ide o ustanovenia, ktoré prevzali do týchto zákonov medzinárodne uznané štandardy, t. j. 40 základných a 9 špeciálnych odporúčaní FATF (Financial Action Task Force), ktoré sú obsiahnuté aj v prvých dvoch smerniciach Európskej únie na ochranu pred praním špinavých peňazí a financovaním terorizmu (smernica Rady 91/308/EHS a smernica Európskeho parlamentu a Rady 2001/97/ES). Ide najmä o zákaz výkonu anonymných obchodov, resp. poskytovania anonymných služieb, povinnosť zisťovať totožnosť klientov, zisťovať vlastníctvo finančných prostriedkov používaných klientmi na obchody a finančné





operácie a uchovávať záznamy o identifikácii klientov a o uskutočnených finančných operáciách.

V dôsledku stupňovania požiadaviek na kompatibilitu zákonov regulujúcich problematiku jednotlivých segmentov finančného trhu s požiadavkami týchto medzinárodných štandardov „základné“ zákony regulujúce finančný trh obsahujú aj ustanovenia upravujúce požiadavky a povinnosti zamerané na ochranu pred legalizáciou. Prítom viaceré z nich upravujú uvedené inštitúty podrobnejšie a dokonca aj prísnejšie než samotný zákon o ochrane pred legalizáciou.⁴ Napríklad zákon o bankách ukladá bankám upraviť právomoci a zodpovednosti za ochranu pred legalizáciou v stanovách spoločnosti, podrobnejšie upravuje spôsob zisťovania totožnosti klientov pri finančných operáciách, ukladá povinnosť identifikácie pri operáciách s nižšími finančnými hodnotami a overovania tejto identifikácie, podrobne upravuje povinnosť zisťovať vlastníctvo finančných prostriedkov, použitých klientmi (fyzickými osobami aj právnickými osobami) na finančné operácie a obchody. Tento zákon a opatrenia Národnej banky Slovenska vydané na jeho základe upravujú aj povinnosť Národnej banky Slovenska zisťovať vlastníctvo a pôvod finančných zdrojov v prípade posudzovania žiadosti o udelenie bankového povolenia a žiadosti o nadobudnutie podielu na základnom imaní banky.

Okruh povinných osôb podľa zákona o ochrane pred legalizáciou, pôsobiacich na finančnom trhu a spadajúcich pod kontrolu finančnej polície, sa celkom nezhoduje s okruhom subjektov dohliadaných Národnou bankou Slovenska podľa jednotlivých zákonov regulujúcich finančný trh a zákona č. 747/2004 Z. z. o dohľade nad finančným trhom a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov (zákon upravujúci základné zásady výkonu dohľadu a postupy NBS pri výkone dohľadu, ďalej len „zákon o dohľade“). Zákon o ochrane pred legalizáciou nezahŕňa medzi povinné subjekty napríklad pobočky zahraničných obchodníkov s cennými papiermi, emitentov cenných papierov, správcovské spoločnosti, pobočky zahraničných subjektov kolektívneho investovania, podielové fondy, inštitúcie elektronických peňazí a pobočky zahraničných inštitúcií elektronických peňazí. Podľa zákona o ochrane pred legalizáciou však povinnými osobami sú aj právnické osoby alebo fyzické osoby, ktoré určia „osobitné zákony“ (§ 3 písm. j). Keďže zákony regulujúce finančný trh označujú viaceré dohliadané subjekty za povinné osoby podľa zákona na ochranu pred legalizáciou, tieto dohliadané subjekty majú status „povinných osôb“ na základe zákonov regulujúcich finančný trh.

Obdobne opatrenia na ochranu pred legalizáciou určené dohliadaným subjektom nie sú v zákonoch regulujúcich finančný trh upravené jednotne, čo do ich obsahu i rozsahu. Najkomplexnejšie sú upravené v zákone o bankách, k tejto úprave sa približuje úprava činnosti (povinností)

obchodníkov s cennými papiermi v zákone o cenných papieroch a menej komplexná úprava je v zákone o kolektívnom investovaní, vzťahujúca sa na poisťovne a subjekty kolektívneho investovania. Ostatné zákony regulujúce finančný trh upravujú povinnosti dohliadaných subjektov v danej oblasti len okrajovo.

Čo sa týka inštitúcií elektronických peňazí a pobočiek zahraničných inštitúcií elektronických peňazí, tieto sú povinnými osobami podľa zákona o ochrane pred legalizáciou, na ktorý odkazujú ustanovenia zákona o platobnom styku. Musia v plnom rozsahu plniť povinnosti podľa zákona o ochrane pred legalizáciou a podliehajú kontrole finančnej polície. Národná banka Slovenska ich však dohliada (aj z hľadiska pravidiel bezpečného podnikania a rizikovosti obchodov) a môže im ukladať opatrenia na nápravu vrátane pokút aj za porušenie povinností stanovených zákonom o ochrane pred legalizáciou.

Iný režim platí pre zmenárne a devízové miesta podľa devízového zákona, ktorý rovnako určuje, že tieto subjekty sú povinnými osobami podľa zákona o ochrane pred legalizáciou. Devízový zákon, na rozdiel od úpravy povinností dohliadaných subjektov podľa zákonov regulujúcich finančný trh, nestanovuje špecifické požiadavky na obozretné podnikanie devízových miest. Jediná úprava z oblasti ochrany pred legalizáciou sa týka povinnosti devízových miest identifikovať ich klientov pri každom obchode alebo službe a v prípade zmenárni pri obchode prevyšujúcom hodnotu 1000 EUR (§ 13 ods. 8 písm. c). Keďže devízové miesta podľa tohto zákona nepodliehajú pravidlám obozretného podnikania ako iné subjekty dohliadané Národnou bankou Slovenska a keďže právomoc Národnej banky Slovenska na výkon dohľadu nad devízovými miestami v oblasti ochrany pred legalizáciou nie je daná ani devízovým zákonom, devízové miesta nepodliehajú z hľadiska výkonu dohľadu v oblasti ochrany pred legalizáciou Národnej banke Slovenska, ale iba finančnej polícii. Národná banka Slovenska môže v tomto prípade ukladať sankcie len za porušenie devízového zákona alebo predpisu vydaného na jeho vykonanie, nie za porušenie zákona na ochranu pred legalizáciou.

2. PRÁVOMOC NÁRODNEJ BANKY SLOVENSKA VYKONÁVAŤ DOHĽAD V OBLASTI OCHRANY PRED LEGALIZÁCIOU ODVODENÁ Z PRÁVOMOCI ORGÁNU OBOZRETNÉHO DOHĽADU NAD FINANČNÝM TRHOM

Zákon o ochrane pred legalizáciou zveruje oprávnenie kontroly nad dodržiavaním jeho ustanovení povinnými osobami len finančnej polícii. Nezveruje Národnej banke Slovenska právomoc vykonávať dohľad nad dohliadanými subjektmi pôsobiacimi na finančnom trhu na základe povolení NBS v oblasti ochrany pred legalizáciou. Zákon iba ukladá centrálnej banke bezodkladne ozná-

4 Napríklad:

- zákon o bankách: povinnosť podľa § 23 ods. 1 upraviť v stanovách banky právomoci a zodpovednosť za ochranu pred legalizáciou, povinnosť podľa § 42 ods. 1 uchovávať údaje a kópie dokladov o preukázaní totožnosti klienta a zisťovaní vlastníctva prostriedkov použitých klientom na vykonanie obchodu a doklady o uskutočnených obchodoch najmenej 5 rokov od ukončenia obchodu, podľa § 41 ods. 4 predkladať NBS správu o kontrole, ktorá obsahuje aj hodnotenie výsledkov v oblasti ochrany pred legalizáciou, podľa § 89 ods. 1 a 4 požadovať preukázanie totožnosti klienta pri obchodoch a nakladaní s vkladom so sumou presahujúcou 2 500 EUR, podľa § 89 ods. 3 zisťovať preukázanie vlastníctva finančných prostriedkov použitých klientom na vykonanie obchodu pri každom obchode s hodnotou najmenej 15 000 EUR, podľa § 92 ods. 6 oprávnenie poskytnúť si informácie o klientoch, v súvislosti s ktorými bola ohlásená neobvyklá obchodná operácia, podľa § 93a vyžadovať údaje od klientov a ich zástupcov pre zisťovanie, preverovanie a kontrolu na účely vykonávania obchodov s klientmi,
- zákon o kolektívnom investovaní: povinnosť podľa § 11, § 12 ods. 1, § 19 ods. 1 písm. c),
- zákon o poisťovníctve: § 38 ods. 1 povinnosť upraviť v stanovách spoločnosti zodpovednosť za ochranu pred legalizáciou, ďalej povinnosti podľa § 38 ods. 3, 10, 11, 12 a 13, § 38a ods. 1,
- zákon o cenných papieroch: povinnosť podľa § 71a ods. 2 a 3 a § 73.



miť finančnej polícii porušenie tohto zákona alebo neobvyklú obchodnú operáciu, ak ich NBS zistí pri výkone svojej pôsobnosti podľa „osobitných predpisov“ (§ 11a). Osobitnými predpismi sú v tomto zmysle zákony regulujúce finančný trh. Uvedenú právomoc nezveruje centrálnej banke ani zákon č. 566/1992 Zb. o Národnej banke Slovenska v znení neskorších predpisov. Právomoc Národnej banky Slovenska na výkon dohľadu v oblasti ochrany pred legalizáciou je teda konštituovaná výlučne ustanoveniami zákonov regulujúcich finančný trh.

Právomoc NBS pri ochrane pred legalizáciou a pravidlá bezpečného podnikania a riadenie rizík dohliadaných subjektov

Zákon o dohľade a zákony regulujúce finančný trh zverili Národnej banke Slovenska právomoc vykonávať dohľad nad finančným trhom, jeho jednotlivými sektormi, subjektmi a špecifickými činnosťami, ktoré tieto subjekty vykonávajú na základe špeciálnych povolení Národnej banky Slovenska.

Výkon obozretného dohľadu Národnou bankou Slovenska v širšom zmysle zahŕňa nasledujúce hlavné činnosti:

- **povoľovanie** výkonu osobitných činností na finančnom trhu novým alebo existujúcim subjektom, udeľovanie súhlasov na nadobudnutie podielu na majetku dohliadaných subjektov (licencovanie),
- **reguláciu** – navrhovanie zákonných úprav, vydávanie podzákonných všeobecne záväzných právnych predpisov, stanovenie pravidiel obozretného podnikania a pravidiel bezpečnej prevádzky a ďalších požiadaviek na podnikanie dohliadaných subjektov, metodickú činnosť,
- **dohľad na mieste** – kontroly v dohliadaných subjektoch finančného trhu,
- **dohľad na diaľku** – analýzy hlásení a výkazov predkladaných dohliadanými subjektmi,
- **ukladanie opatrení** na nápravu zistených nedostatkov vrátane sankcií, zavedenia nútenej správy a odnímania udelených povolení.

Národná banka Slovenska vykonáva dohľad na individuálnom základe nad jednotlivými dohliadanými subjektmi, na konsolidovanom základe nad skupinami osôb a účelových združení majetku, ktorých súčasťou sú aj dohliadané subjekty, a doplňujúci dohľad nad finančnými konglomerátmi. Dohľadom na konsolidovanom základe a doplňujúcim dohľadom nad finančnými konglomerátmi sa nenahrádza dohľad na individuálnom základe.

Národná banka Slovenska pri výkone dohľadu zisťuje dôležité skutočnosti o dohliadaných subjektoch, najmä nedostatky v ich činnosti, príčiny zistených nedostatkov, dôsledky zistených nedostatkov, ako aj osoby zodpovedné za zistené nedostatky. Postupuje pritom podľa zákona o dohľade, pokiaľ zákony regulujúce finančný trh neustanovujú osobitné postupy. Národná banka

Slovenska sa v rámci výkonu dohľadu na mieste a dohľadu na diaľku zameriava na to, či dohliadané subjekty dodržiavajú podmienky a rozsah udelených povolení, pravidiel obozretného podnikania stanovené týmito zákonmi a podzákonnými všeobecne záväznými právnymi predpismi – opatreniami NBS, a tiež či sledujú a dostatočne riadia riziká spojené s výkonom ich špecifických činností na finančnom trhu.

Základné zákony regulujúce finančný trh, najmä zákon o bankách, zákon o cenných papieroch, zákon o kolektívnom investovaní a zákon o poisťovníctve upravujú pravidlá obozretného podnikania dohliadaných subjektov a splnomocňujú Národnú banku Slovenska na vydanie podzákonných noriem podrobnejšie upravujúcich tieto pravidlá. Súčasne upravujú systém riadenia rizík spojených so špecifickými činnosťami dohliadaných subjektov na finančnom trhu. Dohliadané subjekty sú povinné primerane identifikovať riziká, sledovať riziká a merať a zmierňovať veľkosť rizík. Podrobnejšiu úpravu tejto problematiky upravuje pre bankový sektor opatrenie NBS č. 12/2004 o rizikách a systéme riadenia rizík, vydané na základe zákona o bankách. Opatrenie upravuje pojmy, systém, postup, stratégiu a organizáciu riadenia rizík vo vzťahu k bankám a pobočkám zahraničných bánk. Národná banka Slovenska pri výkone dohľadu na mieste aj dohľadu na diaľku pristupuje k posudzovaniu nedostatkov zistených v činnosti dohliadaných subjektov najmä z hľadiska posudzovania dostatočnosti plnenia, resp. miery narušenia pravidiel obozretného podnikania dohliadanými subjektmi vrátane posudzovania miery rizikovosti nimi vykonávaných obchodov a finančných operácií.

Povinnosti a oprávnenia dohliadaných subjektov v oblasti ochrany pred legalizáciou sú v štruktúre základných zákonov regulujúcich finančný trh zaradené medzi:

- **pravidlami organizácie a riadenia** (napr. § 23 ods. 1 písm. h) zákona o bankách, § 71a zákona o cenných papieroch, § 14 ods. 1 zákona o burze cenných papierov),
- **pravidlami na (obozretné) podnikanie** (napr. § 27 ods. 1 zákona o bankách, § 11 a 12 ods. 1 zákona o kolektívnom investovaní, § 38 ods. 1 a 3 zákona o poisťovníctve),
- **pravidlami činnosti** (napr. § 19 ods. 1 písm. c) zákona o kolektívnom investovaní, § 73 zákona o cenných papieroch).

Dôležité je, že zákony regulujúce finančný trh zaraďujú povinnosť dohliadaných subjektov upraviť a rozdeliť v stanovách spoločnosti právomoc a zodpovednosť za ochranu pred legalizáciou medzi už spomínané pravidlá organizácie a riadenia. V konečnom dôsledku všetky tri tieto skupiny ustanovení možno v širšom zmysle chápať ako pravidlá obozretného podnikania stanovené pre dohliadané subjekty.

Národná banka Slovenska chápe riziko zatiahnutia dohliadaných subjektov do legalizácie príjmov z trestnej činnosti ako súčasť operačného ri-



zika. Operačným rizikom sa napríklad v prípade bánk rozumie riziká možných strát spôsobené nevhodnými alebo chybnými vnútornými postupmi, zlyhaním ľudského faktora, zlyhaním systémov používaných dohliadaným subjektom alebo aj vonkajšími udalosťami. Za potenciálne straty možno považovať nielen priame finančné straty, straty spôsobené v súvislosti so zistením účasti dohliadaného subjektu na legalizácii (napríklad aj finančné sankcie), ale rovnako aj ohrozenie dobrého mena dohliadaného subjektu v súvislosti s takouto nezákonnou činnosťou. Z uvedeného dôvodu je prirodzenou súčasťou výkonu dohľadu Národnej banky Slovenska nad obozretným podnikaním dohliadaných subjektov aj aspekt dodržiavania povinností v oblasti ochrany pred legalizáciou, stanovených zákonmi regulujúcimi finančný trh a zákonom o ochrane pred legalizáciou. Preto Národná banka Slovenska venuje tejto problematike náležitú pozornosť aj pri výkone dohľadu na mieste v dohliadaných subjektoch a pri tomto dohľade postupuje podľa vlastnej osobitnej metodiky.

Povinnosti dohliadaných subjektov a právomoc NBS pri ochrane pred legalizáciou

Jednotlivé zákony regulujúce finančný trh obsahujú ustanovenia, ktoré prikazujú dohliadaným subjektom „dodržiavať povinnosti vyplývajúce z osobitných zákonov“. Keďže zo zákona o ochrane pred legalizáciou vyplývajú povinnosti pre povinné osoby a dohliadané subjekty (či už priamo alebo prostredkovane), znamená to, že dohliadané subjekty sú povinné postupovať aj v súlade s týmto zákonom. Sú však aj povinnosti, ktoré zákony regulujúce finančný trh neukladajú. Zákon o ochrane pred legalizáciou okrem iného ukladá povinnosť ohlasovať neobvyklé obchodné operácie finančnej polícii; túto povinnosť neukladá žiadny zo zákonov regulujúcich finančný trh.

Okrem odvodu právomoci Národnej banky Slovenska vykonávať dohľad v oblasti ochrany pred legalizáciou z právomoci výkonu obozretného dohľadu nad dohliadanými subjektmi, možno túto jej právomoc odvodiť aj z ďalších ustanovení zákonov regulujúcich finančný trh. Napríklad podľa zákona o kolektívnom investovaní ustanovenia (§ 99 ods. 2 písm. a) „predmetom dohľadu je dodržiavanie ustanovení tohto zákona a iných všeobecne záväzných právnych predpisov, vzťahujúcich sa na osoby podliehajúce dohľadu podľa tohto zákona“. Keďže správckové spoločnosti sú aj povinnými osobami podľa „iného všeobecne záväzného právneho predpisu“, ktorým je zákon o ochrane pred legalizáciou, predmetom dohľadu centrálnej banky je aj dodržiavanie povinností týchto subjektov v oblasti ochrany pred legalizáciou. V zákone o poisťovníctve obdobná úprava vyplýva z ustanovenia § 42 ods. 2 písm. a).

Ustanovenia zákonov regulujúcich finančný trh

ďalej zakladajú právomoc Národnej banky Slovenska na ukládanie sankcií v oblasti ochrany pred legalizáciou aj v súvislosti s ukladaním sankcií. Podľa niektorých zákonov regulujúcich finančný trh je Národná banka Slovenska oprávnená ukladať dohliadaným subjektom sankcie za porušenie príslušného zákona upravujúceho finančný trh a aj „osobitných predpisov“. Ide napríklad o ustanovenia § 50 ods. 1 písm. a) a e) zákona o bankách, § 106 zákona o kolektívnom investovaní, § 49 ods. 1 písm. e) zákona o poisťovníctve alebo § 144 zákona o cenných papieroch. Medzi osobitné predpisy patrí aj zákon na ochranu pred legalizáciou. Z toho možno vyvodiť právomoc Národnej banky Slovenska na ukládanie sankcií nielen za porušenie povinností, ktoré dohliadaným subjektom vyplývajú z ustanovení zákonov regulujúcich finančný trh, upravujúcich problematiku ochrany pred legalizáciou, ale aj za porušenie povinností vyplývajúcich zo zákona o ochrane pred legalizáciou – napríklad za neohlásenie neobvyklej obchodnej operácie, porušenie povinnosti zachovávať mlčanlivosť o ohlásenej neobvyklej obchodnej operácii a pod. Z formulácií uvedených ustanovení je zrejmé, že týmito sankciami môžu byť nielen pokuty, ale aj opatrenia na nápravu. Národná banka Slovenska už uložila v minulosti banke pokutu za porušenie povinností v oblasti ochrany pred legalizáciou, vyplývajúcich zo zákona o bankách aj zákona o ochrane pred legalizáciou.

Uvedené typy ustanovení zákonov regulujúcich finančný trh a ich vzájomné prepojenia so zákonom o ochrane pred legalizáciou zakladajú právomoc Národnej banky Slovenska na výkon dohľadu a kontroly plnenia povinností dohliadanými subjektmi v oblasti ochrany pred legalizáciou, vrátane ukládania sankcií za porušenie príslušných zákonných ustanovení. Vyplýva z nich aj oprávnenie Národnej banky Slovenska na výkon dohľadu na mieste a kontrolu dohliadaných subjektov aj z hľadiska dodržiavania jednotlivých povinností uložených povinným osobám zákonom o ochrane pred legalizáciou.

3. K OTÁZKE PRÁVOMOCI DVOCH ORGÁNOV NA VÝKON DOHĽADU A KONTROLY V OBLASTI OCHRANY PRED LEGALIZÁCIOU A BUDÚCEJ PRÁVOMOCI CENTRÁLNEJ BANKY

Z uvedených ustanovení zákonov a súvislosti vyplýva, že Národná banka Slovenska ako orgán dohľadu nad finančným trhom je oprávnená vykonávať dohľad v oblasti ochrany pred legalizáciou na základe zákonov regulujúcich finančný trh. Táto vecná pôsobnosť je v súlade s jedným z hlavných cieľov Národnej banky Slovenska, ktorým je stabilita finančného trhu, jeho bezpečné a zdravé fungovanie v záujme udržiavania jeho dôveryhodnosti a v záujme ochrany klientov dohliadaných subjektov finančného trhu. Nemožno povedať, že tu ide o presne vymedzenú delenú právomoc centrálnej banky a finančnej polície pri dohľada-



ní a kontrole tých istých subjektov v danej oblasti. Hranica medzi právomocami oboch orgánov v danej oblasti nie je vymedzená žiadnym právnym predpisom a je možno otázne, či to tak má zostať.

Proti prekrývaniu právomocí alebo „dvojitému“ výkonu dohľadu a kontroly v oblasti ochrany pred legalizáciou vyslovil určité výhrady aj výbor Rady Európy MONEYVAL, ktorý posudzoval v Slovenskej republike úroveň opatrení v tejto oblasti v rokoch 2001 a 2005. Dôvodom jeho obáv bolo, že zverenie dohľadacej a kontrolnej funkcie dvom subjektom – orgánu dohľadu nad obzretným podnikaním a policajnej jednotke – môže v praxi spôsobovať negatívne alebo pozitívne kompetenčné konflikty.

Tieto obavy sa však zatiaľ nepotvrdili. Odhliadnuc od toho, že prekrývanie dohľadacej a kontrolnej právomoci dvoch orgánov v tejto oblasti sa neprieči medzinárodným štandardom, systém „dvojitého“ dohľadu a kontroly tých istých dohliadaných subjektov a povinných osôb na základe zákona o ochrane pred legalizáciou a zákonov regulujúcich finančný trh sa osvedčil a má pozitíva. Národná banka Slovenska a Prezídium Policajného zboru MV SR už v roku 2002 uzavreli dohodu o spolupráci, na základe ktorej koordinujú svoje dohľadacie a kontrolné činnosti. Predstavitelia oboch orgánov si vymieňajú informácie o postupe pri kontrolách, vrátane ukladania pokút dohliadaným subjektom, resp. povinným osobám.

Platná právna úprava a niektoré súvislosti vyplývajúce pre Národnú banku Slovenska pri výkone dohľadu v oblasti ochrany pred legalizáciou sa čoskoro zmenia. Od decembra 2006 platí smernica Európskeho parlamentu a Rady 2005/60/ES o predchádzaní využívania finančného systému na účely prania špinavých peňazí a financovania terorizmu, ktorú majú členské štáty Európskej únie transponovať do svojich právnych poriadkov do 15. decembra 2007. Ná-

rodná rada Slovenskej republiky by mala prijať nový zákon o ochrane pred legalizáciou príjmov z trestnej činnosti a financovaním terorizmu, ktorým sa transponujú ustanovenia uvedenej smernice a smernice Komisie 2006/70/ES, ktorou sa ustanovujú vykonávacie opatrenia smernice Európskeho parlamentu a Rady 2005/60/ES.

Prezatím ustanovenia oboch smerníc novým zákonom dôjde k podstatnej zmene niektorých základných inštitútov upravených v platnom zákone o ochrane pred legalizáciou. Nový zákon o ochrane pred legalizáciou príjmov z trestnej činnosti a financovaním terorizmu rozšíri okruh povinných osôb, ktorý viac zosúladí aj s okruhom subjektov dohliadaných Národnou bankou Slovenska podľa zákonov regulujúcich finančný trh. Všeobecne stanoví povinnosť povinných osôb kategorizovať ich klientov a ich správanie pri výkone finančných operácií a obchodov práve z hľadiska posudzovania rizikovosti obchodov a podnikania klientov. K povinnosti dohliadaných subjektov posudzovať ich klientov z hľadiska dodržiavania stanovených pravidiel a limitov prirubne povinnosť posudzovať klientov z hľadiska rizikovosti ich statusu a podnikania.

Nový zákon síce zatiaľ neupraví vzťah právomocí centrálnej banky a finančnej polície v oblasti ochrany pred legalizáciou, ale spolupráca Národnej banky Slovenska a finančnej polície bude pokračovať na základe spomínanej dohody o spolupráci aj po jeho účinnosti.

Terajšia právomoc a úloha centrálnej banky sa s prijatím nového zákona v oblasti ochrany pred legalizáciou neoslabí, práve naopak. Skutočnosť, že Národná banka Slovenska vykonáva dohľad na základe sledovania dodržiavania pravidiel obzretného podnikania a posudzovania riadenia rizika dohliadanými subjektmi, potvrdzuje jej nezastupiteľnú úlohu pri výkone dohľadu v oblasti ochrany pred legalizáciou príjmov z trestnej činnosti a financovaním terorizmu.



10. výročie emitovania TIPS

Ing. Alexandra Donovalová, Národná banka Slovenska

V roku 2007 uplynulo 10 rokov odvtedy, čo americká vláda emitovala prvé dve emisie cenných papierov zabezpečených proti inflácii, označovaných skráteno TIPS (Treasury Inflation Protected Securities). Obe emisie, 5-ročná aj 10-ročná, sú už splatené a v súčasnosti je na trhu ďalších 22 amerických vládnych emisií TIPS, v celkovej hodnote viac ako 406 mld. USD.¹

CENNÉ PAPIERE CHRÁNENÉ PRED INFLÁCIOU

Pojem inflácia je skloňovaný v rôznych súvislostiach a v rôznych oblastiach našej ekonomiky, predovšetkým sa však skúma jej dopad na spotrebiteľov. Inflácia má však vplyv aj na investorov do cenných papierov. Pre držiteľov cenných papierov s fixným kupónom predstavuje riziko zníženia kúpnej sily vyplatených výnosov z držby cenného papiera v budúcnosti. Vyplácané výnosy z držby cenného papiera sa vplyvom inflácie znižujú. Ak inflácia rastie príliš rýchlo, kúpna sila investora sa v skutočnosti znižuje. Istou ochranou proti tomuto javu sú práve cenné papiere chránené pred infláciou (*Inflation Protected Securities - IPS*)², ktoré sú zostrojené tak, aby chránili investora a jeho budúce výnosy pred negatívnymi účinkami inflácie.

IPS sú najčastejšie konfrontované s tradičnými vládnyimi dlhopismi. Pri nákupe tradičného dlhopisu investor vie, aký bude jeho nominálny výnos v deň splatnosti, avšak nevie, aká bude jeho reálna miera výnosu, keďže miera inflácie počas životnosti dlhopisu je neznáma veličina, ktorá sa dá iba odhadovať. Ak sa však investor rozhodne pre nákup IPS, tento cenný papier mu garantuje reálny výnos. V tomto prípade investor pozná reálnu mieru výnosu, ale neznámou veličinou sa pre neho stáva nominálna miera výnosu, keďže opäť nepozná mieru inflácie. Mechanizmus IPS nie je vo všetkých krajinách totožný. Existujú rôzne variácie, od fixnej kupónovej sadzby a upravovania nominálnej hodnoty cenného papiera (Kanada) až po pohyblivú kupónovú sadzbu závislú od inflácie (Rakúsko). Napriek tomu však podstata ochrany pred infláciou je zachovaná.

1. PRE KOHO SÚ IPS VÝHODNÉ?

IPS poskytujú výhody aj investorovi, aj emitentovi. Emitent má príležitosť redukovat náklady dlhu a investor, na druhej strane, je ochotný akceptovať nižší výnos ako kompenzáciu za ochranu pred infáciou, ktorú IPS poskytujú. Výnos tradičných dlhopisov má v sebe zakomponovanú prémiiu za očakávanú infláciu aj za neočakávanú infláciu. Vláda emitovaním IPS znižuje náklady dlhu, pretože neuhrádza prémiiu za neočakávanú infláciu, ale zaväzuje sa zaplatiť reálne úroky. Skutočné náklady sa síce zvýšia o infláciu, ale toto navýšenie odráža skutočnosť a nie dohady. Preto je dôležité určiť tento reálny výnos pre investora vo výške,

ktorá po zahrnutí očakávaní vlády o ďalšom vývoji inflácie bude nižšia ako nominálny výnos pri tradičných dlhopisoch rovnakej splatnosti.

Pri tradičnom dlhopise vláda pozná hodnotu svojich budúcich platieb, ale nepozná reálne náklady dlhu, zatiaľ čo pri IPS vláda pozná reálne náklady dlhu, ale nepozná hodnotu budúcich platieb. Táto črta je veľmi významná aj pre investorov, ktorí investovaním do IPS získavajú istotu zachovania konštantnej kúpnej sily svojej investície. Investora motivujú na nákup IPS tieto skutočnosti:

1. IPS poskytujú investorovi 100-percentnú ochranu pred infláciou a znehodnotením investície.
2. Tým, že IPS vydáva aj vláda, predstavujú takéto cenné papiere pre investora nízke kreditné riziko.
3. Pri zostavovaní portfólia investori prihládajú na to, ako zvýšiť rizikovo vážený výnos, kvôli čomu sa snažia nájsť nekorelované aktíva. Na tento účel sa kombinujú predovšetkým cenné papiere s fixným výnosom a akcie, ale ďalším potenciálnym nástrojom na diverzifikáciu sú IPS. Tak ako každý nástroj, aj IPS majú úskalia, ktorým sa emitenti aj investori vystavujú. Ide predovšetkým o stanovenie reálnej kupónovej sadzby pri emisii. Súvisí to so správnym odhadom miery inflácie. Ak by boli očakávania nižšie ako skutočnosť, boli by IPS nevýhodné pre emitenta, ale získali by investori a opačne. V zásade sa vláda rozhodne vydať IPS vtedy, keď plánuje razantnú deflacionú politiku, resp. očakáva výrazné zníženie inflácie, ktoré nie je plne reflektované v očakávaníach trhu.

O IPS sa zaujímajú nielen investori, ale i analytici, ktorých zaujíma práve rozdiel medzi nominálnym a reálnym výnosom. Tento rozdiel sa nazýva vyrovnávací inflácia (*breakeven inflation*), ktorá predstavuje hypotetickú výšku inflácie, pri ktorej sú IPS a tradičný dlhopis z hľadiska atraktívnosti rovnocenné, čiže očakávaný výnos z oboch cenných papierov by bol rovnaký. Odráža teda inflačné očakávania trhu. Keďže tak ako tradičné dlhopisy, aj IPS sú emitované na rôzne dlhé obdobia, je možné získať odhady inflácie na rôzne časové obdobia. Navyše možno získať aktuálne informácie o trhových očakávaníach každý obchodný deň.

Ďalšia časť príspevku sa venuje americkým IPS, ktoré v roku 2007 oslávili 10. výročie a ktoré majú v súčasnosti najväčšie zastúpenie na trhu IPS.

¹ Číselné údaje v celom príspevku ku koncu júla 2007.

² Používajú sa aj výrazy ako *Inflation Protection Securities*, *Inflation Indexed Securities* alebo *Inflation Linked Bonds*.



3 Pri tradičných dlhopisoch emitovaných vládou bol v tom čase pomer dopytu investorov k akceptovanému objemu 2,4.

4 ILB sú vo všeobecnosti určené prevažne pre dlhodobých investorov, tzv. „buy and hold“ investorov, takže trh s ILB je menej likvidný ako trh s tradičnými dlhopismi, čo sa odráža aj vo vyšších spreadoch ponuky a dopytu (bid-ask).

TREASURY INFLATION PROTECTED SECURITIES (TIPS)

IPS začali svoju históriu v štáte Massachusetts v roku 1780. Rozvoj však zaznamenali až v 2. polovici minulého storočia, keď mnohé krajiny bojovali s vysokou infláciou (napr. Brazília, Argentína). V 80. a 90. rokoch bola motívom pre emitovanie zámerná protiinflačná politika krajín ako Veľká Británia, Austrália alebo Švédsko. V súčasnosti už 43 krajín emituje tieto cenné papiere a záujem o ne stále rastie, čo sa prejavuje aj v raste ich likvidity. Zo susedných krajín je to Maďarsko (1996), Česko (1997) a Poľsko (2004), ktoré už emitovali svoje prvé emisie IPS. Okrem štátov IPS emitujú aj nadnárodné inštitúcie, ako sú EBRD a EIB, a okrem vlád aj miestne samosprávy, rôzne spoločnosti a banky.

V roku 1971 nositeľ Nobelovej ceny za ekonomiu Milton Friedman v rozhovore pre časopis Newsweek kritizoval americkú vládu za to, že spláca svoj dlh v dolároch, ktorých kúpna sila je znížená o infláciu. Apeloval na vládu, aby sa zaviazala vyplatiť pri splácaní svojho dlhu sumu, ktorej kúpna sila je rovnaká ako pri emisii dlhopisov, a aby v sume upravenej o infláciu vyplácala aj úroky z tohto dlhu. Na túto myšlienku však americká vláda zareagovala až o 26 rokov neskôr, keď 29. januára 1997 vydala prvé IPS s názvom *Treasury Inflation Protected Securities* (TIPS). V tom čase už IPS vydávali krajiny ako Veľká Británia (prvá emisia v r. 1981), Austrália (1985), Kanada (1991), Švédsko (1994), Nový Zéland (1995). Dokonca Izrael (1955) v tom čase mal 79 % svojho dlhu umiestneného v IPS. Vzorom pre štruktúru a mechanizmus TIPS boli kanadské cenné papiere *Real Return Bonds*.

Prečo americká vláda nenasledovala tieto krajiny? Prečo sa neuskutočnila táto emisia skôr po upozornení Milтона Friedmana? K tomuto zdráhavému postoju ju viedli obavy, že investori nebudú mať dostatočný záujem o aukciu, čo by následne mohlo spôsobiť nelikvidnosť týchto cenných papierov. V takom prípade by investori mohli požadovať kompenzáciu za stratu likvidity v podobe likviditnej prémie, čo by zvýšilo náklady dlhu.

Dňa 29. januára 1997 však vláda Spojených štátov mohla konštatovať, že jej obavy neboli oprávnené. Historicky prvá aukcia TIPS s reálnym kupónom 3,375 % a splatnosťou v roku 2007 bola veľmi úspešná. Vláda získala z aukcie, v ktorej záujem pätnásobne prevýšil akceptovaný objem³, 7 mld. USD za reálny úrok 3,45 %. V ten deň

tradičné 10-ročné dlhopisy mali výnos 6,63 %. Pri očakávanej priemernej inflácii 3 % za obdobie 1997 – 2007 tak vláda ušetrila 18 základných bodov, keďže neplatila inflačnú prémiiu.

Výsledok aukcie TIPS bol priaznivý tak pre emitenta (vládu), ako aj pre investorov, ktorí si uvedomovali, že investovaním do TIPS získali istotu, že vlastnia cenný papier, ktorý má reálnu istinu a prináša reálny výnos. Výška minimálneho nákupu bola stanovená na 1 000 USD a mohli sa nakupovať iba násobky tejto sumy. Kupón sa vyplácal dvakrát ročne. TIPS sa emitujú vo forme strednodobých (*notes*) a dlhodobých (*bonds*) dlhových cenných papierov so splatnosťou 5, 10, 20 alebo 30 rokov. Investor si môže ponechať dlhopis do doby splatnosti alebo ho môže kedykoľvek predať.

Hlavný rozdiel medzi TIPS a tradičným dlhopisom spočíva jednak vo výplate kupónových platieb a jednak vo výplate nominálnej hodnoty v deň splatnosti dlhopisu. Obe tieto platby budú upravené o mieru inflácie. Pri výplate kupónových platieb počas životnosti dlhopisu sa táto platba vypláca nie na základe nominálnej hodnoty, ale na základe nominálnej hodnoty zvýšenej o mieru inflácie. Nominálna hodnota dlhopisu sa mení každý deň v závislosti od zmeny inflácie. Investor však nemusí upravovať nominálnu hodnotu každý deň, ale iba vtedy, ak chce preveriť, či sú správne vyplácané kupóny, alebo ak chce cenný papier predať⁴. Inak sa TIPS upravujú dvakrát ročne pri výplate kupónov. Ako ukazovateľ miery inflácie sa využíva sezónne neočistený U.S. *City Average All Items Consumer Price Index for All Urban Consumer* (CPI-U). Nominálna hodnota sa násobí indexom určeným pomerom indexu CPI-U daného dňa k indexu CPI-U v deň emisie. V prípade revízie ukazovateľa CPI-U sa táto zmena spätne nezpracováva do už ocenených TIPS. CPI-U, ako aj index zverejňuje americké ministerstvo financií (*US Treasury*) na dennej báze.

Rozdiel výnosnosti medzi TIPS a tradičným dlhopisom s fixným kupónom je viditeľný z nasledujúceho príkladu. TIPS i tradičný dlhopis majú nominálnu hodnotu 1 000 USD a rovnakú dobu do splatnosti, pri inflácii 3 %. Pre zjednodušenie uvažujeme s výplatom kupónov jedenkrát ročne.

Ako je zrejmé z uvedeného príkladu, ďalším rozdielom medzi tradičným dlhopisom a TIPS je výška kupónu, ktorý je pri TIPS nižší. Spôsobuje to skutočnosť, že v prípade TIPS ide o reálny kupón, ktorý je pri tradičnom dlhopise zvýšený ešte o pré-

Tab. 1 Porovnanie výnosu tradičného dlhopisu a TIPS

	TIPS	Tradičný dlhopis
Úprava nominálu o mieru inflácie	$1\ 000 \cdot 3\ \% = 30$	
NH po prvom roku	1 030	1 000
Kupónová sadzba	2 % – reálna sadzba	3 % – nominálna sadzba
Kupónová platba	$1\ 030 \cdot 2\ \% = 21$	$1\ 000 \cdot 3\ \% = 1\ 030$
Celkový výnos	51	30

Zdroj: NBS.



miu za očakávanú infláciu a prémii za neočakávanú infláciu. V prípade zle odhadnutej inflácie sa môže stať, že reálny kupón pri tradičnom dlhopise je nižší ako pri TIPS.

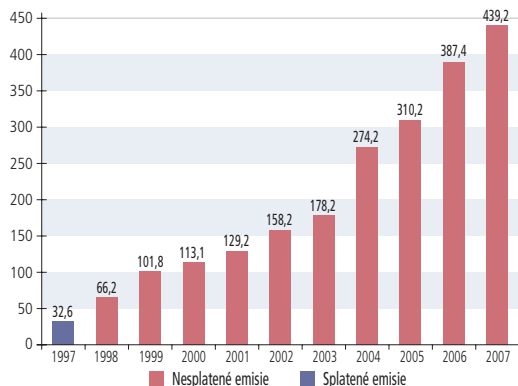
TIPS sú teda plne zabezpečené proti inflácii a investor vie v deň svojej investície, aká reálna hodnota mu bude vyplatená v deň splatnosti. Ale čo sa stane v prípade deflácie? Deflácia predstavuje pokles cenovej hladiny a tak aj investori by sa podľa popísaných pravidiel mala znížiť nominálna hodnota dlhopisu. Bude v takomto prípade pre investora zaujímavé vlastniť taký dlhopis a požičiavať vláde? Už v roku 1997 pri zavádzaní TIPS ministerstvo financií zakomponovalo aj scenár deflácie do pravidiel, ktorými sa riadi tento nástroj finančného trhu. Pri splatnosti sa totiž vždy porovnávajú dve sumy, a to nominálna hodnota upravovaná počas životnosti o zmenu cenovej hladiny a nominálna hodnota v deň emisie. Investorovi je vyplatená vyššia suma, takže TIPS sú zabezpečené nielen proti inflácii, ale aj proti defláci.

Tak ako všetky americké vládne cenné papiere, ani TIPS nepodliehajú štátnej a ani miestnej dani z príjmu, ale sú predmetom federálnej dane. Na rozdiel od tradičných dlhopisov nie je zdaňovaný iba úrokový výnos, ale aj infláciou zvýšená nominálna hodnota cenného papiera. Daň z príjmu z infláciou upravenej nominálnej hodnoty je splatná každoročne aj napriek tomu, že ju investor získa až v deň splatnosti.

AKTUÁLNA SITUÁCIA NA TRHU TIPS

Od roku 1997 vydala vláda Spojených štátov TIPS v nominálnej hodnote približne 439,2 mld. USD, z čoho 32,6 mld. USD už bolo splatených (graf 1). Splatené boli obe historicky prvé emisie emitované v roku 1997 (5-ročná emisia splatná v roku 2002 a 10-ročná emisia splatná v roku 2007). V tomto roku sú naplánované ďalšie dve emisie so splatnosťou 5 a 10 rokov.

Graf 1 Splatené a nesplatené emisie (kumulatívne od r. 1997 v mld. USD)

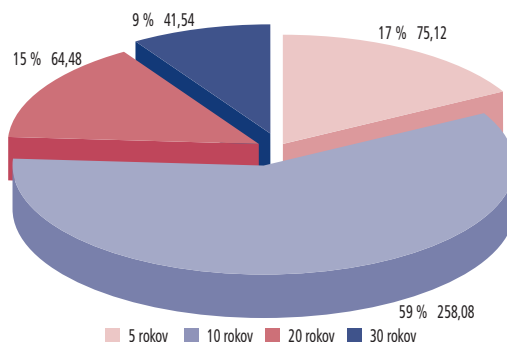


Zdroj: www.treasurydirect.gov.

Najväčší podiel, až 59 % celkovej nominálnej hodnoty vydaných TIPS tvorili 10-ročné dlhopisy (graf 2 a 3). Na druhej strane, najmenej bolo emitovaných 30-ročných TIPS (9 %). Posledná emisia s touto splatnosťou bola v roku 2001.

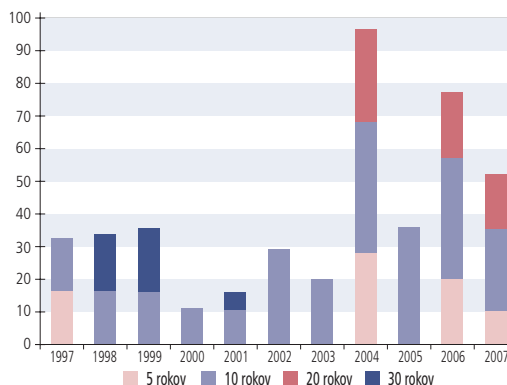
Asociácia pre dlhopisový trh (The Bond Market Association) uskutočnila v roku 2003 prieskum medzi investormi, ktorí už mali vo svojom portfóliu TIPS. Cieľom bolo zistiť, o akú splatnosť TIPS by mali záujem. Až 70 % respondentov sa vyslovilo v prospech 20-ročných TIPS, ktoré dovtedy ešte neboli emitované. A tak zrejme aj tento prieskum, v ktorom bolo oslovených 18 renomovaných bánk nielen z USA, prispel k rozhodnutiu vydávať v nasledujúcich rokoch TIPS so splatnosťou 20 rokov. V súčasnosti tvoria 15 % všetkých emitovaných TIPS.

Graf 2 Emisie členené podľa splatnosti (v %/mld. USD)



Zdroj: www.treasurydirect.gov.

Graf 3 Emisie v jednotlivých rokoch v členení podľa splatnosti (v mld. USD)



Zdroj: www.treasurydirect.gov.

ZÁVER

Investori sa pri svojich investičných rozhodnutiach síce zameriavajú predovšetkým na nominálnu mieru ich investície, ale v skutočnosti je to práve reálna miera, ktorú treba brať do úvahy pri posudzovaní výhodnosti investície. Rozdiel medzi oboma veličinami spočíva predovšetkým v poklese kúpnej sily nominálneho výnosu spôsobeného účinkami inflácie. Preto si IPS získavajú dôveru predovšetkým takých investorov do dlhodobých cenných papierov, ktorí poznajú výšku svojich budúcich záväzkov (penzijné spoločnosti), resp. konzervatívnych investorov spravujúcich svoje portfólio dlhodobo (centrálne banky). Pre týchto investorov nie je prvoradá likvidita, ale zachovanie reálnej hodnoty portfólia a bezpečnosť investície. Keďže viaceré krajiny uvažujú s reformami dôchodkového systému, možno očakávať, že doply po IPS bude aj v budúcnosti rásť.

Literatúra:

1. D'Amico, S., Kim, D., Wei, M.: Tips from TIPS: The Informational Content of Treasury Inflation-protected Security Prices. Working paper, marec 2007.
2. Garcia, J. A., Rixtel, A.: Inflation-linked Bonds from a Central Bank Perspective. Occasional Paper Series No 62, European Central Bank, jún 2007.
3. Sack, B., Elsasser, R.: Treasury Inflation-Indexed Debt: A Review of the U.S. Experience. FRBNY Economic Policy Review, máj 2004.
4. The Bond Market Association: Research TIPS Survey, december 2003.
5. Wrase, M. J.: Inflation-Indexed Bonds: How Do They Work? Federal Reserve Bank of Philadelphia, Business Review, júl/august 1997.
6. www.treasurydirect.gov.



Z rokovania Bankovej rady NBS

Dňa 27. novembra 2007 sa uskutočnilo 44. 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 október 2007 a rozhodla ponechať úrokové sadzby na úrovni 2,25 % pre jednodňové sterilizačné obchody, 5,75 % pre jednodňové refinančné obchody a 4,25 % pre dvojtyždňové repo tendre s obchodnými bankami.

BR NBS udelila predchádzajúci súhlas s Dodatkom č. 3 Rokovacieho poriadku Stáleho rozhodcovského súdu Slovenskej bankovej asociácie.

Dňa 4. decembra 2007 sa uskutočnilo 45. rokovanie Bankovej rady Národnej banky Slovenska (BR NBS) pod vedením jej guvernéra Ivana Šramka.

- BR NBS podľa § 6 ods. 2 písm. d) zákona Národnej rady Slovenskej republiky č. 566/1992 Zb. o Národnej banke Slovenska v znení neskorších predpisov schválila Rozhodnutie Národnej banky Slovenska o určení ročných príspevkov dohliadaných subjektov finančného trhu na rok 2008, ktoré bude uverejnené vo vestníku Národnej banky Slovenska a na internetovej stránke NBS (www.nbs.sk).

- BR NBS prerokovala a schválila Plán hlavných úloh NBS na 1. polrok 2008.

KOMENTÁR BR NBS K ROZHODNUTIU O URČENEJ VÝŠKE ÚROKOVÝCH SADZIEB NBS

Banková rada NBS schválila Situačnú správu o menovom vývoji v SR za október 2007 a konštatovala, že inflácia bola aj v októbri ovplyvňovaná vývojom cien potravín. V dôsledku toho sa zrýchlila jej dynamika v porovnaní s predchádzajúcim mesiacom. Z porovnania cenového vývoja v krajinách Európskej únie je zrejmé, že cenový vplyv potravín sa nedotýka len Slovenskej republiky. Ostatné zložky makroekonomického vývoja nezaznamenali výraznejšiu odchýlku od očakávaní centrálnej banky. Vzhľadom na to, že zvýšenie inflácie neovplyvnili domáce dopytové fakto-

ry ale globálny vývoj, nepovažovala Banková rada NBS za potrebné meniť súčasné nastavenie úrokových sadzieb.

Pri rozhodovaní o nastavení menovej politiky brala BR NBS do úvahy nasledujúce faktory:

Inflácia meraná harmonizovaným indexom spotrebiteľských cien pokračovala v medzimesačnom raste a v porovnaní s odhadmi NBS zrýchlila v októbri svoju dynamiku. Vývoj inflácie ovplyvnil ďalší rast cien potravín, a to najmä výrobkov z obilia a mlieka. V oblasti inflácie tak dochádza k napĺňaniu rizík identifikovaných v rámci aktuálnej strednodobej predikcie, avšak NBS predpokladala rozloženie tohto impulzu do viacerých mesiacov. Z pohľadu domácej inflácie ide o nákladový impulz, pričom vybrané makroekonomické indikátory nesignalizujú existenciu dopytových tlakov.

Štatistický úrad SR zverejnil rýchly odhad HDP, ktorý dosiahol relatívne rýchlu dynamiku. Vzhľadom na priaznivý vývoj obchodnej bilancie tak v septembri, ako aj od začiatku roka po uskutočnených revíziách, možno predpokladať, že rast HDP bol aj v treťom štvrtroku spoluvytváraný čistým exportom. Pre uskutočnenie detailnejšej analýzy však treba poznať štruktúru rastu HDP v danom štvrtroku, ale aj v predchádzajúcich obdobiach, nakoľko boli uskutočnené v tejto oblasti metodické zmeny a údaje za reálnu ekonomiku boli tiež revidované. Vývoj mesačných indikátorov trhu práce nesignalizuje odklon negatívnym smerom od očakávaní centrálnej banky. Zároveň úverové aktivity naďalej vykazujú klesajúcu dynamiku.

V rámci diskusie BR NBS konštatovala, že zrýchlenie dynamiky inflácie v októbri nevyvolali domáce dopytové faktory. Vývoj relevantných makroekonomických indikátorov nenaznačoval, že by vznikali dopytové impulzy, pričom súčasne dochádzalo k znižovaniu hodnoty indikátora spotrebiteľskej dôvery. V prostredí prísnych menových podmienok je tak vytvorený priestor pre ponechanie určenej výšky úrokových sadzieb na aktuálnej úrovni.

Tlačové správy

ŠTATISTIKA: NOVÁ TEMATICKÁ OBLASŤ NA INTERNETOVEJ STRÁNKE NBS

Národná banka Slovenska upozorňuje používateľov internetovej stránky NBS, že dňa 28. 11. 2007 zmenila členenie hlavného menu.

Namiesto pôvodnej a v súčasnosti zrušenej tematickej oblasti Bankový sektor v SR, bola vytvorená nová tematická oblasť Štatistika.

Informácie, ktoré tvorili obsah oblasti Bankový sektor SR sú teraz v novom členení dostupné takto:

1. Zoznam bankových subjektov sa nachádza v časti Dohľad nad finančným trhom/Dohľad nad bankovníctvom a obchodníkmi s cennými papiermi.
2. Štatistické údaje za bankový sektor a Harmonizovaná menová a banková štatistika sú v novom členení v časti Štatistika/Menová a banková štatistika.
3. Devízové rezervy bankového sektora a Devízový trh v SR sú v novom členení v časti Štatistika/Štatistika platobnej bilancie.



4. Prehľad o rozvoji peňažného sektora a Číselníky pre internú potrebu bankového sektora boli zaradené ako samostatné časti v tematickej oblasti Štatistika s výnimkou Prevodníka identifikačných kódov bánk pre tuzemský platobný styk, ktorý bol zaradený ako samostatná časť v tematickej oblasti Platobné systémy.

Táto zmena je prvou z pripravovaných rozsiahlych zmien, ktoré NBS pripravuje na svojej internetovej stránke.

EURO DO KAŽDEJ PEŇAŽENKY

Pracovný výbor pre komunikáciu (pracuje pod gesciou NBS) spolu so splnomocnencom vlády SR pre zavedenie eura Igorom Barátom a zástupcami reklamnej agentúry Creo Young&Rubicam predstavili kreatívny návrh informačnej kampane o zavedení eura.

Symbolom kampane bude peňaženka, ktorú doplní slogan Euro do každej peňaženky. Na peňaženke sa objavia aj Sprievodcovia – kreslené postavičky, každá pre inú cieľovú skupinu obyvateľstva. Štylizované postavičky majú dodať informačnej kampani ľudský rozmer. Na peňaženke sa budú počas jednotlivých fáz kampane (bude ich sedem), meniť informácie.

Kampaň stavia na zrozumiteľnosti posolstiev, má informačný a vzdelávací charakter.

„Pre peňaženku sme sa rozhodli preto, že je prvkom, ktorý každý z nás pozná a používa,“ vysvetľuje kreatívne poňatie Michal Ruttkay, riaditeľ agentúry Creo Young&Rubicam.

„Cieľom kampane je dať čo najviac odpovedí na otázky súvisiace so zavedením eura, ktoré ľudí najviac zaujímajú, ako aj zabezpečiť jednoduchý prístup k informáciám.“

Prvá fáza kampane začína už v januári budúceho roka, druhá v júni, respektíve júli v roku 2008. Súčasťou tretej fázy bude aj Deň eura, približne sto dní pred zavedením eura na Slovensku. Počas štvrtej fázy dostane každá domácnosť k dispozícii eurokalkulačku a informačné brožúry. Počas duálneho obehu oboch mien budú na symbolickej peňaženke najmä informácie o tom, ako postupovať pri výmene slovenských korún za eurá. Kampaň bude doznievať aj po zavedení eura. Informovať bude najmä o tom, ako vymeniť koruny.

EURÓPA: POSILŇOVANIE FINANČNÝCH SYSTÉMOV

Regional Economic Outlook: Europa (REO: Európa) je názov štúdie, ktorú začiatkom decembra v Národnej banke Slovenska prezentoval Athanasios Vamvakidis z Medzinárodného menového fondu (MMF). Štúdiu, ktorá sa venuje regionálnym ekonomickým vyhlídkam krajín Európy (vrátane Slovenska), spracoval kolektív autorov európskeho oddelenia MMF. Ďalšiu plánujú zverejniť v apríli budúceho roka, vzápätí po zverejnení štúdie World Economic Outlook.

Každá zo štúdií sa bude venovať ekonomickým vyhlídkam krajín Európy a bude sa venovať jednej či viacerým vybraným témam.

Správa Regional Economic Outlook: Europe, Strengthening Financial Systems (Regionálne ekonomické vyhlídky: Európa, posilňovanie finančných systémov) je dostupná na internetovej stránke <http://www.imf.org/external/pubs/ft/ro/2007/EUR/ENG/ereo1107.htm>

A. Vamvakidis formuloval na záver svojej prezentácie kľúčové otázky, ktoré vyplynuli zo správy pre Slovensko. „Slovenská ekonomika v súčasnosti žne výhody, ktoré vyplynuli z ráznej vládnej politiky. Zavedenie eura je na dohľad, avšak práve tento fakt volá po tom, aby sa pokračovalo vo fiškálnej obozretnosti a štrukturálnych reformách.“

Štrukturálne reformy sú jedinou cestou ako zvýšiť konkurencieschopnosť v krajiny,“ povedal na záver prednášky A. Vamvakidis a odporučil podrobný monitoring bánk, ktoré sa vystavujú úverovému riziku.

POSLANCI NR SR SCHVÁLILI ZÁKON O ZAVEDENÍ EURA V SR

Zákon má zabezpečiť plynulý a bezproblémový prechod zo slovenskej koruny na spoločnú európsku menu euro. Poslanci Národnej rady SR ho schválili 28. 11. 2007.

Generálny zákon vymedzuje viaceré základné pojmy, ktoré sa budú používať aj v iných právnych normách. Jeho jednotlivé ustanovenia sa týkajú duálneho obehu, duálneho oceňovania, pravidiel zaokrúhľovania cien pri prepočte z korún na eurá či pravidiel výmeny pôvodnej korunovej hodnoty po zániku slovenskej meny. Ustanovuje tiež kontinuitu právnych vzťahov ako jeden z dôležitých princípov pri zavedení eura.

Prostredníctvom pozmeňovacích návrhov poslanci pôvodné znenie generálneho zákona mierne upravili. Zpracovali tak napríklad úpravu, podľa ktorej budú banky povinné duálne zobrazovať nielen počiatkový a konečný stav na účte, ale aj sumu všetkých poplatkov, ktoré účtujú klientovi. Akceptovali tiež niekoľko pripomienok Európskej komisie (EK) a Európskej centrálnej banky (ECB) k tomuto zákonu.

Prostredníctvom generálneho zákona sa novelizujú aj ďalšie zákony. Najdôležitejšia je pritom zmena zákona o Národnej banke Slovenska (NBS). Novelou sa totiž prenášajú kompetencie v oblasti meny a emisie bankoviek a mincí z NBS na Európsku centrálnu banku (ECB).

V porovnaní s inými zákonmi je generálny zákon špecifický v určení časových termínov účinnosti viacerých ustanovení. Tá je viazaná na rozhodnutia európskych inštitúcií, najmä Rady EÚ a Európskej centrálnej banky (ECB), ktoré sa ešte dnes nedajú presne určiť. Ide najmä o rozhodnutie o stanovení konverzného kurzu či o určení termínu, kedy sa SR pripojí k eurozóne.

Prvé ustanovenia generálneho zákona by mali byť účinné od 1. januára 2008. Ďalšie budú platiť až odo dňa stanovenia konverzného kurzu pravdepodobne v lete budúceho roka. Väčšina ďalších ustanovení bude potom platiť od zavedenia eura, ktoré je naplánované na 1. januára 2009. Zákon ešte prezident SR nepodpísal.



Štruktúra bankového sektora v EÚ

Európska centrálna banka (ECB) zverejnila v októbri 2007 ročnú správu o štruktúre bankového sektora v EÚ, ktorú vypracoval Výbor pre bankový dohľad Európskeho systému centrálnych bánk (ESCB). Členmi výboru sú predstavitelia národných centrálnych bánk a orgánov bankového dohľadu Európskej únie a ECB.

Správa, ktorá sa od roku 2002 zverejňuje každoročne, hodnotí hlavné oblasti vývoja štruktúry bankového sektora v EÚ v roku 2006 a v prvom polroku 2007. Súčasťou správy sú tiež dve aktuálne štúdie o riadení rizika likvidity v cezhraničných bankových skupinách v EÚ a o distribučných kanáloch v retailovom bankovníctve.

Zo správy vyplývajú nasledujúce najdôležitejšie charakteristiky vývoja štruktúry bankového sektora v EÚ: Konsolidačný proces (o čom svedčí znižujúci sa počet úverových inštitúcií) celkovo pokračoval, hoci v klesajúcej miere (približne 2 % v eurozóne aj v EÚ v roku 2006). Zároveň sa zvýšilo sprostredkovanie (v zmysle celkových aktív bankového sektora), a to dokonca vo vyššej miere, ako je miera HDP (t. j. 12 % v EÚ a 10 % v eurozóne), pričom dosiahlo 321 % HDP v EÚ a 297 % HDP v eurozóne. Zníženie počtu úverových inštitúcií a zvýšenie celkového objemu aktív v bankovom sektore v EÚ je signálom vývinu väčších inštitúcií. Celkový počet fúzií a akvizícií sa od roku 2000 znížil, s výnimkou cezhraničných obchodov medzi bankami EÚ v tretích krajinách, ktorých počet vzrástol najmä v posledných dvoch rokoch. Napopak, zvyšovanie hodnoty fúzií a akvizícií od roku 2003 svedčí o dôležitosti relatívne malého množstva obchodov veľkých rozmerov. Koncentrácia v bankovom sektore v EÚ sa nezmenila a zostala na úrovni minulého roka, pričom vykazuje výrazné rozdiely v rámci členských štátov. Celkovo sú bankové trhy v EÚ stále charakterizované významnými štrukturálnymi rozdielmi. Rozptyl mnohých štrukturálnych ukazovateľov (uvedených v prílohe správy) sa však postupne znižuje, čo znamená, že rozdiely medzi členskými štátmi sa tiež znižujú.

Štúdia o riadení rizika likvidity cezhraničných bankových skupín v EÚ sa zameriava najmä na otázky súvisiace s reguláciou likvidity a s vývojom v organizácii riadenia rizika likvidity bánk v období, ktorému sa venuje správa o štruktúre bankového sektora v EÚ (t. j. najmä do konca roku 2006), ako aj na ich dopad na finančnú stabilitu.

Cezhraničné banky nevnímajú fragmentáciu regulácie rizika likvidity v EÚ ako neprimerané obmedzovanie cezhraničného riadenia likvidity v rámci skupiny. Ostatné regulácie označované bankami za regulácie, ktoré vytvárajú potenciálne prekážky v efektívnom riadení rizika likvidity, sa týkajú domácich, resp. hostiteľských opatrení a významných limitov majetkovej angažovanosti. Okrem toho, hoci cezhraničné banky oceňu-

jú iniciatívy centrálnych bánk zamerané na problémy medzinárodných tokov likvidity a cezhraničné používanie kolaterálu, stále nachádzajú určité prekážky v súvislosti so združovaním likvidity a cezhraničným používaním kolaterálu.

Aj napriek rozdielom v organizácii riadenia rizika likvidity cezhraničných bánk sa potvrdila tendencia k centralizácii politík a postupov riadenia likvidity a k decentralizácii každodenného riadenia likvidity. Ešte stále sa veľmi neuplatňujú sofistikované prístupy k riadeniu rizika likvidity, ale väčšie banky, ktoré ich vyvinuli pre vlastné interné riadenie rizika likvidity, by tiež súhlasili s ich používaním na regulačné účely. Na druhej strane, menšie banky v súčasnosti používajú regulačné ukazovatele likvidity na účely interného riadenia.

Ako najdôležitejšie trhové činitele ovplyvňujúce riadenie rizika likvidity bánk štúdia uvádza skrátenie časového horizontu pre platobné záväzky, používanie trhovejších a potenciálne volatilnejších zdrojov financovania, ako aj rastúcu potrebu kolaterálu vysokej kvality.

Štúdia o distribučných kanáloch v retailovom bankovníctve identifikovala nasledujúci vývoj v distribučných stratégiách bánk:

1. Dochádza k prebudovaniu pobočiek, čo sa týka ich umiestnenia a služieb, s cieľom zabezpečiť ich vyššiu nákladovú efektívnosť a lepšiu integráciu do nových distribučných kanálov, ktoré banky využívajú.
2. Rýchlo sa rozrastajú elektronické kanály, pričom sa používajú nielen na poskytovanie informácií a transakčných služieb, ale tiež na propagáciu a predaj bankových produktov.
3. Banky v snahe riešiť konkurenciu v oblasti spotrebných úverov stále viac spolupracujú s tretími stranami, ako sú napr. maloobchod, finančné spoločnosti a finanční zástupcovia, resp. finančné skupiny poskytujúce služby.

S týmto vývojom a najmä s rastúcim používaním elektronických kanálov sa môžu spájať rôzne typy rizík (napr. operačné riziko, reputačné riziko, riziko likvidity, právne a strategické riziko). Nakoľko je však dôležitosť elektronických kanálov pre väčšinu bánk ešte stále obmedzená, doposiaľ neboli identifikované žiadne náznaky, ktoré by mohli viesť k obavám, pokiaľ ide o finančnú stabilitu. Distribučné stratégie bánk je však potrebné monitorovať aj vzhľadom na ich potenciálny vplyv na konkurenciu a integráciu v bankovom sektore.

Plné znenie správy vrátane príloh sa nachádza v časti Publikácie na internetovej stránke ECB (<http://www.ecb.europa.eu/pub/>).

Zdroj: Tlačová správa ECB.



Informačné materiály o zavedení eura vydala Európska komisia, Európska centrálna banka a Národná banka Slovenska. Zájemcovia si ich môžu objednať a v dohodnutom termíne prevziať na adrese: Národná banka Slovenska, oddelenie komunikácie, Imricha Karvaša 1, 813 25 Bratislava, e-mail: webmaster@nbs.sk.



Obsah ročníka 2007

Abecedný register článkov podľa tematických oblastí

Téma	Autor	Číslo	Strana
CENNÉ PAPIERE			
10. výročie emitovania TIPS	Alexandra Donovalová	12	27
Miera investičného výnosu pokladničných poukážok	Božena Hrvoľová, Lukáš Haruštiak	9	16
CENTRÁLA ÚVEROVÝCH RIZÍK			
Jubileum Registra bankových úverov a záruk v SR	Ladislav Kátrik	6	15
DOHĽAD NAD FINANČNÝM TRHOM			
Kontrolné a regulačné inštitúcie dohliadajúce na finančný trh v Európe – 1. časť	Adriana Chovanová	5	11
Kontrolné a regulačné inštitúcie dohliadajúce na finančný trh v Európe – 2. časť	Adriana Chovanová	6	21
EKONOMICKÉ MODELOVANIE			
Aký makroekonomický model je najlepší pre centrálnu banku	Branislav Reľovský	12	19
DSGE modelovanie – nová výzva pre NBS	Matúš Senaj	8	30
EURÓPSKE FONDY			
Fakty rozvoja konkurencieschopnosti regiónov na Slovensku	Miloš Mrva	8	15
Nástroje podpory regionálneho rozvoja na Slovensku	Miloš Mrva	9	9
Využitie finančných prostriedkov z predvstupových a štrukturálnych fondov – 1. časť	Anna Polednáková, Norman Polednák	8	18
Využitie finančných prostriedkov z predvstupových a štrukturálnych fondov – 2. časť	Anna Polednáková, Norman Polednák	9	12
EUROZÓNA			
Rakúšania si na euro zvykli a darí sa im s ním dobre	–	10	24
FINANČNÁ ANALÝZA			
Zhodnotenie finančnej situácie vybraných bánk skupiny Intesa Sanpaolo v Srbsku, Chorvátsku a na Slovensku – 1. časť	Martin Kračinovský, Eva Kafková	9	24
Zhodnotenie finančnej situácie vybraných bánk skupiny Intesa Sanpaolo v Srbsku, Chorvátsku a na Slovensku – 2. časť	Martin Kračinovský, Eva Kafková	10	9
FINANČNÁ STABILITA			
Hedžové fondy z perspektívy finančnej stability a regulácie	Tomáš Tózsér	8	10
FINANČNÉ DERIVÁTY			
Zhodnotenie kontraktov futures z hľadiska kreditného rizika	Alexandra Donovalová	6	27



Téma	Autor	Číslo	Strana
FINANČNÝ TRH			
Analýza garantovaných a airbag certifikátov	Michal Šoltés, Vincent Šoltés	1	24
Dohľad Národnej banky Slovenska v oblasti ochrany pred legalizáciou príjmov z trestnej činnosti	Ján Vyhňálik	12	22
Finančný sektor SR ako súčasť jednotného finančného trhu EÚ	Ludmila Fabová	3	8
Finančné nástroje v súlade s IFRS	Viktória Čejková, Eva Hýblová	3	14
Forfaiting a tendencie jeho vývoja v novom podnikateľskom prostredí	Nikoleta Puchá	3	19
Kreditné deriváty ako produkt globálneho finančného trhu	Viera Malacká	4	18
Tendencie na medzinárodných OTC devízových trhoch a slovenský devízový trh	Anežka Jankovská, Miroslav Makúch	1	18
Vývoj na domácich finančných trhoch v priebehu roku 2006	Odbor bankových obchodov	6	11
KAPITÁLOVÝ TRH			
Deriváty na kapitálovom trhu	Mikuláš Szilagyi, Tomáš Klieštík	4	14
KOMERČNÉ BANKOVNÍCTVO			
Retailové bankovníctvo – významná oblasť podnikania komerčných bánk	Jaroslav Belás	10	16
Vývoj bankového sektora a jeho vplyv na financovanie podnikov – 1. časť	Viktória Vargová	10	13
Vývoj bankového sektora a jeho vplyv na financovanie podnikov – 2. časť	Viktória Vargová	11	27
LEGISLATÍVA			
Právna úprava úveru v slovenských právnych predpisoch	Soňa Kubincová	4	12
Sprostredkované vlastníctvo cenných papierov na Slovensku a v zahraničí	Peter Baláž	7	18
Úverové zmluvy podľa nemeckého práva	Katarína Chovancová	3	26
Zoznam zákonov a iných všeobecne záväzných právnych predpisov patriacich do kompetencie Národnej banky Slovenska platných k 1. 4. 2007	Renáta Bašková	4	8
MENOVÁ POLITIKA			
Analýza vplyvu menovej politiky na úrokové príjmy a výdavky podnikov a obyvateľstva	Rastislav Čársky, Katarína Trajlinková	3	2
Vývoj úrokových nákladov a výnosov a ich dopad na finančné hospodárenie bankového sektora	Rastislav Čársky, Katarína Trajlinková	4	2
NA AKTUÁLNU TÉMU			
Analýza vplyvu výmenného kurzu na spotrebiteľské ceny	Michal Doliak, Branislav Karmažin	11	4
Ceny nehnuteľností, rast úverov a implikácie pre menovú politiku	Ján Beka	12	2
Energetika a otázky vývoja cien energií na Slovensku v posledných rokoch – 1. časť	Mikuláš Cár	5	7
Energetika a otázky vývoja cien energií na Slovensku v posledných rokoch – 2. časť	Mikuláš Cár	6	2
Financovanie a finančná situácia podnikateľskej sféry na Slovensku v priebehu roku 2006	Ján Beka	1	6
Generálny zákon o zavedení eura	Štefan Hrčka	5	2
Hotovostný peňažný obeh v Slovenskej republike	Milada Vlnková	6	8



Téma	Autor	Číslo	Strana
NA AKTUÁLNU TÉMU			
Konvergencia a synchronizácia cyklov a symetria šokov	Tibor Lalinský, Martin Šuster, Juraj Zeman	7	2
Meranie úrokového rizika bánk	Kristína Vincová	4	4
Stresové testovanie rizika poklesu cien nehnuteľností v slovenskom bankovom sektore	Viktor Lintner, Štefan Rychtárik	5	3
Obilniny ako potenciálny globálny inflačný faktor	Mikuláš Cár	10	2
Odhad dopytu po peniazoch v Slovenskej republike	Viera Kolárová, Rastislav Čársky	8	2
Odhad pôsobenia výmenného kurzu na domáce ceny	Milan Výškrabka	11	9
Odhad spotrebnej funkcie a prognóza spotreby	Matúš Senaj	9	2
Otázky konvergencie v ekonomikách s fixným kurzom – skúsenosť pobaltských krajín	Nadežda Stanová	12	11
Pôsobenie Balassa-Samuelsonovho efektu v slovenskej ekonomike	Anna Vladová	11	18
Program Európskej únie PHARE	Monika Čunderlíková	1	12
Realitný trh a vývoj cien nehnuteľností na bývanie na Slovensku v roku 2006	Mikuláš Cár	7	10
Vplyv výmenného kurzu na infláciu	Peter Ševčovic	11	2
Výmenné relácie v zahraničnom obchode	Marián Osúch	9	6
Vývoj cien nehnuteľností na bývanie	Mikuláš Cár	1	2
Vývoj obeživa v SR, porovnanie s krajinami V4 a eurozónou a alokačný kľúč emisie bankoviek v eurozóne	Rastislav Čársky, Natália Valentovičová	2	2
NÁRODOHOSPODÁRSKE OTÁZKY			
Finančná kondícia slovenských podnikov v rokoch 2001 – 2005	Karol Zalai	1	14
Makroekonomická výkonnosť slovenskej ekonomiky v rokoch 1996 – 2006	Ján Haluška	6	17
Medzinárodná obchodná integrácia ako dôležitý predpoklad prehlbovania medzinárodnej finančnej integrácie	Rajmund Mirdala	8	26
Vecné aspekty vývoja deficitu obchodnej bilancie SR v rokoch 2004 – 2006	Ján Haluška, Miroslav Klúčik	9	19
Vývoj a zmeny v komoditnej štruktúre zahraničného obchodu SR	Štefan Samson	2	16
Zníženie sadzby dane z pridanej hodnoty a spotrebných daní a ich vplyv na tvorbu cien	Ivan Figura	5	24
PAMÄTNÉ MINCE			
Komárňanská pevnosť na pamätnej striebornej minci	Dagmar Flaché	5	29
PENIAZE V DEJINÁCH			
Z histórie platidiel – počiatky peňažníctva od predpeňažných platidiel po mince	Marián Tkáč	10	26
PLATOBNÝ STYK			
Platobné karty	Lenka Bernacká	8	22
PRIPOMÍNAME SI			
Sto rokov od podpisu M. Bosáka na dolárových bankovkách	Martin Bosák	7	30
POSTREHY – PODNETY			
Poistná zmluva – vybrané problémy	Soňa Kubincová	9	30



Téma	Autor	Číslo	Strana
PROFILY SVETOVÝCH EKONÓMOV			
Alan Greenspan	Judita Táncošová, Eva Muchová	3	22
Edmund S. Phelps	Vladimír Gonda	2	20
POISŤOVNÍCTVO			
Bankopoisťovníctvo – pojem, história a vznik – 1. časť	Anton Korauš	1	26
Bankopoisťovníctvo – pojem, história a vznik – 2. časť	Anton Korauš	2	27
Bankopoisťovníctvo je účinný, efektívny a vzájomne výhodný vzťah banky a poisťovne	Anton Korauš	5	20
Poistenie pohľadávok v krajinách Európskej únie	Barbora Drugdová, Peter Marko	4	26
Poistenie rizika informačných a komunikačných technológií a systémov	Zuzana Krátka	11	29
Poistné krytie prírodných katastrof	Anna Majtánová, Peter Marko	5	16
Vplyv globalizácie na poistné trhy	Zuzana Krátka	7	24
POSTREHY – PODNETY			
Odvodenie vzorca pre cenu úrokovej opcie	Martin Svitek	4	22
Perspektívy vývoja kurzu USD/EUR	Anna Neumannová	1	29
RECENZIA			
Analýza finančných trhov, Hrvoľová, B. a kol.	Anna Majtánová	4	25
Finančno-ekonomická analýza podniku, Zalai, K. a kol.	Jozef Kráľovič	3	31
Finančný manažment, Kráľovič, J., Vlachynský, K.	Karol Zalai	7	28
Rozum a cit na finančných trhoch, Baláž, V.	Slavomír Šťastný	10	23
Solventnosť poisťovní, Pastoráková, E.	Zuzana Litvová	7	28
ŠTATISTIKA A INFORMATIKA			
Aplikačné programové systémy STATUS a STATUS DFT a ich úloha v komunikácii na finančnom trhu	Milan Florián, Ján Seman	7	15
Z ARCHÍVU NBS			
Investičná banka	Mária Kačkovičová	7	29
Hypotečná banka česká, filiálka Bratislava	Andrea Leková	1	30
Poštová sporiteľňa v Bratislave	František Chudják	2	30
Sedliacka banka	Tatiana Cvetková	6	31
Slovenská hypotečná a komunálna banka	Andrea Leková	3	30
Union Banka, Bratislava	Andrea Leková	4	30
Z MUZEÁLNYCH ZBIEROK NBS			
Cesty zberateľstva v umení 15. – 18. storočia	Erika Grniaková	10	30
ZO ZAHRANIČIA			
Súkromno-verejné partnerstvá a financovanie infraštruktúry	Philippe Maystadt	2	10
Prechod Slovinska na euro – jasný úspech	–	5	30