

7

Júl 2007
Ročník 15

ODBORNÝ
BANKOVÝ
ČASOPIS



UBIT



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA



Viliam Ostrožlík – viceguvernér Národnej banky Slovenska



od 1. 3. 2007 členom Bankovej rady Národnej banky Slovenska.

Ing. Viliam Ostrožlík, MBA, sa narodil 8. 2. 1969 v Šuranoch. V roku 1992 ukončil štúdium na Elektrotechnickej fakulte Slovenskej technickej univerzity v Bratislave, so zameraním na ekonomiku a riadenie. V roku 2000 ukončil štúdium MBA na The Katz Graduate School of Business, The University of Pittsburgh. V rokoch 1992 až 1998 pracoval v rôznych pozíciách vo Všeobecnej úverovej banke, a. s. Od roku 1998 do roku 2000 zastával pozíciu generálneho riaditeľa divízie treasury, od roku 2000 až do roku 2002 pozíciu riaditeľa odboru treasury – obe funkcie vo VÚB, a. s. V roku 2002 bol členom Burzovej komory Burzy cenných papierov v Prahe. Od 1. júla 2003 do 28. februára 2007 pracoval v Privatbanke, a. s. (do 1. 11. 2005 Banka Slovakia), kde od 6. augusta 2003 do 28. februára 2007 pracoval vo funkcii predsedu predstavenstva a generálneho riaditeľa.



Prezident Slovenskej republiky Ivan Gašparovič za účasti predsedu vlády SR Roberta Fica dňa 11. júla 2007 slávnostne vymenoval Ing. Viliama Ostrožlíka, MBA, do funkcie viceguvernéra Národnej banky Slovenska. Nový viceguvernér je



Výstava Slovenské eurové mince v Poprade



Foto: Pavel Kochan

Od 28. júna 2007 je v priestoroch Tatranskej galérie v Poprade (Hviezdoslavova 12) otvorená výstava Slovenské eurové mince – výstava výtvarných návrhov slovenských strán eurových mincí. Za účasti podpredsedu Prešovského samosprávneho kraja Milana Barana, zástupcov bánk a ďalších predstaviteľov spoločenského a kultúrneho života výstavu slávnostne otvoril člen Bankovej rady Národnej banky Slovenska a výkonný riaditeľ za oblasť výskumu NBS Ľudovít Ódor. Výstava bude sprístupnená verejnosti do 15. augusta 2007 denne okrem pondelka, od 10.00 do 17.00 h.



BIATEC

Odborný bankový časopis
Júl 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: 16. 7. 2007

Dátum vydania: 23. 7. 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

- Konvergencia, synchronizácia cyklov a symetria šokov 2
(Ing. Tibor Lalinský, Mgr. Martin Šuster, PhD.,
RNDr. Juraj Zeman, CSc.)
Realitný trh a vývoj cien nehnuteľností na bývanie
na Slovensku v roku 2006. 10
(Ing. Mikuláš Cár, PhD.)

Š T A T I S T I K A A I N F O R M A T I K A

- Aplikačné programové systémy STATUS a STATUS DFT
a ich úloha v komunikácii na finančnom trhu 15
(Ing. Milan Florián, CSc., Ing. Ján Seman)

L E G I S L A T Í V A

- Sprostredkované vlastníctvo cenných papierov
na Slovensku a v zahraničí 18
(JUDr. Mgr. Peter Baláž)

P O I S Ť O V N Í C T V O

- Vplyv globalizácie na poisťné trhy 24
(Ing. Mgr. Zuzana Krátka)

R E C E N Z I A

- Solventnosť poisťovní, Pastoráková, E. 28
(Ing. Zuzana Littvová, PhD.)
Finančný manažment, Kráľovič, J., Vlachynský, K. 28
(prof. Ing. Karol Zalai, CSc.)

Z A R C H Í V U N B S

- Investičná banka. 29
(Mgr. Mária Kačkovičová)

P R I P O M Í N A M E S I

- Sto rokov od podpisu M. Bosáka na dolárových bankovkách. ... 30
(Ing. Martin Bosák, PhD.)

I N F O R M Á C I E

- Z rokovania Bankovej rady NBS 31



Konvergencia, synchronizácia cyklov a symetria šokov¹

Ing. Tibor Lalinský, Mgr. Martin Šuster, PhD., RNDr. Juraj Zeman, CSc.
Národná banka Slovenska

ÚVOD A ZHRNUTIE

Slovenské hospodárstvo rastie silným tempom, stúpa produktivita práce, zvyšuje sa zamestnanosť a klesá nezamestnanosť. Reálna konvergencia v súčasnosti napreduje rýchlejšie než nominálna konvergencia a predstavuje významný podporný faktor nominálnej konvergenzie. Podmienky pre udržateľné splnenie kritérií na zavedenie eura v plánovanom termíne 1. 1. 2009 sú priaznivé.

V súčasnosti Slovensko plní iba kritérium dlhodobej úrokovej miery. Aktuálny vývoj a výhľad nominálnych kritérií však potvrdzuje schopnosť splniť koncom roka 2007 všetky kritériá.

V roku 2006 bol na Slovensku zaznamenaný historicky najvyšší ekonomický rast. Stúpajúca produktivita práce sa prejavila v spomalení dynamiky jednotkových nákladov práce. Výrazný nárast zamestnanosti sa premietol v poklese miery nezamestnanosti. Trh práce, predovšetkým dlhodobá nezamestnanosť, však zostáva naďalej úzkym miestom reálnej konvergenzie. Napriek rýchlorastúcemu vývozu sa deficit bežného účtu medziročne prehĺbil. Postupný nábeh výroby v nových podnikoch automobilového a elektrotechnického priemyslu by mal viesť k zmenšovaniu vonkajšej nerovnováhy a pokračovaniu ekonomického rozvoja Slovenska.

V súčasnosti už hospodársky cyklus Slovenska vykazuje určitú mieru synchronizácie s hospodárskym cyklom eurozóny. Ponukové šoky sú tiež čiastočne zladené a ich synchronizácia sa zvyšuje. Vplyvom štrukturálnych reforiem boli dopytové šoky na Slovensku v porovnaní s dopytovými šokmi v eurozóne donedávna asymetrické. Na základe skúseností z krajín eurozóny možno očakávať, že po zavedení eura sa stanú dopytové šoky symetrickejšími.

1. NOMINÁLNA KONVERGENCIA

Aktuálny stav plnenia maastrichtských kritérií

Slovensko v súčasnosti plní iba kritérium výšky dlhodobej úrokovej miery.

Podiel verejného dlhu na HDP je dlhodobo nižší než referenčná hodnota a v roku 2006 sa ešte znížil.² Deficit rozpočtu verejnej správy dosiahol úroveň 3,4 % HDP,³ t. j. hodnotu nad hranicou 3 % HDP. Medziročne sa znížil aj podiel deficitu verejných financií bez vplyvu zavedenia druhého dôchodkového piliera.⁴ Fiškálne kritérium Slovensko v roku 2006 nespĺnilo (bližšie box). Pre zavedenie eura v plánovanom termíne je nevyhnutné znížiť celkový deficit rozpočtu verejnej správy na potrebnú úroveň v roku 2007.

V priebehu roku 2006 sa priemerná dvanásťmesačná miera inflácie vzdialila od referenčnej hodnoty inflačného kritéria. Hlavným dôvodom rýchlejšieho rastu inflácie v tomto roku bola vyššia ako očakávaná dynamika cien energií a cien potravín. Začiatkom roku 2007 však došlo k výraznému spomaleniu inflácie a medziročná inflácia klesla pod referenčnú hodnotu. Keďže priemerná dvanásťmesačná miera inflácie bola v apríli 2007 stále vyššia než referenčná hodnota, Slovensko zatiaľ nespĺňa kritérium cenovej stability.

Rast inflačných očakávaní v EÚ sa prejavil vo zvýšení priemernej dlhodobej úrokovej miery, ako aj referenčnej hodnoty. Priemerná dlhodobá úroková miera na Slovensku je však naďalej výrazne nižšia ako referenčná hodnota.

Pri vstupe slovenskej koruny do mechanizmu výmenných kurzov (ERM II) sa centrálna parita stanovila na úrovni 38,4550 SKK/EUR. Slovenská ekonomika odvtedy prešla významnými štruktú-

1 Tento príspevok prezentuje hlavné časti aktuálnej analýzy konvergenzie vypracovanej odborom výskumu NBS. Nevenujeme sa porovnaniu konvergenzie SR s ostatnými krajinami V4. Úplná verzia štúdie je k dispozícii na adrese http://www.nbs.sk/PUBLIK/07_KOL1.PDF.

2 Objem verejného dlhu klesol iba mierne (z 507,4 mld. Sk v roku 2005 na 503,1 mld. Sk v roku 2006). Rozhodujúci vplyv na pokles pomeru dlhu k HDP mal rýchly medziročný rast HDP v bežných cenách.

3 Schodok rozpočtu verejnej správy bol pôvodne rozpočtovaný na úrovni 4,2 % HDP. Nižší deficit sa dosiahol vďaka lepšiemu výsledku hospodárenia verejnej správy (vplyv 0,6 % HDP) a vyššiemu ekonomickému rastu (vplyv 0,2 % HDP).

4 V súčasnosti sa už náklady dôchodkovej reformy zahŕňajú do deficitu.

Tab. 1 Plnenie maastrichtských kritérií

| | | Aktuálna hodnota (apríl 2007) | Referenčná hodnota (apríl 2007) |
|------------------------|-----------------|--|--|
| Fiškálne kritérium | Verejný deficit | 3,4 % HDP ¹⁾ | ≤ 3 % HDP |
| | Verejný dlh | 30,7 % HDP ¹⁾ | ≤ 60 % HDP |
| Miera inflácie (HICP) | | 3,5 % | ≤ 3,0 % |
| Dlhodobá úroková miera | | 4,5 % | ≤ 6,4 % |
| Nominálny výmenný kurz | | účasť v ERM II od 28. 11. 2005 ²⁾ | účasť v ERM II dva roky bez výrazných napätí |

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

1) Rok 2006.

2) Od vstupu do ERM II sa 10-dňový priemer kurzu koruny pohyboval v intervale 13,2 % (smerom k zhodnoteniu) až +0,23 % (smerom k znehodnoteniu) okolo pôvodne stanovenej parity 38,4550 SKK/EUR. Po zmene parity sa kurz pohyboval výlučne v apreačnom pásme do -5,8 % (smerom k zhodnoteniu).



FORMÁLNE PODMIENKY PLNENIA FIŠKÁLNEHO KRITÉRIA

V apríli 2007 sa skončilo prechodné obdobie Eurostatu, takže v súčasnosti sa už musí deficit vykazovať vrátane nákladov na dôchodkovú reformu.

Pakt stability a rastu umožňuje prekročiť referenčnú hodnotu 3 % v súvislosti s dôchodkovou reformou. Konkrétne v druhom roku dôchodkovej reformy je možné prekročiť referenčnú hodnotu o 80 % nákladov, čo v prípade Slovenska predstavuje približne 0,9 % HDP. Keďže referenčnú hodnotu prekračujeme len o 0,4 % HDP, podmienky Paktu stability a rastu plníme (čl. 2 ods. 7 nariadenia Rady EK 1467/97 v znení 1056/2005). Navyše prekročenie je dočasné (v roku 2005 bol deficit pod 3 % HDP a v roku 2007 bude deficit opäť pod 3 % HDP) a deficit je stále blízko referenčnej hodnoty (neprekračuje ju o viac ako 0,5 % HDP). Podmienky Paktu stability a rastu teda v zásade plníme.

Pre plnenie maastrichtských kritérií po formálnej stránke je rozhodujúce to, že Slovensko sa od roku 2004 nachádza v situácii nadmerného deficitu. Rada EÚ dala Slovensku lehotu na jeho odstránenie do roku 2007. Slovensko pre-

to zostáva v situácii nadmerného deficitu, hoci medzitým už nadmerný deficit odstránilo v roku 2005 (na základe revidovaných dát nebol nadmerný deficit nielen v roku 2005, ale ani v roku 2004, a to aj po zarátaní nákladov dôchodkovej reformy). Pre zrušenie postupu pri nadmernom deficite je však potrebné, aby deficit klesal, v opačnom prípade si krajina nemôže uplatniť zohľadnenie nákladov dôchodkovej reformy. Keďže deficit v roku 2006 oproti roku 2005 vzrástol, nie je možné očakávať zrušenie postupu pred aprílom 2008.

V podobnej situácii ako Slovensko bola aj Malta, ktorá sa tiež nachádzala v situácii nadmerného deficitu od r. 2004. Európska komisia zverejnila 16. 5. 2007 konvergenčnú správu, v ktorej pozitívne hodnotila vývoj na Malte a navrhla Rade EÚ zrušiť jej výnimku. Zároveň v ten istý deň dala Komisia Rade aj návrh na ukončenie postupu pri nadmernom deficite na Malte. Vzhľadom na to, že proces zrušenia postupu pri nadmernom deficite je rýchlejší ako rozhodnutie o zavedení eura v členskej krajine EÚ, pred finálnym rozhodnutím o zrušení výnimky na Malte už bude postup pri nadmernom deficite ukončený a teda Malta bude aj po formálnej stránke spĺňať fiškálne kritérium.

rálými zmenami. Zdravé makroekonomické politiky a významný prílev priamych zahraničných investícií v posledných rokoch viedli k postupnému zrýchlovaniu hospodárskeho rastu. Diferenciál rastu produktivity práce voči eurozóne viedol k významnému posilneniu rovnovážneho reálneho kurzu. Pri relatívne nízkej inflácii sa to premietlo aj do úrovne nominálneho kurzu. Centrálna parita preto prestala byť v súlade s aktuálnym stavom hospodárstva. Na žiadosť Slovenska sa po dohode členov výboru pre ERM II centrálna parita slovenskej koruny v ERM II revalvovala s účinnosťou od 19. marca 2007. Nová centrálna parita koruny voči euru bola stanovená na úrovni 1 euro = 35,4424 Sk. Spodná hranica pre povinné intervencie sa znížila na 30,1260 SKK/EUR a horná hranica klesla na 40,7588 SKK/EUR.

V období po parlamentných voľbách, v júli 2006, sa kurz koruny dočasne oslabil a koruna zotrvala niekoľko dní na depreciačnej strane fluktuálneho pásma. Keďže vývoj kurzu koruny neodrážal vývoj ekonomiky a príliš sa oslaboval, NBS intervenovala proti nadmernej volatilitě koruny. Následne kurz slovenskej koruny pokračoval v posilňovaní a nadobúdala historicky najvyššie hodnoty. Väčšinu obdobia účasti koruny v ERM II sa s korunou obchodovalo na apreciačnej strane fluktuálneho pásma, v apríli 2007 sa jej hodnota pohybovala na úrovni približne 6 % nad centrálnou paritou. Doposiaľ najslabšiu hodnotu zaznamenal nominálny výmenný kurz 20. marca 2007, keď dosiahol hodnotu 32,878 SKK/EUR.

Vstupom do ERM II Slovensko splnilo základné systémové podmienky pre hodnotenie stability výmenného kurzu. Plnenie kurzového krité-

ria však nemôžeme zatiaľ hodnotiť, lebo nebola splnená podmienka dvojročného členstva v ERM II.

Výhľad splnenia maastrichtských kritérií

V záujme splnenia podmienok na zavedenie eura v roku 2009 bude potrebné pokračovať v konsolidácii verejných financií a dosiahnuť v roku 2007 deficit verejných financií nepresahujúci 3 % HDP.⁵ Inflácia meraná HICP by mala najneskôr začiatkom roku 2008 s určitou rezervou klesnúť pod očakávanú referenčnú hodnotu približne 2,7 %.⁶ Vychádzajúc z oficiálnych materiálov Ministerstva financií SR⁷ a Národnej banky Slovenska⁸ by Slovensko malo byť schopné tieto kritériá splniť.

Pri hodnotení plnenia fiškálneho kritéria vychádzame z deficitu verejných financií po zohľadnení vplyvu dôchodkovej reformy. V súčasnosti už nie je možné vykazovať deficit verejných financií bez vplyvu dôchodkovej reformy, ktorý zvyšuje deficit o 1,1 % HDP v roku 2007 a o 1,2 % HDP v roku 2008 a 2009. Aktuálna predikcia vývoja verejných financií je v súlade s plánovanou fiškálnou konsolidáciou, ku ktorej sa Slovensko zaviazalo v konvergenčnom programe a rozpočte na rok 2007. Pri dodržaní plánovanej úrovne deficitu verejných financií v roku 2007 by malo dôjsť k zrušeniu postupu pri nadmernom deficite vyplývajúceho z Paktu stability a rastu. To umožní splniť fiškálne kritérium. Pri očakávanom priaznivom ekonomickom vývoji by však tempo fiškálnej konsolidácie mohlo byť v najbližších dvoch rokoch ešte rýchlejšie.

Podľa východísk pre tvorbu rozpočtov na roky 2008 až 2010⁹ bude deficit verejných financií v nasledujúcich rokoch klesať. Aktuálne navrhované

5 Z formálneho hľadiska je najdôležitejšie zrušenie postupu pri nadmernom deficite.

6 Odhad referenčnej hodnoty na základe vlastných výpočtov. Vzhľadom na neistotu súvisiacu s budúcou úrovňou referenčnej hodnoty je potrebné cieľiť o niečo nižšiu infláciu. Na porovnanie, hodnota inflačného kritéria vypočítaná na základe bodových odhadov Európskej komisie pre infláciu v krajinách EÚ v roku 2007 predstavuje 2,8 %.

7 Konvergenčný program Slovenska na roky 2006 až 2010, MF SR, november 2006, a Návrh východisk rozpočtu verejnej správy na roky 2008 až 2010, apríl 2007.

8 Strednodobá predikcia P2Q-2007, apríl 2007.

9 Návrh východisk rozpočtu verejnej správy na roky 2008 až 2010, MF SR, apríl 2007.



Tab. 2 Výhľad plnenia maastrichtských kritérií

| Kritérium | 2007 | 2008 | 2009 | |
|----------------------------|-----------------------------------|------|------|------|
| Fiškálne kritérium (% HDP) | Verejný deficit | 2,9 | 2,3 | 1,8 |
| | Verejný dlh | 31,8 | 31,0 | 29,7 |
| | budeme plniť | | | |
| Miera inflácie (HICP, %) | 1,5 | 1,9 | 2,2 | |
| | budeme plniť | | | |
| Dlhodobá úroková miera (%) | 4,3 | - | - | |
| | budeme plniť | | | |
| Nominálny výmenný kurz | členstvo v ERM II od 28. 11. 2005 | | | |
| | budeme plniť | | | |

Zdroj: MF SR, NBS, vlastné výpočty.

podielu deficitu verejnej správy na HDP na roky 2008 a 2009 sú o 0,1 % HDP nižšie než pôvodne schválené hodnoty. Požiadavka Paktu stability a rastu týkajúca sa každoročného znižovania štrukturálneho deficitu verejných financií bez vplyvu jednorazových faktorov o 0,5 % HDP by mala byť splnená. Podiel verejného dlhu na HDP je dlhodobo výrazne nižší než referenčná hodnota a v nasledujúcich rokoch ešte poklesne.

Podľa aktuálnej strednodobej predikcie NBS¹⁰ priemerná medziročná inflácia meraná HICP v roku 2007 klesne na 1,5 %. V nasledujúcich dvoch rokoch sa inflácia mierne zvýši. Na základe našich odhadov referenčná hodnota na rok 2007 bude približne 2,7 %.¹¹ Kritérium cenovej stability bude v roku 2007 splnené udržateľným spôsobom, keďže neočakávame nárast inflácie nad referenčnú hodnotu ani v rokoch 2008 a 2009. Pravdepodobnosť, že referenčná hodnota bude nižšia ako 1,5 % (čo je súčasný odhad inflácie na Slovensku) je na základe simulácií menej ako 1 %.

Postupný rast úrokových sadzieb v členských krajinách EÚ vytvoril podmienky na rast dlhodobej úrokovej miery na Slovensku bez ohrozenia plnenia maastrichtského kritéria. Aktuálny menový a hospodársky vývoj vytvára predpoklady na ďalší pokles úrokového diferenciálu medzi úrokovou mierou na Slovensku a dlhodobými sadzba-

mi v eurozóne. Na základe odhadov budúceho vývoja bude Slovensko naďalej s veľkou rezervou plniť kritérium dlhodobej úrokovej miery aj v ďalších rokoch.

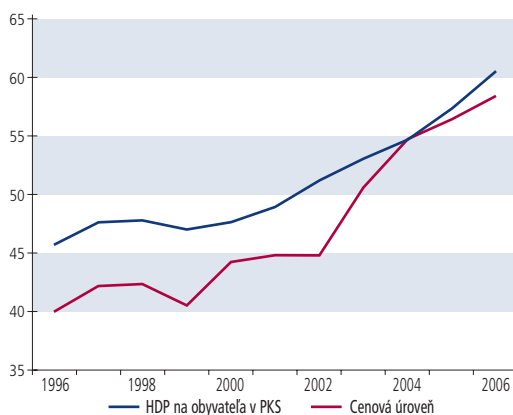
Doterajší vývoj výmenného kurzu a pretrvávajúce pozitívne makroekonomické očakávania naznačujú, že fluktuálne pásmo $\pm 15\%$ sa počas nášho pôsobenia v ERM II nenaruší a kritérium stability výmenného kurzu sa splní. Kurz sa v poslednom období nachádzal väčšinou v strednej tretine apreciačnej strany fluktuálneho pásma, čo je z pohľadu plnenia kritérií oblasť s najväčšími rezervami.

2. REÁLNA KONVERGENCIA

Aktuálny stav reálnej konvergencie

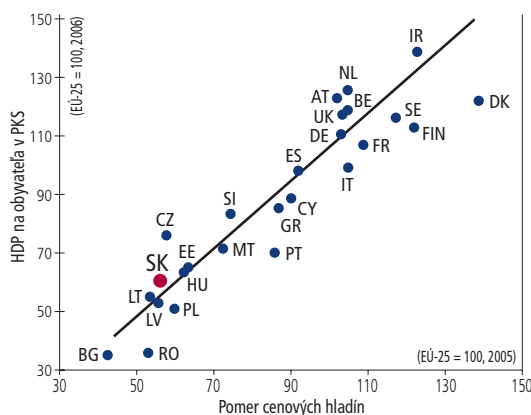
Trend postupného zrýchľovania ekonomického rastu pozorovateľný od roku 2000 sa v roku 2006 ešte viac sa zvýraznil. Reálny rast HDP v 3. a 4. štvrtroku 2006 dosiahol rekordných 9,8 a 9,6 % (medziročne). Priemerný reálny rast HDP za rok 2006 dosiahol 8,3 %. K zrýchleniu výkonnosti ekonomiky prispel najmä nárast zahraničného dopytu, ale aj konečná spotreba a investície. Výkonnosť ekonomiky SR meraná ukazovateľom HDP na obyvateľa v parite kúpnej sily (PKS) sa zvýšila na 60,2 %¹² priemernej výkonnosti EÚ.

Graf 1 Vývoj reálnej konvergencie SR (priemer EÚ-25 = 100)



Zdroj: Eurostat, vlastné výpočty.

Graf 2 Pomer cenových hladín a výkonnosti krajín EÚ



Zdroj: Eurostat.

10 Strednodobá predikcia (P2Q-2007), NBS, apríl 2007.

11 Metodika odhadu je bližšie opísaná v boxe 12 v Šuster a kol.: Vplyv zavedenia eura na slovenské hospodárstvo. NBS, marec 2006. Ako vstupné údaje využívame jarnú prognózu Európskej komisie a Strednodobú predikciu (P2Q-2007).



Tab. 3 Aktuálne ukazovatele reálnej konvergencie a stavu ekonomiky (rok 2006)

| Ukazovatele reálnej konvergencie | | Porovnateľný ukazovateľ v EÚ-25 |
|-------------------------------------|----------------------|---------------------------------|
| Podiel HDP SR a EÚ (v PKS na osobu) | 60,2 % ¹⁾ | 100 % |
| Pomer cenových hladín v SR a EÚ | 59,3 % ²⁾ | 100 % |
| Reálny rast HDP | 8,3 % | 2,9 % |
| Otvorenosť ekonomiky | | |
| Vývoz | 85,7 % HDP | |
| Dovoz | 90,3 % HDP | |
| Bežný účet PB | -8,3 % HDP | -0,6 % HDP |
| Prílev PZI | 7,6 % HDP | |
| Trh práce a zamestnanosť | | |
| Miera zamestnanosti | 59,4 % | 64,7 % |
| Miera nezamestnanosti (VZPS) | 13,3 % | 7,9 % |
| Rast produktivity práce (ESA 95) | 5,9 % | 1,3 % |
| Rast ULC (ESA 95) | 1,7 % | 1,5 % |

Zdroj: ŠÚ SR, Eurostat, vlastné výpočty.

1) Odhad Eurostatu.

2) Vlastný odhad na základe vývoja inflácie a výmenného kurzu.

Inflačný diferenciál medzi Slovenskom a EÚ, ako aj posilnenie slovenskej koruny viedli k priblíženiu cenovej hladiny na Slovensku k cenovej hladine v EÚ. V roku 2006 sa podľa našich odhadov cenová úroveň na Slovensku zvýšila na 59,3 % priemeru EÚ.

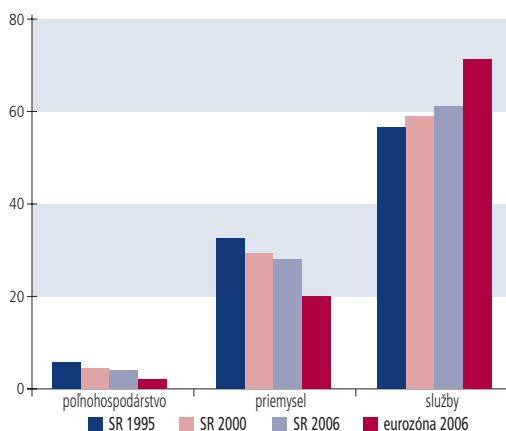
Investície do automobilového sektora naakumulované v posledných rokoch sa odrazili v ďalšom zrýchlení dynamiky vývozu. Rast vývozu v závere roka predbehol rast dovozu, deficit obchodnej bilancie sa napriek tomu v porovnaní s predchádzajúcim rokom prehýbil na 5,6 % HDP. Deficit bežného účtu platobnej bilancie sa mierne znížil (na 8,3 % HDP), hlavne v súvislosti s vyšším prebytkom bilancie služieb.

Rast dovozov a vývozov opäť prekročil rast nominálneho HDP a otvorenosť slovenskej ekonomiky sa zvýšila. Podiel zahraničného obchodu tovarov a služieb na HDP v roku 2006 dosiahol 175 % HDP.

Dynamika jednotkových nákladov práce¹³ sa v roku 2006 výrazne spomalila, keď nominálne kompenzácie na zamestnanca stúpili o 7,6 % a rast reálnej produktivity práce akceleroval na 5,9 %. Keďže rast priemernej reálnej mzdy bol výrazne nižší ako rast produktivity, vývoj na trhu práce netlačil na zvyšovanie inflácie. Úroveň produktivity práce na Slovensku v roku 2006 dosiahla 67,5 % úrovne produktivity práce v EÚ.

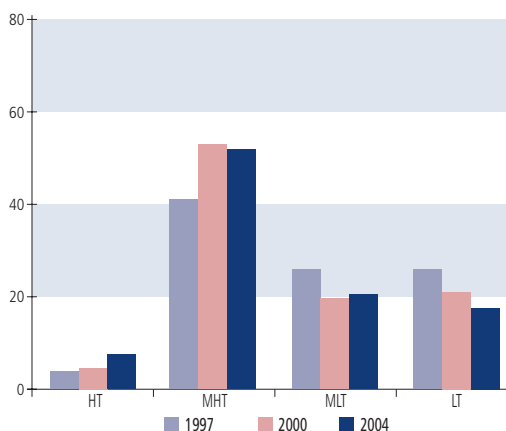
V roku 2006 pokračoval aj trend poklesu miery nezamestnanosti. Priemerná evidovaná miera nezamestnanosti klesla pod 10 % a miera nezamestnanosti vypočítaná na základe výberového zisťovania pracovných síl klesla zo 16,2 % na 13,3 %. Štrukturálna zložka nezamestnanosti je však naďalej vysoká. Počet dlhodobo nezamestnaných sa mierne znížil, podiel dlhodobej nezamestnanosti na celkovej nezamestnanosti sa však zvýšil na takmer 74 %. Rekordný rast zamestnanosti sa prejavil vo vyššej mie-

Graf 3 Odvetvová štruktúra ekonomiky SR (percentuálny podiel pridanej hodnoty)



Zdroj: Eurostat.

Graf 4 Vývoj technologickej náročnosti vývozu SR do eurozóny (percentuálny podiel na vývoze)



Zdroj: OECD, vlastné výpočty.

HT – výroba s vysokou technologickou náročnosťou

MHT – výroba so stredne vysokou technologickou náročnosťou

MLT – výroba so stredne nízkou technologickou náročnosťou

LT – výroba s nízkou technologickou náročnosťou

¹² Odhad Eurostatu na rok 2006.

¹³ Definícia podľa metodiky ESA 95: Jednotkové náklady práce = odmeny na zamestnanca v b. c. / produktivity práce v s. c. (ESA 95).



re zamestnanosti, ktorá sa vyšplhala na necelých 60 %.

Positívny vývoj v podnikovom sektore našťavaný zahraničnými investíciami sa odzrkadľuje v zmene štruktúry slovenskej ekonomiky, ktorá sa stále viac približuje štruktúre ekonomiky eurozóny. Klesá význam poľnohospodárstva a rastie význam služieb. Podiel pôdohospodárstva na celkovej pridanej hodnote klesol za posledných desať rokov zo 6 % na 4 %. Zároveň tiež klesá podiel priemyslu v prospech služieb. Podiel služieb na pridanej hodnote predstavuje v súčasnosti 61,1 % a postupne sa približuje úrovni v eurozóne, ktorá predstavuje 71,3 %.

Okrem zmien v odvetvovej štruktúre produkcie a pridanej hodnoty dochádza tiež k zmenám v technologickej náročnosti výroby a vývozu. Vývozná štruktúra Slovenska dominujú výrobky so stredne vysokou technologickou náročnosťou, ktorých podiel na celkovom vývoze sa v posledných rokoch zvýšil. Postupne rastie aj podiel vývozu výrobkov s vysokou technologickou náročnosťou, ich podiel na celkovom vývoze je však zatiaľ relatívne nízky. Pozitívne možno hodnotiť pokles podielu vývozu výrobkov so stredne nízkou a nízkou technologickou náročnosťou.

Stav štrukturálnych a inštitucionálnych reforiem

V poslednom roku došlo iba k miernym úpravám výsledkov štrukturálnych reforiem. Novelizácia zákona o dani z príjmu priniesla vyššie zdanenie príjmov časti fyzických osôb s nadpriemernými príjmami. V oblasti nepriamych daní bola zavedená znížená 10-percentná sadzba dane z pridanej hodnoty na lieky a niektoré ďalšie zdravotnícke tovary.

Aktualizovaná verzia Národného strategického referenčného rámca SR na roky 2007 – 2013¹⁴ zvyšuje dôraz na riešenie problémov zamestnanosti a sociálnej inklúzie, ako aj problémov životného prostredia.

V súvislosti s potrebou ďalšej konsolidácie verejných výdavkov a zníženia miery prerozdelenia ekonomických zdrojov možno pozitívne hodnotiť niektoré plánované opatrenia, ktoré by mohli prispieť k poklesu výdavkov verejnej správy v nasledujúcich rokoch. V nadväznosti na Programové vyhlásenie vlády sa v záujme šetrenia výdavkov verejnej správy plánuje zníženie počtu zamestnancov verejnej správy o 20 %.

Európska komisia považuje pokrok dosiahnutý za rok 2006 v oblasti plnenia cieľov Lisabonskej stratégie v krajinách EÚ za uspokojivý.¹⁵ Pod-

ľa Komisie v krajinách Spoločenstva došlo k viditeľnému vystupňovaniu práce zameranej na prenesenie politickej činnosti do reálnych výsledkov. Realizované štrukturálne reformy sa odrazili v rýchlejšom hospodárskom raste. Krajiny si stanovili ciele v oblasti investícií do výskumu a vývoja a prijali opatrenia na zlepšenie podnikateľského prostredia. Zlepšujú sa pracovné príležitosti a možnosti vzdelávania. Väčšina týchto zmien sa uskutočnila aj na Slovensku. Európska komisia hodnotí Slovensko ako krajinu, ktorá dosahuje pokrok¹⁶ v implementácii Národného programu reforiem. Pri implementácii viacerých opatrení je však potrebné pristúpiť k akcelerácii doterajšieho úsilia. Zo Správy o pokroku v implementácii Národného programu reforiem SR¹⁷ vyplýva, že dochádzalo k postupnému napĺňaniu stanovených úloh. Viacero úloh však nebolo splnených v plánovaných termínoch. Správa zároveň obsahuje konkretizáciu opatrení v oblasti politiky zamestnanosti na roky 2007 – 2008. Konkretizácia úloh v ostatných prioritných oblastiach bola obsahom Dodatku k Národnému programu reforiem.¹⁸ Tento materiál doplnil existujúce štyri prioritné oblasti o oblasť environmentálnej politiky a súvisiace opatrenia.

Kvalita podnikateľského prostredia na Slovensku sa v uplynulom roku výrazne nezmenila. Napriek tomu, že v minulom roku bola podľa Svetovej banky východná Európa spolu s Afrikou regiónom s najväčším počtom prijatých reforiem, nebolo to tentoraz zásluhou Slovenska. Na základe poradia zostaveného Svetovou bankou v rámci štúdie „Doing Business in 2007“¹⁹ sa celková pozícia Slovenska mierne zhoršila.²⁰ Reformná aktivita krajín rastie a zlepšenia v oblasti skončenia podnikania a vymáhania obchodných kontraktov nestačili na udržanie predchádzajúcej pozície. Slovensko si zatiaľ udržalo nadpriemerné postavenie v kvalite podnikateľského prostredia v EÚ a najlepšie postavenie v rámci V4.

Pre úspešné zavedenie eura a fungovanie v eurozóne, ale aj zabezpečenie dlhodobého ekonomického rastu je nevyhnutné zvyšovanie pružnosti trhu práce. V poslednom roku nebol v tomto smere zaznamenaný žiaden pokrok. Aktuálne navrhované úpravy pravidiel platných na trhu práce sa orientujú prevažne na ochranu konkrétneho pracovného miesta, pričom v záujme riešenia problémov na trhu práce by mali smerovať predovšetkým k zlepšeniu podmienok na rýchle a ľahké získanie práce.

Rýchly ekonomický rast sa odráža v zlepšujúcej sa výkonnosti a stabilite podnikového sektora

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

| | 2007 | 2008 |
|---|----------------------|----------------------|
| Podiel HDP na obyvateľa SR a EÚ (v PKS) | 63,0 % ¹⁾ | 65,1 % ¹⁾ |
| Pomer cenových hladín v SR a EÚ | 63,5 % ²⁾ | 63,7 % ²⁾ |
| Podiel vývozu a dovozu na HDP | 178,4 % | 182,6 % |

Zdroj: Eurostat, NBS, vlastné výpočty.

1) Odhad Eurostatu.

2) Vlastný odhad.

14 Kľúčový dokument, ktorý predstavuje referenčný nástroj na programovanie fondov EÚ.

Stanovuje národné priority, ktoré budú spolufinancované zo štrukturálnych fondov a Kohézneho fondu v programovom období 2007 – 2013.

15 Implementácia obnovenej Lisabonskej stratégie pre rast a zamestnanosť – „Rok konkrétnych výsledkov“. Oznámenie Komisie jarnému zasadnutiu Európskej rady, Európska komisia, december 2006.

16 Hodnotiacia stupnica je štvorstupňová: veľmi dobrý pokrok, dobrý pokrok, pokrok, limitovaný pokrok.

17 Správa o pokroku v implementácii Národného programu reforiem Slovenskej republiky na roky 2006 – 2008, október 2006.

18 Dodatok k Národnému programu reforiem Slovenskej republiky na roky 2006 – 2008, november 2006.

19 Doing Business in 2007. How to reform. Svetová banka, 2006.

20 Slovensko kleslo z 34. na 36. miesto.



ra. Kapitálová vybavenosť sa výrazne nemenila, podiel vlastného imania na celkových aktívach sa mierne zvýšil. Rast pridanej hodnoty si udržal dvojciferné medziročné tempo. Rast vyprodukovaného zisku dosiahol najvyššiu hodnotu za posledných 5 rokov. To sa prejavilo ďalšom raste ziskovosti, zvýšila sa rentabilita vlastného imania, ale aj rentabilita aktív. V súvislosti s očakávaným ďalším zrýchlením ekonomického rastu a exportnej výkonnosti podnikov možno očakávať pokračovanie trendu zlepšujúcej sa výkonnosti, stability a ziskovosti podnikového sektora.

Výhľad reálnej konvergencie

V nasledujúcich rokoch bude pokračovať rýchle reálne dobiehanie vyspelých krajín založené na raste konkurencieschopnosti a výkonnosti slovenskej ekonomiky.

Podľa našich odhadov podiel HDP na obyvateľa v SR a EÚ (v PKS) vzrastie do roku 2008 na 65,1 % a podiel cenových hladín v SR a EÚ sa zvýši na 63,7 %. V súvislosti s postupným naplňaním výrobných kapacít v nových podnikoch automobilového a elektrotechnického priemyslu možno očakávať nominálny rast vývozu a dovozu výrazne prevyšujúci nominálny rast HDP, čo povedie k ďalšiemu zvýšeniu otvorenosti ekonomiky SR.

Na základe aktuálnych predikcií²¹ sa v roku 2007 zrýchli rast potenciálu ekonomiky, ako aj samotnej produkcie na novú rekordnú úroveň. Vysoká dynamika rastu produkcie i potenciálu sa udrží aj v nasledujúcich rokoch. Hlavným faktorom bude zlepšujúca sa exportná výkonnosť, ktorá povedie tiež k rapidnému poklesu deficitu obchodnej bilancie. Významným faktorom rastu HDP bude naďalej aj tvorba hrubých fixných aktív.

Rýchly ekonomický rast bude sprevádzaný výrazným zvýšením produktivity práce aj v podmienkach vyššej očakávanej medziročnej zmeny zamestnanosti. Dynamický rast produktivity práce zároveň zamedzí vzniku nežiaducich dopytových tlakov z titulu rýchlejšie stúpajúcej priemernej reálnej mzdy.

Rýchlejší rast spotrebných výdavkov domácností bude sčasti kompenzovaný klesajúcim vplyvom konečnej spotreby verejnej správy. Konver-

genčný program na roky 2006 až 2010 potvrdzuje, že spotreba verejnej správy by mala aj v budúcnosti zostať najpomalšie rastúcou zložkou HDP.

Pružný vývoj produktivity práce a mierne spomalenie rastu kompenzácií na zamestnanca by sa mali prejavíť v nižšej dynamike jednotkových nákladov práce.

Úzke miesta reálnej konvergencie

Najslabšou stránkou reálnej konvergencie Slovenska zostáva oblasť trhu práce a zamestnanosti. Rýchly ekonomický rast sa odzrkadľuje v stúpajúcom počte pracujúcich, miera zamestnanosti sa zvyšuje a miera nezamestnanosti klesá. Miera zamestnanosti na Slovensku však stále patrí medzi najnižšie v EÚ a miera nezamestnanosti je druhá najvyššia v rámci EÚ 27. Aktuálny ekonomický prehľad OECD²² vyzýva k zníženiu prekážok zamestnávania pracovníkov s nízkou kvalifikáciou, k prijatiu opatrení na zvýšenie aktivizácie dlhodobo nezamestnaných a na posilnenie mobility pracovníkov. Je potrebné, aby politiky trhu práce zamerané na riešenie príjmových nerovností podporovali rast zamestnanosti. Odporúčania sa týkajú aj vyhýbania sa významnému zvyšovaniu minimálnej mzdy nad rámec rastu priemernej mzdy, ale aj opatrnosti pri rozširovaní záväznosti kolektívnych zmlúv. Okrem toho OECD vidí nedostatky aj v oblasti vzdelávania a v bariérach hospodárskej súťaže. Oblasť školstva je potrebné reformovať počnúc predškolskou výchovou. Vzdelávanie na stredných školách by sa malo lepšie prispôbiť požiadavkám trhu práce. Potrebné je tiež zvýšiť atraktivnosť terciárneho vzdelávania.

Určité rezervy z pohľadu vplyvu na reálnu konvergenciu možno identifikovať aj v navrhovanej alokácii zdrojov, ktoré môže Slovensko získať z fondov EÚ v nasledujúcich rokoch. Aktualizovaná verzia Národného strategického referenčného rámca SR na roky 2007 – 2013 predpokladá vyššie prerozdelenie zdrojov v prospech oblasti zamestnanosti a sociálnej inklúzie a oblasti životného prostredia na úkor oblastí vzdelávania, dopravného infraštruktúry a podpory konkurencieschopnosti. Pritom z pohľadu trvalo udržateľného rastu

Tab. 5 Výhľad ukazovateľov reálnej ekonomiky (v %)

| | 2007 | 2008 | 2009 |
|--|------|------|------|
| HDP (reálny rast) | 8,9 | 7,4 | 6,9 |
| Konečná spotreba domácností (reálny rast) | 6,9 | 6,0 | 6,1 |
| Konečná spotreba verejnej správy (reálny rast) | 2,9 | 2,0 | 1,9 |
| Tvorba hrubého fixného kapitálu (reálny rast) | 7,7 | 7,4 | 8,0 |
| Vývoz tovarov a služieb (reálny rast) | 23,3 | 13,7 | 7,8 |
| Dovoz tovarov a služieb (reálny rast) | 18,5 | 11,9 | 7,1 |
| Bilancia bežného účtu PB (podiel na HDP) | -4,3 | -2,7 | -0,9 |
| Zamestnanosť (VZPS, rast) | 3,0 | 2,3 | 1,9 |
| Priemerná mesačná mzda (reálny rast) | 4,9 | 4,8 | 4,9 |
| Produktivita práce (reálny rast) | 6,7 | 5,7 | 5,4 |

Zdroj: NBS.

21 Strednodobá predikcia (P2Q-2007), NBS, apríl 2007.

22 OECD Ekonomické prehľady, Slovenská republika, OECD, apríl 2007.



by bolo vhodnejšie viac sa sústrediť predovšetkým na podporu vzdelávania, pretože je základom znalostnej ekonomiky. Na riešenie problémov v oblasti zamestnanosti a sociálnej inklúzie by mali byť použité hlavne aktívne opatrenia na trhu práce, ktoré zvýšia motiváciu a záujem pracovať.

Jednou z najväčších výziev z hľadiska rozvoja znalostnej ekonomiky zostáva zlepšenie podpory vedy, výskumu a inovácií. Vývoj v oblasti výskumu a vývoja považuje za nedostatočný aj Európska komisia. Za najslabšie oblasti implementácie opatrení Národného programu reforiem Slovenska považuje výskum, vývoj, inovácie a vzdelávanie. Zároveň vyzýva k jasnej stratégii a prioritám.

Ambiciózný cieľ vo výške 3 % HDP stanovený na úrovni EÚ pre ročný objem investícií do výskumu a vývoja v roku 2010 nebude splnený. Výdavky na výskum a vývoj na Slovensku v nasledujúcich rokoch pravdepodobne neprekročia 0,6 % HDP. Pomer výdavkov k HDP na Slovensku je jeden z najnižších v EÚ, nižšiu úroveň vykazuje iba Cyprus, Bulharsko a Rumunsko. Navyše trend vývoja na Slovensku (v % HDP) je negatívny.²³

Podľa Svetovej banky²⁴ k slabým stránkam Slovenska v oblasti kvality podnikateľského prostredia patrí slabá ochrana investorov, nízka vymožiteľnosť práva a vysoké odvodové zaťaženie.

Istým rizikom reálnej konvergencie, podobne ako aj nominálnej konvergencie je rast cien energetických surovín. Ich rast by sa mohol prejavíť v prehĺbení obchodného deficitu, ale aj v raste výrobných nákladov a poklese konkurencieschopnosti podnikov. Hrozbou konkurencieschopnosti niektorých domácich podnikov zostáva aj prípadné rýchle nerovnovážne zhodnocovanie domácej meny. Dotklo by sa predovšetkým exportne orientovaných domácich podnikov zhodnocujúcich výlučne domáce vstupy a podnikov s vysokým podielom mzdových nákladov na celkových nákladoch.

Správa o stave podnikateľského prostredia²⁵ konštatuje pretrvávajúcu existenciu viacerých problematických miest. Ide o relatívne vysoký počet procedúr potrebných na začatie podnikania, relatívne veľký minimálny objem kapitálu potreb-

ného na začatie podnikania, vysoké odvodové zaťaženie, problém komplikovanej a rýchlo sa meniacej legislatívy, absenciu hodnotenia dopadov regulácií na podnikateľské prostredie a najmä častú nízku funkčnosť súdov, slabú vymáhateľnosť práva či rozšírenú korupciu.

3. SYNCHRONIZÁCIA HOSPODÁRSKÝCH CYKLOV A SYMETRIA ŠOKOV

Plánovaný vstup Slovenska do eurozóny sa spája so stratou samostatnej menovej politiky, ktorá umožňuje reagovať na špecifické podmienky ekonomiky a tlmiť šoky.²⁶ Krajina vstupujúca do eurozóny by preto mala vykazovať určitú mieru synchronizácie hospodárskych cyklov a symetrie šokov. Naše výpočty potvrdzujú, že v posledných rokoch došlo nielen k lepšiemu zladeniu hospodárskeho vývoja na Slovensku a v eurozóne, ale aj k zvýšeniu symetrie šokov a čiastočne aj k synchronizácii hospodárskych cyklov.

Synchronizácia cyklov

Priemerný reálny rast HDP na Slovensku dosahuje o 3 až 4 percentuálne body vyššiu úroveň než v eurozóne. Smer hospodárskeho vývoja je od roku 2002 veľmi podobný. Korelácia rastu HDP na Slovensku a v eurozóne je od roku 2002 vysoká (viac ako 0,9).

Na základe vývoja produkčnej medzery na Slovensku a v eurozóne možno konštatovať, že hospodárske cykly boli až do roku 2003 navzájom negatívne korelované. Hlavne v priebehu rokov 1999 – 2003 mala produkčná medzera na Slovensku opačné znamienko než produkčná medzera v eurozóne. Bolo to spôsobené hlavne reštrukturalizáciou hospodárstva a významnými zásahmi štátu do ekonomiky. V rokoch 1998 – 1999 sme na Slovensku mali stabilizačné balíčky, ktoré ešte aj koncom roku 2000 pôsobili na ekonomiku reštriktívne. Na druhej strane eurozóna znamenala v tomto období boom. V roku 2001 sa zase naše hospodárstvo vďaka úspešnej stabilizácii dostalo do rýchleho rastu, kým v eurozóne práve začínalo spomalenie.

Určité zladenie hospodárskych cyklov možno pozorovať od začiatku roku 2003, keď produkčná medzera v eurozóne dosiahla zápornú hodnotu. V období medzi 1. štvrťrokom 2003 a 1. štvrťrokom 2007 bol hospodársky cyklus Slovenska čiastočne synchronizovaný s hospodárskym cyklom v eurozóne (korelačný koeficient bol 0,2).

Vychádzajúc z odhadov NBS²⁷ a OECD²⁸, v roku 2008 by mala slovenská produkčná medzera dosiahnuť zápornú hodnotu, zhodne s produkčnou medzerou v eurozóne. Synchronizácia hospodárskych cyklov by sa tak mohla opäť zvýšiť.

V budúcnosti sa nedajú u nás očakávať také významné štrukturálne zmeny v makroekonomickom prostredí ako na prelome tisícročí, čo implikuje možnosť vyššej synchronizácie cyklov v nasledujúcich rokoch.

23 V roku 1995 dosiahol objem výdavkov na výskum a vývoj 0,92 % HDP, v roku 2000 to bolo 0,65 % HDP a v roku 2005 už iba 0,51 % HDP.

24 Doing Business in 2007. How to reform. Svetová banka, 2006.

25 Správa o stave podnikateľského prostredia v Slovenskej republike s návrhmi na jeho zlepšovanie, MH SR, 2006.

26 V prípade malej, vysoko otvorenej ekonomiky s liberalizovaným pohybom kapitálu, akou je Slovensko, má však menová politika pre svoje pôsobenie výrazne obmedzený priestor.

27 Strednodobá predikcia (P2Q-2007), NBS, apríl 2007.

28 OECD Economic Outlook. Volume 2006, No.80, OECD, december 2006.

29 Negatívnu koreláciu v Španielsku pokladáme skôr za štatistickú náhodu vyplývajúcu z menšieho množstva dát než za preukázanú skutočnosť.

30 Menová politika je nástroj dopytového manažmentu, a preto je účinnejšia pri eliminácii dopytových šokov než pri ponukových šokoch.

Graf 5 Vývoj reálneho rastu HDP na Slovensku a v eurozóne



Zdroj: Eurostat, vlastné výpočty.

Poznámka: Graf ukazuje sezónne upravené údaje očistené o počet pracovných dní vo štvrťroku, rast oproti rovnakému obdobiu predošlého roku.



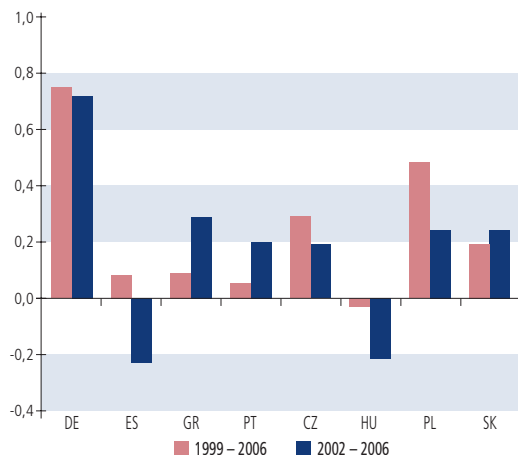
Symetria šokov

Ponukové a dopytové šoky sme vypočítali z vývoja reálneho HDP a zamestnanosti na základe metodológie Blanchard-Quah (štandardný postup v literatúre). Z takto identifikovaných šokov sme vypočítali korelačné koeficienty medzi každou krajinou a eurozónou.

Celkovo je synchronizácia šokov na Slovensku s eurozónou podobná alebo aj lepšia než v krajinách mimo jadra eurozóny (napr. Španielsko, Grécko, Portugalsko). Ponukové šoky sú na Slovensku v poslednom období čiastočne synchronizované s eurozónou a na rozdiel od ostatných krajín V4 sa synchronizácia zlepšuje.²⁹

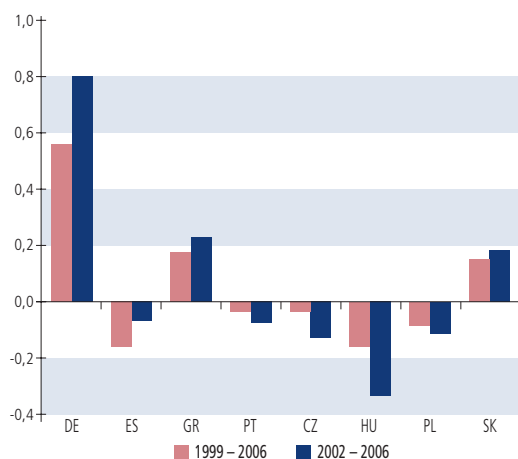
Rovnako aj dopytové šoky na Slovensku vykazujú určitú mieru synchronizácie s eurozónou, ktorá sa v poslednom období zlepšuje.³⁰ V ostatných krajinách V4 nie sú dopytové šoky zladené s eurozónou a stupeň synchronizácie sa zhoršuje. Historicky sa to dá vysvetliť zásadnými štrukturálnymi reformami, ktoré reprezentujú významné šoky pre transformujúce sa ekonomiky a nemajú svoj odraz v eurozóne. Na základe skúseností krajín eurozóny sa dá predpokladať, že po zavedení eura sa dopytové šoky stanú symetrickejšími.

Graf 7 Ponukové šoky vo vybraných krajinách EÚ



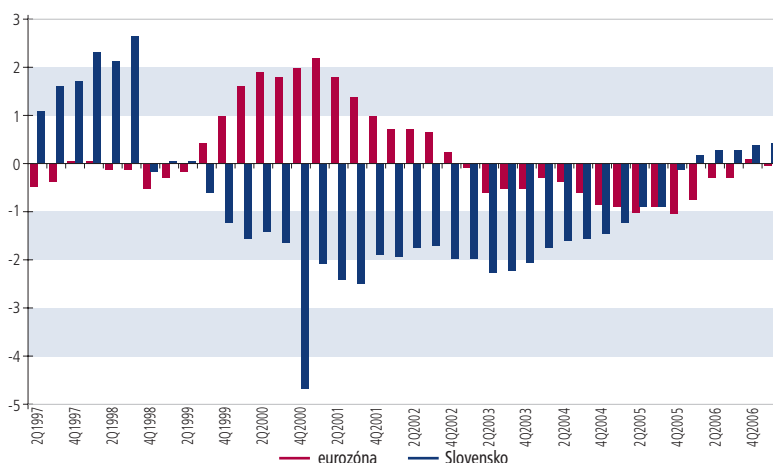
Zdroj: Vlastné výpočty.

Graf 8 Dopytové šoky vo vybraných krajinách EÚ



Zdroj: Vlastné výpočty.

Graf 6 Vývoj produkčnej medzery na Slovensku a v eurozóne



Zdroj: NBS.

Poznámka: Produkčná medzera vypočítaná použitím Kalmanovho filtra.

Prípadná nedostatočná zladenosť šokov (alebo cyklov) ešte neznamená, že krajina bude hospodársky neúspešná. Asymetrické šoky môžu byť aj pozitívne, aj negatívne. V posledných rokoch vidíme, že menej zladené krajiny, ako je Írsko, Fínsko alebo Španielsko, sú hospodársky veľmi úspešné.

ZÁVER

Hoci Slovensko v súčasnosti plní iba kritérium výšky dlhodobej úrokovej miery, aktuálny výhľad hospodárstva potvrdzuje schopnosť splniť koncom roku 2007 všetky maastrichtské kritériá. Riziko nespĺnenia inflačného kritéria v plánovanom termíne je veľmi nízke. V prípade dodržania objemu rozpočtovaných výdavkov je nízke aj riziko nespĺnenia fiškálneho kritéria. Hospodársky cyklus Slovenska vykazuje určitú mieru synchronizácie s hospodárskym cyklom eurozóny, zvyšuje sa tiež symetria šokov, čo zlepšuje predpoklady na úspešné fungovanie slovenského hospodárstva v eurozóne.

Napriek rýchlemu ekonomickému rastu najväčšou výzvou pre Slovensko zostáva pokrok v reálnej konvergencii. V poslednom roku došlo iba k miernym zmenám v kvalite makroekonomického prostredia. Pre úspešné zavedenie eura a fungovanie v eurozóne, ale aj pre zabezpečenie dlhodobého ekonomického rastu je nevyhnutné ďalšie zvyšovanie flexibility hospodárstva, hlavne s dôrazom na pružnosť trhu práce.

Literatúra

1. Dodatok k Národnému programu reforiem Slovenskej republiky na roky 2006 – 2008, november 2006.
2. Doing Business in 2007. How to reform. Svetová banka, 2006.
3. Economic forecast Spring 2007. Európska komisia, máj 2007.
4. Implementácia obnovenj Lisabonskej stratégie pre rast a zamestnanosť – „Rok konkrétnych výsledkov“. Oznámenie Komisie jarnému zasadnutiu Európskej rady. Európska komisia, december 2006.
5. Komínková, Z., Lalinský, T. a Šuster, M.: *Analýza konvergenie slovenskej ekonomiky k Európskej únii*. NBS, august 2005.
6. Konvergenčný program Slovenska na roky 2006 až 2010. MF SR, november 2006.
7. Menový program NBS do roku 2008. NBS, december 2004.
8. Národný strategický referenčný rámec SR na roky 2007 – 2013. MVRR SR, december 2006.
9. Návrh východisk rozpočtu verejnej správy na roky 2008 až 2010. MF SR, apríl 2007.
10. OECD Economic Outlook. Volume 2006, No 80, OECD, december 2006.
11. OECD Ekonomické prehľady. Slovenská republika, OECD, apríl 2007.
12. Správa o pokroku v implementácii Národného programu reforiem Slovenskej republiky na roky 2006 – 2008. Október 2006.
13. Správa o stave podnikateľského prostredia v Slovenskej republike s návrhmi na jeho zlepšovanie. MH SR, 2006.
14. Strednodobá predikcia (P2Q-2007). NBS, apríl 2007.
15. Šuster, M. a kol.: *Vplyv zavedenia eura na slovenské hospodárstvo*. NBS, marec 2006.



Realitný trh a vývoj cien nehnuteľností na bývanie na Slovensku v roku 2006

Ing. Mikuláš Cár, PhD.
Národná banka Slovenska

Nehnutelnosti sa stávajú v súčasnosti významným globálnym typom aktív z dôvodu pretrvávania výhod investovania do jednotlivých realitných segmentov. Pre medzinárodný realitný kapitál je v súčasnosti stále atraktívna Európa, aj napriek očakávaniam už len jednociferných mier zisku. V posledných rokoch sa výrazne zvyšuje záujem zahraničných realitných investorov aj o krajiny strednej a východnej Európy, kam smeruje okolo 5 % zahraničných investícií do realít v rámci celej Európy.

Pracovná skupina pre všeobecné ekonomické štatistiky pri ECB vyvíja aktivity na získavanie údajov o cenách nehnuteľností na bývanie zo všetkých členských krajín EÚ aj napriek tomu, že zatiaľ neexistujú žiadne záväzné štatistické smernice EÚ pre túto oblasť. V novembri 2007 by mala štatistická komisia EÚ (STC) zhodnotiť pokrok dosiahnutý v oblasti nefinančných štatistík hodnotiacich trh a ceny nehnuteľností na bývanie za posledné štyri roky.

STRUČNÁ CHARAKTERISTIKA EURÓPSKEHO REALITNÉHO TRHU A VÝVOJA CIEN NEHNUTEĽNOSTÍ

Európsky realitný trh v roku 2006 experti hodnotia ako menej dynamický než pred rokom. Dôvodom bola rastúca úroková miera v rámci eurozóny, čo spôsobilo zdražovanie obstarávania nehnuteľností a v niektorých segmentoch a oblastiach na najväčších realitných trhoch ponuka mierne prevyšovala dopyt.

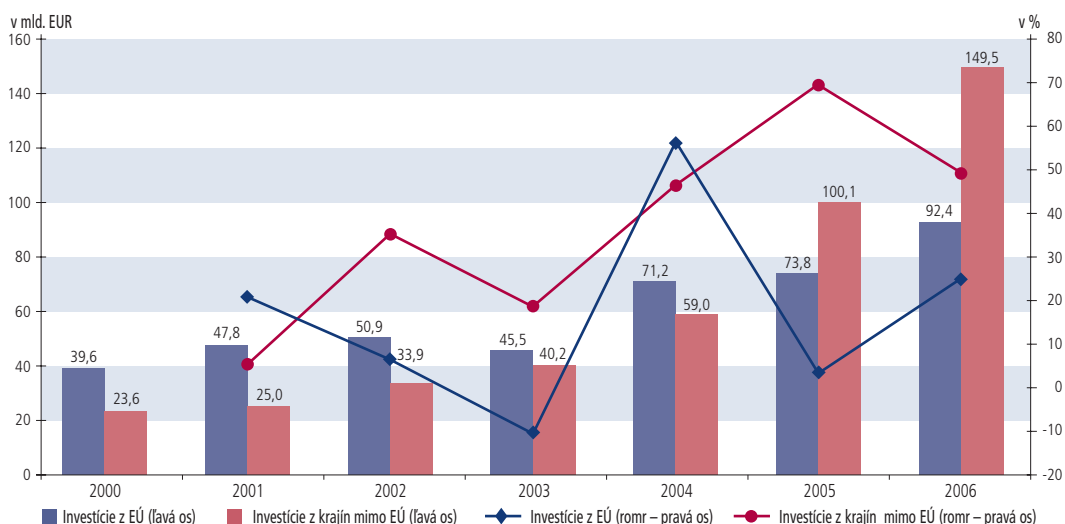
Aj v roku 2006 však pokračoval v Európe po-

merne dynamický rast objemu priamych investícií do realít. Ich hodnota vzrástla v roku 2006 na vyše 240 mld. EUR, čo predstavovalo v porovnaní s predchádzajúcim rokom zvýšenie v priemere o takmer 40 %. Väčšiu medziročnú dynamiku zaznamenali v roku 2006 priame realitné investície spoza hraníc EÚ (rast o takmer 50 %) ako investície do realít v rámci krajín EÚ (rast o vyše 25 %).

Podľa realitných expertov sa v Európe oplatí v súčasnosti investovať predovšetkým do obchodných centier, hotelov, polyfunkčných nehnuteľností a kancelárskych objektov v centrách miest. Zaujímavú efektívnosť v súčasnosti predstavuje aj investovanie do nehnuteľností na bývanie. Menej výhodne je investovanie do priemyselných parkov a do výstavby kancelárskych objektov na periférii.

Trh s nehnuteľnosťami na bývanie bol v roku 2006 v európskych krajinách značne variabilný a pomerne diferencovaný bol aj vývoj cien tohto realitného segmentu. Ceny nehnuteľností

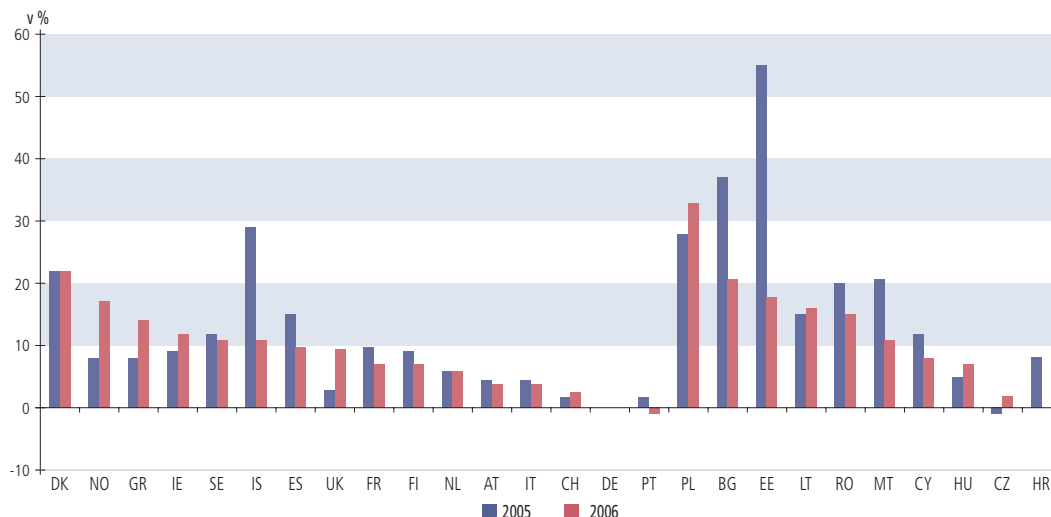
Graf 1 Vývoj priamych realitných investícií v Európe



Zdroj: SLSP a výpočty NBS.

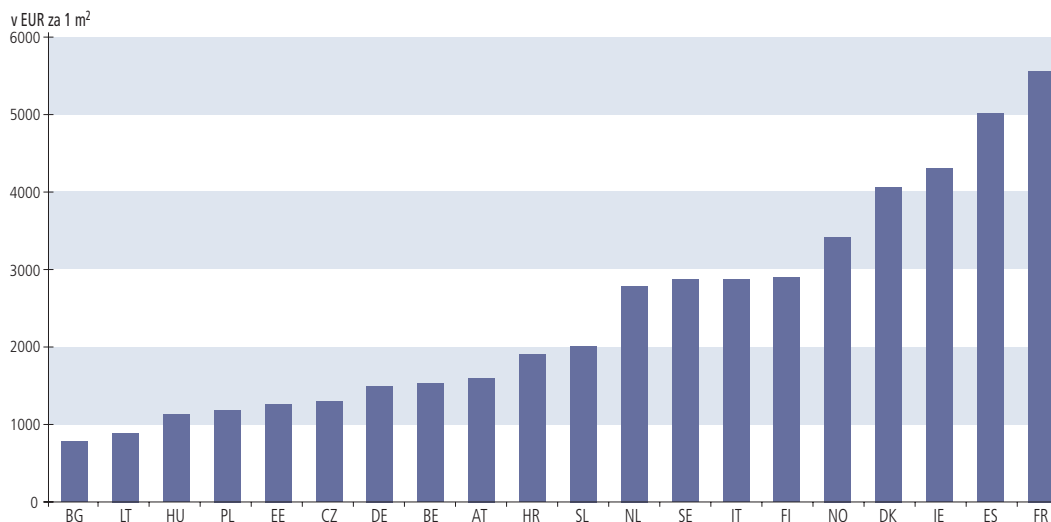


Graf 2 Vývoj cien nehnuteľností na bývanie vo vybraných európskych krajinách (medziročná zmena)



Zdroj: European housing review 2007. RICS Research, Brussels 2007.

Graf 3 Priemerné ceny nehnuteľností na bývanie v hlavných mestách vybraných krajín



Zdroj: Egert, B. – Dubravko, M.: Determinants of House Price Dynamics in Central and Eastern Europe. BIS, Basel 2007.

na bývanie rástli na medziročnej báze výraznejšie v nových ako v starých členských krajinách EÚ.

Vo väčšine nových členských krajín bol v roku 2006 zaznamenaný dvojciferný medziročný rast cien nehnuteľností na bývanie. Podľa dostupných údajov najvýraznejšie rástli ceny v Poľsku (údaje sú však len za hlavné mesto). Výrazne, aj keď podstatne pomalšie ako v predchádzajúcom roku rástli ceny nehnuteľností na bývanie v Estónsku a Bulharsku. V susednom Maďarsku a Českej republike bola medziročná dynamika cien domov a bytov výrazne nižšia ako v ďalších nových krajinách EÚ.

Popri stagnujúcich cenách domov a bytov v Nemecku a Portugalsku došlo v roku 2006 v porovnaní s predchádzajúcim rokom vo viacerých krajinách západnej Európy k spomaleniu medziročnej dynamiky cien (Island, Španielsko, Francúzsko, Fínsko, Švédsko, Rakúsko a Taliansko). Naopak, rýchlejšie rástli v roku 2006 ceny nehnuteľností na bývanie vo Veľkej Británii, Nórsku, Grécku a Írsku. Výrazný rast cien nehnuteľností na bývanie pretrvával v Dánsku.

Zvlášť výrazne rástli ceny domov a bytov v hlavných mestách Francúzska a Španielska, ale aj v hlavných mestách menších severských krajín. Priemerné jednotkové ceny domov a bytov v hlavných mestách nových členských krajín EÚ boli napr. v porovnaní s Parížom päťkrát nižšie (v Bratislave sa v roku 2006 pohybovali zhruba na úrovni cien v hlavnom meste Maďarska).

Rast cien nehnuteľností je spôsobovaný vplyvom viacerých faktorov. Je to jednak ekonomický rast, relatívne nízka inflácia, znižovanie nominálnych úrokových sadzieb, rozširujúci sa trh práce a neuspokojený dopyt obyvateľstva po bývaní hlavne v dynamicky sa rozvíjajúcich regiónoch.

Ceny domov a bytov ovplyvňuje celý rad ďalších faktorov. Významné sú napríklad vierohodné informácie o stave a reálnych potrebách bytového fondu, signály exekutívy v oblasti bytovej politiky (napr. podpora sociálneho bývania a pod.), podmienky poskytovania hypotekárnych a iných stavebných úverov, ktoré môžu pôsobiť na vývoj cien oboma smermi. Dôležitým faktorom je mie-



ra súladu medzi dopytom a ponukou, ale aj vývoj cien v okolitých krajinách.

Pri všeobecnom očakávaní postupného mierneho spomalenia medziročného rastu cien nehnuteľností na bývanie v Európe odborníci nepripúšťajú možnosť vytvorenia cenovej bubliny a jej prípadného prasknutia (prepadu cien o viac ako 15 %) v blízkej budúcnosti. Dôvodom optimizmu je existencia takých nástrojov a inštitúcií v rámci reálného trhu, ktoré limitujú možnosti poskytnutia rizikových úverov a vytvárajú predpoklady stabilnejšieho budúceho vývoja na európskych reálnych trhoch ako v minulosti.

Je všeobecne známe, že v EÚ nie je zatiaľ jednotná metodika na získavanie údajov o cenách nehnuteľností na bývanie. Dostupné údaje pochádzajú z rôznych národných zdrojov, v ktorých nie sú nehnuteľnosti na bývanie ani ich ceny rovnako vymedzené z obsahového, časového a priestorového hľadiska. Túto skutočnosť treba mať na zreteli najmä pri rôznych medzinárodných porovnávaníach.

V súvislosti so skvalitňovaním údajov o cenách nehnuteľností na bývanie a ich harmonizáciou sa značné očakávania vkladajú do prebiehajúceho pilotného projektu Eurostatu, ktorý podporuje aj ECB. Hlavným cieľom projektu je overiť potrebu a možnosť zahŕňania výdavkov spojených s bývaním vo vlastných domoch a bytoch do výpočtu harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien a následne aj zisťovanie harmonizovaných indexov cien nehnuteľností na bývanie v členských krajinách EÚ podľa jednotnej metodiky. Vyhodnotenie projektu a schválenie odporúčaní pre jednotné zisťovanie údajov o cenách nehnuteľností na bývanie v rámci EÚ by malo byť ukončené v roku 2008. Následné zaradenie zisťovania o cenách nehnuteľností na bývanie do programu štátnych štatistických zisťovaní v podmienkach Slovenska predpokladá vynaloženie značného úsilia pri príprave a zabezpečovaní nevyhnutných organizačno-technických, personálnych a finančných predpokladov na nové zisťovanie v rámci ŠÚ SR, ktorý je oficiálnym národným garantom cenových štatistík.

CENY NEHNUTEĽNOSTÍ NA BÝVANIE A PRENÁJMOV NA SLOVENSKU V ROKU 2006

Podľa prepočtov NBS z údajov Národnej asociácie reálnych kancelárií (NARKS) dosiahla priemerná cena za 1 m² nehnuteľností na bývanie na Slovensku v roku 2006 hodnotu 30 661 Sk, o takmer 4600 Sk viac ako v roku 2005, čo predstavuje medziročný nárast o 17,5 %. V jednotlivých štvrťrokoch 2006 úhrnné ceny predajov nehnuteľností na bývanie postupne pomerne rovnomerne rástli.

Priemerné mesačné ceny prenájmov nehnuteľností na bývanie dosiahli v roku 2006 hodnotu 19 509 Sk a boli v porovnaní s predchádzajúcim rokom o takmer 2300 Sk nižšie, čo predstavuje pokles na medziročnej báze o vyše 10 %. V priebehu prvých troch štvrťrokov roku 2006 priemerné mesačné ceny prenájmov postupne klesali, ale vo štvrtom štvrťroku došlo k ich opätovnému rastu.

Protichodný vývoj priemerných cien predajov (rast) a prenájmov (pokles) nehnuteľností na bývanie v SR v roku 2006 oproti predchádzajúcemu roku indikuje predpoklad, že určité nákupy nehnuteľností sa realizovali nie pre bezprostredné uspokojenie potrieb bývania, ale na účely ich prenájmania. Zvýšená ponuka nehnuteľností na prenájmanie spôsobila, že priemerná cena mesačného prenájmu v roku 2006 v porovnaní s rokom 2005 klesla a dosiahla zhruba úroveň roku 2004. Kým v roku 2005 predstavovala priemerná cena mesačného prenájmu zhruba 80 % z priemernej ceny 1 m² nehnuteľnosti na bývanie, v roku 2006 predstavoval tento pomer okolo 60 % a v ďalšom období možno predpokladať pokračovanie uvedeného klesajúceho trendu.

Priemerná cena za 1 m² predávaných bytov dosiahla na Slovensku v roku 2006 hodnotu 30 804 Sk a v porovnaní s rokom 2005 sa zvýšila o takmer 20 %. Ceny za 1 m² obytnej plochy jednotlivých typov bytov boli diferencované. Najvyššie boli v priemere ceny 5-izbových bytov (okolo 33 400 Sk/1 m²) a najnižšie ceny 4-izbových by-

Tab. 1 Vývoj cien predajov a prenájmov nehnuteľností na bývanie v SR

| Rok, štvrťrok | Predaj | | | Prenájom | | |
|---------------|-------------------------------|--------------------------|------------------|---------------------|--------------------------|------------------|
| | Cena v Sk za 1 m ² | Zmeny celkových cien v % | | Cena v Sk za mesiac | Zmeny celkových cien v % | |
| | | rok 2002 = 100 | medziročná zmena | | rok 2002 = 100 | medziročná zmena |
| 2006 | 30 661 | 171,9 | 117,5 | 19 509 | 86,5 | 89,5 |
| 4. Q 06 | 32 209 | 180,6 | 117,0 | 19 566 | 86,7 | 94,2 |
| 3. Q 06 | 31 427 | 176,2 | 117,2 | 18 638 | 82,6 | 77,5 |
| 2. Q 06 | 30 000 | 168,2 | 119,9 | 19 735 | 87,5 | 92,1 |
| 1. Q 06 | 29 007 | 162,7 | 116,0 | 20 097 | 89,1 | 96,1 |
| 2005 | 26 088 | 146,3 | 90,8 | 21 789 | 96,6 | 109,2 |
| 2004 | 28 746 | 161,2 | 115,4 | 19 957 | 88,5 | 109,9 |
| 2003 | 24 901 | 139,6 | 139,6 | 18 166 | 80,5 | 80,5 |
| 2002 | 17 832 | 100,0 | – | 22 562 | 100,0 | – |

Zdroj: NARKS a výpočty NBS.



tov (okolo 28 700 Sk/1 m²). Najvýraznejšie rástli v roku 2006 v porovnaní s predchádzajúcim rokom ceny 2-izbových bytov (o 24,1 %) a najmenej sa zvýšili ceny 5-izbových bytov (o 17,8 %).

Najväčší podiel transakcií pri predajoch bytov pripadal v roku 2006 na 3-izbové byty (vyše 44 %) a najmenší na 5-izbové byty (len necelé 2 % zo všetkých transakcií pri predajoch bytov).

Priemerné jednotkové ceny všetkých typov bytov rástli v jednotlivých štvrťrokoch roku 2006 rovnomernejšie ako pred rokom. Ich medziročná dynamika bola vo všeobecnosti výraznejšia v prvom ako v druhom polroku. Jednotkové ceny 4-izbových bytov rástli na medziročnej báze aj v treťom štvrťroku a ceny 5-izbových bytov po ich medziročnom poklese v druhom štvrťroku (hlavne v dôsledku bázického efektu) výrazne rástli v treťom a štvrtom štvrťroku. Relatívne malý počet transakcií so 4-izbovými a 5-izbovými bytmi ovplyvnil v jednotlivých štvrťrokoch roku 2006 celkovú priemernú jednotkovú cenu za všetky typy bytov len v malej miere.

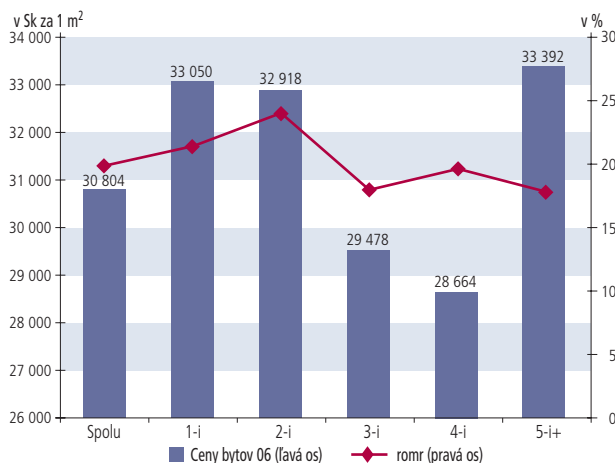
Priemerná cena za 1 m² obytnej plochy predávaných domov dosiahla na Slovensku v roku 2006 hodnotu 30 251 Sk a v porovnaní s rokom 2005 sa zvýšila o takmer 10 %, pričom priemerné jednotkové ceny rodinných domov rástli na medziročnej báze rýchlejšie ako jednotkové ceny rodinných vil.

Pri prenajímaní najvýraznejšie medziročne vzrástli v roku 2006 priemerné mesačné ceny prenájmov za jednoizbové byty (o vyše 9 %) pri zvyšujúcej sa dynamike v jednotlivých štvrťrokoch. Na druhej strane ceny prenájmov 3-izbových bytov sa medziročne znížili v priemere o viac ako 10 %, čo môže súvisieť aj so zaznamenaným značným podielom nákupov tohto typu bytov, z ktorých časť mohla byť zrealizovaná s cieľom ich prenajímania. V treťom štvrťroku sa pokles cien prenájmov 3-izbových bytov zastavil.

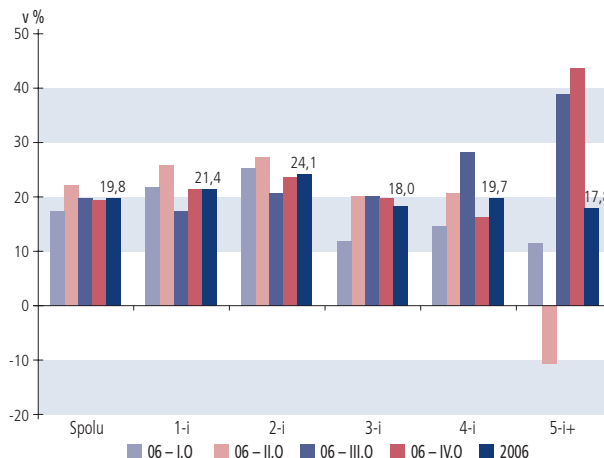
Priemerné mesačné ceny prenájmov domov predstavovali v roku 2006 okolo 44 tis. Sk a boli takmer trojnásobne vyššie ako priemerné mesačné ceny prenájmov bytov.

Z regionálneho pohľadu boli v roku 2006 najvyššie jednotkové ceny nehnuteľností na bývanie v Bratislavskom kraji (41 464 Sk/m²), ktoré boli o viac ako tretinu vyššie ako celoslovenský priemer. V ostatných krajoch boli jednotkové ceny predajov domov a bytov diferencované, ale ani v jednom nedosiahli celoslovenský priemer. Najnižšie ceny predajov nehnuteľností na bývanie boli

Graf 4 Priemerné jednotkové ceny jednotlivých typov bytov v roku 2006 a ich medziročný rast



Graf 5 Vývoj cien predajov jednotlivých typov bytov (medziročná zmena)



Zdroj: NARKS a výpočty NBS.

v roku 2006 v Nitrianskom (14 258 Sk/m²) a Trenčianskom kraji (14 262 Sk/m²).

Priemerné ceny mesačných prenájmov nehnuteľností na bývanie dosiahli v roku 2006 na Slovensku hodnotu 19 509 Sk. V Bratislavskom a Trnavskom kraji boli nad celoslovenským priemerom. Najnižšie ceny prenájmov boli v Prešovskom kraji (11 156 Sk) a predstavovali približne 57-percentný podiel z celoslovenského priemeru.

Podiel ceny priemerného mesačného prenájmu k priemernej jednotkovej cene predaja nehnuteľností na bývanie bol v roku 2006 v rámci celého Slovenska zhruba 64 %. Podobné podiely boli aj

Tab. 2 Ceny predajov a prenájmov nehnuteľností na bývanie v roku 2006 podľa regiónov

| Predaj | BA | NR | KE | PO | TT | TN | BB | ZA | SR |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| v Sk za 1 m ² | 41 464 | 14 258 | 17 489 | 18 425 | 21 449 | 14 262 | 15 410 | 15 275 | 30 661 |
| región/SR v % | 135,2 | 46,5 | 57,0 | 60,1 | 70,0 | 46,5 | 50,3 | 49,8 | 100,0 |
| Prenájom | | | | | | | | | |
| v Sk za mesiac | 25 704 | 17 597 | 16 406 | 11 156 | 20 937 | 18 368 | 12 787 | 18 629 | 19 509 |
| región/SR v % | 131,8 | 90,2 | 84,1 | 57,2 | 107,3 | 94,1 | 65,5 | 95,5 | 100,0 |

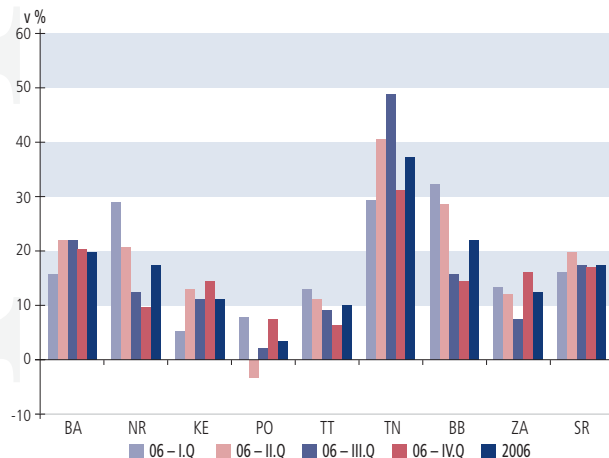
Zdroj: NARKS a výpočty NBS.



Graf 6 Priemerné jednotkové ceny nehnuteľností na bývanie v roku 2006 a ich medziročný rast podľa regiónov



Graf 7 Vývoj cien predajov nehnuteľností na bývanie podľa regiónov (medziročná zmena)



Zdroj: NARKS a výpočty NBS.

v Bratislavskom kraji a v Prešovskom kraji, kým v ďalších troch krajoch (Košický kraj, Trnavský kraj a Banskobystrický kraj) boli tieto podiely podstatne vyššie a v ďalších troch krajoch (Nitriansky kraj, Trenčiansky kraj a Žilinský kraj) boli ceny priemerného mesačného prenájmu dokonca vyššie ako priemerné jednotkové ceny predajov domov a bytov.

Medziročný rast cien nehnuteľností na bývanie bol v roku 2006 v porovnaní s rokom 2005 v jednotlivých regiónoch dosť diferencovaný. Najvýraznejšie zvýšenie cien bolo v Trenčianskom a Banskobystrickom kraji a najmenej na medziročnej báze vzrástli ceny v Prešovskom kraji.

V jednotlivých štvrtrokoch roku 2006 bol vývoj cien nehnuteľností na bývanie v regiónoch veľmi rozdielny. Od postupného relatívneho zvyšovania dynamiky vo viacerých štvrtrokoch (Trenčiansky kraj, Bratislavský kraj a Košický kraj), cez znížovanie dynamiky (Banskobystrický kraj, Nitriansky kraj a Trnavský kraj), až po výskyt poklesu cien nehnuteľností na bývanie v druhom štvrtroku (Prešovský kraj).

Dvojciferný medziročný rast cien nehnuteľností na bývanie v roku 2006 zaradil Slovensko k väč-

šine nových členských krajín EÚ, v ktorých došlo v posledných rokoch k značnému realitnému boomeru. Vybrané údaje o cenách nehnuteľností na bývanie v SR a o ich vývoji sú od začiatku roku 2007 vystavené na internetovej stránke NBS.

ZÁVER

V roku 2006 pokračoval v Európe pomerne dynamický rast objemu priamych investícií do realit a ich hodnota dosiahla v roku 2006 vyše 240 mld. EUR. Výrazne sa na tom podieľali investori spoza hraníc EÚ. Realitný trh bol v roku 2006 v európskych krajinách značne variabilný a pomerne diferencovaný bol aj vývoj cien nehnuteľností na bývanie. Na medziročnej báze ceny domov a bytov rástli výraznejšie v nových ako v starých členských krajinách EÚ.

Trh s nehnuteľnosťami na bývanie na Slovensku, ktorý je sústredený hlavne v okolí Bratislavy a v ďalších rozvíjajúcich sa priemyselných centrách, signalizuje ešte stále neuspokojenú potrebu značného počtu záujemcov o trvalé alebo prechodné bývanie. Tá môže byť vyvolávaná tak snahou o získanie bývania ako takého, ako aj potrebou zvyšovania štandardu bývania. Významným motívom pre investovanie do nákupu domov a bytov je aj snaha získať tento druh nehnuteľností s cieľom ich následného prenájmania.

Priemerná jednotková cena nehnuteľností na bývanie bola v roku 2006 na Slovensku 30 661 Sk, čo predstavuje medziročný nárast o 17,5 %. V jednotlivých štvrtrokoch úhrnné ceny predajov nehnuteľností na bývanie rástli pomerne rovnomerne. V rámci jednotlivých typov bytov najvýraznejšie medziročne vzrástli jednotkové ceny menších, hlavne jedno- a dvojizbových bytov.

Priemerné mesačné ceny prenájmov nehnuteľností na bývanie dosiahli v roku 2006 hodnotu 19 509 Sk a na medziročnej báze poklesli o vyše 10 %.

Z regionálneho pohľadu boli v roku 2006 najvyššie jednotkové ceny nehnuteľností na bývanie v Bratislavskom kraji, vyššie o viac ako tretinu v porovnaní s celoslovenským priemerom. V ostatných krajoch boli jednotkové ceny predajov domov a bytov diferencované, ale ani v jednom nedosiahli celoslovenský priemer. Najnižšie ceny predajov nehnuteľností na bývanie boli v roku 2006 v Nitrianskom kraji.

Slovensko je z pohľadu realitného biznisu stále zaujímavé pre investorov aj vzhľadom na výhodný daňový systém a relatívne priaznivé celkové makroekonomické prostredie. Určitou nevýhodou Slovenska oproti susedným krajinám je menší realitný trh.

V priebehu roku 2007 možno na Slovensku očakávať pokračujúce aktivity developérov na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie, ktoré môžu byť do určitej miery ovplyvnené aj vlnou celoeurópskeho znižovania výnosnosti investícií do nehnuteľností. Pri predpokladanom pokračujúcom dopyte po domoch a bytoch by sa mal na Slovensku aj v roku 2007 udržať trend ich rastúcich cien.

Použitá literatúra:

1. Cár, M.: Vývoj cien nehnuteľností na bývanie. In: Biatic 1/2007.
2. Égert, B. – Dubravko, M.: Determinants of House Price Dynamics in Central and Eastern Europe. BIS, Basel 2007.
3. European housing review 2007. RICS Research, Brussels 2007.
4. Lintner, V. – Rychtárík, Š.: Stresové testovanie rizika poklesu cien nehnuteľností v slovenskom bankovom sektore. In: Biatic 5/2007.
5. Owner-Occupied Housing – Progress Report. Eurostat, Luxembourg, March 2007.
6. Rojko, M.: Kam smerujú výnosy. www.eTrend.sk.
7. Szabó, I.: Realitné fondy fungujú naplno. www.hnonline.sk.



Aplikačné programové systémy STATUS a STATUS DFT a ich úloha v komunikácii na finančnom trhu

Ing. Milan Florián, CSc., Ing. Ján Seman
Národná banka Slovenska

Národná banka Slovenska (NBS) komunikuje s účastníkmi finančného trhu prostredníctvom dvoch hlavných komunikačných kanálov. Prvým je webová stránka NBS a druhým aplikačné programové systémy STATUS a STATUS DFT.

Na stránke www.nbs.sk centrálna banka pravidelne zverejňuje rôzne informácie – od makroekonomických ukazovateľov, cez správy a tlačové informácie až po odborné štúdie z oblasti finančného a ekonomického vývoja na Slovensku. Internetová stránka NBS slúži viac-menej na jednostrannú komunikáciu medzi NBS, subjektmi finančného trhu a verejnosťou, keďže v nej môžu „listovať“ všetci používatelia internetu. Aplikačné programové systémy (APS) STATUS a STATUS DFT na rozdiel od webovej stránky NBS umožňujú obojsmernú komunikáciu medzi NBS a subjektmi finančného trhu. APS STATUS predstavuje systém na zber, spracovanie a uchovávanie údajov z komerčných bánk, zatiaľ čo APS STATUS DFT umožňuje zber, spracovanie a uchovávanie údajov pre dohľad nad finančným trhom a výmenu údajov so subjektmi kapitálového trhu, poisťovňami a dôchodkovými spoločnosťami.

VÝVOJ PROGRAMU APS STATUS A STATUS DFT

Na spracovávanie údajov z komerčných bánk sa v NBS od jej vzniku používal informačný systém ABIS, prevzatý z Českej národnej banky. Spracovávanie a tvorba jednoduchých výstupov zo systému ABIS sa vykonávali prostredníctvom programu CLPROG. Keďže postupom rokov sa požiadavky na kvalitu spracovávaných údajov a takisto výstupov zvyšovali, a existujúci systém ich nevedel pokryť, koncom roku 1996 centrálna banka vybrala dodávateľa, ktorého úlohou bolo vyvinúť nový programový systém na zber a spracovávanie údajov z komerčných bánk.

Celý projekt sa delil na dva cykly. V prvom cykle dodávateľ vyvinul systém, ktorý NBS počas júna a júla 1997 otestovala. Išlo o systém spracovávania výkazov v základnom riešení, teda so šiestimi vybranými výkazmi a bez možnosti ich kontrol. Systém bol vyvinutý ako databáza programu Lotus Notes 4.5.1. V druhom cykle sa podstatne rozšírila funkcionálna, napríklad o možnosť zberu údajov, ich kontrolu a tvorbu rôznych výstupov. Dopracovaná bola aj databázová podpora v programe Oracle Express. Doplnenie funkcionality bolo testované v rámci druhého cyklu v júni 1998. Od augusta 1998 začal odbor štatistiky NBS paralel-

ne spracovávať údaje v systémoch ABIS aj APS STATUS. Od januára 1999 už začala „ostrá“ prevádzka APS STATUS a posledné výkazy sa v systéme ABIS paralelne spracovávali v auguste 1999. Vznik a vývoj APS STATUS znamenal pokrok v zbere údajov. Ukončila sa jedna etapa – zber a prenos pomocou diskiet a začal sa zber prostredníctvom počítačovej siete.

Systém APS STATUS sa od svojho vzniku až po súčasnosť niekoľko ráz upravoval, pričom dve úpravy výrazne ovplyvnili funkčnosť systému. Prvá z výrazných úprav sa uskutočnila v roku 2001, vtedy do systému pribudla možnosť vytvárať verzie číselníkov, čo umožnilo napríklad zmeny numerických a znakových kódov bánk. Súčasne sa dopracovala aj archivácia dokumentov v databáze Lotus Notes. Druhá výrazná úprava systému sa uskutočnila v roku 2005. Firma vyvíjajúca Lotus Notes prestala poskytovať podporu pre objektové komponenty, a preto ich bolo treba nahradiť za všeobecne najrozšírenejší tabuľkový procesor MS Excel v minimálnej verzii 2000. Táto úprava si vyžadovala aj prechod na vyššiu verziu Lotus Notes 6.5.4.

Počas roku 2005 sa začali prvé analýzy a prípravné práce na vývoji nového systému na zber, spracovanie a uchovávanie údajov pre dohľad nad finančným trhom, pretože od roku 2006 NBS mala prevziať pôsobnosť po Úrade pre finančný trh. Požiadavky na nový systém, ktorý dostal meno APS STATUS DFT, boli oproti APS STATUS výrazne rozšírené tak, aby pokrývali pokiaľ možno všetky vtedy známe špecifiká a potreby zberu a spracovania údajov od subjektov finančného trhu.

Na rozdiel od APS STATUS rieši APS STATUS DFT zber údajov od podstatne väčšieho počtu subjektov, kategorizáciu subjektov, zastupiteľnosť vykazovania za iné subjekty, zber výkazov, ktoré obsahujú časti s konštantným, ale aj premenlivým množstvom údajov. Okrem toho zabezpečuje zber dokumentov rôznych typov, umožňuje dokonalejšie spracovanie a výber údajov v databáze OLAP, má inú koncepciu prístupových práv atď.

Pre extrémnu krátkosť času sa práce na APS STATUS DFT rozdelili do dvoch etáp. Prvá etapa vývoja systému skončila v prvej polovici roka



2006 a od augusta toho istého roku mohli prvé vybrané subjekty finančného trhu vykazovať údaje v novom systéme. Druhá etapa bola dokončená v decembri 2006 a jej výsledkom bol systém s plnou funkčnosťou.

ZÁKLADNÉ FUNKCIE

Obidva systémy STATUS DFT aj STATUS DFT pozostávajú z dvoch subsystémov. Subsystém STAVYD reprezentuje databázy v programe Lotus Notes 6.5 a subsystém STATAN umožňuje uchovávať, spracovať a analyzovať údaje zbierané subsystémom STAVYD.

Subsystém STAVYD využíva výhody programu Lotus Notes, prostredníctvom ktorého sa distribuujú databázy cez sieť ku koncovým užívateľom. Systém STATUS používa na prenos údajov privátnu sieť UNIVERZAL-NET, zatiaľ čo STATUS DFT komunikuje so subjektmi finančného trhu cez internet. Vzájomná výmena údajov oboch systémov sa uskutočňuje prostredníctvom replikácií, pričom sa vždy replikujú len tie údaje, ktoré sa v databáze zmenili. Jednotlivé databázy sa vytvárajú

samostatne pre každý rok. STAVYD umožňuje:

- zber štatistických údajov a hlásení,
- projektovanie vzorov vstupných výkazov a ich výstupov, vrátane projektovania kontrolných väzieb,
- automatizovaný prenos všetkých zmien metodiky tvorby štatistických výkazov,
- automatizované odosielanie urgencií nedodaných vstupných výkazov,
- prístup používateľov k vstupným výkazom a výstupom podľa vopred definovaných prístupových práv,
- uchovávanie štatistických údajov a hlásení, ich analýzu a výber nezávislý od výkazu, v ktorom boli odoslané do NBS,
- on-line prístup k štatistickým údajom, s možnosťou vytvárať rôzne pohľady na štatistické údaje a ich export do prostredia MS Excel,
- rôzne podporné funkcie pre spracovanie výkazov.

STATAN je tvorený multidimenzionálnou OLAP databázou prístupnou v programe Oracle Express Analyzer 6.3.2. Využíva sa na najmä na:

Tab. 1. Funkcie vo vykazujúcich subjektoch (VS) a v NBS

| Funkcia vo vykazujúcom subjekte (VS): | |
|---------------------------------------|---|
| Názov funkcie | Popis |
| Editor | Používateľ vo VS s právom vytvoriť a editovať výkaz za vykazujúci subjekt vo vykazujúcom subjekte alebo na pracovisku v NBS. |
| Zodpovedná osoba | Používateľ vo VS s právom potvrdiť správnosť výkazu za vykazujúci subjekt. |
| Príjemca vo vykazujúcom subjekte | Používateľ s právom čítania výkazu a jeho výstupov. |
| Správca vo vykazujúcom subjekte | Správca vo VS je funkcia vytvorená na podporu správcu oboch systémov a na zabezpečenie niektorých čiastkových úloh týkajúcich sa prevádzkovania vo VS. |
| Úlohy v NBS | |
| Projektant | Osoba v NBS, ktorá má právo vytvárať vzor výkazu a meniť všetky jemu zodpovedajúce vlastnosti ako je jeho štruktúra, definície kontrolných väzieb a odvodených ukazovateľov, ako aj obsah XLS príloh vzoru, alebo v systéme STATAN zadáva a mení vlastnosti číselníkov, definuje oblasti a priraduje sémantický popis ukazovateľov. |
| Editor | Používateľ v NBS s právom vytvoriť a editovať výkaz za NBS a za vykazujúci subjekt na pracovisku v NBS. |
| Zodpovedná osoba | Používateľ v NBS s právom potvrdiť výkaz za NBS a za vykazujúci subjekt na pracovisku v NBS. |
| Garant spracovania | Používateľ s právom odsúhlasiť, uzavrieť alebo odmietnuť výkaz v NBS, vytvárať plány, urgencie a sledovať obsah prijatých výkazov v NBS. |
| Príjemca výkazu v NBS | Osoba s pasívnym právom sledovať stav spracovania vstupného výkazu alebo výstupu a pristupovať ako čitateľ k prijatému výkazu alebo výstupu, ktorý je uložený v databáze Lotus Notes. |
| Správca APS | Správca v NBS spravuje a riadi prevádzku databázy. |
| Operátor | Osoba, ktorá dohliada na správnu činnosť systému a monitoruje neštandardné stavy a udalosti. |
| Správca Lotus Notes | Vykonáva správu Lotus Domino serverov, ID súborov, nastavenie zoznamov prístupových práv databázy, nastavenie spúšťania agentov a zmenu dizajnu databázy. |



- uchovávanie vstupných údajov z výkazov a hlásení,
- vytváranie výstupov podľa požiadaviek jednotlivých užívateľov,
- projektovanie, spravovanie a aktualizáciu číselníkov,
- vytváranie hierarchií vykazujúcich subjektov,
- vytváranie časových radov,
- jednoduchú štatistickú analýzu,
- porovnávanie vybraných dát,
- spracovanie neštandardných výstupov pomocou špeciálnych aplikácií.

PRÁCA S APS STATUS A STATUS DFT

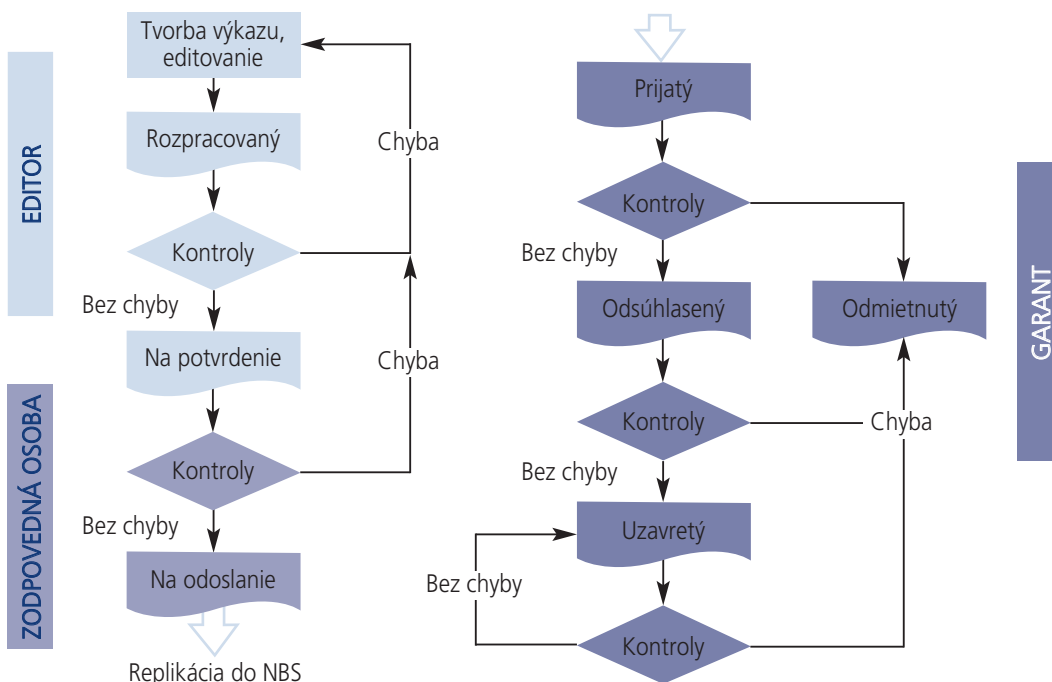
APS STATUS aj STATUS DFT zabezpečujú prístup k jednotlivým dokumentom databázy Lotus Notes na základe definovaných prístupových práv, stanovených pre každý dokument. S ohľadom na podobnosť niektorých činností a prístupov k dokumentom, boli v oboch aplikáciách vytvorené takzvané funkcie užívateľov. Funkcie užívateľov sú definované osobitne pre vykazujúce subjekty a pre užívateľov v NBS (tab. 1).

Užívateľia pracujú s výkazmi a hláseniami v rôznom štádiu ich „životného cyklu“ (obr. 1). Každá funkcia je určená na to, aby sa s výkazom alebo hlásením dala vykonať konkrétna operácia. Sled operácií a činností s výkazom je zvolený tak, aby nemohlo dôjsť k pozmeneniu, alebo zneužitiu údajov a celý proces je transparentný. Všetky operácie s výkazom alebo hlásením sa zaznamenávajú pomocou digitálneho podpisu do samotného dokumentu databázy Lotus Notes. Výkaz alebo hlásenie prechádza teda niekoľkými stavmi. Keď ho vykazujúci subjekt vytvára a naplňa údajmi, je v stave Rozpracovaný. Pokiaľ neobsahuje chyby, editor zmení jeho status na stav Na potvrdenie. Po úspešnom skontrolovaní údajov ho zodpovedná osoba odošle do NBS tým, že ho uve-

die do stavu Na odoslanie. V ďalšom kroku nasleduje automatická replikácia a výkaz alebo hlásenie sa objaví v NBS v stave Prijatý. Po kontrolách verzii, automatických kontrolách a logických kontrolách môže garant v NBS označiť výkaz alebo hlásenie ako Odsúhlasený. Pokiaľ sa nevyskytnú ďalšie pochybnosti o kvalite údajov, môže byť označený stavom Uzavretý. Keď aj dodatočne s odstupom času vznikne potreba opravy údajov, je možné aj uzavretý výkaz alebo hlásenie odmietnuť. Prijaté údaje z výkazov a hlásení sa ďalej v NBS spracovávajú. Na tento účel slúži časť systému STATAN. Ihneď ako sú všetky požadované výkazy a hlásenia v stave Odsúhlasený, spúšťajú garanti procedúry sumarizácie a tvorby výstupov, ktoré sú podkladom pre publikovanie štatistických údajov NBS pre verejnosť. Niektoré publikované údaje sa zverejňujú pre vykazujúce subjekty aj priamo v systéme APS STATUS alebo STATUS DFT. Prostredníctvom oboch systémov NBS zverejňuje dôležité informácie, metodiky, oznamy a vyjadrenia pre subjekty a subjekty naopak dodávajú komentáre alebo potvrdzujú skutočnosti vykazované vo výkazoch.

APS STATUS a STATUS DFT predstavujú dôležitý komunikačný prostriedok medzi NBS a jednotlivými účastníkmi finančného trhu. Slúži nielen na vzájomnú výmenu informácií a údajov o fungovaní finančného trhu, ale taktiež vytvára priestor pre obojstrannú spätnú väzbu, a teda neustále skvalitňovanie procesu komunikácie medzi NBS a finančným trhom. Zvyšovať efektívnosť komunikácie NBS so subjektmi finančného trhu to je výzva aj do budúcnosti. Spolu s hospodárskym rastom spoločnosti bude rásť aj význam finančného trhu (predovšetkým však kapitálového trhu) ako kľúčového sprostredkovateľa voľných finančných prostriedkov v ekonomike a spolu s ním aj úloha NBS ako orgánu dohľadu.

Obr. 1. Životný cyklus výkazu





Sprostredkované vlastníenie cenných papierov na Slovensku a v zahraničí

JUDr. Mgr. Peter Baláž¹

¹ Autor je právnym poradcom Európskej investičnej banky. Názory vyjadrené v tomto článku sú názormi autora a nemožno ich stotožňovať so stanoviskom Európskej investičnej banky.

² Pozri najmä zákon NR SR č. 213/2006 Z. z. („novela č. 213/2006 Z. z.“) a zákon NR SR č. 209/2007 Z. z. („novela č. 209/2007 Z. z.“).

³ Tieto vymedzenia vychádzajú z terminológie zadefinovanej v Haagskom Dohovore o rozhodnom práve pre určité práva k cenným papierom v správe sprostredkovateľa („haagsky dohovor o cenných papieroch“).

⁴ Porovnaj so zbernými dlhopismi podľa § 2 ods. 8 zákona SNR č. 530/1990 Zb. o dlhopisoch („zákon o dlhopisoch“).

⁵ Pozri napríklad belgický dekrét Arrêté royal no 62 coordonné relatif au dépôt d'instruments financiers fongibles et à la liquidation d'opérations sur ces instruments z 10. novembra 1967 v znení neskorších predpisov („belgický dekrét“) alebo luxemburský zákon Loi concernant la circulation des titres et d'autres instruments fongibles z 1. augusta 2001 („luxemburský zákon“).

⁶ Porovnaj napríklad § 5 a § 9a nemeckého zákona Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren zo 4. februára 1937 v znení neskorších predpisov („nemecký zákon o úschove cenných papierov“).

⁷ Pozri ICMSA, ICMA, Euroclear a Clearstream: New Issues Procedures for international bearer debt securities issued in NGN form through the ICSDs. http://www.euroclear.com/Euroclear/downloads/84_138781_ngn003.pdf?userid= Máj 2006, s. 12/19.

Moderné dejiny cenných papierov sú charakteristické ich dematerializáciou. Keďže právny režim zaknihovaných cenných papierov je často postavený na fikciách, nesprávne pochopenie povahy práv k cenným papierom môže byť pre investorov osudné. Tento príspevok popisuje v historickom kontexte niektoré možné povahy investície do zaknihovaných cenných papierov známe z rôznych jurisdikcií. V tejto súvislosti venuje pozornosť aj novej úprave sprostredkovaného vlastníenia cenných papierov na Slovensku.²

Sám pojem „sprostredkované vlastníenie cenných papierov“ (*securities intermediation*) je v slovenčine zavádzajúci. V skutočnosti totiž pri ňom investor vôbec nemusí (ale môže) nadobudnúť vlastnícke právo k cenným papierom. Pod ním treba rozumieť skôr práva k cenným papierom vyplývajúce z pripísania týchto cenných papierov na účet cenných papierov sprostredkovateľmi. Sprostredkovateľom je osoba, ktorá vedie účet cenných papierov pre inú osobu. Účtom cenných papierov je účet, na ktorý je možné pripísať cenné papiere alebo právo k nim v prospech účtu alebo na jeho ťarchu.³

HISTORICKÝ VÝVOJ SPROSTREDKOVANÉHO VLASTNENIA CENNÝCH PAPIEROV

Zahraničie. Vývoj systémov sprostredkovaného vlastníenia cenných papierov vo svete sa začal listinnými cennými papiermi, pokračoval ich imobilizáciou a v posledných desaťročiach vyústil do úplnej dematerializácie cenných papierov.

Už v obdobiach výlučnej existencie listinných cenných papierov bolo možné odovzdať cenné papiere do úschovy finančným inštitúciám (napríklad na účely ochrany majetku alebo jeho spravovania), pričom práva investora k nim mohli byť v ur-

čitých prípadoch dokumentované zápisom na účte. V závislosti od povahy úschovy a vlastností cenného papiera si investor zachoval alebo nezachoval vlastnícke právo k daným cenným papierom.

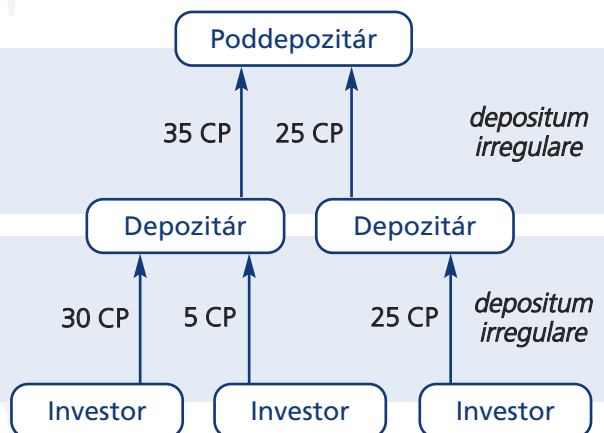
Imobilizácia bola prvým krokom k dematerializácii. Dodnes je rozšírená najmä na trhu euroobligácií vo forme tzv. globálnych cenných papierov.⁴ Emitent napríklad vydá len jeden globálny listinný dlhopis na celú emitovanú sumu, ktorý sa odovzdá do úschovy sprostredkovateľovi. „Podiely“ na tomto dlhopise potom sprostredkovateľ vedie na účtoch účastníkov systému prípadne na účtoch majiteľov. Právna povaha „podielu“ a jeho prevoditeľnosť závisí od príslušného právneho poriadku. Niektoré právne poriadky umožňujú prevody týchto „podielov“ zápismi na účtoch vedených takýmto sprostredkovateľom (prípadne účastníkmi v systéme takéhoto sprostredkovateľa).⁵

Imobilizácia je v niektorých právnych poriadkoch možná aj v prípade, že emisia pozostáva z viacerých listinných cenných papierov.⁶ V praxi sa však toto riešenie využíva menej, pretože je nákladné a technicky náročné emitovať veľké množstvo listinných cenných papierov. Aj výmena globálneho dlhopisu za individuálne listinné dlhopisy je spravidla možná len v osobitných prípadoch, ako je napríklad insolvenca emitenta.

V druhom kroku dematerializácie už dochádza k úplnému zaknihovaniu cenných papierov. To znamená, že sa neemituje žiaden cenný papier v listinnej podobe. Tu môžu existovať minimálne dva systémy.

Prvý systém je určitým druhom dematerializovanej imobilizácie. Emituje sa zaknihovaný globálny cenný papier, ktorý je uložený u depozitára. Slovo „uložený“ v tomto prípade treba chápať ako fikciu. Cenný papier existuje len vo forme elektronického záznamu. Niekedy môže ísť o zoskenovanú verziu listinného cenného papiera, ktorý je následne zničený.⁷ Na tomto cennom papieri potom môžu nadobúdať investori „podieľy“ ako na listinnom globálnom cennom papieri.

Viacstupňové sprostredkované vlastníenie cenných papierov





Iným príkladom sú čisto registračné systémy, niekedy pre priamu vynútiteľnosť práv investora voči emitentovi nazývané aj transparentnými. Emitent vydá cenné papiere v čisto elektronickej forme prostredníctvom príslušnej evidencie. Zápisom určitej osoby v tejto evidencii ako vlastníka (majiteľa) cenného papiera nadobúda k nemu táto osoba určité práva. Takýto sprostredkovateľ má skôr povahu registra práv ako uschovávatel'a.⁸

Slovensko. Na Slovensku boli prakticky zaknihované cenné papiere zavedené spolu s imobilizáciou v roku 1992.⁹ Imobilizácia sa však neujala. Zrejme tak pre praktické výhody zaknihovanej formy, ako aj nedokonalosť právnej úpravy imobilizácie.

V oblasti zaknihovaných cenných papierov prešlo Slovensko od roku 1992 troma etapami vývoja štruktúry vlastníctva. V prvej etape, od 31. 12. 1992 do 31. 12. 2001,¹⁰ sa vlastnícke právo k zaknihovaným cenným papierom evidovalo v jednostupňovom systéme, a to v Stredisku cenných papierov SR Bratislava, a. s. („stredisko cenných papierov“), ktoré otváralo investorom účty majiteľa cenných papierov. Spojenie vlastníckeho práva s evidenciou cenných papierov na účte majiteľa vyplývalo nepriamo z niektorých ustanovení zákona¹¹, ako aj z judikatúry.¹² Stredisko cenných papierov bolo jediným sprostredkovateľom evidujúcim vlastnícke právo v tomto zaknihovanom systéme. Niektorí majitelia účtov v stredisku cenných papierov síce mohli voči určitým osobám pôsobiť ako sprostredkovatelia v zmysle vyššie uvedeného vymedzenia, ale zo zápisov na účtoch, ktoré viedli, mohlo vyplývať podľa slovenského práva len právo pohľadávky.¹³

V druhej etape, ktorá sa začala 1. januára 2002,¹⁴ sa evidencia zaknihovaných cenných papierov decentralizovala. Niektoré osobitné druhy cenných papierov začala evidovať Národná banka Slovenska alebo správcovské spoločnosti spolu s depozitármi otvorených podielových fondov. Ostatné zaknihované cenné papiere boli vlastne prostredníctvom dvojstupňovej štruktúry centrálného depozitára a jeho členov.¹⁵ Na Slovensku je až dodnes len jeden domáci centrálny depozitár a to Centrálny depozitár cenných papierov SR, a. s. („centrálny depozitár“), pôvodné stredisko cenných papierov so zmeneným obchodným menom a novou licenciou.

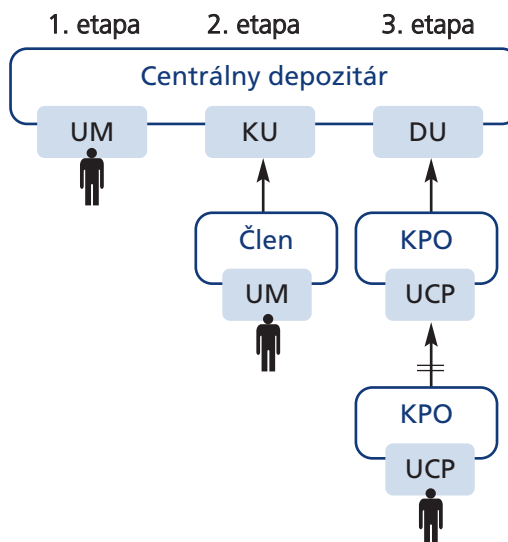
V tretej etape, ktorá sa začala 1. mája 2006¹⁶ a trvá dodnes, sa zaviedla možnosť mnohostupňovej evidencie vlastníckeho práva k cenným papierom. Najskôr bolo takéto viacnásobné reťazenie účtov cenných papierov umožnené len napojením zahraničného centrálného depozitára na slovenskú evidenciu. „Zahraničný centrálny depozitár“ znamená v tomto článku „zahraničnú právnickú osobu s obdobným predmetom činnosti ako centrálny depozitár“.¹⁷ Dnes je mnohostupňová evidencia možná už i v rámci samotnej evidencie vlastníckeho práva k cenným papierom na Slovensku.¹⁸

Všetky tri štruktúry vlastníctva cenných papierov prostredníctvom centrálného depozitára prežili vo viac či menej pozmenenej podobe dodnes. V rámci prvej, pochádzajúcej ešte z prvej etapy, je vlastnícke právo určitých investorov dokumentované zápisom na účte majiteľa otvorenom priamo v centrálnom depozitárovi.¹⁹

V rámci druhej štruktúry si investori môžu otvoriť účet majiteľa cenných papierov u člena centrálného depozitára („člen“).²⁰ Člen si ďalej otvorí klientsky účet, na ktorom centrálny depozitár eviduje údaje o cenných papieroch, ktorých majiteľov eviduje člen. Za vlastníka cenného papiera sa však nepovažuje člen, ale osoba vedená ako majiteľ cenného papiera u takéhoto člena.²¹

Tretia možná štruktúra je založená na napojení evidencie vlastníckeho práva k cenným papierom vedenej obchodníkmi s cennými papiermi alebo zahraničným centrálnym depozitárom na centrálného depozitára prostredníctvom držiteľského účtu. Množstvo stupňov v takom prípade ovplyvňuje počet stupňov úschovy zakončených držiteľským účtom obchodníka s cennými papiermi, prípadne právny poriadok príslušného zahraničného systému zúčtovania a vyrovnania.²² Držiteľský účet môže zriadiť kvalifikovaným právnickým osobám len centrálny depozitár.²³ Preto k reťazeniu sprostredkovaného vlastníctva cenných papierov obchodníkmi s cennými papiermi na nižších stupňoch nedochádza prostredníctvom držiteľských účtov, ale zákonom nepomenovaných účtov cenných papierov, ktoré vedie obchodník s cennými papiermi podľa § 71h ods. 2 písm. d) zákona o cenných papieroch. Hoci dôvodová správa k novele 209/2007 Z. z. možnosť takéhoto reťazenia nenaznačuje, nezdá sa, že by ho novelizovaný zákon o cenných papieroch zakazoval. Za vlastníka, prípadne hromadného spo-

Vlastnenie cenných papierov prostredníctvom centrálného depozitára



KPO kvalifikovaná právnická osoba (§ 105a a § 71h); UM účet majiteľa cenných papierov; KU klientsky účet; DU držiteľský účet; UCP iný účet cenných papierov (vedený v zahraničnom systéme alebo podľa § 71h).

8 Porovnaj s popisom nordických systémov a francúzskeho systému na str. 41 v Goode, R. a kol.: Explanatory Report on the Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities held with an Intermediary. HCCH: Haag 2005.

9 § 38 zákona SNR č. 600/1992 Zb. o cenných papieroch („zákon o cenných papieroch z roku 1992“). Hoci zákon o dlhopisoch umožňoval dokonca už v roku 1991 emitovať zaknihované dlhopisy, nedokonalosť tejto úpravy podstatne oslabovala ich praktické využitie.

10 Obdobie účinnosti zákona o cenných papieroch z roku 1992.

11 § 56 ods. 1, § 59 písm. c), § 21 ods. 1 a § 20 zákona o cenných papieroch z roku 1992.

12 Nález Ústavného súdu SR sp. Zm. PL. ÚS 38/95 z 3. apríla 1996 zverejnený v Zbierke zákonov SR pod číslom 135/1996.

13 Napríklad na základe niektorej z relevantných zmlúv podľa druhej časti zákona o cenných papieroch z roku 1992.

14 Dátum účinnosti zákona NR SR č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov („zákon o cenných papieroch“).

15 § 10 ods. 4 tamtiež.

16 Dátum účinnosti novely č. 213/2006 Z. z.

17 Pozri napríklad § 99 ods. 4 písm. e) zákona o cenných papieroch.

18 Pozri novelu č. 209/2007 Z. z.

19 § 105 ods. 2 zákona o cenných papieroch.

20 § 105 ods. 3 tamtiež.

21 § 106 tamtiež.

22 Pozri § 71i tamtiež.

23 § 105a tamtiež.



24 § 105a ods. 1 zákona o cenných papieroch.

25 Pozri článok 1 ods. 1 písm. a).

26 § 2 ods. 1 zákona o cenných papieroch.

27 Pre rímskoprávnu interpretáciu pozri s. 328 v Blaho P., Haramia I., Židlická, M.: *Základy rímskeho práva*. Manz a VO PF UK: Bratislava 1997.

28 Toto právo vznikalo zložiteľovi do hromadnej úschovy cenných papierov aj podľa § 34 ods. 3 zákona o cenných papieroch z roku 1992. Pozri tiež nepravidelnú úschovu (*unregelmäßige Verwahrung*) podľa § 15 ods. 1 nemeckého zákona o úschove cenných papierov.

29 Pozri odporúčanie č. 12 v *Committee on Payment and Settlement Systems: Recommendations for securities settlement systems*. Bank for International Settlements a International Organization of Securities Commissions: Bazilej, 11/2001.

30 Pre úschovu vecí porovnaj s *Inst. 3.14.3*, s. 166 v Blaho, P.: *Justiniánske inštitúcie*. Iura Edition: Trnava 2000, 439 s. Tento princíp uznáva dnes vo vzťahu k listinným cenným papierom aj zákon o cenných papieroch v rámci samostatnej úschovy (§ 39 ods. 2), aj keď pri listinných papieroch na doručiteľa nie je možné ani pri takejto úschove v určitých prípadoch vylúčiť prevod vlastníctva odovzdaním (§ 20).

31 § 7 ods. 9 zákona o cenných papieroch. Pre výnimku pozri napr. § 35 tamtiež.

32 Článok 14.4 *Prevádzkového poriadku centrálného depozitára* (v znení účinnom k 1. 2. 2007).

33 Pozri Benjamin, J.: *The Law of Global Custody*. Butterworths: London 1996.

34 Pozri nariadenie 2(1) v *The Uncertificated Securities Regulations 2001, Statutory Instrument 2001 No. 3755* („anglické nariadenia o dematerializovaných cenných papieroch“).

35 Porovnaj napríklad *Sammelverwahrung* (§ 5) so *Sonderverwahrung* (§ 2) a *unregelmäßige Verwahrung* (§ 15) v nemeckom zákone o úschove cenných papierov.

36 Článok 2 belgického dekrétu.

37 Článok 6 luxemburského zákona.

38 S. 209 v Lazar, J.: *Základy občianskeho hmotného práva*. Iura Edition: Bratislava 2004.

39 Lazar (2004, s. 172).

luvlastníka príslušného cenného papiera (t. j. osobu, ktorej patrí podiel na spoločnom majetku v hromadnej úschove) sa považuje osoba určená evidenciou obchodníka s cennými papiermi alebo zahraničného centrálného depozitára.²⁴ Zákonný odkaz na „evidenciu vedenú obchodníkom s cennými papiermi“ by sa mal vyložiť ako zahŕňajúci aj evidenciu vedenú obchodníkmi s cennými papiermi, ktorí u nich uložia cenné papiere klientov. Evidencia vedená obchodníkom s cennými papiermi je totiž podriadená v rámci tohto odkazu rovnakému režimu ako evidencia vedená zahraničným centrálnym depozitárom. Zákonodarcia predsa nemohol predpokladať, že zahraničný centrálny depozitár bude sám bez svojich členov evidovať vlastníkov cenných papierov, keďže to tak nie je v najvýznamnejších ekonomikách.

AKTÍVUM NADOBÚDANÉ INVESTOROM

Povaha investície. V závislosti od právneho poriadku môže mať investícia do cenného papiera najmä povahu pohľadávky k cenným papierom, úžitkového podielu (*beneficial interest*), spoluvlastníckeho podielu alebo vlastníckeho práva k cenným papierom.

Niekedy dochádza k spájaniu pojmu cenný papier s týmito právami. Haagsky dohovor o cenných papieroch napríklad považuje za cenné papiere nielen akcie a dlhopisy, ale aj iné finančné nástroje alebo aktíva (okrem hotovostných), či práva k nim.²⁵ Tento prístup je oprávnený najmä pri určeni podobného právneho režimu týchto nástrojov. Slovenská legislatíva však definuje pojem „cenný papier“ užšie. Je ním len peniazmi ocenený zápis v zákonom ustanovenej podobe a forme, s ktorým sú spojené práva podľa zákona.²⁶

Investícia vo forme pohľadávky. Pri *depositum irregulare*, čiže úschove sporej so zmiešaním cenných papierov s cennými papiermi iných osôb, aplikácia princípov rímskeho práva národnými právnymi poriadkami často vedie k záveru, že vlastníctvo k uschovaným cenným papierom nadobúda uschovávateľ.²⁷ Investor nadobúda iba právo požadovať prevedenie ekvivalentného cenného papiera.²⁸ Významné je to predovšetkým v prípade insolvenčného konania nad uschovávateľom. Existuje totiž riziko, že tieto cenné papiere budú zahrnuté do konkurznej podstaty uschovávateľa a investor bude o ne musieť súťažiť s inými veriteľmi. Pokiaľ v takomto prípade nie je zabezpečená dostatočná ochrana investora, založenie systému nepriameho vlastníctva cenných papierov na tomto princípe sa neodporúča.²⁹

Vlastnícke právo. Vlastnícke právo investora k cenným papierom je časté v transparentných systémoch a pri *depositum regulare*, čiže pri oddelenom uschovaní cenných papierov.³⁰ Investor, ktorý nadobúda vlastnícke právo, je potom obyčajne dostatočne chránený v prípade insolvencie sprostredkovateľa reinvikacnou (excindenčnou) žalobou.

Slovenská evidencia zaknihovaných cenných papierov na účtoch majiteľa zaknihovaných cenných papierov je v zásade založená na vlastníckom práve.³¹ Zaujímavosťou slovenskej legislatívy je, že sa investor stáva vlastníkom nešpecifikovaného predmetu vlastníctva. Zaknihované cenné papiere v rámci emisie sú totiž zastupiteľné a nie je možné ku konkrétnemu cennému papieru priradiť konkrétneho vlastníka. V rámci evidencie vedenej centrálnym depozitárom dochádza k individualizácii cenného papiera len v prípade vzniku spoluvlastníckeho práva.³²

Tento prístup je revolučný vo vzťahu ku klasickým právnym zásadám vyžadujúcim špecifikovaný predmet vlastníctva. V minulosti preto existovali v niektorých právnych poriadkoch, napr. v Anglicku, problémy s uznaním možnosti vlastníctva zaknihovaných cenných papierov.³³ Súčasná legislatívne riešenie vo Veľkej Británii je podobné slovenskému: Možnosť vlastníctva zaknihovaných cenných papierov je zakotvená priamo vo všeobecne záväznom predpise³⁴ a preto sa tento problém stáva z pozitívoprávneho hľadiska irelevantným.

Spoluvlastnícky podiel. Legislatívne riešenia na báze spoluvlastníckeho podielu k cenným papierom sú časté. Používajú sa predovšetkým pri imobilizácii cenných papierov. Imobilizácia sa spravidla zakladá na hromadnej úschove, niekedy považovanej za tretí spôsob úschovy cenných papierov popri *depositum regulare* a *depositum irregulare*.³⁵ V rámci nej majú investori spoluvlastnícke právo k zastupiteľným cenným papierom uschovávaným sprostredkovateľom. Belgické právo napríklad priznáva investorom do cenných papierov spoluvlastnícke právo v pomere ich investície k celej emisii zastupiteľných cenných papierov uschovaných v uznaných inštitúciách.³⁶ Luxemburský zákon nedefinuje právo uschovávateľa ako „spoluvlastnícke“, ale všeobecnejšie ako „reálne právo neosobnej povahy k skupine cenných papierov a iných finančných nástrojov rovnakej povahy vzatých do úschovy alebo držaných na účte uschovávateľom“, pričom má postavenie, „ako keby zostali v jeho rukách“.³⁷ Výsledný efekt je podobný.

Výhodou spoluvlastníckeho práva je možnosť obrany reinvikacnou (excindenčnou) žalobou v prípade insolvencie sprostredkovateľa.

V súlade s rímskoprávnou tradíciou je spoluvlastnícke právo na kontinente vylúčene. Lazar napríklad vo svojej definícii vlastníckeho práva v kontexte slovenského práva vymedzuje, že obsah vlastníckeho práva vykonáva vlastník „nezávislo od súčasnej existencie moci kohokoľvek iného k tej istej veci“.³⁸ Spoluvlastnícke právo nemôže byť predmetom ďalšieho spoluvlastníckeho práva.³⁹ Preto ho nie je možné rezať a tradičný kontinentálny právny poriadok priznáva spoluvlastnícke právo k cenným papierom iba osobám na jednej z úrovni evidencie sprostredkovaného vlastníctva.

Hoci niektoré systémy označované za spoluvlas-



tnícke umožňujú takéto reťazenie, v skutočnosti ide o systémy *sui generis*, ktoré majú bližšie k úžitkovému spoluvlastníctvu ako ku klasickému kontinentálnemu.⁴⁰ Príkladom sú cenné papiere vydané podľa U.C.C. v Spojených štátoch,⁴¹ ktoré priamo drží (*holds*) len prvý sprostredkovateľ.⁴² Všetci ostatní sprostredkovatelia a následne aj investor nadobúdajú tzv. „oprávnenie k cenným papierom“ (*securities entitlement*). Toto oprávnenie však nemá povahu pohľadávky, ale zahŕňa okrem iného tzv. vlastnícke oprávnenie (*property interest*)⁴³ nepodliehajúce klasickému vlastníckemu režimu *common law*.⁴⁴ Vlastnícke oprávnenie je definované ako „pro rata vlastnícke oprávnenie ku všetkým vlastníckym oprávneniam sprostredkovateľa k tomuto finančnému aktívu“.⁴⁵ Vlastnícke oprávnenie sprostredkovateľov je však obmedzené na to, aby splnili svoje povinnosti voči osobám na ďalšej úrovni sprostredkovaného vlastníctva.⁴⁶

Architektúru vlastníctva cenných papierov prostredníctvom práva analogického so spoluvlastníckym právom k uschovaným cenným papierom umožňuje aj slovenský zákon o cenných papieroch vo forme hromadnej úschovy cenných papierov. Stanovuje, že zastupiteľné listinné cenné papiere zložené do takejto úschovy sú spoločným majetkom zložiteľov.⁴⁷ Ide o právo zodpovedajúce „podielu na spoločnom majetku“, čiže právo nápadne sa podobajúce na spoluvlastnícke, na ktoré sa však nevzťahujú ustanovenia občianskeho zákonníka o spoluvlastníctve.⁴⁸

Hromadná úschova je relevantná predovšetkým pre imobilizáciu cenných papierov prostredníctvom centrálneho depozitára. Môže takisto vzniknúť aj pri reťazení účtov pri uložení cenných papierov vedených obchodníkmi s cennými papiermi.⁴⁹

Úžitkový podiel. Úžitkový podiel (*beneficial interest*) je typický najmä pre inštitút zverenectva (trust) známeho zo systémov *common law*. Hoci sa v minulosti pojem „zverenectvo“ stotožňoval s pojmom *fideicommissum*,⁵⁰ v tomto príspevku sa používa ako najbližší dostupný slovenský preklad pojmu trust. Úžitkový podiel predstavuje právo vlastníckeho charakteru prináležiace úžitkovému vlastníkovi (*beneficial owner*). Úžitkové vlastníctvo (*beneficial ownership*) v systémoch *common law* existuje popri formálnom vlastníctve (*legal ownership*). Pri aplikácii takto rozdeľného vlastníctva v oblasti sprostredkovaného vlastníctva cenných papierov sa za formálneho vlastníka (*legal owner*) cenného papiera považuje sprostredkujúca inštitúcia, pričom úžitkový podiel umožňuje investorovi užívať obsah vlastníckeho práva k predmetu formálne vlastnenému sprostredkujúcou inštitúciou.

V prípade konkurzu sprostredkovateľa je úžitkový vlastník chránený, pretože dané cenné papiere vlastní formálny vlastník pre neho. Predmet úžitkového vlastníctva sa nestáva súčasťou konkurznej podstaty formálneho vlastníka v úpadku.⁵¹

Úžitkový podiel môže byť predmetom ďalšieho

právneho a úžitkového vlastníctva. Takéto reťazenie je známe v prípade zverenectva vo forme zriaďovania podzverenectiev (*subtrusts*). Takto sa úžitkový vlastník cenných papierov stáva formálnym vlastníkom úžitkového podielu. Tento podiel však vlastní pre tretiu osobu, ktorá je úžitkovým vlastníkom tohto podielu.⁵² Takto umožňuje ekvitalne anglické právo reťazenie vlastníctva cenných papierov v rámci úžitkového vlastníctva.

Aj keď zákon o cenných papieroch rozdelenie vlastníctva na formálne a úžitkové nepozná, obsahuje niektoré jeho prvky v úprave komisionárskej zmluvy. V rámci nej totiž môže byť skutočným vlastníkom iná osoba, ako osoba vedená na účte majiteľa cenného papiera.⁵³ Niektoré jeho charakteristiky vykazujú aj „držanie aktív pre klienta“ obchodníkmi s cennými papiermi.⁵⁴

NIEKTORE RIZIKÁ VYPLÝVAJÚCE Z NOVEJ LEGISLATÍVY

Dá sa predpokladať, že posledné zmeny v zákone o cenných papieroch zavádzajúce držiteľské účty umožnia efektívnejšie fungovanie finančných trhov, lepšie využitie finančných nástrojov, ako aj prepojenie slovenského systému so zahraničím. Takisto je potrebné oceniť zákonnú ochranu majetku investorov zvereného obchodníkom s cennými papiermi.⁵⁵

Dôvodová správa k novele č. 209/2007 Z. z. uvádza, že táto novela zavádza tzv. *nominee concept*, ktorý sa využíva predovšetkým v *common law* systémoch umožňujúcich rozdelenie vlastníctva na formálne a úžitkové. Pri implementácii v kontinentálnych poriadkoch založených na jednote vlastníckeho práva je nevyhnutný veľmi opatrný prístup.

Ako už bolo uvedené, novelizovaný zákon o cenných papieroch skutočne obsahuje niektoré prvky takéhoto rozdelenia vlastníctva. Avšak právne novela č. 209/2007 Z. z. nezrušila jednotu vlastníctva, a to ani v prípade komisionárskej zmluvy alebo držania aktív pre klienta. V prípade komisionárskej zmluvy sa vďaka výnimke „ak tento zákon neustanovuje inak“ v definícii „majiteľa cenného papiera“⁵⁶ komisionár nepovažuje za (formálneho) vlastníka cenného papiera a vlastníkom/hromadným spoluvlastníkom je len komitent.⁵⁷ Preto je vymedzenie osoby, ktorá je skutočným (spolu)vlastníkom cenného papiera podľa slovenského práva stále relevantné a investor by si mal skutočne položiť otázku, akú povahu má jeho právo k cennému papieru.

Táto povaha nemusí byť vždy zrejmalá. Dá sa predpokladať, že väčšinou budú cenné papiere zverené obchodníkom s cennými papiermi ďalej vedené na držiteľských účtoch alebo ďalej uložené u tretích osôb. Takýmito tretími osobami pravdepodobne budú predovšetkým iní obchodníci s cennými papiermi alebo účastníci zahraničných systémov zúčtovania a vyrovnania cenných papierov.⁵⁸ V tejto súvislosti sa vynára niekoľko otázok týkajúcich sa právnej povahy takéhoto ďalšieho

40 Pozri s. 679 v Hakes, R.A.: „UCC Article 8: Will the Indirect Holding of Securities Survive the Light of Day?“ In: *Loyola of Los Angeles Law Review*. Loyola Law School: Los Angeles, 3/2002 (vol. 35), s. 661 – 785.

41 § 8 Investment Securities predpisu Uniform Commercial Code, 2C U.L.A. v znení neskorších predpisov („U.C.C.“).

42 V USA obyčajne the Depository Trust Company, pričom sú cenné papiere vystavené na jeho nominanta Cede & Co.

43 U.C.C. § 8-102(a)(17).

44 U.C.C. § 8-503.

45 U.C.C. § 503(b).

46 U.C.C. § 503(a).

47 § 39 ods. 3 zákona o cenných papieroch.

48 § 136 a nasl. zákona NZ ČSSR č. 40/1964 Občiansky zákonník v znení neskorších predpisov („občiansky zákonník“).

49 § 71i ods. 1 zákona o cenných papieroch.

50 K *fideicommissum* pozri bližšie s. 339 a nasl. v Luby, Š.: *Dejiny súkromného práva na Slovensku*. Iura Edition: Bratislava 2002. Pre *fideicommissum* podľa rímskeho práva pozri odseky 2,23 – 2,25 v Blaho, P. (preklad): *Justiniánske inštitúcie*. Iura Edition: Trnava 2000.

51 Pozri s. 28 v Todd, P.: *Equity and Trusts*. Text, cases & materials. Blackstone Press Limited: London 1989.

52 V prípade zverenectva porovnaj s tamtiež, s. 24.

53 Pozri § 34 a § 35 zákona o cenných papieroch.

54 Napr. § 71h ods. 2 písm. a) tamtiež.

55 § 71h a 71i tamtiež.

56 § 7 ods. 8 tamtiež.

57 § 35 tamtiež.

58 Pre zákonné podmienky pozri § 71i tamtiež.



uloženia, problému chýbajúcich cenných papierov a prípadnej konkurencie vlastníctva.

Uloženie cenných papierov u tretích osôb. Nie je zrejmé, čo zákonodarca myslí pod uložením v § 71i zákona o cenných papieroch. Ten istý výraz totiž používa pri peňažných prostriedkoch klienta, ktoré nemôžu byť predmetom zmluvy o uložení cenných papierov. Peňažné prostriedky nie sú totiž finančnými nástrojmi.⁵⁹ Toto uloženie tiež nie je možné stotožniť s bankovým uložením vecí⁶⁰, ktoré sa vzťahuje len na banky. Otázne je, či možno na takéto peňažné prostriedky vzťahovať zmluvu o uložení vecí⁶¹, pretože elektronické peňažné prostriedky, na rozdiel od mincí a bankoviek, majú povahu pohľadávok a nemožno ich interpretovať ako reťaz úschov mincí a bankoviek, lebo NBS v skutočnosti nedeponuje mince a bankovky v objeme zodpovedajúcom bezhotovostným peňažným prostriedkom. Hoci podobne v prípade finančných nástrojov, ktoré majú povahu pohľadávok, zaviedol zákon možnosť podobného uloženia odkazom na zmluvu o uložení cenných papierov, urobil tak výslovne a podriadil ju zmluvnému typu, ktorý je pripravený pre dematerializované aktíva. Ťažko si však predstaviť aplikáciu zmluvy o uložení vecí na bezhotovostné finančné prostriedky.

Zdá sa teda, že anglický výraz *deposited* použitý v článku 16 ods. 1 písm. e) smernice Komisie 2006/73/ES z 10. augusta 2006⁶² implementovanej v tomto ustanovení by sa mal skôr vyložiť vo význame „pripísaný na účet“, najmä keď článok 18 ods. 1 tejto smernice hovorí o „umiestnení peňažných prostriedkov na jeden či viacero účtov“.

Na druhej strane sa v súkromnom slovenskom práve slovo „uložiť“ často používa vo význame „dať do úschovy“.⁶³ Je teda pravdepodobné, že vo vzťahu k cenným papierom pôjde o hromadnú úschovu.

Ak obchodník s cennými papiermi uloží cenné papiere klientov u iného obchodníka s cennými papiermi, stáva sa jeho klientom.⁶⁴ Obchodník – uschovávateľ je potom povinný viesť tieto cenné papiere na účte podľa § 71h zákona o cenných papieroch. Dodržanie povinnosti obchodníka s cennými papiermi zabezpečiť, aby boli cenné papiere uložené u tretej osoby identifikovateľne oddelené od jeho finančných nástrojov,⁶⁵ by mohlo indikovať vznik samostatnej úschovy (*depositum regulare*).⁶⁶ Zložiteľom je totiž vo vzťahu k uschovávateľovi formálne obchodník s cennými papiermi. Na druhej strane obchodník – klient koná vo vlastnom mene na účet svojich klientov, čo musí byť obchodníkovi – uschovávateľovi známe už len zo samotnej skutočnosti, že u neho otvoril *omnibus* účet na účely vedenia cenných papierov svojich klientov. V tomto článku *omnibus* účet znamená súhrnný účet⁶⁷ alebo obdobný účet, ktorý vedie na základe § 71h zákona o cenných papieroch obchodník – uschovávateľ pre obchodníka – klienta vo vzťahu k cenným papierom, ktoré drží obchodník – klient pre svojich klientov. *Omnibus* účet fakticky spôsobuje zmie-

šanie zastupiteľných cenných papierov jednotlivých klientov na úrovni obchodníka – uschovávateľa. Preto nie je zrejmé, či je danú úschovu možné považovať za samostatnú alebo hromadnú.

Ak obchodník s cennými papiermi neuloží cenné papiere klientov u iného obchodníka s cennými papiermi a tieto cenné papiere sú ďalej evidované na držiteľskom účte v centrálnom depozitárovi, vzniká tiež otázka, či možno povedať, že ich tam obchodník s cennými papiermi uložil podľa § 71i. Ak je však možné uznať existenciu depozitného vzťahu vyplývajúceho z klientskeho účtu (pozri nižšie), ťažko zdôvodniť, prečo by to tak nemohlo byť aj v tomto prípade. Potom však nie je zrejmá povaha práva investorov k týmto cenným papierom.

Tak vlastnícka, ako aj hromadno-spoluvlastnícka kvalifikácia povahy investície prináša svoje riziká. V prípade vlastníckeho práva je to problém chýbajúcich cenných papierov a v prípade hromadného spoluvlastníctva jeho možná konkurencia na rôznych úrovniach.

Chýbajúce cenné papiere. Predpokladajme, že klienti majú vlastnícke právo k cenným papierom zvereným obchodníkovi s cennými papiermi. Ak ten v rozpore s predpismi vo vlastnom mene a na vlastný účet scudzí časť zastupiteľných cenných papierov na omnibus účte vedenom iným obchodníkom s cennými papiermi, dobromyseľná protistrana obchodu sa stáva vlastníkom cenného papiera, aj keď cenný papier nadobudla od nevlasníka.⁶⁸ Ochrana finančných nástrojov klienta v § 71h ods. h zákona o cenných papieroch nepostačuje pre neplatnosť takéhoto prevodu, pretože stanovuje, kto nie je vlastníkom, a nie, kto je vlastníkom cenného papiera. V kontexte ochrany dobromyseľného nadobúdateľa nebude mať ani porušenie zákazu nakladania s majetkom klienta na vlastný účet za následok neplatnosť prevodu.⁶⁹ Ktorí z klientov potom zostávajú vlastníkmi zvyšných cenných papierov a ktorí majú len pohľadávku na náhradu bezdôvodného obohatenia či prípadnej škody? Keďže zákon o cenných papieroch rieši iba problematiku prípadnej straty v dôsledku dovoľeného použitia majetku klienta a nepopisuje spôsob rozdelenia prípadnej straty v jeho dôsledku,⁷⁰ nie je v tomto prípade nápo-

mocný. Podobná situácia môže nastať, aj keď obchodník poruší svoju povinnosť synchronizovať účty, ktoré vedie, s účtami vedenými inými osobami, prostredníctvom ktorých cenné papiere drží.⁷¹ Ak dôjde k neodstrániteľnej chybe a vedie viacej cenných papierov, ako je evidovaných na vyššej úrovni sprostredkovania, ktorý z investorov nesie riziko chýbajúcich cenných papierov? Je zrejmé, že v prípade insolvencie sprostredkovateľa, každý rozumný investor uprednostní vlastnícke právo pred pohľadávkou, a to napriek existencii Garančného fondu investícií. Tento fond poskytuje náhradu len vo výške 90 %, a to len niektorým investorom.⁷² Ďalej je otázne, či by súd vô-

59 Pozri § 5 ods. 1, § 44a ods. 2 a § 42 zákona o cenných papieroch.

60 § 700 a nasl. obchodného zákonníka.

61 § 516 a nasl. tamtiež.

62 Smernica, ktorou sa vykonáva smernica Európskeho parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokiaľ ide o organizačné požiadavky a podmienky výkonu činnosti investičných spoločností, ako aj o vymedzené pojmy na účely uvedenej smernice.

63 Pozri napríklad § 463 alebo § 568 občianskeho zákonníka.

64 Pozri § 8a ods. 1 a 2 a § 6 ods. 2 písm. a) zákona o cenných papieroch.

65 § 71h ods. 1 písm. d) tamtiež.

66 § 39 ods. 2 tamtiež.

67 § 71k ods. 4 tamtiež.

68 § 19 ods. 3 tamtiež.

69 § 71k tamtiež.

70 § 71k ods. 3.

71 Pozri § 71h ods. 2 písm. c).

72 § 87 ods. 2 a § 81 ods. 1 a 5 zákona o cenných papieroch.



bec takýto majetok uznal za klientsky, pretože by obchodník s cennými papiermi evidoval cenné papiere, ktoré neexistujú. Nemožno prijať tézu, že obchodník s cennými papiermi evidujúci majiteľov viacerých cenných papierov, než sú vedené na *omnibus* účte na vyššej úrovni, vytvoril tieto zvyšné cenné papiere. Zaknihovanými cennými papiermi sú v tomto prípade len tie, ktoré sú vedené v evidencii centrálneho depozitára a nie obchodníkov s cennými papiermi.⁷³

Konkurencia vlastníctva. V prípade, že sa investícia do cenného papiera charakterizuje vo forme hromadného spoluvlastníctva, povaha tohto práva indikuje, že klienti by mali znášať riziko chýbajúcich cenných papierov pomerne.⁷⁴ Pri reťazení hromadného spoluvlastníctva však vzniká iný problém. Podľa zákona sú cenné papiere v rámci každého hromadno-uschovateľského vzťahu spoločným majetkom deponentov.⁷⁵ Hromadným spoluvlastníkom konečného cenného papiera by tak mali byť uschovávateľa na každom zo stupňov reťaze, čím dochádza ku konkurencii tejto formy spoluvlastníctva.⁷⁶

Tento problém môže vzniknúť napríklad pri imobilizácii cenných papierov v centrálnom depozitáriovi, na ktoré sa potom vzťahuje režim zaknihovaných cenných papierov.⁷⁷ Ak sú takéto cenné papiere evidované na účte majiteľa, nie je zrejmé, či je osoba oprávnená z účtu vlastníkom alebo hromadným spoluvlastníkom.⁷⁸ Aplikujú výnimku „ak tento zákon neustanovuje inak“ v definícii majiteľa cenného papiera sa však zdá správne prikloniť k spoluvlastníckej interpretácii.⁷⁹ Potom nemožno vylúčiť, že klientsky účet zakladá depozitný vzťah. Ak bola táto otázka relevantná pred novelou 209/2007 Z. z., dnes je ešte viac.⁸⁰ Hromadne možno totiž už uschovať aj zaknihované cenné papiere.⁸¹

Nejasnosti vznikajú aj v prípade, keď ide o majetok zverený obchodníkovi s cennými papiermi. A to aj napriek tomu, že majetok klienta zverený obchodníkovi s cennými papiermi nie je súčasťou majetku obchodníka s cennými papiermi.⁸² Nič

v zákone nezakazuje, aby v skutočnosti obchodník s cennými papiermi uložil takýto majetok oddelene na účet majiteľa u člena centrálneho depozitára, ktorý nemusí byť obchodníkom s cennými papiermi. Hoci by dané cenné papiere nebolo možné podľa vyššie uvedeného pravidla ochrany majetku klienta považovať za majetok obchodníka s cennými papiermi, mohlo by v takomto prípade dôjsť ku konkurencii práv investorov⁸³ a práv takéhoto člena z klientskeho účtu, ak by zakladal depozitný vzťah, ako je uvedené vyššie.

Treba tiež upozorniť, že úprava hromadnej úschovy si formálne protirečí s ochranou klienta obchodníka s cennými papiermi pri reťazení účtov vedených podľa § 71h. Môžu totiž existovať prípady, keď na základe jedného ohnivka bude obchodník s cennými papiermi považovaný za hromadného spoluvlastníka, avšak by ním nemal byť, pretože ide o majetok klienta, ktorý mu bol zverený. Rozumné usporiadanie vecí káže považovať ochranu majetku klienta za osobitné pravidlo vo vzťahu k úprave hromadnej úschovy, ale ešte chýba judikatúra, ktorá by tento výklad potvrdila.

ZÁVER

V kontinentálnych právnych poriadkoch hrá definícia povahy práva investora k cennému papieru veľmi dôležitú úlohu. Takáto investícia môže mať najmä povahu (spolu)vlastníckeho práva, určitej formy implementácie úžitkového (spolu)vlastníctva alebo pohľadávky.

Hoci novela č. 209/2007 Z. z. priniesla do slovenského finančného systému niektoré prvky, ktoré majú šancu podporiť jeho efektívnosť, neodpovedá na celú škálu problémov spojených s kvalifikáciou povahy práva investorov. Ide napríklad o otázku rozloženia rizika nedostatku cenných papierov v evidencii alebo konkurenčných práv vlastníckej povahy k spoločnému majetku. Keďže v takto technicky zložitej oblasti nie je vhodné čakať na judikatúru, bude potrebné podniknúť ďalšiu legislatívnu iniciatívu.

73 § 10 ods. 1 písm. b) a ods. 4 a § 99 ods. 3 písm. a) tamtiež.

74 Podobne upravujú tento problém články 12 a 13 belgického dekrétu a článok 7 luxemburského zákona.

75 § 39 ods. 3 zákona o cenných papieroch.

76 Porovnaj s Baláž, P.: Implikuje účet majiteľa cenných papierov depozitný vzťah? In: *Justičná revue. Ministerstvo spravodlivosti SR: Bratislava, 3/2007, s. 383 – 390.*

77 § 44 ods. 1 prvá veta zákona o cenných papieroch.

78 Baláž (3/2007, s. 385).

79 § 7 ods. 8 a 9 zákona o cenných papieroch.

80 Pozri bližšie Baláž (3/2007, s. 386 a nasl.).

81 § 44a ods. 1 zákona o cenných papieroch.

82 § 71h ods. 1 tamtiež.

83 Tí by sa zrejme považovali za hromadných spoluvlastníkov pri aplikácii výnimky v definícii „majiteľa cenného papiera“ (§ 7 ods. 8 a 9 zákona o cenných papieroch).



Vplyv globalizácie na poistné trhy

Ing. Mgr. Zuzana Krátka
Ekonomická univerzita v Bratislave

Megatermín globalizácia sa používa pre množstvo veľmi rôznorodých procesov a javov, ktoré našu planétu „časopriestorovo zmenšujú“ na kvalitatívne novej úrovni. Veľmi zreteľne a mimoriadne intenzívne sa globalizácia prejavuje vo finančnom sektore, sektor poisťovníctva nevynímajúc.

FENOMÉN GLOBALIZÁCIE

Fenomén globalizácie sa v súčasnosti považuje za kľúčový faktor ďalšieho vývoja svetovej ekonomiky. Vyvoláva neustále diskusie tak v teoretickej, ako i praktickej rovine. Šírka názorov je značná: od tvrdení, že nejde o žiaden nový jav, ale iba modifikáciu už známych procesov, až po tvrdenia, že ide o kvalitatívne nový jav zásadného významu.

Globalizácia predstavuje dynamický multidimenzionálny proces, v ktorom sa vzájomne prelínajú a ovplyvňujú ekonomické, sociálne, politické, sociologické, technologické, ekologické, kultúrne, náboženské, vojensko-strategické a ďalšie podmienky a faktory. Ako primárne sa však javia ekonomické faktory, ktoré výrazne ovplyvňujú jej ostatné dimenzie.

Základnou charakteristikou globalizácie v ekonomike je deterritorializácia a decentralizácia pomocou rozvinutých technológií. Deje sa tak v reálnej ekonomike, ako aj na finančných trhoch – rozlišuje sa reálna a finančná globalizácia. Za začiatok súčasnej etapy reálnej globalizácie sa považujú 50. roky, keď pod vplyvom GATT-u začala výrazná liberalizácia medzinárodného obchodu. Finančná globalizácia, chápaná predovšetkým ako globálna integrácia finančných trhov, začala zreteľne akcelerovať až neskôr, a to koncom 80. – začiatkom 90. rokov. V procese globalizácie nadobudli finančné transakcie vlastnú, výrazne asymetrickú dynamiku, do značnej miery odtrhnutú od vývoja reálnej ekonomiky. V súčasnosti sa odhaduje takmer stonásobne väčší obrat svetového finančného trhu v porovnaní so svetovým exportom. Tento aspekt globalizácie finančných trhov predstavuje jeden z potenciálnych zdrojov finančných kríz.

Môžeme hovoriť o štyroch základných rozmeroch globalizácie:

- Jej prvým, najvýraznejším rozmerom, je mobilita – mobilita ľudí, mobilita kapitálu. Predovšetkým dostupnosť kapitálu a jeho pohyb sú jednoduchšie, rýchlejšie a lacnejšie než kedykoľvek v minulosti.
- Druhým, nemenej dôležitým rozmerom, je digitalizácia, širokospektrálny prienik informačných a komunikačných technológií do všetkých sfér života spoločnosti. On-line pripojenie a okamžitý prenos dát na ktorékoľvek miesto na svete dvadsaťštyri hodín denne zásadne zmenili ponímanie rýchlosti a času.

- Tretím rozmerom je liberalizácia, uvoľňovanie politických a ekonomických obmedzení, vytváranie globálnych štandardov umožňujúcich spoločnostiam efektívne pôsobiť na globálnych trhoch.

- Štvrtým rozmerom je integrácia, vznik nových spoločností pôsobiacich na viacerých trhoch – spoločností vytvárajúcich a definujúcich nové trhy prostredníctvom fúzií a akvizícií.

Treba si uvedomiť, že globalizácia nie je to isté ako trend k homogenite. Globálne trhy, v ktorých sa kapitál a produkcia voľne pohybujú cez hranice, fungujú práve vďaka rozdielnostiam medzi lokalitami, národmi a regiónmi. Taktiež je potrebné si uvedomiť, že fenomén globalizácie je veľmi ťažko odhadnuteľný, pretože vyvoláva množstvo faktorov a následne je týmito faktormi po modifikácii spätne ovplyvňovaný.

GLOBALIZÁCIA FINANČNÝCH TRHOV

Dôsledky globalizácie sa na svetových finančných trhoch od osemdesiatych rokov dvadsiateho storočia prejavujú stále výraznejšie, čo súvisí s rastom liberalizácie finančných trhov, s rozvojom technológií a so vznikom nových finančných nástrojov, nových druhov cenných papierov a komplikovaných finančných operácií.

Liberalizácia finančných trhov stiera odlišnosti medzi jednotlivými finančnými inštitúciami a dochádza k ich takzvanej homogenizácii. Na druhej strane však vznikajú aj úzko špecializované finančné inštitúcie, ktoré sa zameriavajú na obsluhu špecifických klientov, resp. poskytujú úzko sofistikované služby.

Rozvoj informačnej a telekomunikačnej techniky urýchľuje analytickú prácu, uľahčuje riadenie rizika a technickú realizáciu rýchlych investičných procesov, ktoré sú základným predpokladom globálneho investovania.

Prestáva sa rozlišovať medzi domácimi a zahraničnými finančnými nástrojmi a investormi. Globalizácia finančných trhov sa prejavuje vo zvýšenom toku fondov cez hranice jednotlivých krajín, v raste počtu zahraničných finančných inštitúcií v hlavných finančných centrách sveta, v raste držby zahraničných finančných i reálnych aktív rezidentmi rôznych krajín. Za jej hlavné dôsledky možno označiť užšie prepojenie finančných trhov rôznych krajín a odstraňovanie lokálnych odlišností medzi týmito trhmi. Na jednej strane je tak vytvorený širší priestor pre diverzifikáciu rizika in-



vestovania a globálne rozčlenenie výnosového potenciálu finančných nástrojov, na druhej strane globalizácia prináša rad problémov inštitúciám, ktoré vykonávajú monetárnu politiku a ktoré dohliadajú na finančné trhy. Navyše komplikuje sa ochrana vkladateľov a investorov z dôvodu existencie menového rizika, rizika politickej nestability krajiny, daňového rizika súvisiaceho s rôznymi daňovými systémami, rizika neefektívnosti novovznikajúcich trhov a informačného rizika.

GLOBALIZÁCIA POISTNÝCH TRHOV

Dôsledky globalizácie sa stále výraznejšie prejavujú aj na poistných trhoch, ktoré sú dôležitou zložkou finančných trhov. Poistovníctvo sa stáva čoraz viac globálnym podnikaním, pre ktoré nepatria geografické a teritoriálne hranice. K najvýznamnejším prejavom globalizácie v sektore poistovníctva patria:

- globálna konkurencia,
- fúzie a akvizície,
- bankopoistovníctvo,
- zmeny v štruktúre poisťovaných rizík,
- alternatívny prenos rizika,
- integrovaný dohľad,
- komplexné modely riadenia rizík,
- virtuálne poisťovacie inštitúcie.

Všetky tieto faktory sú vyvolané globalizačnými procesmi a následne tieto procesy spätne ovplyvňujú.

GLOBÁLNA KONKURENCIA

V globalizujúcom sa svete konkurencia neustále prudko rastie. Regulačné bariéry medzi jednotlivými ekonomikami sa znižujú, svetová deľba práce sa mení z medzinárodnej na globálnu, čím aj konkurencia nadobúda nový rozmer a intenzitu. Vo väčšine odvetví sa dnes presadzuje globálna konkurencia, ktorú akceleruje technologický a informačný transfer. Vytvárajú sa nové pravidlá konkurenčného boja a konkurenčných vzťahov. Úspešnými sa stávajú multinárodné spoločnosti s globálnou podnikovou stratégiou, prepojením lokálnych a zahraničných aktivít, vysokým podielom na globálnych poznatkoch, pružnými zmenami v zamestnanosti a schopnosťou transferovať výrobu, marketing a manažérske know-how z krajiny do krajiny pri významne nižších nákladoch.

V dôsledku globalizačného vývoja sa aj konkurencia na poistných trhoch mení z lokálnej na globálnu. Súčasne sa mení aj z hľadiska sektorového – konkurencia v rámci poistného sektora sa mení na konkurenciu v rámci finančných služieb. Zvyšujúca sa globálna konkurencia vyvoláva nebyvalý tlak na ďalší rozvoj technológií, zlepšovanie úžitkových parametrov poistných produktov, kvalitný poradenský servis a súčasne na pokles nákladov. Mení bazu konkurenčných výhod a tým núti poisťovne hľadať nové konkurenčné výhody. Významné rozdiely v nákladoch, ktoré vychádzajú z ekonomiky rozsahu, vytvárajú konkurenčnú výhodu pre poisťovacie subjekty, ktoré podnikajú v celosvetovom rozsahu. Mnohé poisťovacie

spoločnosti zavádzajú dlhodobé agresívne stratégie, aby získali dominantnú pozíciu na globálnom trhu.

FÚZIE A AKVIZÍCIE

V dôsledku silnejúcej globalizácie musia spoločnosti vo všetkých odvetviach – finančné trhy nevyvímajúc – prijímať razantné reštrukturalizačné opatrenia. Finančné skupiny začínajú integrovať popri bankovom a poisťovacom jadre i hypotekárne obchody, investičné spoločnosti, obchodníkov s cennými papiermi, leasingové firmy, stavebné sporiteľne, faktoringové aktivity či penzijné fondy. Nevyhnutnosťou sa stáva efektívny manažment nákladov, rastie význam úspor z rozsahu. Na rozdiel od priemyslu, kde ide pri zlučovaní v prvom rade o získanie know-how a spoločného výskumu a vývoja, pri fúziách a akvizíciách finančných ústavov je v popredí záujmu potenciál klientely.

Trend fúzií a akvizícií (M&A) predstavuje jeden z najzávažnejších trendov v súčasnom vývoji na poistnom trhu. Okrem iného je podmienený nebyvalým rastom konkurencie, postupujúcou liberalizáciou kapitálových tokov, finančnými inováciami a ďalšími faktormi. Pre súčasný poistný trh je charakteristický kolísajúci dopyt, pokles zákazníckej vernosti a kratší životný cyklus poistných produktov, ktorých paleta sa rozrastá obrovskou rýchlosťou. S tým súvisia rastúce náklady na zabezpečenie inovatívnych poistných produktov, softwarové vybavenie, marketing poistných produktov a ďalšie aktivity. Pod tlakom zostrujúcej sa konkurencie sa výrazne presadzuje tendencia zvyšovať minimálnu veľkosť kapitálu poisťovne, nevyhnutného z hľadiska dosiahnutia určitého „prahu“ konkurencieschopnosti na globálnom poistnom trhu. Zvyšujúca sa koncentrácia poistných trhov má za následok ďalšie zintenzívnenie konkurencie. Tento trend bude ešte pokračovať a povedie k ďalšiemu zníženiu počtu poisťovacích inštitúcií a k ich ešte silnejšej koncentrácii.

BANKOPOISŤOVNÍCTVO

Produkty a služby bánk a poisťovní sú relatívne homogénne, a trend globalizácie to ešte zdôrazňuje. Dochádza k určitej integrácii bankovníctva a poisťovníctva, čo sa prejavuje vyššou efektívnosťou, produktovou konvergenciou a komplexnejšími službami. Kooperácia bankových a poisťovacích inštitúcií má mnohé pozitíva, ale prejavujú sa aj niektoré negatívne tendencie, napríklad prílišné zjednodušovanie a unifikácia poistných produktov, prípadne tzv. kanibalizácia produktov.

Pre prvú vývojovú etapu integrácie poisťovacích a bankových služieb je charakteristický spoločný predaj produktov (*cross-selling*) či správy, pri zachovaní vlastnej identity oboch účastníkov kooperácie. Ďalšou etapou je vznik bankopoistovacích koncernov s tesnou vlastníckou štruktúrou (matka a dcéra, sestry, krížové vlastníctvo), ktoré predstavujú nové integrované odvetvie ekonomiky.



Predikcia ďalšej vývojovej etapy nie je úplne jednoznačná, napriek v súčasnosti pokračujúcemu trendu bankopoišťovacích fúzií. Na jednej strane proces integrácie a koncentrácie finančných trhov vo svetovom meradle prináša vytváranie nových finančných supermarketov. Na druhej strane je ale pozorovateľný aj obrys určitej bariéry. Napríklad nedávny rozpad najväčšej svetovej bankopoišťovne, pri ktorom Citigroup predala svoju poišťovaciu sekciu MetLife poisťovni Travelers s odôvodnením, že integrovaný celok už bol efektívne neriaditeľným kolosom.

ZMENY V ŠTRUKTÚRE POIŠŤOVANÝCH RIZÍK

Stupňujúca sa globalizácia a nová ekonomika (tzv. e-ekonomika) spôsobujú vznik nových, doteraz nepoznaných rizík, a významné kvalitatívne aj kvantitatívne zmeny v štruktúre existujúcich rizík. Prejavuje sa to predovšetkým u rizík ekologických, jadrových, teroristických, živelných katastrof súvisiacich s globálnymi klimatickými zmenami, zemetrasení vo vyspelých regiónoch. Objavujú sa nové riziká doteraz nepoznaných rozmerov, napríklad globálne výpadky energie, zlyhania počítačových sietí, finančné škandály spojené s účtovnými machináciami a podobne. Pre niektoré riziká je veľmi ťažké nájsť na trhu poisťovateľa, najmä pre veľké zodpovednostné riziká dlhodobého charakteru. Pritom štruktúra poistných rizík sa výrazne mení práve v prospech zodpovednostných rizík. Napríklad v USA tvoria zodpovednostné poistenia v dnešnej dobe viac ako polovicu neživotného poistenia.

ALTERNATÍVNY PRENOS RIZIKA

Alternatívny prenos rizika (*alternative risk transfer*, ART) je súhrnné označenie pre netradičné formy prenosu poistných rizík, založené predovšetkým na využívaní nástrojov kapitálového trhu. Termín ART sa prvýkrát objavil v šesťdesiatych rokoch dvadsiateho storočia v USA. Alternatívne formy prenosu rizika sa hľadajú najmä v súvislosti s výskytom prírodných katastrof a poistných udalostí mimoriadneho rozsahu. Prejavuje sa tu snaha využiť kapacity svetových kapitálových trhov na krytie týchto veľkých poistných rizík.

Pomocou metód ART možno často obísť klasické poistné a zaistné štruktúry a zabezpečiť adekvátnu ochranu výhodnejšie, t.j. predovšetkým lacnejšie. Kapitálové trhy totiž kapacitne prevyšujú trhy poistné a zaistné, a určité riziká sú schopné absorbovať efektívnejšie. S tým súvisí ďalší jav typický pre globalizujúci sa poistný trh, a to sekuritizácia poistných rizík. Znamená získavanie príslušných kapitálových zdrojov emisiami vhodných cenných papierov viazaných na poistenie. Z hľadiska kapitálových trhov sa hovorí o ich poistných inováciách. Typickými príkladmi takýchto inovácií kapitálových trhov sú poistné dlhopisy a poistné deriváty.

Pokračujúca globalizácia, a tiež náhle zmeny v oblasti veľkých rizík, vedú k stále väčšej potrebe alternatívnych foriem manažmentu rizík. To vy-

tvára veľký priestor pre ďalší rozvoj ART metód a pre ich uplatňovanie v praxi. V súčasnosti sú ART metódy najviac rozšírené v USA a vo Veľkej Británii, no stále viac sa využívajú aj vo vyspelých európskych a ázijských krajinách. Rozšírenie ART metód závisí výrazne aj od legislatívnych podmienkach a od celkovej situácie na poistnom a kapitálovom trhu. Globálne sa zvyšuje závislosť akéhokoľvek podnikania od situácie na kapitálových trhoch a poistenie nie je výnimkou.

INTEGROVANÝ DOHĽAD NAD FINANČNÝM TRHOM

Vznik rozsiahlych transnacionálnych finančných konglomerátov so sebou prináša nové riziká a problémy, ktoré treba riešiť. Kauzy veľkých nadnárodných spoločností vo svete ukazujú, že samotná veľkosť ešte nie je zárukou ich dlhodobého prežitia. Neustále sa preto diskutuje, akým spôsobom rozšíriť kontrolné mechanizmy, aby bolo možné efektívne kontrolovať finančné toky poisťovní a zamedziť možnostiam vedomého negatívneho hospodárenia. V ére existencie finančných konglomerátov a uplatňovania bankopoišťovacích služieb je v každom štáte nevyhnutný konsolidovaný dohľad nad finančnými trhmi. Súčasne so snahou o integrovaný dohľad sa pozornosť štátnych regulátorov v oblasti finančných trhov presúva od tzv. priameho (materiálneho) dohľadu k dohľadu nepriamemu (finančnému), pričom sa ale samozrejme zachovávajú výrazné prvky ochrany spotrebiteľov finančných služieb. Nepriamy dohľad sa zameriava na sledovanie rastu efektivity s dôrazom na trhovú disciplínu, finančné zdravie a riadenie rizík.

Zabezpečenie vyššej stability integrovaného finančného sektora a klientskej bezpečnosti sledujú v súčasnosti pre krajiny Európskej únie povinné projekty *Basel* pre banky a *Solvency* pre poisťovne, ktorých zmyslom je transparentný dohľad nad zabezpečením kapitálovej primeranosti a lepším riadením rizík poisťovní a bánk.

KOMPLEXNÉ MODELY RIADENIA RIZÍK V POIŠŤOVNÍCTVE

V súvislosti so stupňujúcou sa zložitou globálnej ekonomiky sa stáva nevyhnutnosťou systémový prístup k riadeniu rizík, zohľadňujúci dynamiku ich zmien a stále výraznejšie vzájomné interakcie. Poistný trh nie je výnimkou, naopak. Ukázalo sa to napríklad pri páde technológií v NASDAQ v roku 2000. Hodnota investičných portfólií poisťovní prudko klesala následkom padajúcich cien akcií. Mnoho poisťovateľov zároveň muselo riešiť veľký počet nárokov z poistenia osobnej zodpovednosti manažérov krachujúcich firiem. Opäť sa potvrdilo, že veľkým problémom v riadení rizík poisťovacích inštitúcií je nedostatočná komplexnosť v množstve sledovaných rizík, ale najmä nedostatočné zohľadňovanie miery vzájomnej závislosti týchto rizík. Taktiež je nutné zabezpečiť zlepšenie získavania a uchovávanie vhodných údajov, predovšetkým za účelom merania prevádzkového rizika, s čím súvisí potre-



ba spoľahlivých informačných a komunikačných systémov a fungujúcich oddelení matematicko-statistických analýz.

VIRTUÁLNE POISŤOVACIE INŠTITÚCIE

Internet a moderné technológie výrazne akcelerujú globalizačné procesy a naopak, globalizácia vplýva na ich ďalší rozvoj. Prejavuje sa to aj v sektore poisťovníctva. Predpokladá sa, že tradičné "kamenné budovy" poisťovacích inštitúcií postupne nahradia virtuálne pobočky a terminály, ktoré umožnia bez väčších časových a finančných strát pružne reagovať na dopyt a rôzne požiadavky jednotlivých klientov. Podstatne sa tým zmení marketing a distribúcia poisťných produktov. Nové technológie a administratívne systémy už dnes umožňujú poisťovacím inštitúciám umiestňovať významné informácie na internet, čím sa klienti stávajú nezávislými od ich stálych pobočiek. Nevyhnutnou podmienkou prechodu od tradičných poisťovacích inštitúcií k virtuálnym je však vybudovanie dôvery v digitálnu ekonomiku, vytvorenie podmienok na používanie elektronických podpisov, vyjasnenie pravidiel trhu pre elektronický obchod a elektronické podnikanie, dobudovanie infraštruktúry.

Predaj poistenia elektronickou cestou je vhodný predovšetkým pre produkty, ktoré možno relatívne ľahko popísať a pre ktoré možno stanoviť sadzby poisťného na základe menšieho počtu parametrov (cestovné poistenie, poistenie budov, niektoré typy poistenia zodpovednosti). Mnoho záujemcov o poisťné produkty využíva internet na získanie údajov pri rozhodnutiach v otázkach poistenia už dnes. Problémom je však všeobecne veľmi nízky podiel takto zrealizovaných predajov, t. j. prípadov, keď sa z návštevníka

internetového miesta poisťovne stane jej zákazník. Pohybuje sa len na úrovni 3 – 5 %. Je zrejme nevyhnutné nájsť nejakú vhodnú alternatívu osobného kontaktu, ktorý pri komunikácii cez internet chýba. Napríklad francúzska spoločnosť La Redoute, ktorá realizuje ponuku a predaj poistenia cez internet, reagovala na tento problém a vytvorila tzv. sieťové call-centrum (*webcallcenter*), v ktorom skombinovala výpočtovú techniku, internetovú sieť a telekomunikačné zariadenie. Vytvorila tzv. kybernetického poradcu, ktorý môže so záujemcom o poistenie komunikovať formou priameho dialógu cez internet, alebo cez mobilný telefón pomocou hlasového zariadenia Internet Protocol (IP). Ďalší rozvoj externých informačných systémov zabezpečí virtuálnemu prostrediu ešte vhodnejšie podmienky pre komunikáciu s klientom.

Dopady globalizácie na svetový poisťný trh sú významné. Prejavuje sa výrazná tendencia vytvárať veľké a vplyvné trhové zoskupenia na vznikajúcom globálnom poisťnom trhu, opierajúca sa o racionálnu kalkuláciu založenú na ekonomii veľkosti – kto nedosiahne určitú minimálnu veľkosť, vedúcu k úsporám nákladov, vo svetovej súťaži neuspeje.

Moderné informačné a komunikačné technológie a systémy umožňujú rýchly vývoj sofistikovaných poisťných produktov a integráciu finančných služieb. V globalizačnom prostredí už nestačí len kreatívnosť vo vytváraní nových a zaujímavých poisťných produktov. Iba tie poisťovne, ktoré sú ochotné a schopné vynaložiť dostatok úsilia a financií na efektívne zvládanie všetkých pozitívnych a negatívnych javov globalizácie, môžu prosperovať na globálnych trhoch.

Literatúra:

- BALÁŽ, V.: Keď sa povie globalizácia... In: *Investor*, roč. VII., 2005, č. 11.
- BAUMAN, Z.: Globalizácia. Dôsledky pre ľudstvo. Kalligram, Bratislava 2000..
- ČEJKOVÁ, V.: Dopady globalizácie na poisťovacie inštitúcie. In: *Finance v pedagogické a vedecko-výzkumné činnosti. Sborník referátov z medzinárodného seminára kateder financií. Karviná 2000*, s. 133-146.
- DUCHÁČKOVÁ, E. – DAŇHEL, J.: Globální vývojové tendencie na finančných tržích. In: *Ekonomický časopis*, 54, 2006, č. 7, s. 699 – 708.
- EHL, M.: Globalizace pro a proti. Academia, Praha 2001.
- PASTORÁKOVÁ, E.: Javové podoby globalizácie na poisťnom trhu v Slovenskej republike. In: *Ekonomický časopis*, 54, 2006, č. 8, s. 785 – 802.
- POLAVKOVÁ, K. – MAJTÁNOVÁ, A.: Poisťovníctvo v SR – súčasť finančného trhu EÚ. In: *Zborník z medzinárodnej vedeckej konferencie Európske financie – teória, politika a prax. UMB, Fakulta financií, Banská Bystrica*
- STANĚK, P.: Fakty a mýty globalizácie (vybrané aspekty). Vydavateľstvo Ekonom, Bratislava 2005.
- ŠIKULA, M.: K metodologickým východiskám ponímania fenoménu globalizácie. In: *Ekonomický časopis*, 53, 2005, č. 7, s. 663 – 679.

Prehľad vzdelávacích podujatí Inštitútu bankového vzdelávania NBS na september 2007

| Názov vzdelávacieho podujatia | Dátum |
|---|------------------|
| Anglická konverzácia „Survival Skills for Business Trips“ | 5. 9. – 12. 12. |
| Prípravný kurz na Cambridgeské skúšky obchodnej angličtiny (2 úrovne – Vantage BEC 2, Higher BEC 3) | 11. 9. – 22. 11. |
| Kurz anglickej gramatiky II | 11. 9. – 13. 12. |
| Občiansky zákonník z pohľadu bánk | 17. 9. – 18. 9. |
| Medzinárodné účtovné štandardy IAS/IFRS a ich využívanie v praxi II | 17. 9. – 21. 9. |
| Intermediate Business English | 17. 9. – 15. 12. |
| Business and Banking English Skills and Communication (BABESAC II) | 17. 9. – 14. 12. |
| Stratégia riadenia aktív a pasív I | 18. 9. – 20. 9. |
| Ekonomická analýza banky | 20. 9. |
| Opatrenia a vyhlášky NBS pre iné finančné inštitúcie ako banky | 24. 9. |
| Uzatváranie zmlúv – špecifiká zmluvných typov | 25. 9. – 26. 9. |
| Rozvoj pamäti a rýchle čítanie | 26. 9. – 27. 9. |
| European Foundation Certificate in Banking – prípravný kurz Dištančné štúdium | 28. 9. |



PASTORÁKOVÁ, E. SOLVENTNOSŤ POISŤOVNÍ

Vydavateľstvo
Daniel NETRI
Prvé vydanie, 102 strán

Na knižnom trhu odbornej literatúry sa v roku 2007 objavila zaujímavá publikácia *Solventnosť poisťovní*. Autorkou monografie je Ing. Erika Pastoráková, PhD., ktorá vo svojej publikácii spracovala veľmi špecifickú a podstatnú súčasť fungovania poisťovní. Ide o súhrnne spracovanú problematiku solventnosti v poisťovniach, ojedinelú na našom trhu, pretože doteraz sa žiadna publikácia nezaoberala uceleným pohľadom na solventnosť poisťovní. Čitateľ získa nielen ucelený pohľad na solventnosť poisťovní, ale aj komplexný náčrt základných problémov a vybraných možností riešenia tejto veľmi dôležitej problematiky poisťovníctva. Monografia rozoberá problematiku solventnosti poisťovní v troch vyvážených celkoch. Prvá časť sa zaoberá teoretickými aspektmi solventnosti poisťovní ako sú vymedzenie, východiská a podstata solventnosti. Zároveň sa zameriava na definovanie kľúčových kategórií solventnosti, medzi ktoré autorka zaradila riziko, kapitál slúžiaci na krytie solventnosti poisťovne a dohľad nad solventnosťou poisťovní. Druhá časť podáva prehľad súčasného modelu sledovania solventnosti v SR. Tretia časť je zameraná na porovnanie modelov vyvinutých v snahe zlepšiť doteraz používané metódy a ich vymedzenie.

Výstižne a starostlivo spracovaný výber spomínanej problematiky sa úzko spája nielen so všeobecne zaužívanými názormi a definíciami na solventnosť a súvisiacu problematiku riadenia rizík, kapitálovej primeranosti a dohľadu nad poisťovňami, ale obohacujú ho aj vlastné názory a odporúčania autorky. Čitateľ spozná názory autorky na vlastné zdroje poisťovne, ktoré zabezpečujú solventnosť. Autorka navrhuje upraviť definíciu solventnosti poisťovní, pričom v samotnej mono-

grafii je uvedený aj konkrétny návrh takejto definície. Taktiež zdôrazňuje potrebu striktného rozlišovania solventnosti a likvidity poisťovní, ako aj úlohu rizika a vlastných zdrojov pre problematiku solventnosti poisťovne.

Ďalšou veľmi významnou časťou monografie, je rozbor problematiky pripravovaného projektu Solvency II. V úvode kapitoly autorka porovnáva základné modely zisťovania solventnosti poisťovní s akcentom na Solvency II, pretože bez ich pochopenia nemožno vniknúť do celej šírky danej problematiky. Pripravovaný projekt Solvency II znamená zásadnú zmenu oproti doterajšiemu spôsobu regulácie a dohľadu v poisťovníctve. Výkon dohľadu sa totiž presunie k posudzovaniu funkčnosti vnútorného kontrolného systému a schopnosti poisťovne identifikovať, merať a riadiť svoje riziká, a to primárne podľa vlastných interných predpisov.

Monografiu *Solventnosť poisťovní* možno považovať za mimoriadne cenný zdroj aktuálnych informácií. Tvrdenie umocňuje fakt, že ide o ojedinelú publikáciu na slovenskom odbornom trhu, ktorá sa venuje tejto špecifickej a neustále živej tematike. Výstižne a starostlivo spracovaný výber spomínanej problematiky je úzko spojený s účtovníctvom v poisťovniach a finančným riadením podniku, od problematiky ktorých sa autorka odvíja. Verme, že i napriek neľahkému spracovaniu problematiky autorka aj v budúcnosti prinesie obdobnú hodnotnú publikáciu, pretože proces solventnosti nemožno v žiadnom prípade chápať ako ukončený.

*Ing. Zuzana Littvová, PhD.
Ekonomická univerzita v Bratislave*

KRÁLOVIČ, J., VLACHYNSKÝ, K. FINANČNÝ MANAŽMENT

Iura Edition, s. r. o.
Druhé prepracované
vydanie, 455 strán

V závere roku 2006 vyšlo vydanie vysokoškolskej učebnice *Finančný manažment* autorov prof. Ing. Jozefa Kráľoviča, CSc., a prof. Ing. Karola Vlachynského, CSc., z Katedry podnikových financií Fakulty podnikového manažmentu Ekonomickej univerzity v Bratislave. A to je dobrá správa pre široký okruh subjektov zaujímajúcich sa o problematiku podnikových financií. Je to dobrá správa pre študentov študujúcich študijné programy zamerané na podnikové financie, ale i pre pracovníkov z praxe, ktorí „dozorujú krvný obeh“ podnikov. Paralela medzi krvným obehom človeka a obehom finančných prostriedkov v podniku je náležitá. Dobrý stav obidvoch kolobehov je veľmi významný pre dobré zdravie systémov – ľudí i podnikov, v ktorých koluje.

Učebnica obsahuje 12 kapitol. Ich radenie rešpektuje priebeh reprodukčného procesu podnikov a jeho finančné zabezpečenie. Východiskom je preto vymedzenie úloh a obsahu finančného manažmentu a následne vplyv externých činiteľov, ako sú stav ekonomiky, politika vlády v oblasti verejných financií, inflácia a iné. Nasledujú kapitoly venované interným problémom a oblastiam finančného manažmentu, ako sú finančná štruktúra a jej optimalizácia, alokovanie kapitálu do dlhodobého a obežného majetku, finanč-

né investovanie a tvorba optimálneho portfólia. Osobitne významná je kapitola venovaná finančnému riziku podniku a možnostiam jeho minimalizácie. Záverečné kapitoly sú venované dividendovej politike podniku dôležitej i preto, že podnik sa ňou „javí“ investorskej societe, hovorí o formách a nástrojoch platobného styku, medzinárodných finančných vzťahoch podniku a tiež o problematike fúzií podnikov z finančného hľadiska.

V porovnaní s predchádzajúcim vydaním sú jednotlivé kapitoly doplnené a aktualizované o zmeny, ktoré priniesla úprava relevantných právnych noriem v oblasti daní, účtovníctva a pod. Pragmatickosť a aplikačnú hodnotu textu zvyšuje rad schematických príkladov s riešeniami, ktoré výrazne uľahčujú pochopenie prezentovanej problematiky. Záver každej kapitoly obsahuje komprimáciu do „zhrnutia“ a kontrolné otázky slúžiace na rekapituláciu učiva.

Text vypovedá o skúsenostiach autoroch s dlhoročnými didaktickými skúsenosťami. Ich prezentácia je hutná, výstižná a výklad sa preto dobre osvojuje.

*prof. Ing. Karol Zalai, CSc.
Ekonomická univerzita v Bratislave*



Investičná banka

Mgr. Mária Kačovičová

Poskytovanie dlhodobých investičných úverov veľkým podnikom v povojnovom období zabezpečovali znárodnené banky, tzv. zemské peňažné ústavy, na Slovensku to bola Slovenská hypotečná a komunálna banka (ďalej len SHKB). Poskytovali „konzorcionálne úvery“ podnikom dôležitým pre hospodársku rekonštrukciu a pre zásobovanie, pričom úvery so štátnou zárukou poskytovalo konzorcium viacerých komerčných bánk. Menšie podniky financovali tzv. ľudové peňažné ústavy. Keďže v ich stanovách nebolo zakotvené poskytovanie dlhodobých emisných priemyselných úverov, Ministerstvo financií v apríli 1947 navrhlo čs. vláde zriadiť osobitný bankový ústav pre poskytovanie dlhodobých investičných úverov. Na základe zák. č. 183/1948 Zb. vznikla Investičná banka (ďalej len IB), národný podnik, pre celé územie ČSR so sídlom ústredia v Prahe, s pobočným závädom v Brne a oblastným ústavom pre Slovensko v Bratislave. Pred jej vznikom SHKB uzavrela dohodu s Československým reeskontným a lombardným ústavom v Prahe o transfere finančných prostriedkov na Slovensko vo výške 150 miliónov Kčs. Dňa 1. 10. 1948 zanikla na Slovensku SHKB a jej práva a záväzky prešli univerzálnou sukcesiou na IB, oblastný ústav pre Slovensko. Najvyšším orgánom ústavu bolo oblastné predstavenstvo a oblastná dozorná rada. Predsedom predstavenstva bol Dr. Július Bránik a predsedom dozornej rady Dalibor Krno. Na čele IB v Prahe bolo 9-členné predstavenstvo s jediným zástupcom Slovenska, námestníkom hlavného riaditeľa Matejom Murtinom. Správa banky bola podriadená ministerstvu financií.

IB poskytovala nasledujúce druhy úverov:

- hypotekárne, ktorých návratnosť bola hypotekárne zabezpečená pôdohospodárskym, domovým, lesným alebo priemyselným majetkom v rámci tzv. sirotskej istoty,
- komunálne, určené orgánom ľudovej správy, kryté štátnou zárukou,
- podnikové, určené podnikom zabezpečujúcim dôležité verejné úlohy, najmä v oblasti priemyslu.

Tieto úvery bolo možné poskytnúť len po overení nevyhnutnosti a dôležitosti z hľadiska verejného záujmu na základe písomného vyjadrenia Štátneho plánovacieho a štatistického úradu, ako aj po prerokovaní v komisii pre povoľovanie úverov so štátnou zárukou. Vyplácali sa ako predavky na investičné úvery, podložené krycou zmenkou, prehlásením dlžníka a za účasti konzorcia peňažných ústavov Poštovej sporiteľne a Slovenskej Tatra banky. Oblastný ústav kontroloval účelovosť použitia čerpaných úverov.

IB poskytovala aj ostatné úvery, najmä tzv. kolonizačné, reeskont zmeniek, lombardné úvery a výpomocné pôžičky ústavom ľudového peňažníctva na obnovu.

Súčinnosť konzorcia peňažných ústavov sa

skončila koncom roku 1948 a do konca roku 1949 padli aj štátne záruky. Po roku 1949 sa povoľovali a vyplácali investičné úvery najmä národným, štátnym a komunálnym podnikom, výsadným spoločnostiam, družstvám, zväzkom ľudovej správy. V priebehu roka oblastný ústav prevzal investičné úvery od Slovenskej Tatra banky a ľudového peňažníctva.

Na základe zák. č. 61/1950 Zb. sa začala uplatňovať centralizácia IB podľa vzoru Štátnej banky československej (ďalej len ŠBČS), v dôsledku čoho doterajšie orgány banky zanikli a na čelo oblastného ústavu bol vymenovaný oblastný riaditeľ. Prvým oblastným riaditeľom bol Elo Šándor (do roku 1952, po jeho smrti sa stal oblastným riaditeľom František Cibula), námestníkom Dr. Pavel Kordoš, sekretárom Blažej Madunický. Všetky rozhodovacie činnosti sa sústredili do rúk vrchného riaditeľa a jemu podriadeného oblastného riaditeľa. Až koncom roku 1952 bola v IB vytvorená banková správa, ktorá sa stala rozhodovacím kolektívnym orgánom. Od 1. januára 1951 začali vykonávať činnosť aj pobočky v Nitre, Banskej Bystrici, Žiline, Košiciach, Prešove a Bratislave. Popri investičných úveroch poskytovala IB v čoraz väčšej miere aj prevádzkové úvery, čo úzko súviselo s financovaním prevádzky Čs. stavebných závodov. Dôvodom bola snaha získať kontrolu nad investičnou výstavbou. Investičné úvery pre stavebníctvo postupne predstavovali jednu z najpodstatnejších činností IB.

Zákon o organizácii peňažníctva z konca roku 1952 zmenil IB, ŠBČS a štátne sporiteľne na štátne peňažné ústavy. Následne bol schválený štatút IB, podľa ktorého si vytvorila päť fondov: štatutárny, fond dlhodobého úverovania, základných prostriedkov, rezervný a odpisový fond. Finančné prostriedky IB boli uložené v ŠBČS, ktorá pre banku vykonávala pokladničnú službu.

V súvislosti s ekonomickou reformou zák. č. 43/1958 Zb. vyčlenil z IB agendu týkajúcu sa financovania a kontroly investičných úverov, ktorá prešla v plnom rozsahu do pôsobnosti ŠBČS. Investičná banka ako štátny peňažný ústav síce zostala zachovaná, ale jej činnosť sa obmedzila na dokončenie likvidácie, pričom hypotekčné zápožičky prešli v r. 1957 na Ústredného likvidátora peňažných ústavov a podnikov. IB v tomto období spracovávala najmä podklady súvisiace s vybavovaním zahraničných nárokov a s účinnosťou od 1. 7. 1966 bola poverená správou cenných papierov a zahraničných kapitálových účastí po zlikvidovaných peňažných ústavoch.

Na Slovensku bola definitívne ukončená činnosť Investičnej banky v roku 1969 a všetky jej činnosti a právomoci prevzal Oblastný ústav ŠBČS pre Slovensko. V Čechách prežívala v utlmenej podobe až do roku 1989, keď v dôsledku politických a ekonomických zmien došlo k jej oživeniu.



Sto rokov od podpisu M. Bosáka na dolárových bankovkách

Ing. Martin Bosák, PhD.

Bankár Michal Bosák je jediným Slovákom, ktorého podpis sa nachádza na dolárových bankovkách. V júni tohto roku si pripomíname 100. výročie podpisu Michala Bosáka na 5-, 10- a 20-dolárových bankovkách.

Americký Kongres určil dolár ako menu nového národa v apríli 1792 a prvý strieborný dolár sa dostal do obehu v roku 1794. Prvé papierové doláre, ktoré vláda USA vydala v roku 1861, boli *Demand Notes*. Podľa zelenej farby na rubovej strane sa tieto peniaze a po nich ďalšie druhy papierových platidiel USA ľudovo nazývali *Greenbacks*. Zákon z roku 1862 upravil vydávanie ďalšieho druhu platidiel *United States Notes*. Najrozšírenejším platidlom na území USA boli v rokoch 1863 – 1928 bankovky *National Bank Notes*. Vydávalo ich niekoľko tisíc súkromných bánk, ktorým vláda na 20 rokov prepožičala právo emitovať bankovky. Všetky bankovky mali rovnaký vzhľad a líšili sa iba názvom banky, číslom poskytnutého emisného práva, podpismi a znakom územia, na ktorom mala banka svoje sídlo.

Vydávanie *National Bank Notes* sa delí na tri obdobia:

1. obdobie, r. 1863 – 1882: originálna séria – bez sériového čísla, séria z r. 1875
2. obdobie, r. 1882 – 1902: séria z r. 1882
3. obdobie, r. 1902 – 1928: séria z r. 1902

Povolenie emitovať bankovky dostala aj *First National Bank of Olyphant*, ktorej vtedajším prezidentom bol Michal Bosák. Podpis prezidenta *First National Bank* je na päť-, desať- a dvadsaťdolárových bankovkách *National Bank Notes* z 25. júna 1907. Na bankovkách *National Bank Notes* bolo spolu tridsaťštyri kombinácií dvoch podpisov zástupcov štátu. Na bankovkách, na ktorých je podpis Michala Bosáka, sú podpísaní *Vernon a Treat*. Za obdobie 73 rokov, v rokoch 1863 – 1935, vláda USA vydala 14 348 povolení na vy-

dávanie bankoviek *National Bank Notes*. Podpis Slováka sa na nich objavil iba jediný raz.

Bankovky *National Bank Notes* v uvedených rokoch boli vydané v hodnote viac ako 17 biliónov dolárov.

V roku 1907, keď dostala povolenie na vydávanie bankoviek aj *First National Bank of Olyphant*, získalo dané povolenie ďalších 490 finančných inštitúcií.

Podpis Michala Bosáka je na bankovkách zo série 1902. *First National Bank of Olyphant* dostala povolenie na vydávanie bankoviek:

- s červenou pečatou
- s modrou pečatou a dátumom na rubovej strane
- s modrou pečatou bez dátumu

Do obehu dala *First National Bank of Olyphant* spolu 52 292 ks bankoviek v celkovej hodnote 448 500 USD.

V roku 1929 „veľký formát“ papierových platidiel USA s rozmermi 189 x 79 mm nahradil „malý formát“, ktorý sa označuje aj ako séria 1928, s rozmermi 156 x 66 mm. Zavedením platidiel „malého formátu“ z roku 1928 sa zároveň ustanovil nový systém do vyobrazení na platidlách. Všetky druhy platidiel s rovnakými nominálnymi hodnotami majú pre líčne a rubové strany predpísané rovnaké obrazce. Zároveň boli portréty prezidentov presunuté z ľavej strany do stredu bankovky.

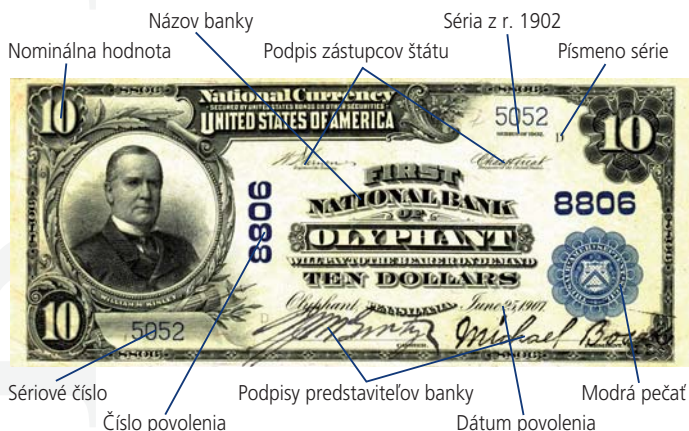
Všetky druhy papierových platidiel USA vydané v rokoch 1861 – 1928 ako oficiálne platidlá Spojených štátov amerických sú doteraz platné, aj keď sa postupne sťahovali z obehu. Niekedy sa o nich hovorí ako o „starých sériách“ alebo o „veľkých formátoch“.

Je samozrejmé, že zberateľská hodnota týchto platidiel niekoľkonásobne preyšuje ich nominálnu hodnotu. Cena 5-dolárovej bankovky z roku 1907 s podpisom Michala Bosáka sa dnes v USA pohybuje okolo 10 000 USD.

Originál 10-dolárovej bankovky s podpisom Michala Bosáka sa nachádza v Archíve Národnej banky Slovenska v Bratislave. Bankovka pochádza zo série z r. 1902, modrá pečať bez dátumu. V spomínanej sérii boli na 10-dolárovkách uvedené čísla 2401-5068 a písmená A, B, D.

Bolo by iste zaujímavé vidieť raz spolu originály všetkých 3 nominálnych dolároviek s podpisom bankára Michala Bosáka.

10-dolárovka s podpisom bankára Michala Bosáka





Z rokovania Bankovej rady NBS

Dňa 26. júna 2007 sa uskutočnilo 23. rokovanie Bankovej rady Národnej banky Slovenska (BR NBS) pod vedením jej guvernéra Ivana Šramka.

- BR NBS prerokovala Situačnú správu o menovom vývoji v SR za máj 2007 a rozhodla o ponechaní úrokových sadzieb na úrovni 2,25 % pre jednodňové sterilizačné obchody, 5,75 % pre jednodňové refinančné obchody a 4,25 % pre dvojtýždňové repo tendre s obchodnými bankami.

- BR NBS prerokovala a schválila návrh zákona o zavedení meny euro v Slovenskej republike a o zmene a doplnení niektorých zákonov (návrh zákona o zavedení eura), ktorý bol spracovaný na základe Národného plánu zavedenia eura v Slovenskej republike a Plánu legislatívnych úloh vlády SR na rok 2007.

NÁVRH ZÁKONA O ZAVEDENÍ MENY EURO

Cieľom návrhu zákona o zavedení meny euro v Slovenskej republike je vytvoriť základné právne predpoklady na bezproblémové a úspešné budúce zavedenie meny euro na Slovensku a začlenenie SR do eurozóny po splnení všetkých ekonomických konvergenčných kritérií, tzv. maastrichtských kritérií.

Návrhom zákona o zavedení meny euro v SR sa chce čo najprecíznejšie vytvoriť generálny právny rámec v Slovenskej republike na organizovanie a plynulé riešenie všetkých kľúčových záležitostí na Slovensku, ktoré súvisia s prechodom na menu euro, a to jednak už v procese prípravy na zavedenie meny euro na Slovensku a jednak počas samotného prechodu zo slovenskej meny na menu euro pri zavedení eura.

Návrhom zákona sa riešia záležitosti, ktoré súvisia s hotovostným a bezhotovostným peňažným obehom vrátane dočasného duálneho hotovostného peňažného obehu, ktorý bude trvať prvých 16 dní po zavedení eura. Návrh zákona predpokladá, že výmenu slovenských bankoviek a slovenských mincí za eurá budú odo dňa zavedenia eura povinne uskutočňovať Národná banka Slovenska a aj tuzemské a zahraničné banky pôsobiace na Slovensku. Pritom sa navrhuje, aby banky uskutočňovali výmenu slovenských mincí počas obdobia šiestich mesiacov odo dňa zavedenia eura a výmenu slovenských bankoviek počas obdobia jedného roka odo dňa zavedenia eura. Národná banka Slovenska bude uskutočňovať výmenu pamätných slovenských mincí bez časového obmedzenia, výmenu ostatných (obehových) slovenských mincí počas obdobia piatich rokov odo dňa zavedenia eura a výmenu slovenských bankoviek bez časového obmedzenia. Zároveň pre úplnosť možno uviesť, že analogicky ako doteraz sa bude postupovať pri výmenách a odoberaní poškodených alebo inak znehodnotených slovenských bankoviek a slovenských mincí a pri odoberaní falšovaných alebo

pozmenených slovenských bankoviek a slovenských mincí, a to až do uplynutia zákonom zakotvených období výmeny slovenských bankoviek a slovenských mincí za eurá.

Návrh zákona tiež predpokladá, že banky budú ku dňu zavedenia eura povinné automaticky a bezodplatne prepočítavať podľa konverzného kurzu a premeniť na eurá všetky bezhotovostné peňažné prostriedky, ktoré budú v nich uložené alebo ktoré poskytlí v slovenských korunách.

Povinné duálne zobrazovanie cien, platieb a iných hodnôt, ktoré budú musieť byť uvádzané v slovenských korunách a aj v eurách, sa začne 30 kalendárnych dní po určení konverzného kurzu pre prechod zo slovenskej meny na menu euro a skončí sa jeden rok po zavedení meny euro na Slovensku. Celková navrhnutá dĺžka obdobia duálneho zobrazovania cien, platieb a iných hodnôt teda bude približne jeden a pol roka, z toho približne pol roka pred zavedením meny euro na Slovensku a jeden rok po zavedení meny euro na Slovensku. Duálnemu zobrazovaniu budú podliehať predovšetkým konečné sumy cien tovarov a služieb, ale aj konečné sumy čistých miezd, platov a iných príjmov.

Počas obdobia duálneho zobrazovania cien, platieb a iných hodnôt a tiež pri samotnom zavedení eura sa bude podľa konverzného kurzu vykonávať aj premena a prepočet cien, peňažných súm, menovitých hodnôt základného imania právnických osôb, menovitých hodnôt vkladov do imania (podielov na imaní) právnických osôb, menovitých hodnôt cenných papierov a ďalších finančných a majetkových hodnôt zo slovenskej meny na menu euro. Návrh zákona osobitne upravuje postup pri vykonávaní prepočtov a premeny zo slovenskej meny na eurá v prípade menovitých hodnôt cenných papierov, ako aj menovitých hodnôt základných imaní a vkladov do základných imaní právnických osôb, predovšetkým obchodných spoločností a družstiev.

Návrh zákona o zavedení meny euro v SR obsahuje aj ustanovenia o dohľade a kontrole nad dodržiavaním pravidiel a povinností pri príprave na prechod a pri prechode zo slovenskej meny na menu euro. Pritom návrh zákona predpokladá, že tento dohľad a kontrolu budú v rámci svojej vecnej pôsobnosti vykonávať Slovenská obchodná inšpekcia, cenové kontrolné orgány, orgány na ochranu spotrebiteľa vrátane obcí, Národná banka Slovenska a ďalšie orgány dohľadu, a to v rozsahu ich terajšej vecnej pôsobnosti. To znamená, že napríklad obce budú oprávnené tento dohľad a kontrolu vykonávať na trhoviskách a trhovách miestach. Kľúčové postavenie pri tomto dohľade a kontrole však bude mať Slovenská obchodná inšpekcia, cenové kontrolné orgány a Národná banka Slovenska.

Súčasťou predloženého návrhu zákona o zavedení meny euro v SR (v článkoch II. až XXIX.) sú



aj sprievodné novely viacerých zákonov, najmä zákona o Národnej banke Slovenska, zákona o Najvyššom kontrolnom úrade SR, Obchodného zákonníka, ďalej zákonov z oblasti cenných papierov, investičných služieb, kolektívneho investovania, poisťovníctva, bankovníctva a ochrany bankových vkladov, dôchodkového sporenia a sociálneho poistenia, ako aj novely viacerých ďalších zákonov. Tieto sprievodné novely obsahujú predovšetkým úpravy súvisiace s prípravou na zavedenie meny euro v SR a s prechodom z doterajšej slovenskej meny na menu euro pri zavedení meny euro v SR. Pritom osobitne dôležitá je novela zákona o Národnej banke Slovenska (a s ňou súvisiaca novela zákona o Najvyššom kontrolnom úrade SR), pretože novelizácia zákona o Národnej banke Slovenska, ktorý doteraz obsahuje všeobecnú právnu úpravu v oblasti slovenskej meny, je kľúčová na dosiahnutie kompatibility slovenskej legislatívy s legislatívou Európskej únie/Európskych spoločenstiev o národných centrálnych bankách členských štátov EÚ začlenených do eurozóny a teda aj na splnenie legislatívnych podmienok na zavedenie meny euro podľa požiadaviek Európskej únie/Európskych spoločenstiev. Návrhom zákona sa tiež predpokladá úprava ustanovení o funkčných obdobiach členov Bankovej rady NBS.

Nadobudnutie účinnosti návrhu zákona o zavedení meny euro v SR sa navrhuje od 1. januára 2008, pričom však kľúčové ustanovenia tohto zákona sa budú reálne aplikovať až od určenia konverzného kurzu a odo dňa zavedenia meny euro v SR, respektíve nadobudnú účinnosť až odo dňa zavedenia meny euro v Slovenskej republike (cieľom národného plánu je 1. január 2009). Podľa pravidiel platných pre eurozónu však o dátume zavedenia meny euro v Slovenskej republike nerozhodnú slovenské inštitúcie, ale rozhodne Rada Európskej únie po vyhodnotení, že Slovenská republika splnila všetky požiadavky a podmienky (tzv. maastrichtské ekonomické konvergenčné kritériá) na zavedenie meny euro.

Dňa 3. júla 2007 sa uskutočnilo 24. rokovanie Bankovej rady Národnej banky Slovenska (BR NBS) pod vedením jej guvernéra Ivana Šramka.

- BR NBS schválila Správu o plnení a postupe príprav na zavedenie eura v NBS. Príprava postupuje v súlade s interným plánom NBS na zavedenie eura a s Národným plánom zavedenia eura v SR.
- BR NBS prerokovala a schválila Stratégiu zavedenia eura do hotovostného peňažného obehu a sťahovanie a ničenie slovenskej meny v Národnej banke Slovenska, ktorá bola vypracovaná na základe Národného plánu zavedenia eura v Slovenskej republike.

STRATÉGIA ZAVEDIA EURA DO HOTOVOSTNÉHO PEŇAŽNÉHO OBEHU A SŤAHOVANIE A NIČENIE SLOVENSKEJ MENY

Cieľom materiálu je vytvoriť v NBS základné podmienky na úspešné zavedenie eura do hotovostného peňažného obehu a zabezpečiť dosta-

točné množstvo eurových bankoviek a eurových mincí.

Predpokladá sa, že pre potreby predzásobenia a druhotného predzásobenia, pre obdobie duálneho obehu a celého roka 2009 a to tak pre obeh ako aj pre zásoby v NBS bude treba zabezpečiť okolo 188 mil. kusov eurových bankoviek a okolo 400 mil. kusov eurových mincí. Zapožičaniu eurových bankoviek z vybranej národnej centrálnej banky Eurosystemu, predzásobeniu a druhotnému predzásobeniu subjektov predzásobenia a druhotného predzásobenia bude predchádzať etapa uzatvárania zmluvných dohôd. Zmluvné dohody budú musieť spĺňať minimálne požiadavky, ktoré vychádzajú z Usmernenia Európskej centrálnej banky o niektorých prípravách na prechod na hotovostné euro a predzásobení a druhotnom predzásobení eurovými bankovkami a eurovými mincami mimo eurozóny (ECB/2006/9).

Materiál sa ďalej zaoberá konkrétnymi návrhmi, ktoré musí prijať NBS, aby zabezpečila distribúciu, úschovu a spracovávanie eurovej hotovosti vo svojich vlastných úschovných miestach.

So zavedením eura do hotovostného peňažného obehu bezprostredne súvisí sťahovanie slovenskej meny z obehu a jej následné ničenie. Predpokladá sa, že proces sťahovania slovenskej meny sa začne ešte pred 1. januárom 2009 a tomu je potrebné prispôbiť spracovateľskú a úschovnú kapacitu. Z obehu by sa malo stiahnuť 148,2 mil. kusov slovenských bankoviek a 453 mil. kusov slovenských mincí. Ničenie slovenských bankoviek a mincí začne už s procesom predzásobenia eurom a bude zabezpečené NBS.

Dňa 10. júla 2007 sa uskutočnilo 25. rokovanie Bankovej rady Národnej banky Slovenska (BR NBS) pod vedením jej guvernéra Ivana Šramka.

- BR NBS prerokovala návrh opatrenia Národnej banky Slovenska, ktorým sa mení a dopĺňa opatrenie Národnej banky Slovenska č. 15/2004 o vlastných zdrojoch finančného konglomerátu a o majetkovej angažovanosti finančného konglomerátu v znení opatrenia Národnej banky Slovenska č. 13/2006.

Opatrením sa dosiahne legislatívna čistota textu novelizovaného opatrenia a vyššia kvalita právnej normy, keďže v období od začiatku roka 2004 až do konca roka 2006 došlo v právnych predpisoch v oblasti finančného trhu k viacerým významným zmenám a tieto je z hľadiska vykonávania potrebných výpočtov podľa novelizovaného opatrenia žiaduce zohľadniť.

Opatrenie nadobudne účinnosť 1. septembra 2007.

- BR NBS prerokovala materiál Správa o finančnej stabilite za rok 2006. Materiál bude v plnom znení publikovaný na internetovej stránke NBS do konca júla tohto roka.



Informačné materiály o zavedení eura vydala Európska komisia, Európska centrálna banka a Národná banka Slovenska. Zaujímavosť 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.

