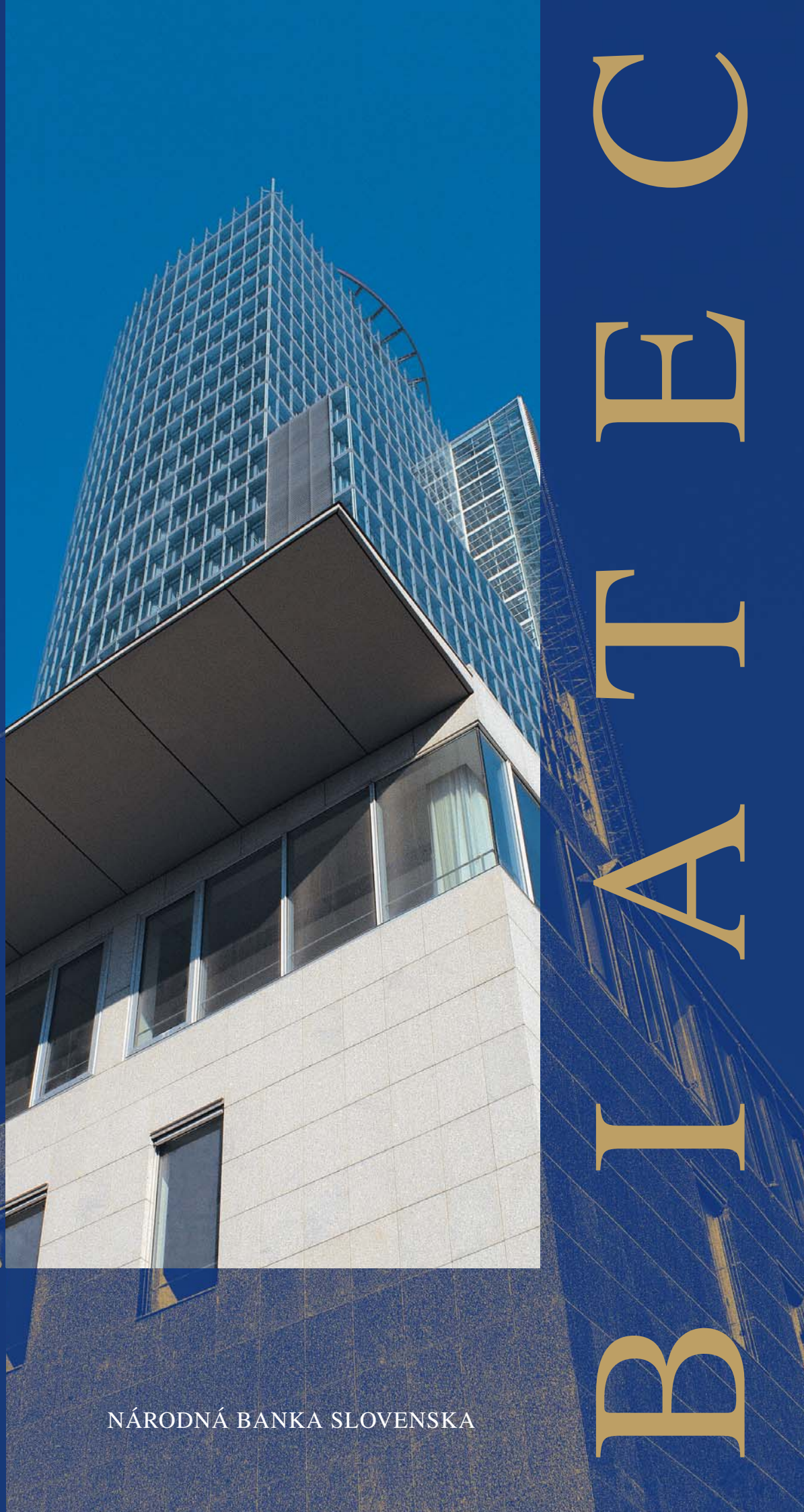


1

Január 2011
Ročník 19

ODBORNÝ
BANKOVÝ
ČASOPIS



C E A T I B



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA



Pamätná dvojeurová minca Vyšehradská skupina – 20. výročie vzniku

*Ing. Dagmar Flaché
Národná banka Slovenska*

Národná banka Slovenska vydala 10. januára do obehu pamätnú dvojeurovú mincu, ktorá je venovaná 20. výročiu vzniku Vyšehradskej skupiny. Minca je určená pre obeh, má rovnaké technické parametre a rovnakú spoločnú stranu ako bežné obehové dvojeurové mince a je ňou možné platiť vo všetkých krajinách eurozóny. Na národnej strane má zobrazený iný, pamätný motív.



Vítazný návrh – autor Miroslav Rónai. Symbolika použitá v návrhu najzrozumiteľnejšie vystihuje Vyšehradskú skupinu.

Vyšehradská skupina (V4) je neformálne zoskupenie štyroch stredoeurópskych krajín – Slovenskej republiky, Českej republiky, Maďarskej republiky a Poľskej republiky, ktoré uznávajú rovnaké hodnoty, majú spoločnú históriu, kultúru a geografické postavenie.

Po zmenách v roku 1989 bola spolupráca vtedy ešte Vyšehradskej trojky stimulovaná najmä snahou zaradiť sa späť do demokratickej Európy. V máji roku 1990 bola zvolaná bratislavská schôdzka, ktorá v roku 1991 vyústila do projektu vyšehradskej spolupráce.

Česko-slovenský prezident Václav Havel, poľský prezident Lech Walesa a maďarský predseda vlády József Antall podpísali vo Vyšehrade 15. februára 1991 Vyšehradskú deklaráciu, čím sa položil základný kameň vyšehradskej spolupráce. Rozdelením Českej a Slovenskej federatívnej republiky v roku 1993 sa trojstranná vyšehradská spolupráca rozšírila na štvorstrannú.

Cieľom v prvej dekáde existencie V4 bola predovšetkým úspešná spoločensko-ekonomická transformácia a integrácia krajín do NATO a EÚ. Po splnení tohto cieľa predsedovia vlád krajín V4 prijali v máji 2004 Kroměřížsku deklaráciu, v ktorej potvrdili pokračovanie spolupráce a definovali jej nové priority.

V súčasnosti je úlohou V4 prehlbovanie vzájomnej spolupráce a posilňovanie vyšehradskej súdržnosti a identity. V zahraničnopolitickej oblasti sa V4 usiluje o koordináciu spoločného postupu pri presadzovaní spoločných záujmov v rámci EÚ a realizáciu spoločných aktivít s najbližšími susedmi a partnermi.

Slovensko je od 1. 7. 2010 do 30. 6. 2011 predsedníckou krajinou Vyšehradskej skupiny. V tomto čase si 15. februára 2011 pripomenieme aj 20. výročie jej vzniku.

(Pokračovanie na 3. str. obálky)



Pamätná dvojeurová minca

Vyšehradská skupina – 20. výročie vzniku

(Pokračovanie z 2. str. obálky)



Miroslav Rónai získal aj druhú zníženú cenu.



Zníženú tretiu cenu získal Patrik Kovačovský.

Národná banka Slovenska vyhlásila na výtvarný návrh mince verejnú anonymnú súťaž, do ktorej predložilo 17 autorov spolu 30 výtvarných riešení národnej strany mince. Komisia guvernéra NBS na posudzovanie výtvarných návrhov slovenských mincí odporučila na realizáciu návrh výtvarníka Miroslava Rónaia, ktorý v súťaži získal zníženú prvú cenu. Komisia i jej odborní poradcovia, zástupcovia Ministerstva zahraničných vecí SR, sa jednoznačne zhodli, že symbolika použitá na tomto návrhu najzrozumiteľnejšie vystihuje Vyšehradskú skupinu. Ako hlavný motív si autor vybral mapu zúčastnených krajín. Doplnil ju zaujímavým stvárneným grafickým symbolom pozostávajúcim z písmena V, do ktorého je vložená číslica IV.

Miroslav Rónai získal v súťaži aj zníženú druhú cenu. Jeho ďalší návrh komisiu oslovil invenčno-

stou použitím symbolov – štylizovaných zástav štyroch zúčastnených krajín a stromu ako všeobecne zrozumiteľného symbolu spoločných koreňov, rastu a rozvoja. Do kompozície je v náznačku zakomponované písmeno V a číslica IV.

Znížená tretia cena bola udelená Mgr. art. Patrikovi Kovačovskému. Jeho návrh zaujal grafickým riešením pozostávajúcim zo skladačky štyroch prvkov s názvami hlavných miest krajín Vyšehradskej skupiny.

Pamätnú mincu vyrazila Mincovňa Kremnica v počte 1 000 000 kusov. Jej hrana je rovnaká ako na bežnej obehovej dvojeurovej minci. Je na nej nápis „SLOVENSKÁ REPUBLIKA“. Začiatok a koniec nápisu je oddelený dvoma hviezdami, medzi ktorými je lipový list.

Foto: Ing. Štefan Fröhlich

BILTA

**BIATEC**

Odborný bankový časopis
Január 2011

Vydavateľ:

Národná banka Slovenska

Redakčná rada:

doc. Ing. Jozef Makúch, PhD. (predseda)
Ing. Viliam Ostrožlík, MBA (podpredseda)
Mgr. Júlia Čillíková
Ing. Juraj Jánošík
Ing. Renáta Konečná
PhDr. Jana Kováčová
Mgr. Martin Šuster, PhD.

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 2150, e-mail: biatec@nbs.sk

Počet vydaní: 10-krát do roka

Cena výtlačku pre predplatiteľov: 2 €

Ročné predplatné: 20 €

Poštovné hradí predplatiteľ.

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: 12. 1. 2011

Dátum vydania: 24. 1. 2011

Evidenčné číslo: EV 2817/08

ISSN 1335 – 0900

Grafický návrh: Bedrich Schreiber

Typo & lito: AEPRESS, s.r.o.

Tlač: DOLIS, s.r.o.

Časopis je dostupný v elektronickej
forme 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.

ROZPOČTOVÁ POLITIKA

Deficit a dlh v rozpočtovej politike EÚ 27..... 2
(RNDr. František Hajnovič)

FINANČNÁ STABILITA

Externá pozícia Slovenska a udržateľnosť bežného účtu..... 9
(Ing. Anna Strachotová)

INVESTOVANIE

Zlato ako „bezpečný prístav“ pre investorov 14
(prof. Ing. Božena Chovancová, PhD., Ing. Peter Árendáš)

**EURÓPSKY SYSTÉM
FINANČNÉHO DOHLADU**

Prehľad právomocí a organizačnej štruktúry nových
európskych subjektov dohľadu 19
(Štefan Nebeský, Peter Paluš, Peter Pénzeš, Ľuboš Šesták)

INFORMÁCIE

Estónsko vstúpilo do eurozóny..... 31



Deficit a dlh v rozpočtovej politike EÚ 27

RNDr. František Hajnovič
Národná banka Slovenska

The article provides an analysis of EU fiscal policies and elaborates the question to which extent governments of EU countries take account of Maastricht deficit and debt criteria in their budget policies. Conclusions are based on the results of panel estimation of a simple model for the levels of both revenue and expenditure of public budgets of EU 27 countries, in which the level of revenue (expenditure) is influenced by the levels of deficit and debt in the previous year, and, at the same time, is influenced by the economic cycle. In 1995 to 2009, several countries did not sufficiently take into account the Maastricht criterion for the level of debt. Falling revenues without sufficient expenditure cuts contributed to the current public budget deficits and debts of those countries.

- 1 Nemení sa druhá strana rozpočtu.
- 2 K inej možnosti identifikácie sa vyjadrujeme stručne v závere.
- 3 V závere diskutujeme aj o možnosti modelovania nelineárnej (asymetrickej a nespojitaj) reakcie.

Súčasná diskusia o sprísnení rozpočtovej politiky krajín eurozóny sú podnetom na analýzu rozpočtovej politiky eurozóny a EÚ. Naša analýza vychádza z toho, či a ako vlády EÚ 27 prihládajú pri realizácii rozpočtu (príjmov a výdavkov) na výsledky plnenia maastrichtských kritérií pre deficit a dlh. Analýzu opierame o zistenie, či zmeny rozpočtových výdavkov a príjmov sú ovplyvnené minuloročným deficitom a zadlžením.

1. VÝCHODISKÁ ANALÝZA

Východisková hypotéza

Pri rozhodovaní o výške výdavkov vláda vychádza predovšetkým z predpokladaného vývoja ekonomiky. V období ekonomického boomu rastú príjmy rozpočtu často rýchlejšie ako ekonomika. Naopak, v období cyklického poklesu sa tvorba príjmov spomaľuje a tlačí na rozpočtové úspory. Vyšší výber daňových a nedaňových príjmov v období konjunktúry vytvára priestor na rast výdavkov, ktorý vláda môže využiť bez zvýšenia deficitu a zadlženia. Naopak, spomalená tvorba, alebo pokles rozpočtových príjmov v recesii núti vládu reagovať opatreniami na strane výdavkov s cieľom nezvyšovať deficit a zadlženie. Vysoké (neprimerané) zadlženie z minulých období vytvára tlak na konsolidáciu rozpočtu. Ten vyplýva jednak z nákladov a rizík dlhovej služby, ale tiež z nutnosti rešpektovať a plniť hranicu dlhu danú maastrichtskými kritériami. Naopak, nízka miera zadlženia poskytuje rozpočtovej politike určitý komfort – priestor na rast dlhu a zadlženia. Vysoký deficit v minulom období je podnetom na korekciu rozpočtovej politiky. Naopak, nízky deficit umožňuje predpokladať, že nastavenie rozpočtovej politiky je správne a vyššie výdavky, alebo nižšie príjmy nemusia nutne znamenať problém z hľadiska plnenia maastrichtských kritérií pre deficit a zadlženie.

Model a očakávané hodnoty parametrov

Uvedenú hypotézu sme najprv testovali pomocou modelu pre príjmy a výdavky rozpočtu v nasledovnej špecifikácii:

- výdavky rozpočtu –

$$\Delta(E) = \alpha_E * \text{Gap} + \beta_E * \Delta(X) + \gamma_E * \\ * (D(-1) - D0_E) + \delta_E * (B - (-3)) \quad (1)$$

- a príjmy rozpočtu –

$$\Delta(X) = \alpha_X * \text{Gap} + \beta_X * \Delta(E) + \gamma_X * \\ * (D(-1) - D0_X) + \delta_X * (B - (-3)) \quad (2)$$

V týchto rovniciach je:

E podiel výdavkov rozpočtu na HDP,
X predstavuje podiel príjmov rozpočtu na HDP,
D je zadlženie rozpočtu – podiel hrubého verejného dlhu na HDP a

B je bilancia rozpočtu (všetko v percentách HDP).
 $\alpha_E, \alpha_X, \beta_E, \beta_X, \gamma_E, \gamma_X, \delta_E, \delta_X$ sú parametre.

Gap je odhad produkčnej medzery – rozdiel medzi skutočným reálnym HDP a potenciálom HDP – v percentách potenciálu.

$D0_E$ a $D0_X$ je úroveň zadlženia, po prekročení ktorej vláda brzdí výdavky a/alebo prijíma opatrenia na zvýšenie príjmov.

Model predpokladá, že po tom, čo prekročí deficit 3 percentá (-3% HDP) smerom nadol, k vyšším záporným hodnotám, vláda prijíma opatrenia na zníženie deficitu. V rovniciach nie je úrovňová konštanta. Predpokladáme teda, že výdavky (príjmy) rozpočtu sa nemenia, vtedy ak je súčasne ekonomika na potenciáli, nedochádza k zmene v príjmoch (vo výdavkoch),¹ zadlženie je na hranici zlomu (kritickej hranici) a deficit sa rovná -3% HDP.² Zmeny príjmov a výdavkov sú pri zmene znamienka produkčnej medzery a smere prekročenia kritických hraníc pre deficit a dlh symetrické a spojité.³



Očakávané znamienka parametrov v rovnici (1) pre zmenu (podielu) výdavkov sú nasledovné:

Pre parameter α_E očakávame záporné znamienko, v intervale (0,-1) – vláda nevyužíva celý priestor na rast výdavkov, ktorý vytvára rast ekonomiky v období cyklického vzostupu ekonomiky a naopak, v prípade ekonomického poklesu vláda nie je schopná znížiť podiel výdavkov na HDP úmerne hĺbke cyklického poklesu. Parameter β_E očakávame kladný – vyššie príjmy vytvárajú priestor na vyššie výdavky a naopak. Očakávame, že parameter γ_E vyjadruje predovšetkým reakciu rozpočtovej politiky. Mal by byť preto záporný – po prekročení „kritickej“ hranice zadĺženia by vláda mala výdavky brzdiť. Na výdavky majú vplyv aj úrokové náklady dlhu. Ich vplyv je opačný: vyšší dlh znamená vyššie úrokové náklady dlhu, čo má vplyv na hodnotu parametra γ_E – znižuje jeho absolútnu hodnotu.⁴ Parameter δ_E by mal byť kladný: ak je deficit nižší (lepší) ako -3 %, za inak rovnakých podmienok, je možné zvýšiť výdavky.

Parameter α_X by mal mať kladné znamienko v intervale (0,1) – rast ekonomiky v období cyklického vzostupu ekonomiky vytvára priestor na rast rozpočtových príjmov a naopak, v prípade ekonomického poklesu podiel príjmov na HDP, hoci len čiastočne, klesá. Parameter β_X očakávame kladný – vyššie výdavky podnecujú ekonomickú aktivitu a tvorbu daňových príjmov a naopak. V niektorých prípadoch (očakávané) vyššie výdavky (ich podiel na HDP) môžu podnecovať prijatie opatrení na (dodatocne) zvýšenie príjmov. Parameter γ_X by mal byť kladný, po prekročení „kritickej“ hranice zadĺženia by vláda mala prijať opatrenia na zvýšenie príjmov. V rozpočtovej politike vlád v EÚ v ostatnom desaťročí prevládali snahy znižovať daňové zaťaženie, ktoré v niektorých prípadoch mali dokonca príznaky daňovej konkurencie. Zvyšovanie daní okrem toho predstavuje pre politiku vlády problém a splácanie dlhov zvýšením príjmov by preto malo byť menej významné. Hodnota parametra γ_X by mala byť preto skôr nízka, blízka nule. Parameter δ_X by mal byť záporný: ak je deficit nižší (lepší) ako -3 %, za inak rovnakých podmienok, je možné znížiť príjmy.

Použitá údaje a ich úprava pred odhadom modelu

Zdrojom údajov pre odhad modelu je databáza Eurostatu. Z nej sme čerpali podiely príjmov a výdavkov v percentách HDP, zadĺženia (hrubý dlh v percentách HDP) a deficitu (čisté výpožičky v percentách HDP) verejných rozpočtov, všetko v metodike ESA 95. Z tejto databázy sú aj údaje o (reálnom) HDP – ide o bázičné indexy (so základom v roku 2000). Analyzovali sme ročné časové rady za obdobie 1995 – 2009 pre 27 krajín Európskej únie.⁵

Odhad produkčnej medzery sme urobili pomocou HP filtra. Uvedomujeme si, že v konkrétnych prípadoch, najmä nových členských krajín EÚ, takýto odhad potenciálu a cyklickej medzery nemusí byť dostatočne presný, najmä kvôli po-

sunom potenciálu v prípade väčšej (zahraničnej) investície, ale predpokladáme, že pre celkové závery za EÚ 27 nebude mať tento nedostatok významný dosah. Tento nedostatok čiastočne zmierňuje aj ročná frekvencia údajov a dlhé obdobie analýzy.

Odhadový tvar a použitá metóda odhadu

Analýzu sme založili na panelovom odhade uvedených rovníc. Rozdiely v hodnote zadĺženia, pri ktorom vlády jednotlivých krajín brzdia výdavky alebo zvyšujú príjmy, sme odhadli zaradením fixných efektov krajiny do panelových odhadov pre príjmy a výdavky rozpočtu. Vzhľadom na možnú vzájomnú závislosť premenných modelu sme odhad urobili dvojstupňovou metódou najmenších štvorcov, pričom ako nástrojové premenné⁶ sme použili časovo oneskorené hodnoty premenných modelu. Odhad rovnice pre danú krajinu (i) tak mal tvar:

- výdavky rozpočtu –

$$\Delta(E)_i = C0_E + \alpha_E * \text{Gap}_i + \beta_E * \Delta(X)_i + \gamma_E * D_i(-1) + \delta_E * B_i(-1) + FE_{i,E} \quad (1a)$$

- a pre príjmy rozpočtu –

$$\Delta(X)_i = C0_X + \alpha_X * \text{Gap}_i + \beta_X * \Delta(E)_i + \gamma_X * D_i(-1) + \delta_X * B_i(-1) + FE_{i,X} \quad (2a)$$

Zo základnej špecifikácie modelu (1), (2) vyplýva, že fixné efekty majú vzťah ku „kritickej“ úrovni zadĺženia – úrovni, pri ktorej prekročení vláda brzdi výdavky a/alebo zvyšuje príjmy. Ak by $D0_E$ bolo rovné $D0_X$, vláda by reagovala zmenou príjmov aj zmenou výdavkov pri rovnakej úrovni zadĺženia. V praxi to tak byť nemusí. Vláda môže pri rozhodovaní o opatreniach na strane príjmov a na strane výdavkov reagovať na zadĺženie rozdielne. Vyjadruje to rozdiely v odpore verejnosti voči opatreniam na strane príjmov oproti opatreniam na strane výdavkov.⁷ Konkrétne, vzťahy medzi kritickými hodnotami zadĺženia a fixnými efektmi pre danú krajinu sú nasledovné:⁸

$$D0_{i,E} = -(C0_E + FE_{i,E} - \delta_E * 3) / \gamma_E \quad (3)$$

$$D0_{i,X} = -(C0_X + FE_{i,X} - \delta_X * 3) / \gamma_X \quad (4)$$

Ak by obrat vo výdavkoch nastal už pri menšom deficite ako (-3 %), napríklad už pri vyrovnanom rozpočte (0%), znamenalo by to sprísnenie rozpočtovej politiky. Zo vzťahov (3) a (4) vyplýva, že toto sprísnenie by umožnilo, aby hranica od ktorej reaguje vláda na zadĺženie znížením výdavkov bola stanovená menej prísne – aby bola vyššia. Podobne, pri sprísnení reakcie príjmov na deficit, môže vláda reagovať na zadĺženie vyššími príjmami až po prekročení vyššieho kritického zadĺženia. **Reakcie rozpočtu na deficit a reakcie na zadĺženie sa navzájom dopĺňajú.**

4 V modeli nezvažujeme možný vplyv nelineárnych efektov zadĺženia na úrokové sadzby a náklady dlhu. Vyjadrujeme sa k nim v závere.

5 Údaje boli dostupné z väčšieho počtu z 27 krajín. V niektorých prípadoch chýbali údaje na začiatku analyzovaného obdobia.

6 Nástrojové premenné (nástroje) = instrumental variables.

7 Podobný problém vzniká aj pri reakcii na vysoký deficit. V závere preto diskutujeme aj o iných možnostiach identifikácie parametrov modelu.

8 Súčet úrovňovej konštanty modelu a fixného efektu vydělíme parametrom pri zadĺžení so záporným znamienkom.

E

A

I

B



9 Dodatok 1 a 2.

10 Tzv. smoothing výdavkov je slabý.

2. VÝSLEDKY ODHADU A ICH INTERPRETÁCIA

Panelový odhad na údajoch pre krajiny EÚ 27 potvrdil východiskovú hypotézu. Odhady parametrov majú predpokladané znamienka a sú štatisticky vysoko významné na hladine významnosti 0,01 %, s výnimkou odhadu úrovňovej konštanty a parametra pre dlh v rovnici pre zmenu príjmu. To tiež potvrdzuje naše očakávanie – zmena príjmu ako reakcia na zadlženie je menej (aj štatisticky) významná.

Tab. 1 Výsledky odhadu

	D(E)	D(X)
C0	4,806446	-1,09527
α	-0,27579	0,102662
β	0,629512	0,217443
χ	-0,07876	0,012983
δ	0,461512	-0,19605

Zdroj: NBS.

Predovšetkým však treba pripomenúť a zdôrazniť, že pod zmenou príjmov a výdavkov rozumieme zmenu podielu príjmov a výdavkov na HDP.

V závere príspevku⁹ uvádzame stručné grafické hodnotenie použitého modelu z hľadiska zobrazenia vývoja príjmov a výdavkov vo vybraných krajinách EÚ 27 (Nemecko, Írsko, Fínsko a Slovensko). Zistené rozdiely (rezíduá modelu) stručne interpretujeme.

Reakcia príjmov a výdavkov na ekonomický cyklus

Z výsledkov odhadu vyplýva, že existuje priama reakcia na ekonomický cyklus (produkčnú medzeru) na strane výdavkov aj príjmov. Posúdenie tejto reakcie si však vyžaduje zohľadniť skutočnosť, že v modeli uvažujeme explicitne vzájomný vplyv rozpočtových príjmov a výdavkov. Okrem toho, reakcie vlád na strane príjmov a výdavkov nemusia vždy vyplývať len z vývoja ekonomiky (ekonomického cyklu). Ako sme uviedli, aby sme zohľadnili vzájomnú závislosť príjmov a výdavkov a produkčnej medzery, odhadli sme model dvojstupňovou metódou najmenších štvorcov.

Vzájomné reakcie príjmov a výdavkov

Z rovnice pre úroveň výdavkov vyplýva, že výdavky (ide o podiel na HDP) nereagujú na cyklický rast produktu úmerne – parameter α_E je záporný, jeho hodnota je (-0,28). Naopak, úroveň príjmov (podiel príjmov na HDP) v období cyklického vzostupu rastie, parameter α_X je kladný, rovný 0,10. Ak zlúčime uvedené efekty z cyklického pohybu ekonomiky, vyplynie nám, že ak odhliadneme od autonómnej zmeny úrovne príjmov a výdavkov, cyklický vzostup ekonomiky hospodárenie rozpočtu zlepšuje. Interpretácia tohto zistenia je, že samotný priaznivý vývoj ekonomiky vytvára predpoklady na zníženie úrovne výdavkov a zvýšenie

úrovne príjmov. Pri zvýšení produkčnej medzery o 1 %, za inak rovnakých podmienok, sa deficit zlepší o 0,38 % HDP.

V súlade s očakávaním výsledky odhadu potvrdzujú, že vyššia úroveň výdavkov zvyšuje ešte v danom roku príjmy rozpočtov a vyššia úroveň príjmov sa prejavuje vo vyšších výdavkoch. Reakcia príjmov na výdavky (parameter 0,22) je zrejme predovšetkým výsledkom transmisie „výdavky – dane – príjmy“. Reakcia výdavkov na príjmy (parameter 0,63) je pri zvýšení úrovne príjmov prejavom napätia v rozpočtoch a prejavom uvoľnenia tohto napätia v prípade, že sa úroveň príjmov zvýši. Pri znížení úrovne príjmov je jeho dôsledkom úspora výdavkov, avšak vo výsledku spôsobí zníženie príjmov zhoršenie hospodárenia rozpočtu (prehĺbenie deficitu). Pomerne vysoká hodnota tohto parametra svedčí o tom, že na vládnu výdavkovú politiku majú príjmové šoky značný vplyv.¹⁰ Tento poznatok zodpovedá záverom analýz z uplatňovania Paktu stability a rastu: v „dobrých časoch“, keď príjmy rozpočtov rastú, vlády nepamätajú na „horšie časy“ a stabilizačné pôsobenie rozpočtov na dopyt je nedostatočné.

Reakcia príjmov a výdavkov na minuloročný deficit

Parametre δ_E a δ_X vyjadrujú reakciu rozpočtových výdavkov a príjmov na situáciu, keď v minulom období (minulý rok) bol deficit nižší ako 3 %. V súlade s očakávaním má úroveň výdavkov pri plnení kritéria pre deficit tendenciu rásť. Parameter δ_E je kladný a pomerne vysoký (hodnota 0,46). Znamená to, že takmer polovica dobrého výsledku v plnení deficitu sa reakciou vlád na strane výdavkov – ich zvýšením – stráca. Dobrá správa je, že pri neplnení maastrichtského kritéria pre deficit, v nasledujúcom roku vlády EÚ 27 reagujú znížením úrovne výdavkov, hoci len o polovicu neplnenia. Naopak, úroveň príjmov, ako reakcia na neplnenie kritéria pre deficit v minulom roku, sa v nasledujúcom roku zvyšuje. Reakcia je však, v súlade so všeobecným očakávaním, slabšia – v porovnaní s reakciou výdavkov je menej ako polovičná (príslušný parameter má hodnotu -0,19).

Reakcia príjmov a výdavkov na zadlženie

Vlády reagujú na zadlženie predovšetkým zmenou úrovne výdavkov. Potvrdzujú to hodnoty parametrov γ_E a γ_X , ktoré vyjadrujú reakciu výdavkov a príjmov rozpočtov na prekročenie kritickej hodnoty zadlženia. Reakcia výdavkov je, v súlade s očakávaním, záporná – vysoké zadlženie má za následok zníženie úrovne výdavkov. Prekročenie kritickej úrovne zadlženia o 10 % vytvára tlak na zníženie úrovne výdavkov o 0,7 %. Reakcia na strane príjmov je opačná, v súlade s našim očakávaním spôsobí prekročenie kritickej hranice zadlženia, zvýši úroveň príjmov. Toto zvýšenie je však malé, reakcia na strane príjmov je podstatne – približne 6-násobne – slabšia. Zodpovedá to všeobecnému názoru, podľa ktorého by sa konsolidácia dlhu mala dosahovať predovšetkým úsporami na strane výdavkov a nie zvyšovaním



príjmov. Okrem toho, reakcie na strane príjmov sú zrejme rozdielne v rôznych krajinách a v rôznych obdobiach a sú všeobecne menej významné. Celkovo však reakcia príjmov aj výdavkov na prekročenie kritickej hranice zadlženia smeruje k zníženiu zadlženia.

Hranice pre obrat v reakcii príjmov a výdavkov EÚ 27 na zadlženie

Parameter CO_E (úrovňová konštanta) v panelovom odhade určuje kritickú hodnotu zadlženia na rozhodnutie vlády o úrovni výdavkov v EÚ 27.¹¹ Z (3) vyplýva, že jej hodnota je:

$$DO_{EU27,E} = 43,4\%$$

Z hodnoty parametra CO_X v rovnici pre príjmy EÚ 27 vyplýva pre kritické zadlženie hodnota

$$DO_{EU27,X} = 39,1\%$$

teda hodnota veľmi blízka $DO_{EU27,E}$ (hoci, ako sme uviedli, uvedené odhady hranice sa nemusia rovnať).¹²

Pokiaľ je zadlženie v EÚ 27 (ako celku) pod úrovňou 43,4%, úroveň výdavkov ako reakcia na zadlženie nie je brzdená. Úroveň výdavkov sa kvôli zadlženiu znižuje až po tom, keď zadlženie prekročí hranicu 43,4%. Z mastrichtského kritéria pre zadlženie vyplýva, že už pri hodnotách zadlženia nižších ako 60% by mali vlády reagovať, najmä brzdením výdavkov. Zdá sa, že sa tak rozpočty EÚ 27 ako celku správajú. Nielen v krajinách, ktoré sú veľmi zadlžené, kde sprísnenie výdavkov môže mať opodstatnenie, ale aj v menej zadlžených krajinách s úrovňou zadlženia pod 60% zrejme rozpočtová politika EÚ 27 prispievala ku konsolidácii zadlženia v EÚ 27.

Špecifická, z hľadiska konsolidácie zadlženia, je reakcia na strane príjmov. Nízka hodnota kritickej hranice pre reakciu príjmov EÚ 27 ako celku, 39,1% HDP, svedčí o tom, že už pri pomerne nízkej úrovni zadlženia sa v EÚ 27 ako celku prijímajú opatrenia na zvýšenie úrovne príjmov. Táto konsolidačná reakcia bola však – ako vyplýva z hodnoty parametra y_X – slabá a aj štatisticky málo významná.

Z vývoja úrovne príjmov vo viacerých krajinách sa však môže zdať, že v sledovanom období bola reakcia príjmov na zadlženie skôr opačná – úroveň príjmov (ich podiel na HDP) sa skôr znižovala, okrem iného preto, lebo sa predpokladalo, že optimálny spôsob, ako uskutočniť konsolidáciu zadlženia, je podpora ekonomického rastu znížením daňového a odvodového zaťaženia, a teda aj znížením úrovne príjmov rozpočtu. V ostatných rokoch sa tento predpoklad v hospodárskej politike uplatňoval často. Znižovanie daní malo často znaky daňovej konkurencie.

Skutočnosť, že úroveň príjmov bola zadlžovaním v EÚ 27 podnecovaná a súčasne vo viacerých krajinách sa znižovala, je však len zdanlivý rozpor. Možno ho interpretovať tak, že znižovanie úrovne príjmov bolo motivované snahou o zrýchlenie ekonomického rastu. Účinok prípadného vysoké-

ho zadlženia – tlak na zvýšenie úrovne príjmov – vlády pritom nebrali do úvahy. Očakávali, že rýchly rast umožní konsolidáciu zadlženia.

Keďže reakcia výdavkov na zadlženie je približne 6-krát silnejšia ako reakcia príjmov (ktorá nebola dokonca štatisticky presvedčivo preukázaná) a keďže hranice, pri ktorých sa smer reakcií príjmov a výdavkov mení, sú približne rovnaké, dá sa povedať, že v EÚ 27 ako celku hralo zadlženie už pri pomerne nízkej úrovni úlohu faktora, ktorý tlakom na zníženie úrovne výdavkov prispieval ku konsolidácii.

Kritické hodnoty zadlženia pre jednotlivé krajiny EÚ 27

Uvedená charakteristika úlohy zadlženia v rozpočtovej politike EÚ 27 ako celku však nemusia platiť pre jednotlivé krajiny. Individuálne rozdiely v reakciách rozpočtovej politiky sú pritom pomerne značné.

Výsledky odhadu kritickej hranice pre zadlženie 27 krajín EÚ, určíme pomocou vzťahov (3) a (4), teda so zohľadnením fixných efektov. Uvádzame ich v tabuľke 2.¹³

Tab. 2 Kritické hodnoty zadlženia pre zmeny príjmov a výdavkov (% HDP) a priemerné, maximálne, minimálne a aktuálne (2009) zadlženie

	DO _{i,E}	DO _{i,X}	Di-avg	Di-min	Di-max	Di2009
BE	93	77	105	84	130	97
BG	19	23	49	14	105	15
CZ	29	31	24	13	35	35
DK	21	-17	50	27	73	42
DE	58	57	63	56	73	73
EE	-13	-67	6	4	9	7
IE	31	25	45	25	82	64
GR	126	185	100	94	115	115
ES	46	49	53	36	67	53
FR	63	74	62	56	78	78
IT	109	104	111	104	122	116
CY	60	16	56	41	70	56
LV	9	6	15	9	36	36
LT	23	16	19	12	29	29
LU	-24	-71	8	6	15	15
HU	79	109	64	52	85	78
MT	75	49	59	35	72	69
NL	46	25	58	46	76	61
AU	56	62	65	60	68	67
PL	50	105	44	37	51	51
PO	68	67	59	51	77	77
RO	21	37	18	7	26	24
SI	25	10	27	23	36	36
SK	45	114	37	22	50	36
FI	9	-28	45	34	57	44
SE	28	14	55	38	73	42
UK	45	25	46	38	68	68

Zdroj: NBS.

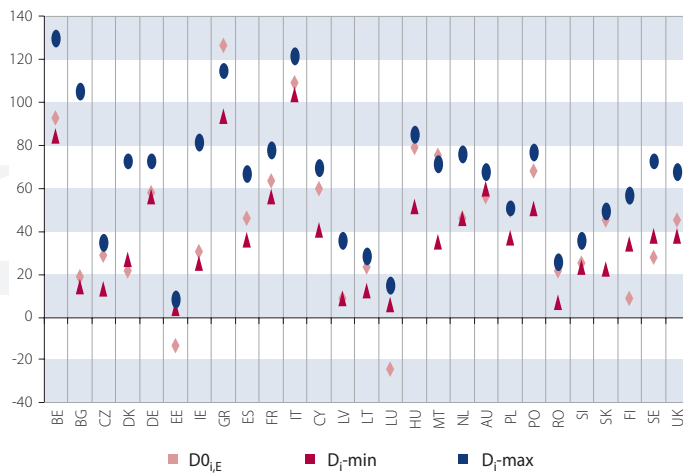
11 Fixný efekt pre EÚ 27 sa rovná nule.

12 Ako sme uviedli, odhad kritickej hodnoty zadlženia z rovnice pre príjmy je menej spoľahlivý. Okrem toho, vplyv zadlženia na príjmy je malý.

13 Od kritickej hodnôt zadlženia pre EÚ 27 sa budú kritické hodnoty pre jednotlivé krajiny odlišovať podľa veľkosti a smeru fixných efektov v panelových odhadoch (1a) a (2a).

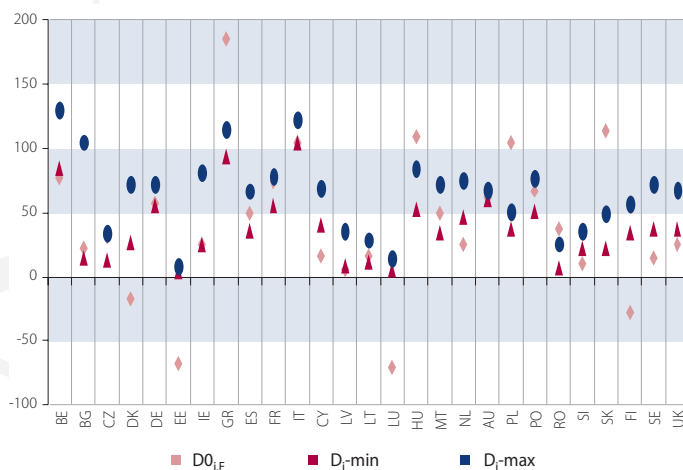


Graf 1 Kritická hranica zadlženia pre zmenu výdavkov. Porovnanie s minimom a maximom zadlženia pre krajiny EÚ 27 (% HDP)



Zdroj: NBS.

Graf 2 Kritická hranica zadlženia pre zmenu príjmov. Porovnanie s minimom a maximom zadlženia pre krajiny EÚ 27 (% HDP)



Zdroj: NBS.

14 S výnimkou súčasného krízového obdobia.

Vo väčšine krajín (16) je kritická hranica pre reakciu výdavkov na zadlženie medzi minimom a maximom zadlženia v danom období. Znamená to, že počas sledovaného obdobia reagovali rozpočty na vysoké zadlženie na začiatku obdobia, alebo na rast zadlženia ku koncu obdobia. Aj medzi nimi sú však rozdiely. Napríklad v Bulharsku prispela nízka úroveň kritickej hranice k zníženiu zadlženia a naopak, vysoká kritická hranica nevytvárala takmer žiadny tlak na zníženie zadlženia redukciami výdavkov v Taliansku. Aj v Maďarsku, zdá sa, vysoká kritická hranica spôsobila, že výdavky sa v reakcii na rastúce zadlženie brzdili až v ostatných rokoch. Hranica 45% HDP prispela k brzdeniu výdavkov na Slovensku len krátko (v období pred menovou krízou). V ôsmich krajinách (Dánsko, Estónsko, Lotyšsko, Luxembursko, Holandsko, Rakúsko, Fínsko, Švédsko) je táto kritická hranica dokonca pod minimom zadlženia – znamená to, že po celé sledované obdobie vytváralo zadlženie

tlak na znižovanie výdavkov. Len dve krajiny majú túto kritickú hranicu vyššiu ako maximálne zadlženie – Grécko a Malta.

Ak porovnáme kritické hodnoty zadlženia pre zmenu úrovne príjmov, zistíme, že v polovici (13) krajín EÚ 27 konsolidačná reakcia na strane príjmov – zvýšenie podielu príjmov rozpočtu na HDP – bola prítomná v celom sledovanom období, lebo príslušná kritická hranica pre zadlženie bola v týchto krajinách nižšia ako minimálne zadlženie. V týchto krajinách teda bolo zadlženie podnetom na zvýšenie úrovne príjmov, hoci, ako sme zdôraznili, reakcia na strane príjmov bola slabá. Medzi týmito krajinami sú však rozdiely – podľa výšky kritickej hranice. V Dánsku, Estónsku, v Luxembursku, v Lotyšsku, v Slovinsku, vo Fínsku a vo Švédsku nízka kritická hranica prispela k udržaniu nízkej miery zadlženia v sledovanom období. Naopak, v Taliansku alebo Rakúsku, kde kritická hodnota a zadlženie boli vyššie, neprispeli príjmy ku konsolidácii takmer vôbec.

V ďalšej skupine krajín sa počas sledovaného obdobia úloha príjmov pri konsolidácii zmenila – kritická hranica pre zvýšenie úrovne príjmov je medzi minimom a maximom zadlženia. Príspevok príjmov v nich bol však prevažne nevýznamný.

V tretej skupine, do ktorej patrí aj Slovensko, reakcia príjmov po celé obdobie pôsobila proti konsolidácii. Kritická hranica pre reakciu príjmov na zadlženie bola vyššia ako maximálne zadlženie. Slovensko nemalo ešte v roku 2009 s úrovňou zadlženia problém. Na druhej strane Grécko a Maďarsko, ktorých zadlženie v ostatných rokoch rýchlo rástlo, sa aj v dôsledku nedostatočnej reakcie príjmov ocitli v problémoch. Do tejto skupiny krajín patrí aj Poľsko.

Celková reakcia na zadlženie a súčasná úroveň zadlženia

Zoznam krajín, v ktorých zadlženie hralo po celý čas úlohu ako podnet ku konsolidácii je vefavný – sú to takmer všetky krajiny, ktoré majú za sebou dobrý vývoj verejných financií a relatívne nízku mieru zadlženia v súčasnosti.¹⁴ Niektoré krajiny, ako Grécko, na zadlženie nereagovali na strane výdavkov ani príjmov – naopak namiesto konsolidácie po celý čas reagovali uvoľnením rozpočtovej politiky, hoci ich zadlženie bolo vysoké a rástlo. Grécko, ako vyplýva z výsledkov odhadu konsolidačné opatrenia jednoducho „odkladalo“ – kritické hranice zadlženia na znižovanie výdavkov alebo zvyšovanie príjmov má nastavené veľmi vysoko. Maďarsko má tiež kritické hranice nastavené pomerne vysoko. Na vysoké zadlženie reagovalo na strane výdavkov až v ostatných rokoch a na strane príjmov vôbec nie. Celkovo sa zdá, že nízko nastavená implicitná hranica zadlženia pre reakciu na strane výdavkov rozpočtu bola kľúčom nielen k zníženiu miery zadlženia, ale aj k udržiavaniu nízkej miery zadlženia.

Čo sa týka Slovenska, z odhadov vyplýva, že prevažne nízka úroveň zadlženia bola skôr podnetom na uvoľnenie rozpočtovej politiky, s vý-



nimkou krátkého obdobia. Odhad kritickej úrovne zadlženia pre zmenu na strane výdavkov je už len o niečo vyšší ako možné zadlženie v nastávajúcom období. Úroveň zadlženia doposiaľ nevytvárala tlak na zníženie výdavkov. Kritická úroveň zadlženia pre reakciu Slovenska na strane príjmov je veľmi vysoká. Má to skôr interpretáciu, že zadlženie nie je (nebolo) na Slovensku podnetom na zvýšenie úrovne príjmov.

Je otázne, či nová situácia, najmä vysoký deficit následkom krízy roku v rokoch 2008 – 2009 a v roku 2010, by nemala byť podnetom na zmenu doterajšieho riadenia rozpočtu. Jedna možnosť spočíva v znížení hranice zadlženia, pri ktorej bude rozpočet reagovať znížením úrovne výdavkov. Problém rozpočtu Slovenska je ale v tom, že podiel výdavkov na HDP je pomerne nízky a znížovanie prerozdelenia na strane výdavkov tak naráža na odpor. Je preto pravdepodobné, že zmena bude musieť nastať aj v reakcii na strane príjmov tým, že by sa znížila kritická hranica pre konsolidáciu dlhu cestou zvýšenia úrovne príjmov a ku konsolidácii zadlženia by teda prispela aj vyššia úroveň príjmov. Určité známky takejto zmeny je možné pozorovať v návrhu konsolidačného programu súčasnej vlády.

Ohraničenia pre zmeny príjmov a výdavkov

Výsledky analýzy umožňujú zodpovedať aj ďalšie otázky. Napríklad, je možné položiť si otázku, za akých podmienok sa rozpočtová situácia EÚ 27 a jednotlivých krajín zhorší. Deficit verejného rozpočtu sa zhorší, keď sa úroveň príjmov zvýši menej ako úroveň výdavkov, teda keď:

$$\Delta(E) > \Delta(X) \quad (5)$$

Z (3) a (4) dostaneme:

$$CO_x + \alpha_x * Gap_i + \beta_x * \Delta(E) + \gamma_x * D_i(-1) + \delta_x * B_i(-1) + FE_{i,x} < CO_E + \alpha_E * Gap_i + \beta_E * \Delta(X) + \gamma_E * D_i(-1) + \delta_E * B_i(-1) + FE_{i,E}$$

a po úpravách:

$$(\gamma_x - \gamma_E) * D_i(-1) - (FE_{i,x} + FE_{i,E}) + (CO_x - CO_E) + (\alpha_x - \alpha_E) * Gap_i + (\delta_x - \delta_E) * B_i(-1) < \beta_x * \Delta(X) - \beta_E * \Delta(E)$$

Pre krajiny EÚ 27 ako celok ($FE_{i,x} = FE_{i,E} = 0$) vyplýva:

$$0.092 * D_{EU27}(-1) - 5,90 + 0.38 * Gap_{EU27} - 0.66 * B_{EU27}(-1) < 0.22 * \Delta(X) - 0.63 * \Delta(E)$$

Napríklad, pri zadlžení na úrovni 60% vyrovnanom hospodárení rozpočtu ($B(-1)=0$) na úrovni potenciálu ($Gap = 0$) by muselo platiť:

$$\Delta(E) < 0.60 + 0.35 * \Delta(X) \quad (6)$$

Nerovnosť (6) spolu s predpokladom (5) o zhoršovaní rozpočtového hospodárenia ($\Delta(E) > \Delta(X)$) určuje oblasť pre možné zmeny príjmov a výdavkov.

ZÁVER

Výsledky odhadu modelu (1), (2) potvrdili východiskovú hypotézu, podľa ktorej rozpočty krajín EÚ 27 reagovali na deficit a zadlženie z predošlého obdobia. Analýza ukázala, že kritická hranica pre zadlženie sa nerovná 60%, ako by vyplývalo z maastrichtského kritéria pre dlh, ale sa líši pre jednotlivé krajiny EÚ 27. Krajiny s dobrými výsledkami hospodárenia verejných rozpočtov mali väčšinou kritické hranice zadlženia pre konsolidačnú reakciu výdavkov a príjmov nízku a aj preto ich rozpočty reagovali na strane výdavkov aj príjmov na zadlženie. Naopak, krajiny s vyššou alebo rastúcou mierou zadlženia mali hranice pre konsolidačné reakcie nastavené vysoko a ich rozpočtová politika bola z tohto dôvodu uvoľnená. Niektoré krajiny, medzi inými aj Slovensko, mali pritom nízku mieru zadlženia, pod úrovňou kritickej hranice. Reakcie rozpočtov na zadlženie boli prevažne založené na zmenách výdavkov. Zmeny príjmov, ako reakcia na zadlženie boli menšie.

Z výsledkov analýzy vyplývajú aj niektoré obmedzenia zvoleného prístupu. Predovšetkým sa zdá, že pri odhade rozpočtových reakcií na zadlženie bude účelné diferencovať krajiny podľa stupňa rozvoja a podľa prejavov rozpočtovej disciplíny. Rovnako sa zdá, že reakcie príjmov a výdavkov sú často asymetrické (zníženie príjmov sa realizuje ľahšie ako ich zvýšenie, zvýšenie výdavkov naráža v širokej verejnosti na menší odpor ako ich zníženie) – líšia sa podľa toho, ako ľahko sa implementujú príslušné opatrenia.

Pri identifikácii modelu sme vychádzali z predpokladu, že vláda má hranicu na reakciu na strane príjmov nastavenú rozdielne od hranice na reakciu na strane výdavkov. Je to podľa nášho názoru spôsobené rozdielmi v náročnosti a politických nákladoch implementácie príslušných opatrení – najmä v odpore proti zvyšovaniu daní. V tejto analýze sme identifikáciu rozdielných hraníc na reakciu príjmov a výdavkov na úroveň zadlženia urobili za predpokladu, že kritická hranica na reakciu príjmov a výdavkov na úroveň deficitu je pre všetky krajiny rovnaká a rovná sa maastrichtskému kritériu pre deficit (-3% HDP). Vychádzali sme z predpokladu, že táto hranica je dostatočne akceptovaná a sankcionovaná – na rozdiel od hranice na zadlženie, ktorá sa do pozornosti dostala až v súčasnom období kritickeho a rastúceho zadlženia verejných rozpočtov niektorých krajín EÚ. Okrem toho, viaceré krajiny vstupovali do eurozóny s vysokou (viac ako 60%) úrovňou zadlženia so záväzkom „postupne“ túto úroveň zadlženia znížiť.

Iný prístup k identifikácii hraníc na reakciu rozpočtov, ktorý sme overili, ale ktorého výsledky tu neuvádzame, spočíva v opustení predpokla-



15 Ostry, D.J. a i.: Fiscal space. IMF staff position note, SPN/10/11, IMF, September 2010.

du o rozdielnych hraniciach na reakciu príjmov a výdavkov na zadĺženie. Identifikácia modelu je potom možná napríklad za predpokladu, že hranica na reakciu príjmov aj výdavkov na zadĺženie je pre danú krajinu rovnaká a súčasne aj hranica na reakciu príjmov a výdavkov na deficit je pre danú krajinu rovnaká, vo všeobecnosti však nemusí byť pre všetky krajiny rovná -3 % HDP. Obidve hranice sa pre jednotlivé krajiny teda líšia. Takáto identifikácia pre EÚ 27 ako celok ukázala, že kritická hranica na reakciu príjmov a výdavkov na (minulý) deficit je blízko maastrichtského kritéria -3 % HDP.

V práci (1) autori identifikovali nelineárnu reakciu primárnej bilancie na zadĺženie. Podstata nelineárnej reakcie primárnej bilancie na zadĺženie podľa nich spočíva v nelineárnom raste úrokových nákladov dlhu a v samotnej nelineárnej reakcii vlády na rast zadĺženia (vyjadrenej kubickým polynómom zadĺženia). V predloženej analýze (nelineárne rastúce) úrokové náklady dlhu vstupujú do bilancie verejného rozpočtu. V tomto zmysle táto analýza predstavuje zjednodušenie – charakterizuje len časť reakcie príjmov a výdavkov na zadĺženie.¹⁵

Týmto otvoreným otázkam chceme venovať pozornosť v budúcnosti.

REZIDUÁ V MODELI PRE PRÍJMY ROZPOČTU (% HDP)

Príjmy rozpočtu Nemecka sa v sledovanom období pohybovali prevažne v blízkosti úrovne, určenej modelom, s výnimkou roku 2001, ktorý predstavoval krízový rok pre eurozónu.

Úroveň príjmov Írska sa od modelu odlišovala po roku 2003 postupne stále viac. Kým v období do roku 2006 úroveň príjmov vzrástla nad úroveň danú modelom, od roku 2007 spadla výrazne pod

úroveň danú modelom. Pravdepodobne to súvisí s boom-bust cyklom, ktorého dôsledky dnes Írsko rieši.

Fínsko predstavuje krajinu s disciplinovanou rozpočtovou politikou v ostatných rokoch. Vývoj jeho príjmov dobre korešponduje s modelom.

Kým v prvej časti sledovaného obdobia sa úroveň príjmov Slovenska pohybovala pod modelovou úrovňou (s výnimkou stabilizačného roku 1999), v roku 2003 (rok reforiem) a ďalej sa pohybovala prevažne nad modelovou úrovňou, a to napriek tomu, že rok 2009 bol na Slovensku rokom, kedy sa naplno prejavila kríza. Možné vysvetlenie spočíva v tom, že v dôsledku prijatých opatrení na strane výdavkov a reakcie niektorých daňových príjmov nezodpovedala úroveň príjmov hlbokému poklesu ekonomiky.

REZIDUÁ V MODELI PRE VÝDAVKY ROZPOČTU (% HDP)

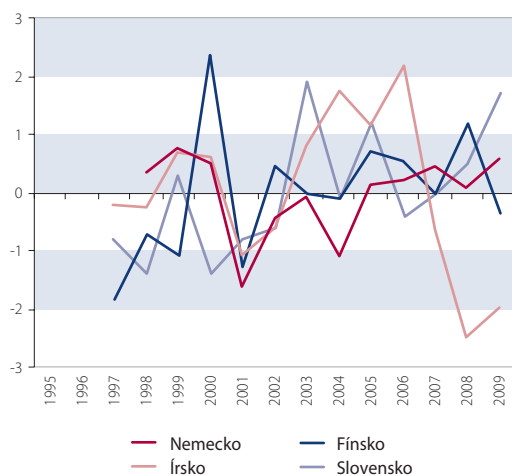
Výkyv vo výdavkoch rozpočtu Nemecka nad úroveň danú modelom je zrejme prejavom pomalejšej reakcie a prijatých stabilizačných opatrení.

Extrémny výkyv nad úroveň danú modelom po roku 2007 v Írsku je pravdepodobne prejavom pomalejšieho prispôsobenia výdavkov a prijatých stabilizačných opatrení.

Prudké zvýšenie úrovne výdavkov Fínska nad úroveň danú modelom je zrejme prejavom pomalejšej reakcie a prijatých stabilizačných opatrení.

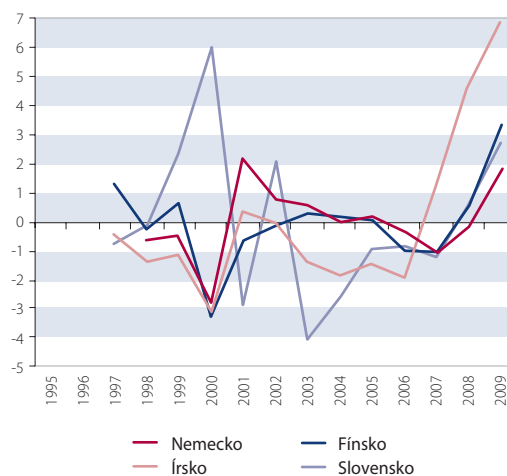
Výkyvy v úrovni výdavkov Slovenska na začiatku tisícročia súvisia najmä s reštrukturalizáciou bánk a prijatými stabilizačnými opatreniami. Výkyv v roku 2009 je dôsledkom pomalejšieho prispôsobenia výdavkov a prijatých krízových opatrení. V období po roku 2002 sa prejavuje konsolidácia reštrikciou výdavkov pod modelovú úroveň, ktorú umožňoval priaznivý ekonomický vývoj.

Graf 3 Príjmy rozpočtu (% HDP)



Zdroj: NBS.

Graf 4 Výdavky rozpočtu (% HDP)



Zdroj: NBS.



Externá pozícia Slovenska a udržateľnosť bežného účtu

Ing. Anna Strachotová
Národná banka Slovenska

The first part of the article focuses on certain aspects of international financial integration of Slovakia, primarily on changes brought about by the country's entry into the euro area. In view of the debtor position of Slovakia vis-à-vis the rest of the world, the second part of the paper elaborates the question of whether the current level of indebtedness could eventually lead to problematic developments in the balance of payments current account.

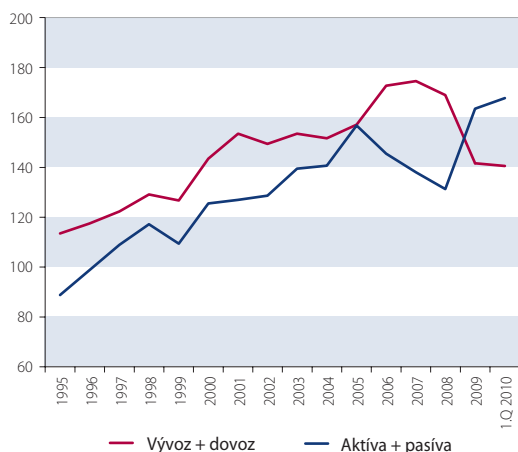
Slovensko, podobne ako ostatné nové členské krajiny EÚ z regiónu strednej a východnej Európy, dlhodobo vykazuje pomerne vysoký deficit bežného účtu. Opakované deficity vytvárajú značnú akumuláciu záväzkov voči zahraničiu. Vzhľadom na charakter dobiehajúcej ekonomiky tento vývoj akademická literatúra hodnotila ako rovnovážny a podporujúci konvergenciu ekonomiky. Vzhľadom na obmedzené vzťahy so zahraničím v minulosti bol považovaný aj za prirodzený prejav prehlbujúcej sa finančnej integrácie. V prípade niektorých najvýraznejšie zadlžených krajín regiónu však prepuknutie finančnej a hospodárskej krízy znamenalo zmenu pohľadu na udržateľnosť externej pozície a potrebu prijať opatrenia na zníženie zadlženia.

Slovensko vstupom do eurozóny eliminovalo viaceré riziká spojené s externým financovaním ekonomiky, avšak aj vývoj v najviac zadlžených ekonomikách eurozóny zvýraznil význam zdravých fundamentov, najmä konkurencieschopnosti ekonomiky a adekvátnosti reálneho kurzu a ich dôležitosť na udržateľnosť externej pozície.

MEZINÁRODNÁ FINANČNÁ INTEGRÁCIA SR

Pre Slovensko bola charakteristická rozsiahlejšia integrácia prostredníctvom obchodu s tovarmi

Graf 1 Finančná a obchodná integrácia SR (v % HDP)



Zdroj: NBS.

a službami, než prostredníctvom finančných vzťahov, reprezentovaných medzinárodnou investičnou pozíciou (MIP). Vstup do eurozóny znamenal ďalšie prehĺbenie integrácie prostredníctvom finančných vzťahov. Po dosiahnutí určitého stupňa integrácie a akumulácie kapitálu sa začal aj v ich prípade rozvoj finančnej aktivity smerom von, z dôvodov diverzifikácie portfólia.

Rast finančnej integrácie podporovala aj vysoká otvorenosť slovenskej ekonomiky (meraná podielom vývozu a dovozu tovarov a služieb na HDP), viac v grafe 1.

Čistá investičná pozícia (aktíva mínus pasíva v pomere k HDP) je negatívna s tendenciou rásť. SR mala na začiatku 90. rokov pozíciu veriteľa, pomerne rýchlo však prešla do pozície dlžníka, ktorá rástla aj relatívne voči veľkosti ekonomiky.

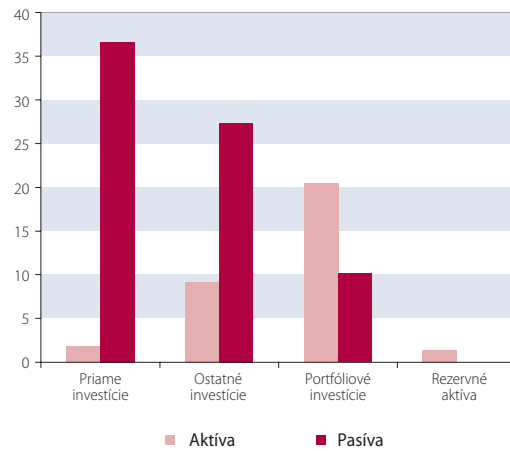
Zmeny v medzinárodnej investičnej pozícii v roku 2009 ovplyvnil vstup SR do eurozóny. Významná časť aktív i pasív pôvodne denominovaných v eurách sa automaticky zmenila na aktíva a pasíva v domácej mene, čím sa výrazne eliminovalo kurzové riziko. Úrokové riziko taktiež pokleslo vzhľadom na nižšie rizikové prirážky na dlhy emitované v zahraničí.

Štruktúra aktív a pasív z hľadiska zastúpenia dlhových a nedlhových nástrojov zaznamenala po vstupe do eurozóny tiež určité zmeny. Na strane aktív sa zmena významu devízových rezerv NBS premietla do formálneho vykazovania, čiže za devízové rezervy NBS sa považujú zahraničné aktíva v cudzej mene (inej ako euro) voči nerezidentom eurozóny. Vzhľadom na vysoké zastúpenie aktív denominovaných v eurách došlo k výraznému zníženiu objemu devízových rezerv a rastu objemu portfóliových investícií, kam boli aktíva reklasifikované.

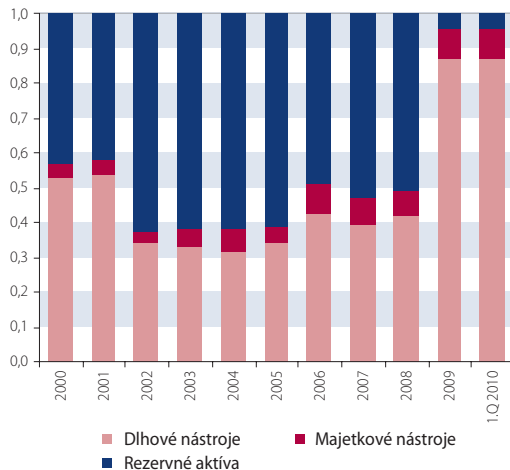
V pasívach vzrástol podiel dlhových nástrojov, ktorý do veľkej miery súvisel s rozhodnutím NBS splniť záväzky voči bankovému sektoru po vstupe do eurozóny pôžičkou z Eurosystému.

NÁPRAVA VONKAJŠEJ NEROVNOVÁHY

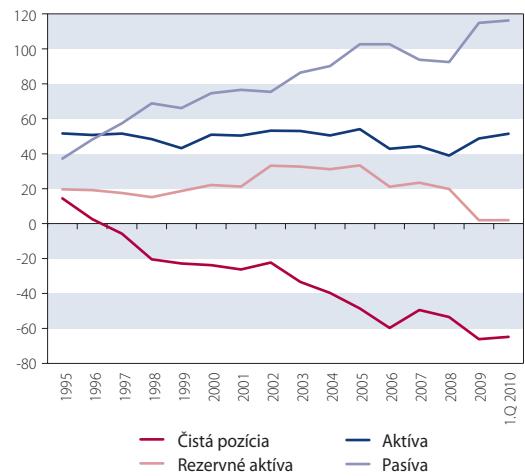
Rizikom pretrvávajúceho vysokého deficitu bežného účtu, resp. negatívnej čistej pozície je možný destabilizujúci vplyv náhleho zastavenia kapitálových tokov alebo šok v podobe rastu úrokových sadzieb. Predpokladalo sa, že členstvo v menovej

**Graf 2 Medzinárodná investičná pozícia, Q1 2010 (v mld. EUR)**

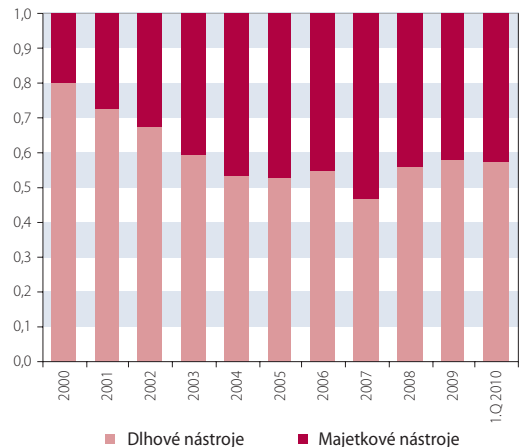
Zdroj: NBS.

Graf 4 Štruktúra aktív (v %)

Zdroj: NBS.

Graf 3 Čistá investičná pozícia SR (v % HDP)

Zdroj: NBS.

Graf 5 Štruktúra pasív (v %)

Zdroj: NBS.

1 Napríklad Gourichas and Rey (2005), MMF (2005).

únii tieto riziká eliminuje. Kríza dôvery v suverénne štáty však odhalila, že aj v menovej únii má vonkajšia nerovnováha reprezentovaná deficitom bežného účtu a akumuláciou dlhov svoj ekonomický význam.

V súčasnosti sa preto prehodnocuje význam deficitu bežného účtu pre krajinu, ktorá je členom menovej únie. Rast ekonomickej a finančnej integrácie krajín EÚ ovplyvnil správanie ekonomických subjektov. Od začiatku 90. rokov sa výrazne zlepšovali podmienky financovania a jeho dostupnosť. Perspektívy rastu príjmov (a produktivity) zintenzívnili preferenciu súčasnej spotreby. Vznikli nadmerné optimistické očakávania, ktoré vo viacerých krajinách eurozóny viedli k neudržateľnému deficitu bežného účtu a akumulácii zahraničného dlhu.

Potrebná náprava sa môže uskutočniť cez viaceré kanály. Zmeny sa dejú najmä cez redukciu spotreby a štruktúrne zmeny potrebné na získanie exportnej konkurencieschopnosti krajiny (obchodný kanál). Časť náprav sa môže realizovať cez zmeny vo výnosovosti a ocenení finančných

aktív a pasív (tzv. finančný kanál). Viaceré štúdie¹ odhadli, že prostredníctvom finančného kanálu sa v prípade vyspelých ekonomík s rozsiahlou MIP realizuje približne 30 % nápravy vonkajšej nerovnováhy. Tento kanál na vzniknutý šok reaguje v krátkodobom horizonte. Podstatná časť korekcie sa teda uskutoční prostredníctvom obchodného kanálu a pôsobí v dlhodobom horizonte.

Medzinárodný menový fond (MMF) odhadol, že v prípade rozvíjajúcich sa krajín je pôsobenie finančného kanálu nižšie a v niektorých prípadoch – v závislosti od menovej štruktúry aktív a pasív a charakteru čistej pozície – môže pôsobiť na nápravu nerovnováh aj negatívne.

V prípade SR relatívne váhy aktív vplyvajú na výnosovosť čistej pozície negatívne (t. j. náklady na pasíva prevyšujú výnosy z aktív), čo vplyva na smer pôsobenia finančného kanálu. Tento kanál – podobne ako v prípade rozvíjajúcich sa ekonomík, ktoré sú v pozícii dlžníka – pôsobí na vonkajšiu nerovnováhu negatívne. Znamená to, že na stabilizáciu čistej investičnej pozície musí ekonomika generovať vyšší prebytok bežného účtu.



Medzinárodná investičná pozícia

Medzinárodná investičná pozícia predstavuje súvahu zahraničných finančných aktív a pasív ekonomiky voči ostatnému svetu. Údaje investičnej pozície sa sledujú na brutto princípe – samostatne sú identifikované aktíva a pasíva. Položka zahraničných aktív zahŕňa priame investície v zahraničí, portfóliové investície, ostatné investície (rozlíšené na majetkové a dlžobné cenné papiere) a rezervné aktíva. Položka zahraničných pasív zahŕňa priame investície vo

vykazujúcej ekonomike, portfóliové investície a ostatné investície.

Údaje sa zostavujú v súlade s metodikou podľa 5. vydania Manuálu MMF o zostavovaní platobnej bilancie a vykazujú sa v domácej mene. Údaje o stavových veličinách, ktoré sú denominované v cudzej mene, sú konvertované na domácu menu kurzom platným ku koncu obdobia. Vo všeobecnosti sa transakcie a stavy vykazujú v trhových cenách, ak nie je trhová cena k dispozícii, používa sa účtovná hodnota.

Dlhové nástroje	Investičná pozícia	Nedlhové nástroje
Ostatný kapitál	Priame investície	Majetkový kapitál, reinvestovaný zisk
Dlžobné cenné papiere	Portfóliové investície	Majetkové cenné papiere
Obchodné úvery Pôžičky Hotovosť a vklady Ostatné aktíva	Ostatné investície	
Rezervné aktíva	Rezervné aktíva	

Jedným zo spôsobov zhodnotenia udržateľnosti vývoja čistej pozície je využitie účtovných identít vzťahov medzi vývojom platobnej bilancie a čistej pozície, ktoré umožňujú odvodiť úroveň bežného účtu (benchmark), ktorá na určitej úrovni stabilizuje čistú investičnú pozíciu v pomere k HDP. Práce,² ktoré analyzovali benchmarkovú úroveň bežného účtu pre krajiny strednej a východnej Európy, v prípade Slovenska nezistili prítomnosť výraznej nerovnováhy.

Problémom tohto prístupu je normatívna voľba úrovne, na ktorej by sa mala externá pozícia stabilizovať. Jednou z možností je uvažovať s aktuálnou úrovňou čistej pozície, alebo s úrovňou, ktorá je pokladaná za konzistentnú s ochotou zahraničných investorov financovať danú krajinu (MMF 2005).

Vychádzame zo vzťahu (1), kde sú na základe účtovnej identity zmeny v netto investičnej pozícii (stavov finančných aktív a pasív) definované tokovými veličinami bilancie bežného účtu a kapitálového účtu. Dezagregované vplyvy na čistú medzinárodnú investičnú pozíciu možno rozdeliť nasledovne (podľa Lane, Milesi-Ferreti)³:

$$B_t - B_{t-1} = CA_t + KG_t + E_t \quad (1)$$

kde

B_t je čistá investičná pozícia,

CA_t je bilancia bežného účtu,

KG_t sú kapitálové zisky/straty, vyjadrené ako zmena stavu (z medzinárodnej investičnej pozície) mínus zodpovedajúci tok (z platobnej bilancie),

E_t sú transfery na kapitálovom účte⁴ a netto chyby a omlyly.

Vzťah (1) je možné vyjadriť ako podiely HDP:

$$b_t - b_{t-1} = ca_t + kg_t - \frac{g_t + \pi_t}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} b_{t-1} + e_t \quad (2)$$

Kde g_t je reálny rast HDP a π_t je miera inflácie.

Na dynamiku vývoja pôsobí miera rastu ekonomiky, vplyvy zmien výmenných kurzov mien a výnosnosť jednotlivých investičných nástrojov. Kapitálové zisky/straty kg zahŕňajú vplyvy zmeny výmenných kurzov mien, v ktorých sú denominované jednotlivé finančné nástroje voči euru, efekty zmien trhového ocenenia nástrojov, ako aj iné zmeny objemu. Predposledný člen e vzťahu (2) zachytáva vplyv rastu HDP krajiny na zmenu jej relatívnej investičnej pozície.

Bilanciu bežného účtu ca je možné ďalej rozložiť na vplyvy výnosov z investícií, ktoré majú priamy vzťah s tokmi kapitálu a ostatné vplyvy (bilancie obchodu tovarov a služieb, kompenzácií pracovníkov a bilancie bežných transferov), ktoré zahŕňa člen $bgst_t$.

Bilancia výnosov je významným komponentom bežného účtu, ktorý výrazne negatívne prispieva k rastu deficitu bežného účtu platobnej bilancie SR (graf 6). Vzťahy medzi čistou investičnou pozíciou a bilanciou bežného účtu ovplyvňuje výnosovosť nástrojov investičného portfólia. Predpokladáme rozdielnu reálnu výnosovosť aktív a pasív r_t^i :

$$b_t - b_{t-1} = bgst_t + \frac{r_t^a - g_t}{1 + g_t} a_{t-1} - \frac{r_t^l - g_t}{1 + g_t} l_{t-1} + e_t \quad (3)$$

² Ca Zorzi, Chudik, Dieppe (2009), Lane, Milesi-Ferreti (2006).

³ Lane, Milesi-Ferreti: Capital Flow to Central and Eastern Europe, MMF 2006.

⁴ Kapitálový účet zahŕňa zahraničnú pomoc investičného charakteru, plynúcu od zahraničných vlád a mimovládnych subjektov a nákupy a predaje patentov, licencií a autorských práv.



Tab. 2 Bilancia bežného účtu¹⁾ stabilizujúca čistú pozíciu (v % HDP)

	Základný scenár	Nízky rast	Rast spreadov	Nízky rast + rast spreadu
<i>bgst_t</i>	0,66	0,84	1,29	1,47

Zdroj: NBS.

1) Obchodná bilancia, bilancia služieb, bežných transferov a bilancia kompenzácií zamestnancov.

Prehľadovanie finančnej integrácie rastom rozsahu hrubej investičnej pozície znamená, že význam pôsobenia kanálu oceňovania sa zvyšuje.

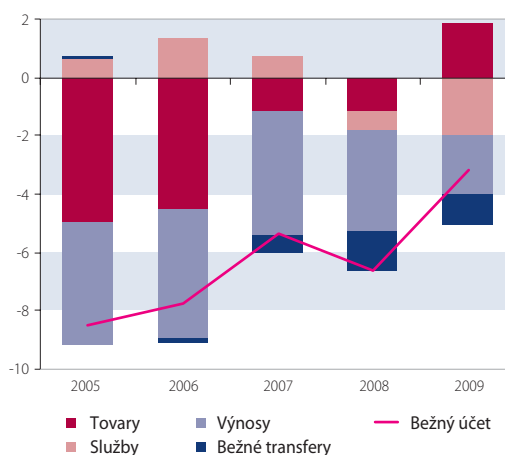
Okrem kanálu oceňovania pôsobí na bežný účet samozrejme vývoj v reálnej ekonomike. Ten však zvolený prístup nezachytáva. V uplynulých dvoch rokoch sme boli svedkami poklesu deficitu na bežnom účte vplyvom výrazného zlepšenia obchodnej bilancie, keďže slovenská ekonomika na pokles svetového obchodu reagovala poklesom dovozu, ktorý presiahol pokles vývozu, čo ovplyvnilo rast prebytku obchodnej bilancie.

ZÁVER

Finančná integrácia Slovenska sa vstupom do eurozóny prehĺbila. Predstavuje faktor, ktorý pomáha znižovať a diverzifikovať riziká investovania, a tým pomáha ekonomickému rastu i udržiavaniu finančnej stability. Vzhľadom na neistoty na medzinárodných finančných trhoch znamenalo zavedenie eura získanie výhody silnejšej a stabilnejšej meny.

Finančná kríza však dokazuje, že finančná globalizácia zrýchľuje a za určitých podmienok aj zintenzívňuje prenos externých šokov do domácej ekonomiky, čím znižuje prínosy v podobe rastu a vyrovnávania spotreby, ktoré prílev finančných zdrojov zo zahraničia pomáhal vytvárať. Kríza dôvery najmä pokiaľ ide o suverénne štáty, ktorá poznačila vývoj v prvom polroku 2010, zároveň odhalila, že aj v menovej únii má vonkajšia nerovnováha reprezentovaná deficitom bežného účtu a akumuláciou záväzkov voči zahraničným investorom svoj ekonomický význam.

Graf 6 Bilancia bežného účtu (v % HDP)



Zdroj: NBS.

Na Slovensku pokles rastu ekonomiky znamenal prínos v podobe poklesu vonkajšej nerovnováhy. Relatívna úroveň zahraničných pasív v pomere k veľkosti ekonomiky nie je vo výške, ktorá by bola pre finančnú stabilitu riziková. Predpokladom udržateľnosti súčasnej pozície je však zachovanie prebytku obchodnej bilancie aj v strednodobom horizonte. Benchmark bežného účtu môže predstavovať dodatočný nástroj medzi indikátormi finančnej stability na zhodnotenie vonkajšej nerovnováhy ekonomiky a prípadnej potreby nápravy.

Literatúra:

- Ca Zorzi M., Chudik A., Dieppe A. Current Account Benchmarks for Central and Eastern Europe A Desperate Search? ECB, 2009.
- Gourinchas P. O., Rey H. International Financial Adjustment, CEPR, 2005.
- Lane P., Milesi-Ferreti G. M. Capital Flows to Central and Eastern Europe, IMF, 2006.
- MMF Globalization and External Imbalances, World Economic Outlook, Chapter III, 2005.



Zlato ako „bezpečný prístav“ pre investorov

prof. Ing. Božena Chovancová, PhD., Ing. Peter Árendáš
Ekonomická univerzita Bratislava

Global financial markets saw marked changes in the last decade. Two big bubbles in the stock markets and the global financial crisis resulted in investors' moving into the commodity markets. A special position was attained by gold, due to its reputation as a store of value in times of high inflation. As a result, a significant increase in the value of gold was registered, which resulted in a boom of financial products with gold as the underlying asset.

1 Podľa francúzskeho mesta Troyes.

2 http://www.goldipedia.gold.org/uses_of_gold/space_and_aeronautics

3 Aj u nás je známe tzv. koloidné zlato ako medicínsky objav.

Zlato ľudstvo pozná už po tisícročia. Už v antickom svete sa používalo na výrobu šperkov a obradných predmetov a tiež ako platobný prostriedok a uchovávateľ bohatstva. Bolo symbolom moci a spoločenského postavenia. Dá sa povedať, že tieto funkcie zlata pretrvali až dodnes. Okrem nich však pribudli aj ďalšie:

V súčasnosti sa zlato používa v:

- priemyselných odvetviach ako dôležitý komponent výroby,
- šperkárstve ako úžitkový tovar s vysokými estetickými hodnotami,
- v rezervách centrálnych bánk ako uchovávateľ hodnôt.

Kvalita zlata sa posudzuje v karátoch a pri širokospektrálnom použití zlata sa využíva aj jeho rôzna kvalita.

Ako doplnujúce kovy sa používajú striebro, meď, platina a iné, ktoré prispievajú k vyššej tvrdosti (pretože zlato je pomerne mäkký kov) a bránia vyššiemu oderu. Základnou jednotkou na obchodovanie je *trojská unca*¹, ktorej váhový obsah je 31,1035 g zlata.

Vlastnosti predurčujú zlato na pestré využitie v rôznych oblastiach, najmä v elektrotechnickom priemysle na výrobu plošných spojov, pri výrobe mobilných telefónov, počítačov a pod. Veľmi čisté, viac ako 99,9% zlato sa využíva pri výrobe polovodičov. Zlaté platničky s hrúbkou 0,15mm sa používajú ako protiradiačné štíty vo vesmírnych lodiach (napr. na výrobu raketoplánu US Columbia sa spotrebovalo 40,8 kg zlata²).

Tab. 1 Rýdzosť zlata

Rýdzosť zlata (karát) (ct)	Podiel zlata v zliatine (v %)
24	99,99
22	91,70
18	75,00
14	59,30
12	50,00
10	41,70
8	33,40

Zdroj: WGC.

Vyrábajú sa z neho aj niektoré vysoko kvalitné mazadlá a spájkovacie zliatiny. Zlato sa používa aj pri čistení vody a ako katalyzátor. Najnovšie výskumy v oblasti nanotechnológií navyše naznačujú, že zlato má pre potreby tohto odvetvia viacero výhod v porovnaní s doteraz používaným uhlíkom.

Využíva sa aj v medicíne, napr. v dentálnej oblasti, v bežnej medicíne na liečbu reumatickej artritídy³, ľadvín a očí. Využíva sa tiež v kozmetických prípravkoch a v niektorých prípadoch dokonca tvorí aj súčasť potravín.

Napriek tomu všetkému sa zlato aj v dnešných dňoch používa predovšetkým v šperkárstve. Na celom svete sa označuje ako uchovávateľ hodnôt a ochranca pred infláciou, tiež ako významný investičný nástroj a rezervné aktívum centrálnych bánk.

Zlato sa vo všeobecnosti považuje za výborný uchovávateľ hodnôt. Táto funkcia je veľmi úzko spojená s jeho postavením v rámci menovej politiky. Hoci v súčasnosti už krytie mien zlatom vyšlo z módy a vďaka tomu môžu príslušné inštitúcie takmer nekontrolovateľne tlačiť nové a nové nekryté peniaze, zlato aj v súčasnosti tvorí významnú súčasť menových rezerv jednotlivých krajín. Podľa údajov The World Gold Council, bolo k septembru 2010 v držbe centrálnych bánk a medzinárodných inštitúcií 30 536 ton (981 755 198) trojských uncí zlata. Jeho hodnota podľa súčasnej ceny je približne 1300 \$ za uncu teda predstavuje viac ako 1,276 bilióna \$.

Najväčším držiteľom zlata k septembru 2010 boli USA. Výška ich zlatých rezerv dosiahla 8 134 ton (261 514 173 trojských uncí), čo predstavovalo 72,1 % celkových amerických menových rezerv. Postavenie USA môže ohroziť iba súčet zlatých rezerv krajín Eurozóny vrátane ECB, ktorý je 10 793 ton. Na druhej priečke medzi krajinami sa umiestnilo Nemecko s 3 403 tonami (67,4 %). Tretím najväčším držiteľom zlata je MMF so svojimi 2 907 tonami. Možno konštatovať, že napriek odtrhnutiu jednotlivých mien od zlatého krytia, centrálné banky a svetové medzinárodné inštitúcie si ponechávajú pomerne vysoké zásoby zlata ako istú „poistku“ do budúcnosti, resp. ako hovoria investori „safe heaven“ (bezpečné nebo).



Tab. 2 Zlaté rezervy vo svete (k septembru 2010, v t)

	Krajina	Množstvo ton	Podiel na celkových rezervách
1.	USA	8 134	72,1 %
2.	Nemecko	3 403	67,4 %
3.	MMF	2 907	
4.	Taliansko	2 452	66,2 %
5.	Francúzsko	2 435	65,7 %
6.	Čína	1 054	1,5 %
7.	Švajčiarsko	1 040	15,1 %
8.	Japonsko	765	2,7 %
9.	Rusko	726	5,7 %
10.	Holandsko	613	55,8 %
	Eurozóna vrátane ECB	10 793	58,1 %
	Svet spolu	30 536	

Zdroj: vlastné spracovanie podľa údajov World Gold Council.

VÝVOJ CENY ZLATA

Až do 70. rokov sa cena zlata prakticky nemenila. Slabá výkonnosť americkej ekonomiky, dvojnásobná devalvácia USD, a zrušenie vymeniteľnosti USD za zlato, však túto stabilitu narušili. Následné ropné šoky a býčí komoditný trh okamžite spôsobili obrovský rast cien zlata. V roku 1970 bola priemerná cena zlata 36,39 \$ za trojskú uncu, no už o rok neskôr to bolo 41,36 USD a v roku 1972 dokonca 58,47 \$. Rast pokračoval a prvé lokálne maximum na výročnej báze je možné sledovať v roku 1975, pri priemernej cene 161,42 \$ za uncu zlata. Počas piatich rokov tak došlo k vyše 340% rastu. Ďalší vrchol nastal v roku 1980, na úrovni 612 \$. Za jedinú dekádu tak zlato zažilo takmer 1600% rast cien. Nasledoval však rýchly prepád na úroveň 300 \$ a následný bočný pohyb a pomalý pokles až na úroveň 270 \$ v roku 2001. Od tohto momentu sa ale začal silný vzostupný trend.

Prudký rastový trend, ktorý odštartoval v roku 2001 možno spájať so všeobecným štartom býčieho komoditného trhu. Na tomto výraznom raste sa podpísalo viacero faktorov, ktoré možno zhrnúť nasledovne:

- nízka výkonnosť americkej ekonomiky,
- expanzívna menová politika americkej vlády, pumpovanie peňazí do ekonomiky,
- znehodnocovanie USD,
- znehodnocovanie investícií a straty na akciových a dlhopisových trhoch,
- rast nákladov na ťažbu zlata,
- obavy z inflácie.

Zlato sa tak postupne vyšplhalo až na úroveň 970 \$ za trojskú uncu, dosiahol ju v marci 2008. Po plnom prepuknutí globálnej finančnej krízy síce došlo k poklesu ceny na úroveň 750\$, pomerne rýchlo však prevážila povest' zlata ako bezpečného prístavu v časoch neistoty a vďaka zvýšenému záujmu investorov a špekulantov sa jeho cena posunula až na úroveň 1250 \$ v lete 2010. V súčasnom období sa pohybuje cena zlata už nad úrovňou 1300\$.⁴

PONUKA NA TRHU ZLATA

V poslednom desaťročí došlo k výrazným zmenám v ponuke zlata. Súvisí to s tým, že v dlhých desaťročiach dominovala na tomto trhu najmä JAR. Tá však svoje postavenie od 70. rokov postupne strácala a do popredia sa dostali iné krajiny, predovšetkým Čína.

V roku 2009 bolo vo svete vyťažených 2345 ton zlata (75 393 500,777 trojských uncí), čo oproti 2264 tonám v roku 2008 znamená rast o 3,45 %. Najväčším svetovým producentom bola Čína, ktorá vďaka 300 tonám vyťaženého zlata s prehladom potvrdila svoju dominanciu z roka 2008. Na celosvetovej banskej produkcii sa podieľala 12,79 %. Na druhej priečke sa umiestnila Austrália a jej 220 ton, čo v porovnaní s rokom 2009 predstavuje zvýšenie ťažby o 5 ton. V tesnom závесе je JAR, ktorá si celé jedno storočie držala post hlavného svetového producenta, a ako uvádzame v posledných rokoch však túto pozíciu stratila. Je to zapríčinené nielen rastom ťažby jej najväčších konkurentov, ale taktiež jej poklesom v samotnej JAR, nakoľko najprístupnejšie ložiská už sú do značnej miery vyčerpané, a tak treba ťažiť z čoraz väčších a väčších hĺbok. JAR tak v roku 2009 vyťažila rov-

4 Október 2010.

Graf 1. Vývoj ceny zlata (USD/trojská unca)



Zdroj: vlastné spracovanie podľa údajov Kitco.



Tab. 3 Svetoví producenti zlata (2009, v t)

	2009	2008	Zmena	Svetový podiel
1. Čína	300	285	5,00 %	12,79 %
2. Austrália	220	215	2,27 %	9,38 %
3. JAR	210	213	-1,43 %	8,96 %
4. USA	210	233	-10,95 %	8,96 %
5. Rusko	185	176	4,86 %	7,89 %
6. Peru	180	180	0,00 %	7,68 %
7. Indonézia	100	60	40,00 %	4,26 %
8. Kanada	100	95	5,00 %	4,26 %
9. Ghana	85	75	11,76 %	3,62 %
10. Uzbekistan	85	85	0,00 %	3,62 %
Ostatné	670	647	3,43 %	28,57 %
Svet spolu	2 345	2 264	3,45 %	

Zdroj: vlastné spracovanie podľa údajov USGS.

nako ako USA 210 ton zlata. Elitnú desiatku dopĺňa Rusko (185t), Peru (180t), Indonézia (100t), Kanada (100t), Ghana (85t) a Uzbekistan (85t). Desať najväčších svetových producentov obstaráva 71,43% ročnej celosvetovej ťažby.

Z pohľadu dopytu dodnes jednoznačne dominuje šperkárstvo. Takmer 25% svetovej produkcie zlata kumuluje India, kde sa zlato chápe ako prostriedok akumulácie – úspor. Okrem toho je India tiež najväčším producentom a zároveň vývozcem šperkov. Významný podiel má priemysel a medicína. Investičný dopyt, ako možno sledovať na nasledujúcom grafe, má rôznorodý charakter.

MOŽNOSTI INVESTOVANIA DO ZLATA

Dnes vo svete existuje široká škála možností investovania do zlata, a to nielen pre veľkých inštitucionálnych investorov, ale aj pre malých investorov s nižším kapitálom. Z pohľadu rizikovosti ich môžeme rozčleniť takto:

- zlaté tehly a zlaté mince,
- zlaté certifikáty,

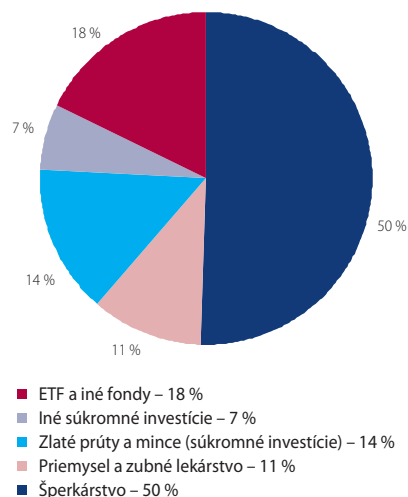
- zlaté účty,
- digitálne zlato,
- GETFs (Gold Exchange Traded Funds),
- zlaté fondy (podielové, investičné),
- akcie ťažobných spoločností zameraných na zlato,
- futures na zlato,
- štrukturované produkty so zlatom.

Zlaté tehly (gold bars) – ich cena sa odvíja od spotovej ceny zlata + náklady na výrobu a marketing. Váhy tehličiek sú od 50 g až do 1000 g s rýdzosťou od 990 – 999,9. Na ich produkciu dohliada London Bullion Market Association (LBMA), ktorá zároveň obchoduje so zlatom. Každá takáto tehla musí byť certifikovaná uvedenou asociáciou, aby sa predišlo falšovaniu. Populárnou formou je aj investovanie do zlatých mincí. V prípade **zlatých mincí (bullion coin)** je dôležité poznať nielen ich zlatý obsah, ale aj numizmatickú hodnotu. V mnohých prípadoch môže byť numizmatická hodnota vyššia ako samotný zlatý obsah mince. Od 1. 1. 2000 platí v rámci Európskej únie dohovor o definícii investičného zlata, na ktoré platí výnimka zdaňovania pridanej hodnoty. Z tohto aspektu sa za investičné zlato považuje:

- 1) zlato rýdzosti vyššej ako 995 častí z 1000 vo forme tehličky alebo inej forme a váhy akceptovanej trhom drahých kovov,
- 2) zlatá minca vyrazená po roku 1800 najmenej rýdzosti 990 častíc v 1000, ktorá bola alebo je zákonným platidlom krajiny pôvodu, a ktorej hodnota nepresahuje 180% súčasnej trhovej hodnoty obsahovaného kovu.

Zlaté účty (gold accounts) – vytvárajú hlavne banky pre svojich klientov ako spôsob sprostredkovaného fyzického vlastníctva zlata. Existujú dva typy účtov: alokované a nealokované. **Alokované účty** – fyzická osoba, majiteľ účtu má vo fyzickej podobe pridelené tehličky, ktoré spravuje banka, pričom investori majú absolútne vlastnícke práva nad svojim aktívom, t. j. správa nesmie podniknúť žiadne úkony so zlatom bez súhlasu majiteľa. Banka ako správa ziskava poplatky za správu, sklado-

Graf.2 Štruktúra dopytu po zlate (2009, v %)



Zdroj: vlastné spracovanie podľa údajov USGS.



vanie. *Nealokované účty* – nie je fyzické vlastníctvo zlata, neplatia sa poplatky za skladovanie, správca môže robiť rôzne operácie so zlatom, čím rastie aj riziko možného bankrotu poskytovateľa tejto služby. Modifikáciou tejto formy je tzv. Gold Accumulation Plans, ktoré sa podobajú sporiacim účtom s tým, že investor v pravidelných intervaloch ukladá finančné zdroje na účet a správca ich investuje do zlata. Po ukončení kontraktu môže investor požadovať aj fyzické zlato, ktoré môže potom predať.

Digitálne zlaté meny (Digital Gold Currency a BullionVault) sú moderné spôsoby investovania s využitím nových informačných technológií. Sú to elektronické peňažné systémy kryté zlatom na alokovaných, alebo nealokovaných účtoch. Transakcie investorov sa realizujú v gramoch, alebo trojských unciach. Ich využitie je motivované najmä tým, že ich neovplyvňujú zmeny monetárnej politiky, ktorej podliehajú peniaze s núteným obehom a zároveň využívajú aj súčasný býčí trend na trhu zlata.

Zlaté certifikáty (Gold Certifikats) – cenný papier, ktorý oprávňuje investora na vlastníctvo určitého množstva zlata v trezore inštitúcie. Umožňuje obchodovanie s kovom bez fyzického doručenia zlata. Certifikáty sú pomerne lacný, likvidný a málo rizikový spôsob investovania. Osobitným druhom takýchto certifikátov sú zlaté certifikáty, ktoré vydáva vláda Západnej Austrálie v rámci The Perth Mint Certificate Program, ktoré sa vyznačujú štátnym ručením. Je to najbezpečnejšia forma nealokovaného investovania.

GETFs (Gold Exchange Traded Funds) – je pomerne bezpečné investovanie, pretože ide o produkt krytý zlatom na alokovaných účtoch. Majú vysokú likviditu a po prvý krát sa objavili LyxOR Gold bullion Securities (GBS) v Austrálii v roku 2003, ďalšie Street TRACKS Gold Shares (GLD) 2004. Najmä v posledných rokoch rastie ich objem a predpokladá sa, že v blízkej budúcnosti presiahne 2 bln USD. Getfs plnia dnes aj funkciu indikátora cenového vývoja zlata.

Zlaté fondy (Gold Funds) sa orientujú na investovanie hlavne do akcií spoločností, ktoré ťažia zlato. Niektoré fondy sa orientujú zasa na kombináciu akcií ťažobných spoločností, ale i futures kontrakty, kde podkladovým aktívom je zlato. Iné môžu investovať i do indexu zlata napr. Gold Bugs Index (pod skratkou HUI) na NYSE. V prípade investovania do akcií ťažobných spoločností je takýto fond rizikovejší, pretože je potrebné zohľadniť snahu o rastovú stratégiu fondu, pričom cena takýchto akcií sa odvíja od budúcich peňažných tokov spoločností, ktoré môžu so sebou niesť rôzne riziká (vyčerpanie zásob, nedostatočné rezervy, zrušenie bane a pod.). Navyše cena týchto akcií je podstatne volatilnejšia ako pri iných spoločnostiach. Portfólio s futures kontraktmi je menej rizikové a transparentnejšie vo vzťahu k spotovým cenám zlata. Investori investujú do zlatých fondov s tým, že predpokladajú profesionálnu správu, pretože manažéri majú potrebné geologické, inžinierske a finančné zázemie a majú prístup k ta-

kým informačným zdrojom s akými nedisponuje široká verejnosť. To predurčuje aj možnosť zhodnotiť vložené prostriedky.

Pri investovaní do **akcií ťažobných spoločností zameraných na zlato** je veľmi dôležité si uvedomiť, akú má spoločnosť napr. trhovú kapitalizáciu a vzťah k objemu zlata, ktorý ešte možno vydolovať. Dôležitými parametrami na porovnanie sú tiež ukazovatele trhovej kapitalizácie vo vzťahu k produkcii zlata, či porovnanie s referenčnými bodmi v rámci odvetvia. Dôležitú úlohu zohráva aj kvalita manažmentu spoločnosti, podnikateľské schopnosti. Na čele firiem sú často geológovia, ktorí majú problémy rokovať s individuálnymi, či inštitucionálnymi investormi. Súlad medzi investormi a manažmentom je zárukou dosiahnutia výnosov a návratnosti investície pre investora. Investor by mal pozornosť venovať aj cash flow, na základe ktorého možno odhadnúť, či spoločnosť bude mať dodatočné zdroje na financovanie aj v budúcnosti. Mladí, začínajúci producenti zlata musia presvedčiť investorov o atraktivite investície hlavne na základe objemu objavených zásob zlata. Zrelé spoločnosti musia mať vytvorené dostatočné rezervy, aby po vyťažení jedného ložiska mohli plynule prejsť k ťažbe ďalšieho a nemuseli ukončiť svoju činnosť. Dôležitá je tiež úroveň nákladov pripadajúcich na uncu vyťaženého zlata. Spoločnosti s vyššími nákladmi síce majú pri raste cien zlata väčšiu páku, no pri poklese cien sa veľmi rýchlo môžu dostať do bodu, že ťažba sa pre nich stane nerentabilnou. Naopak, producenti s nízkymi ťažobnými nákladmi si z cenových výkyvov príliš ťažkú hlavu robiť nemusia a dokážu byť vysoko ziskoví aj v pre zlato ťažkých časoch.

Dôležité je poznať, či ide o spoločnosť, ktorá ťaží len zlato, alebo aj iné rudy (napr. meď, cín a pod.) Tým, že spoločnosť má diverzifikovanú aj ťažbu rúd a neorientuje sa len na zlato, cena jej akcie môže byť podstatne vyššia ako cena „čisto zlatej spoločnosti“. Investori do akcií by mali poznať životný cyklus zlatej bane. Na začiatku sa často prejavuje investorská eufória, ktorá spôsobuje zvýšený záujem investorov o akcie. Neskôr si investori uvedomia, že ťažba sa začne oveľa neskôr ako predpokladali, predávajú akcie a dochádza k poklesu ceny. V poslednej fáze pri úspešnom projekte vstupujú do hry najmä sofistikovaní inštitucionálni investori, ktorých záujem o akcie zvyšuje ich cenu.

Pri špekulatívnych obchodoch so zlatom sa často využívajú buď neštandardizované deriváty – **forwardy**, alebo štandardizované obchody s **futures**, kde podkladovým aktívom je zlato. Pri obchodovaní na OTC trhoch pracujú vo funkcii market maker spoločnosti ako sú London Gold Market Fixing Ltd., Mitsui & Co Precious Metals Inc. UBS AG, Royal Bank of Canada Limited a iné. Pri obchodovaní so zlatom dominujú hlavne neštandardizované forwardové kontrakty, ktoré majú nasledovnú podobu:

- **fixovaný forward** – základná forma forwardu, pri ktorom sa predávajúci zaväzuje doručiť stanovené množstvo k budúcemu termínu,



5 <http://www.munknee.com/2010/09/these-83-analysts-believe-gold-will-go-parabolic-to-between-2500-and-15000/>

6 <http://www.commodityonline.com/news/Gold-forecast-Jim-Rogers-Peter-Schiff-or-Roubini-23940-3-1.html>

- *forward s plávajúcou gold rate* – cena zlata a úrokové sadzby sa dohodnú vopred. Lízingová sadzba, sa uvádza v deň splatnosti na základe jej vývoja počas životnosti kontraktu,
- *plávajúci kontrakt* – má pevne stanovenú cenu zlata, úroková a lízingová sadzba sú plávajúce a vypočítavajú sa v deň splatnosti na základe ich vývoja počas životnosti kontraktu,
- *spot deferred forward* – pevne je určená len cena zlata, úrokové sadzby i lízingová sadzba je plávajúca, pričom deň splatnosti možno posunúť,
- *participačný forward* – sa spája s call opciou,
- *advance Premium forward* – contango sa splatí sčasti vopred,
- *short-term averaging forward* – základom nie je spotová cena, ale priemerná cena zlata za dané obdobie.

So „zlatými futures“ sa najčastejšie obchoduje na COMEX-e, CBOT a TOCOM (Tokyo Commodity Exchange). V prípade futures sú však množstvá i dni vysporiadania štandardizované a záväzky a ich predaj sa dajú presunúť na ďalší subjekt. Futures, pri vložení relatívne malých investícií, umožňujú dosahovať značné zisky, ale i straty. Z toho dôvodu je dôležité, aby investori využívali aj bezpečnostné mechanizmy pri obchodovaní, akými sú napr. príkazy stop-loss, ktoré sa dajú využívať ako pri dlhej, tak i pri krátkej pozícii.

V poslednom desaťročí sa sústreďuje pozornosť investorov na bezpečné investície, ktoré majú podobu **štruktúrovaných produktov**, za ktorými sa skrýva aj zlato. Ich prednosťou je, že umožňujú dosiahnuť investorovi zisky, ktoré prináša fluktuácia ceny zlata. Na druhej strane „konštruktér“ takéhoto produktu zaručuje v prípade nepriaznivého vývoja ceny zlata minimálny výnos, pretože investícia je jednak zabezpečená najmä opciami v prípade negatívneho vývoja cien a na druhej strane je tu investícia do menej rizikových nástrojov peňažného a kapitálového trhu (napr. štátne cenné papiere), čím sa zabezpečí vrátenie istiny a dosiahnutie minimálneho výnosu.

BUDE ZLATO AJ V BUDÚCNOSTI VÝHODNÝ INVESTIČNÝ NÁSTROJ?

Ako vidno, hoci v dôsledku globálnej finančnej krízy došlo k dočasnému zakolísaniu cien zlata

a tiež bol zaznamenaný pokles priemyselného dopytu po ňom, zlato sa rýchlo spamätalo a vyšplhalo na nové historické maximá. Príčinou je predovšetkým silný investičný dopyt, keď sa čoraz viac ľudí v obavách z neistej budúcnosti uchyluje do bezpečného „zlatého prístavu“. Vzhľadom na obrovské výdavky krajín na boj s finančnou krízou a stále sa prehĺbujúci rozpočtový deficit, hrozí nebezpečenstvo citelnej akcelerácie inflácie, predovšetkým v americkej ekonomike. Nakoľko zlato, podobne ako väčšina ostatných komodít je na burzách obchodované v USD, oslabenie kúpnej sily USD sa zákonite premietne do rastu ceny zlata v dolárovom vyjadrení. Veľa investorov sa preto v snahe ochrániť svoj majetok pred infláciou, snaží nejakým spôsobom zvýšiť svoju expozíciu voči zlatu. Existuje samozrejme aj veľká skupina špekulantov, ktorí sa uchylujú najmä k finančným derivátom s podkladovým aktívom v zlate, v snahe dosiahnuť špekulatívny zisk. Toto je ďalší významný faktor, ktorý vedie analytikov vplyvných investorov predhŕňať sa v čo najvyšších odhadoch budúcich cien zlata. Veď podľa investorského portálu www.munknee.com⁵, ktorý monitoroval vyhlásenia renomovaných analytikov, z celkového počtu 83 až 34 analytikov predpovedá, že ceny zlata sa v najbližších rokoch dostanú do pásma 2500 – 5000 \$, ďalších 12 analytikov ich predpovedá cenu na úrovni 5000 \$, 31 analytikov vidí cenu niekde v rozmedzí od 5000 do 10 000 \$, a 6 analytikov dokonca vidí ceny zlata nad hranicou 10 000 \$ za trojskú uncu. Najvyššiu hodnotu predpovedal Mike Maloney, autor knihy Príručka bohatého otecka: sprievodca investovaním do zlata a striebra, ktorý predpokladá, že cena zlata sa vyšplhá až na 15 000 \$. Zo známejších mien stojí za zmienku napríklad Peter Schiff, podľa ktorého sa cena zlata dostane do pásma 5000 – 10 000\$. Samotný Jim Rogers, ktorý síce v prieskume zahrnutý nie je, predpokladá, že ceny zlata sa určite dostanú nad hranicu 2000 \$⁶. Je síce ťažké povedať, kto z uvedených expertov má pravdu, zdá sa však, že všetci sa zhodujú v tom, že ceny zlata pôjdu ešte oveľa vyššie, ako sú v súčasnosti. Súčasný vývoj ako aj historické skúsenosti nám napovedajú, že majú pravdu.



Stručný prehľad právomocí a organizačnej štruktúry nových európskych subjektov dohľadu

Štefan Nebeský, Peter Paluš, Peter Pénzeš, Ľuboš Šesták
Národná banka Slovenska*

As one of the responses to the recent financial turmoil the EU decided to reform its regulatory and supervisory framework in the area of financial services. Following the extremely complicated negotiations at the EU Council and EU Parliament the European System of Financial Supervision (ESFS) was created on 1 January 2011. The article analyses the internal organisation and powers of the newly created EU supervisory and regulatory bodies (ESRB, EBA, ESMA, EIOPA). Some of the most controversial competencies such as binding mediation and power to issue individual decisions on financial institutions are put under closer scrutiny, especially from the host state perspective. We conclude that the scope of competences and the overall viability of the system will be possible to assess only after several years of its operation when it proves, or fails to prove, its capability to mitigate the consequences of a future crisis.

Úvod

Dňa 15. decembra 2010 boli v Úradnom vestníku EÚ zverejnené legislatívne akty, ktoré predstavujú právny základ Európskeho systému finančného dohľadu (ESFS).¹ Cieľom tohto príspevku je poskytnúť čitateľovi stručný prehľad vybraných kompetencií nových európskych subjektov dohľadu vyplývajúcich najmä z legislatívnych aktov EÚ, ktorými boli zriadené.

ESFS pozostáva s účinnosťou od 1. januára 2011 z

- troch Európskych orgánov dohľadu (ESAs) vykonávajúcich pôsobnosť na mikroprudenciálnej úrovni, a to najmä v oblasti regulácie a v určitej miere i dohľadu nad obozretným podnikaním subjektov finančného trhu (Európsky orgán pre bankovníctvo – EBA, Európsky orgán pre poisťovníctvo a dôchodkové poistenie zamestnancov – EIOPA, Európsky orgán pre cenné papiere a trhy – ESMA),
- Európskeho výboru pre systémové riziká (ESRB), orgánu bez právnej subjektivity, ktorý je prostredníctvom sekretariátu organizačne prepojený s Európskou centrálnou bankou. ESRB bola zverená pôsobnosť na úrovni makroprudenciálneho dohľadu,
- spoločného výboru európskych orgánov dohľadu (Spoločný výbor),
- príslušných národných orgánov dohľadu členských štátov, tak ako sú zadané národnou legislatívou pre účely vykonávania úloh vymedzených legislatívnymi aktmi EÚ.

VYBRANÉ KOMPETENCIE EURÓPSKÝCH ORGÁNOV DOHLADU

Príprava návrhov všeobecne záväzných predpisov

Európske orgány dohľadu začali vznikať v podmienkach, keď v Európskej únii (EÚ) už existoval

právny rámec na prípravu predpisov práva finančného trhu v spolupráci s národnými orgánmi dohľadu.² Na druhej úrovni Lamfalussyho procesu mohli byť Európskou komisiou (Komisia alebo EK) prijímané vykonávacie predpisy, ktoré sa viac či menej opierali o podklady vypracované národnými orgánmi dohľadu na tretej úrovni v európskych výboroch orgánov dohľadu (CESR, CEBS, CEIOPS). Právnym základom druhej úrovne Lamfalussyho procesu bolo splnomocnenie obsiahnuté v čl. 202 tretia zarážka Zmluvy o Európskom spoločenstve³ [nahradila ju Zmluva o fungovaní Európskej únie (ZFEÚ)] tzv. procesným postupom komitológie, ktorý zahŕňal niekoľko postupov, dovoľujúcich Komisii prijímať právne predpisy.

Jednotlivé formy komitológie obsahuje rozhodnutie Rady o komitológii.⁴ Vykonávacie právne akty prijímané postupom komitológie boli vydávané tak v podobe smerníc, ako aj nariadení. Pri prijímaní vykonávacích aktov sa uprednostňoval regulačný postup s kontrolou podľa čl. 5a rozhodnutia Rady o komitológii pred regulačným postupom podľa čl. 5 tohto rozhodnutia. Základný rozdiel medzi regulačným postupom a regulačným postupom s kontrolou spočíval v skutočnosti, že stanovisko regulačného výboru s kontrolou muselo byť vždy zaslané Európskemu parlamentu a Rade, a ich právomocou je možnosť zamedziť, aby Komisia právny akt vydala, ak prijímú rozhodnutie, že navrhovaný akt Komisie presahuje vykonávacie právomoci, tak ako sú uvedené v rámcovej smernici. Vykonávacím právnym aktom podľa nových nariadení o ESAs de facto zodpovedajú „vykonávacie technické predpisy“, a to podobnosťou procesného postupu ich prijímania, nie však regulačné technické predpisy.

Nová architektúra dohľadu v spojitosti so ZFEÚ zaviedla zmeny v tomto procese. Nariadenia, ktorými sa zriaďujú nové ESAs modifikujú Lamfalussy-

* Názory vyjadrené v tomto článku nemožno spájať so stanoviskami NBS. Autormi vyjadrené názory a postoje nemusia vždy reflektovať oficiálne stanoviská a postoje NBS. Materiál nebol redakčne upravovaný.
1 Úradný vestník Európskej únie L 331, 15. 12. 2010, [online], [cit. 2011-01-06], dostupné na internete: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:331:FULL:SK:PDF>

2 Pozri bližšie aj Nebeský, Š., Paluš, P., Pénzeš, P., Šesták, L.: Súvislosti vzniku nového usporiadania regulácie a dohľadu nad finančným trhom v Európskej únii. Biatec, 10/2010, s. 22-27.

3 Článok bol po prijatí Lisabonskej zmluvy zrušený a nahradený článkom 16, ods. 1 Zmluvy o Európskej únii a článkami 290 a 291 Zmluvy o fungovaní Európskej únie.

4 Rozhodnutie Rady z 28. júna 1999, ktorým sa ustanovujú postupy pre výkon vykonávacích právomocí prenesených na Komisiu, Ú. v. EÚ L 184, 17/07/1999 s. 0023 – 0026.



5 Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2010/78/EÚ z 24. novembra 2010, ktorou sa menia a dopĺňajú smernice 98/26/ES, 2002/87/ES, 2003/6/ES, 2003/41/ES, 2003/71/ES, 2004/39/ES, 2004/109/ES, 2005/60/ES, 2006/48/ES, 2006/49/ES a 2009/65/ES v súvislosti s právomocami Európskeho orgánu dohľadu (Európskeho orgánu pre bankovníctvo), Európskeho orgánu dohľadu (Európskeho orgánu pre poisťovníctvo a dôchodkové poisťovanie zamestnancov) a Európskeho orgánu dohľadu (Európskeho orgánu pre cenné papiere a trhy), Ú. v. EÚ L 331/120, 15. 12. 2010, s. 0120–0161.

ho štvorúrovňový model. Najvýznamnejšie zmeny sa týkajú práve druhej úrovne, teda prijímania technických predpisov (technical standards) vo forme nariadení a rozhodnutí, pričom rozlišujeme dva typy technických predpisov a to:

- regulačné technické predpisy,
- vykonávacie technické predpisy.

Tak nariadenia, ako aj rozhodnutia podľa čl. 288 ZFEÚ sú záväzné v celom rozsahu, pričom v prípade nariadení sú explicitne v ZFEÚ popri záväznosti upravené aj charakteristické vlastnosti ako všeobecná platnosť a priama uplatniteľnosť v členských štátoch.

V prípade rozhodnutí podľa čl. 288 ZFEÚ došlo na základe Lisabonskej zmluvy k zmene v otázke ich záväznosti, nakoľko rozhodnutia podľa čl. 249 Zmluvy o Európskom spoločenstve (nahradená ZFEÚ) boli záväzné v celom rozsahu, ale len pre subjekt, ktorému boli určené. V zmysle čl. 288 ZFEÚ sú rozhodnutia záväzné v celom rozsahu, pričom v prípadoch, ak sú určené konkrétnemu adresátovi, tak sú záväzné len pre tohto adresáta.

Regulačné technické predpisy (delegované akty) sú definované v článku 10 nariadení o ESAs a majú svoj právny základ v čl. 290 ZFEÚ. Splnomocnenie na prijatie delegovaného aktu môže byť obsiahnuté len v legislatívnom akte, predovšetkým v smernici, nariadení alebo aj rozhodnutí prijatým najmä riadnym legislatívnym postupom podľa čl. 294 ZFEÚ. Splnomocnenie na prijatie v delegovanom akte musí zahŕňať ciele, obsah, rozsah, trvanie delegovania právomoci, ako aj podmienky odvolania delegovania, či postup vznášania námietok Európskym parlamentom alebo Radou EÚ (Rada), ktoré môžu zamedziť, aby delegovaný akt nadobudol účinnosť. Otázky spojené s delegáciou a výkonom delegovaných právomocí Komisiou sú obsiahnuté v čl. 11 až 13 nariadení, ktorými sa zriaďujú ESAs.

Obsahom delegovania nemôžu byť základné otázky, nakoľko tieto sú vyhradené legislatívnemu aktu. Pre uvedené definuje čl. 290 ods. 1 druhá zarážka ZFEÚ, že obsahom delegovaných aktov je doplnenie alebo zmena určitých **nepodstatných** prvkov legislatívneho aktu.

Regulačné technické predpisy sú **nelegislatívne právne akty**. Pojem nelegislatívny právny akt môže viesť k mylnej domnienke, že uvedené právne akty nie sú právne záväzné. Uvedený pojem však vyzdvihuje iba tú skutočnosť, že regulačné technické predpisy sa nebudú prijímať riadnym legislatívnym postupom, teda že sa nebudú prijímať Európskym parlamentom a Radou na základe návrhu Komisie. Právna záväznosť regulačných technických predpisov vyplýva aj zo skutočnosti, že budú prijímané v podobe nariadení a rozhodnutí, teda v podobe právne záväzných aktov.

Aj v rámci Lamfalussyho procesu predstavovali právne akty druhej úrovne právne záväzné akty. Základný rozdiel spočíva v procese prijímania regulačných technických predpisov ako aj ich podobe.

Ako sme už uviedli, na rozdiel od svojich predchodcov, európskych výborov orgánov dohľadu (CEBS, CESR, CEIOPS), ktoré mali právomoc vydávať len **právne nezáväzné akty** (tzv. soft law) najmä vo forme odporúčania a stanovísk) nové ESAs sa budú aktívne podieľať na príprave právne záväzných predpisov, ktorých znenie budú sami navrhovať. Táto právomoc však nie je neobmedzená. Rozsah právomoci ESAs navrhovať všeobecne záväzné predpisy v konkrétnych oblastiach je upravená v legislatívnych aktoch, najmä v tzv. Omnibus I smernici,⁵ ktorá novelizuje celý rad legislatívnych aktov upravujúcich podnikanie subjektov finančného trhu. Výnimkou je poisťovnícky sektor, v ktorom bude právomoc EIOPA navrhovať všeobecné záväzné predpisy zavedené prostredníctvom Omnibus II smernice, ktorej predloženie sa v súčasnosti očakáva v prvom štvrtroku 2011. Táto právomoc bude upravená aj v akomkoľvek právnom akte Európskej únie, ktorý bol, resp. bude prijatý v riadnom legislatívnom procese, pokiaľ tieto akty budú obsahovať presne definované splnomocnenia, ktoré budú na ESAs delegovať túto právomoc (zodpovedajú rámcomým predpisom 1. úrovne Lamfalussyho procesu).

Nakoľko len Komisia disponuje právomocou legislatívnej iniciatívy, ESAs nemôžu vydať regulačné technické predpisy samostatne bez spolupôsobenia Komisie, ale len navrhnúť ich znenie. Komisia má po doručení návrhu trojmesačnú lehotu na prijatie rozhodnutia, či návrh regulačného technického predpisu vydá ako celok, len jeho časť, prípadne so zmenami, alebo či jeho vydanie odmietne. Toto rozhodnutie Komisie musí byť v súlade so záujmami Európskej únie. Postavenie Komisie v procesnom postupe prijímania regulačných technických predpisov je jedným z hlavných bodov kritiky tohto postupu, nakoľko môže spochybniť nezávislosť postavenia ESAs a ich schopnosť navrhovať akty, ktoré budú tak po právnej ako aj vecnej stránke bez vád a v súlade s európskymi právne záväznými aktmi.

Vykonávacie technické predpisy sú definované v článku 15 nariadení o ESAs a majú svoj právny základ v čl. 291 ZFEÚ. Tak ako regulačné technické predpisy, aj tieto akty majú byť prijímané v podobe nariadení a rozhodnutí, teda vo forme právne záväzných aktov Európskej únie.

Odišne od delegovaných aktov neobsahujú ustanovenia čl. 291 ZFEÚ podmienku, že základné otázky určité oblasti sú vyhradené len legislatívnemu aktu, a že z tohto dôvodu nemôžu vykonávacie akty takéto otázky upravovať. Napriek tejto skutočnosti už z podstaty vykonávacieho aktu vyplýva, že nemá obsahovať otázky, ktoré sú vyhradené legislatívnym aktom, nakoľko by sa zmazával rozdiel medzi legislatívnymi a nelegislatívnymi aktmi.

Podľa ustanovenia čl. 291 ods. 3 ZFEÚ má pravidlá a všeobecné zásady kontrolného mechanizmu, ktorým členské štáty majú uskutočňovať kontrolu nad vykonávaním vykonávacích právomocí Komisie upraviť nariadenie, ktoré prijme



Európsky parlament a Rada v súlade s riadnym legislatívnym postupom. Aj keď ZFEÚ nadobudla účinnosť už k 1. decembru 2009, Komisia publikovala návrh takéhoto nariadenia 9. marca 2010⁶ s navrhovanou účinnosťou k 1. decembru 2010. V dôsledku odlišných pohľadov na otázku rozsahu právomocí Komisie, členských štátov a Európskeho parlamentu pri prijímaní vykonávacích aktov, nebolo uvedené nariadenie doposiaľ prijaté a z pozície Európskeho parlamentu zo dňa 16.12.2010⁷ a zasadnutia výboru stálych zástupcov zo dňa 22.12.2010⁸ je zrejmé, že nariadenie nenadobudne účinnosť pred 1. marcom 2011. Toto nariadenie má nahradiť už spomenuté Rozhodnutie Rady o komitológii, ktoré sa využívalo na prijímanie vykonávacích predpisov Komisiou v rámci realizácie druhej úrovne Lamfalussyho procesu. Pokiaľ nebude toto nariadenie prijaté, Komisia nebude disponovať právnym základom na prijímanie vykonávacích technických predpisov, ktoré navrhnu ESAs na základe splnomocnení obsiahnutých v legislatívnych aktoch, najmä v Omnibus I smernici.

Obdobne ako v prípade regulačných technických predpisov, nové ESAs majú pripravovať návrhy vykonávacích technických predpisov. Ich rozsah bude limitovaný na úpravu podmienok jednotnej aplikácie právne záväzných aktov Európskej únie a nemajú obsahovať politické rozhodnutia. Na rozdiel od regulačných technických predpisov, úloha Európskeho parlamentu nie je v procese ich prijímania taká významná.

Vydávanie právne nezáväzných predpisov

Tak ako to bolo v prípade európskych výborov orgánov dohľadu (CEBS, CEIOPS a CESR) aj nové ESAs majú poskytovať stanoviská inštitúciám Európskej únie a vypracúvať usmernenia a odporúčania.⁹ Základným cieľom ESAs je prostredníctvom stanovísk, usmernení a odporúčaní vytvárať konzistentný, efektívny a účinný prístup v oblasti dohľadu a zabezpečiť spoločnú, jednotnú a celistvú aplikáciu práva Európskej únie.

Na rozdiel od regulačných a vykonávacích technických predpisov, stanoviská, usmernenia a odporúčania nemajú právne záväzný charakter. Napriek tejto skutočnosti, nemožno dosah týchto nástrojov „soft law“ podceňovať. V prípade usmernení a odporúčaní budú mať národné orgány ako aj finančné inštitúcie, ktorým budú usmernenia a odporúčania určené, povinnosť informovať ESAs, či aplikujú, resp. či majú v úmysle aplikovať usmernenia a odporúčania. V prípade, ak ich národné orgány dohľadu nebudú aplikovať, resp. nebudú mať v úmysle ich aplikovať, budú povinné uviesť aj dôvody pre takéto konanie. ESAs pritom disponuje diskrečnou právomocou prijať rozhodnutie, či tieto dôvody zverejnia. Súčasne budú ESAs informovať, ktoré orgány dohľadu nekonajú v súlade s ich odporúčaniami a usmerneniami. Navyše agentúry majú právomoc aj v otázkach kontroly dodržiavania právne záväzných aktov EÚ. V tejto oblasti môžu vydávať odporúčania.

Zabezpečenie jednotnej aplikácie úijného práva

Komisia, ako „strážkyňa zakladajúcich zmlúv“ zaisťuje monitorovanie a vynucovanie implementácie predpisov úijného práva členskými štátmi. Jej základným nástrojom na tento účel je podanie žaloby na Súdny dvor Európskej únie, ktorý v konečnom dôsledku môže príslušnej krajine uložiť sankciu za to, že neimplementovala, alebo nesprávne implementovala právne záväzný akt EÚ.¹⁰

Za nie práve najšťastnejšiu považujeme úpravu právomoci ESAs, vydávať odporúčania vo vzťahu k údajnému porušovaniu právnych aktov EÚ národnými orgánmi dohľadu¹¹. ESAs majú vo vzťahu k národným orgánom dohľadu vyšetrovacie právomoci. V oblasti práva finančného trhu sú oprávnené preskúmať, či národné orgány dohľadu aplikujú úijné právo a či ho aplikujú správne. Ak ESAs dospejú k záveru, že národný orgán porušuje záväzné právne akty EÚ, môžu vydať odporúčanie, v ktorom uvedú, akým spôsobom má národný orgán zabezpečiť dodržiavanie práva EÚ. Tento orgán má následne informovať ESAs do 10 pracovných dní o krokoch, ktoré uskutočnil, alebo ktoré plánuje uskutočniť, aby bol zabezpečený súlad s právom EÚ. Ak národný orgán dohľadu nevykoná nápravu do jedného mesiaca od doručenia odporúčania, európsky orgán dohľadu má o tom informovať Komisiu, ktorá vydá formálne stanovisko. V ňom uvedie lehotu, v rámci ktorej má národný orgán dohľadu zjednať nápravu. Po márnom uplynutí tejto lehoty môže európsky orgán dohľadu vydať individuálne rozhodnutie aj voči konkrétnej finančnej inštitúcii, ak sú splnené podmienky uvedené v príslušných nariadeniach, pričom toto rozhodnutie má byť v súlade s formálnym stanoviskom Komisie, čo znovu nastoľuje otázku nezávislosti ESAs. Taktiež takéto rozhodnutie má mať prednosť pred akýmkoľvek predchádzajúcim rozhodnutím národného orgánu dohľadu vo vzťahu ku konkrétnej finančnej inštitúcii. V prípade, ak ESAs začnú aplikovať túto právomoc, nemožno vylúčiť spory, v ktorých bude potrebné riešiť napríklad otázky:

- právnej istoty finančnej inštitúcie konajúcej v dôvere v zákonnosť konania, ktorým národný orgán dohľadu dospel k vydanému rozhodnutiu, ktoré má byť nahradené rozhodnutím ESAs,
- možnosti zrušenia, resp. nahradenia právoplatného rozhodnutia národného orgánu dohľadu rozhodnutím ESAs, ktoré má byť založené na názore údajného porušovania právne záväzných aktov Európskej únie vyjadreného aj vo formálnom stanovisku Komisie, bez existencie rozhodnutia kompetentného súdneho orgánu o zrušení rozhodnutia národného orgánu dohľadu pre nezákonnosť alebo nesprávny úradný postup,
- právnej záväznosti „formálneho stanoviska“ Komisie, ak má byť rozhodnutie ESAs, ktorým sa má nahradiť rozhodnutie národného orgánu dohľadu, v súlade s týmto stanoviskom.

- 6 Návrh nariadenie Európskeho parlamentu a Rady, ktorým sa ustanovujú pravidlá a všeobecné zásady mechanizmu, na základe ktorého členské štáty kontrolujú uplatňovanie vykonávacích právomocí Komisie, dokument KOM (2010/0083) v konečnom znení, [online], Brusel, 09. 03. 2010 [cit. 2011-01-07], dostupné na internete: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0083:FIN:SK:PDF>
- 7 Pozícia Európskeho parlamentu prijatá v prvom čítaní 16. decembra 2010 na účely prijatia nariadenia Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. .../2010, ktorým sa ustanovujú pravidlá a všeobecné zásady mechanizmu, na základe ktorého členské štáty kontrolujú uplatňovanie vykonávacích právomocí Komisie, [online], Štrasburg, 16. 12. 2010 [cit. 2011-01-07], dostupné na internete: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P7-TA-2010-0488+0+DOC+XML+V0//SK>.
- 8 Rokovanie výboru stálych zástupcov na Rade, [online], Brusel, 22. 12. 2010 [cit. 2011-01-07], dostupné na internete: <http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/10/st18/st18097.en10.pdf>
- 9 Pozri najmä ustanovenia čl. 8 ods. 1 písm. l), ods. 2 písm. c) a d), čl. 16 a 17 nariadení ESAs, Ú.v. EÚ L 331, 15. 12. 2010.
- 10 Porovnaj čl. 258 ZFEU, (Ú.v. EÚ C 83, 30. 03. 2010).
- 11 Ustanovenia čl. 17 nariadení o ESAs, Ú.v. EÚ L 331, 15. 12. 2010.



- 12 Vertikálny priamy účinok smerníc, pozri napr.: Rozsudok Súdneho dvora z 5. apríla 1979, Prokuratúra proti Tullio Ratti, Vec 148/78, Správy Európskeho súdu 1979 Strana 01629.
- 13 Porovnaj priamy účinok smerníc pri rôznych konšteláciách a z nich vyplývajúcich práv a povinnosti pre subjekty, ak smernice neboli riadne implementované do národného právneho poriadku, tak ako to vyplýva z judikatúry Súdneho dvora napr. Rozsudok Súdneho dvora (šiesta komora) z 8. októbra 1987, Trestné konanie proti Kolpinghuis Nijmegen BV, vec 80/86, Správy Európskeho súdu 1987 Strana 03969; Rozsudok Súdneho dvora (veľká komora) z 3. mája 2005, Trestné konania proti Silvio Berlusconi (C-387/02), Sergio Adelchi (C-391/02) a Marcello Dell'Utri a i. (C-403/02), Správy Európskeho súdu 2005 Strana I-03565; Rozsudok Súdneho dvora z 11. augusta 1995, Komisia Európskych spoločenstiev proti Spolkovej republike Nemecko, Vec C-431/92, Správy Európskeho súdu 1995 Strana I-02189; Rozsudok Súdneho dvora (piata komora) zo 7. januára 2004, The Queen, na návrh Delena Wells proti Secretary of State for Transport, Local Government and the Regions, Vec C-201/02, Správy Európskeho súdu 2004 Strana I-00723.
- 14 Ustanovenia čl. 60 nariadení o ESAs, Ú.v. EÚ L 331, 15. 12. 2010.
- 15 § 1 ods. 3 písm. a) bod 2 zákona č. 747/2004 Z.z. o dohlade nad finančným trhom v znení neskorších predpisov.
- 16 Ustanovenia čl. 19, 20 nariadení o ESAs, Ú.v. EÚ L 331, 15. 12. 2010.

Aj keď úmysel zabezpečiť súlad s právom EÚ je pochopiteľný, nemožno do budúcnosti zabrániť možnosti vzniku kompetenčného sporu medzi Komisiou a ESAs na jednej strane a Súdny dvorom Európskej únie na strane druhej, nakoľko len ten má podľa Zmluvy o fungovaní Európskej únie právomoc vydať rozhodnutia o porušení právne záväzných predpisov Európskej únie, pokiaľ ZFEÚ neustanovuje inak. Súčasne treba počítať s prípadmi, kedy nie je v pôsobnosti národných orgánov dohľadu odstrániť napríklad nesprávnu implementáciu právne záväzného aktu EÚ do národného poriadku v lehotách určených v nariadeniach o ESAs. Ak bol takýto predpis vydaný iným orgánom, napr. parlamentom členského štátu, tak národný orgán dohľadu môže len upozorniť príslušný orgán na existenciu novej nesprávnej implementácie. Táto situácia ale nemá predstavovať prekážku národnému orgánu dohľadu aplikovať právne záväzné akty aj v prípadoch ich nesprávnej implementácie, alebo v prípade neimplementácie, ak právne záväzné akty poskytujú subjektu výhodnejšiu právnu pozíciu a **práva** v nich vyjadrené sú dostatočne jasné a nepodmienené.¹² Oveľa spornejšia situácia môže však nastať, ak implementácia právne záväzného aktu do národného práva bude nesprávna a národná úprava rozsahu **povinností** bude oproti úprave obsiahnutej v záväznom akte EÚ menej striktná.¹³

Vydávanie individuálnych právnych aktov

Pravdepodobne najvýznamnejšou novou kompetenciou ESAs je možnosť **prijímať individuálne rozhodnutia priamo aplikovateľné na jednotlivé finančné inštitúcie**. Môžu ju vykonávať len za podmienok stanovených v čl. 17 až 19 nariadení, ktorými sa ESAs zriaďujú, a to v zásade ako konečné opatrenie, ktoré nasleduje po iných úkonoch v troch možných prípadoch:

1. riešenie sporu medzi národnými orgánmi dohľadu (binding mediation),
2. porušeniu úniijného práva a
3. v krízovej situácii.

Individuálne rozhodnutie možno vydať len pokiaľ ide o priamo aplikovateľné predpisy úniijného práva. Proti vyššie uvedeným rozhodnutiam ESAs je možné podať odvolanie na Odvolaciu radu,¹⁴ ktorá je spoločným orgánom EBA, ESMA a EIOPA a pozostáva zo šiestich členov, ktorí sú odborníkmi v oblasti regulácie bankovníctva, finančných trhov, poisťovníctva a dôchodkového sporenia. Aktívne legitimovaná na podanie odvolania je akákoľvek fyzická alebo právnická osoba (vrátane národného orgánu dohľadu), ktorá je adresátom rozhodnutia, alebo ktorej sa rozhodnutie týka. Odvolacia rada môže prvostupňové rozhodnutie potvrdiť, alebo vrátiť na nové rozhodnutie, pri vydávaní ktorého je európsky orgán dohľadu viazaný právnym názorom Odvolacej rady. Napokon, proti rozhodnutiu odvolacej rady a proti rozhodnutiu európskeho orgánu dohľadu, voči ktorému nemožno podať odvolanie ešte prichádza do úvahy podanie žaloby na Súdny dvor EÚ podľa čl. 263 ZFEÚ. Aktívne legitimovaný je členský štát, inštitú-

cia EÚ a akákoľvek fyzická alebo právnická osoba. Predmetom preskúmania je však len zákonnosť (legalita) rozhodnutia, nie vecná stránka.

Vynucovanie splnenia povinností uložených individuálnymi rozhodnutiami budú vykonávať národné orgány dohľadu. Podľa článku 291 ods. 1 Zmluvy o fungovaní Európskej únie musia členské štáty prijať všetky potrebné vnútroštátne opatrenia, ktoré sú potrebné na vykonanie záväzných predpisov Európskej únie. V našich podmienkach zákon o dohlade stanovuje, že Národná banka Slovenska dohliada aj nad dodržiavaním ustanovení právne záväzných aktov Európskych spoločenstiev a Európskej únie¹⁵, ktoré sa vzťahujú na dohliadané subjekty alebo na ich činnosť.

Európske orgány dohľadu môžu zároveň dočasne zakázať alebo obmedziť škodlivé finančné činnosti alebo produkty, na ktoré sa už vzťahujú osobitné právne predpisy, alebo aj v prípade núdzových situácií. Ďalej majú pokračovať v prehlbovaní tzv. spoločnej kultúry dohľadu (supervisory culture) a konzistentnosti postupov jeho výkonu (convergence). Plnia koordináciu úlohu v krízových situáciách a zhromažďujú mikroprudenciálne informácie od národných orgánov dohľadu.

Európska komisia zdôraznila, že národné orgány dohľadu vytvorením tohto mechanizmu neprídu o svoje právomoci a zodpovednosť za dohľad nad bezpečným fungovaním subjektov finančného trhu.

Záväzné urovnávanie sporov medzi orgánmi dohľadu (binding mediation)

Ďalšou kľúčovou, novou kompetenciou ESAs je **vykonávanie záväznej mediácie** (binding mediation) medzi národnými orgánmi dohľadu v oblastiach, kde sa pri výkone dohľadu nad finančnými skupinami predtým vyžadovalo spolurozhodovanie (joint-decisions) viacerých orgánov.¹⁶ Ak sa tieto nedohodnú, vec sa predloží agentúre (EBA, ESMA, alebo EIOPA), ktorá by najskôr mala pomôcť dosiahnuť spoločné rozhodnutia, inak rozhodne sama. Tento mechanizmus neznamená, že by Národnej banke Slovenska boli odňaté kompetencie v týchto oblastiach. Ide v podstate o zmenu systému spolupráce medzi národnými orgánmi dohľadu v prípade cezhraničných finančných skupín. Doteraz boli kompetencie rozdelené medzi domáceho regulátora (regulátor v krajine sídla materskej spoločnosti finančnej skupiny – „home“ orgán dohľadu) a hostovského regulátora (regulátor v krajine sídla dcérskej spoločnosti – „host“ orgán dohľadu) a v niektorých prípadoch sa vyžadovala spolupráca alebo spoločné rozhodnutie týchto orgánov. V novom usporiadaní budú mať domáci aj hostovský orgán dohľadu, v prípadoch presne stanovených v európskych smerniciach, právo konanie alebo nečinnosť iného orgánu dohľadu napadnúť na európskom orgáne dohľadu. Európsky orgán dohľadu bude mať kompetencie rozhodnúť tento spor.

Konanie v krízovej situácii

Európske orgány dohľadu od 1. 1. 2011 de iure disponujú aj **právomocou v oblasti riešenia**



cezhraničných krízových situácií (emergency situation).¹⁷

Ich predmetom je právo vyžadovať od národných orgánov dohľadu, aby prijali konkrétne spoločné opatrenia v reakcii na nastupujúcu krízu s cezhraničným rozmerom. Európsky orgán dohľadu môže, za výnimočných okolností uvedených v príslušných nariadeniach, prijímať rozhodnutia, ktorými národným orgánom dohľadu uloží povinnosť prijať potrebné opatrenia, v súlade s príslušnými európskymi predpismi v oblasti práva finančného trhu. Ak národné orgány dohľadu nerešpektujú toto rozhodnutie, európsky orgán dohľadu môže prijať individuálne rozhodnutie voči dotknutej finančnej inštitúcii. Popri tom môže Európska komisia začať konanie na Súdnom dvore EÚ proti členskému štátu pre porušenie Zmluvy tým, že orgán dohľadu tohto štátu nerešpektoval rozhodnutie vydané európskym orgánom dohľadu. Predpokladom vykonávania právomoci európskym orgánom dohľadu v tejto oblasti je deklarovanie, že nastala krízová situácia. Právo vyhlásiť krízovú situáciu má Rada EÚ (ECOFIN) na návrh Európskej komisie, ESRB alebo európskeho orgánu dohľadu, po vzájomnej konzultácii medzi týmito subjektmi. Rozhodnutie sa vydáva na dobu určitú, najviac na mesiac, možno ho však predĺžiť.

Zber údajov

Európske orgány dohľadu môžu vyžadovať všetky informácie, ktoré sú potrebné na výkon ich činnosti.¹⁸ Môže ísť o nepravdivý alebo opakujúci sa zber údajov a primárne by mal vychádzať z existujúcich štatistických zdrojov pri využití existujúcich mechanizmov. Európske orgány dohľadu by mali vyžadovať údaje predovšetkým od národných orgánov dohľadu. Ak tieto nemajú údaje k dispozícii, môžu sa obrátiť s odôvodnenou žiadosťou na iné národné orgány, napr. ministerstvá, centrálné banky, štatistické úrady. Ak žiaden z týchto orgánov nemá údaje k dispozícii alebo ich nedokáže poskytnúť v primeranom čase, môžu ESAs vyžadovať poskytnutie informácií aj priamo od jednotlivých finančných inštitúcií v krajinách EÚ. Aj v takomto prípade by však tok informácií mal smerovať cez národné orgány dohľadu, aby sa nestalo, že európske orgány dohľadu budú disponovať informáciami, ktoré nebudú mať členské štáty, resp. národné orgány dohľadu.

Zhromaždené informácie môžu ESAs využiť na výkon svojich právomocí ale môžu ich poskytnúť aj jednotlivým orgánom dohľadu, ak predložia odôvodnenú žiadosť a požadované informácie potrebné na plnenie úloh tohto orgánu dohľadu. Európske orgány dohľadu poskytujú údaje aj ESRB, ak sú potrebné pre činnosť ESRB. V zásade by ESAs mali poskytovať ESRB údaje v sumárnej alebo agregovanej forme, v odôvodnených prípadoch však môžu poskytnúť aj individuálne údaje.

FIŠKÁLNE DOPADY ROZHODNUTÍ ESAs

Opatrenia prijaté ESA v krízových situáciách a rozhodnutia ESA prijímané v prípade sporov medzi orgánmi dohľadu nemôžu mať fiškálne dopady na jednotlivé členské štáty (dopady na ich ve-

rejných rozpočty). Ak je členský štát presvedčený, že rozhodnutie ESA zasahuje do jeho fiškálnej zodpovednosti, vykonávanie rozhodnutí ESA sa pozastaví. Predpokladom je, že príslušný štát v tejto veci kontaktuje Európsku komisiu a Radu EÚ a svoj názor náležite a v stanovených lehotách odôvodní. Následne je v kompetencii Rady EÚ rozhodnúť, či predmetné rozhodnutie ESA zasahuje do fiškálnej zodpovednosti príslušného členského štátu, alebo nie. Rozhodnutie Rady EÚ sa prijíma jednoduchou väčšinou odovzdaných hlasov s výnimkou rozhodovania vo veci záväznej mediácie, ktoré sa prijíma jednoduchou väčšinou všetkých členov.

Problém takéhoto mechanizmu je jeho pomerne vysoká procesná náročnosť, špeciálne v prípadoch rozhodnutí v krízových situáciách kedy sa lehoty na podanie námietok počítajú v dňoch, ale najmä možné spolitizovanie rozhodnutí orgánov dohľadu v rámci Európskej únie. Interpretácnym problémom zostane vymedzenie pojmu „fiškálna zodpovednosť členských štátov“, ako aj identifikovanie ustanovení v ZFEÚ či v ZEÚ, od ktorých možno odvodzovať právomoc ostatných členských štátov Európskej únie rozhodovať v Rade o tom, či určité rozhodnutie ESAs zasahuje alebo nezasahuje do fiškálnej zodpovednosti iného členského štátu.

Osobitná kompetencia ESMA – priamy dohľad nad ratingovými agentúrami

Dňa 17. 11. 2009 bolo v Úradnom vestníku EÚ zverejnené nariadenie o ratingových agentúrach.¹⁹ V súvislosti s reguláciou činnosti ratingových agentúr ešte pred vstupom nariadenia do účinnosti prijali dňa 9. júna 2009 ECOFIN a 18. a 19. júna 2009 aj Európska rada závery, v zmysle ktorých má byť výkon dohľadu v Európskej únii zverený do pôsobnosti ESMA, ktorá má tvoriť súčasť novej európskej architektúry dohľadu. Otázkou kompetencie ESMA vo vzťahu k výkonu dohľadu nad ratingovými agentúrami nie je riešený prednostne v nariadení o ESMA, ale v návrhu Komisie zo dňa 2.6.2010,²⁰ ktorým sa má novelizovať nariadenie o ratingových agentúrach. V zmysle dôvodovej správy uvedeného návrhu nariadenia je cieľom novely zaviesť centralizovaný dohľad nad ratingovými agentúrami pôsobiacimi v EÚ, ktorý má byť v pôsobnosti ESMA. Kompetencie národných orgánov dohľadu majú byť prevedené na ESMU, ktorá má prijímať základné rozhodnutia vo vzťahu k ratingovým agentúram, ako rozhodnutia o registrácii a rozhodnutia v rámci výkonu dohľadu. Národné orgány dohľadu budú mať povinnosti najmä v oblasti spolupráce s ESMA pri výkone dohľadu nad ratingovými agentúrami. Nakoľko existujúce ratingové agentúry mali povinnosť podať žiadosť o registráciu ešte pred prechodom tejto kompetencie na ESMA, uskutočňujú sa v súčasnosti tieto konania na úrovni národných orgánov dohľadov, ktoré ich musia dokončiť bez ohľadu na termín prechodu právomocí na ESMA, ktorý je v novele nariadenia o ratingových agentúrach navrhnutý na 1. júla 2011.

¹⁷ Ustanovenia čl. 18 nariadení o ESAs, Ú.v. EÚ L 331, 15. 12. 2010.

¹⁸ Ustanovenia čl. 35 a 36 nariadení o ESAs, Ú.v. EÚ L 331, 15. 12. 2010.

¹⁹ Nariadenie 1060/2009 Európskeho parlamentu a Rady zo 16. septembra 2009 o ratingových agentúrach, (Ú.v. EÚ. L 302, 17. 11. 2009, s. 1).

²⁰ Návrh nariadenia Európskeho parlamentu a Rady o zmene a doplnení nariadenia (ES) č. 1060/2009 o ratingových agentúrach, [2010/289(COM)], [online], Brusel, 2. 6. 2010 [cit. 2010-11-27], dostupné na internete: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/100602_proposal_sk.pdf





- 21 Public consultation on Credit Rating Agencies, EU Commission, Brussels, 05. 11. 2010 [cit. 2011-01-07], dostupné na internete: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/cra/cpaper_en.pdf
- 22 Pozícia Európskeho parlamentu prijatá v prvom čítaní 15. decembra 2010 na účely prijatia nariadenia Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. .../2010, ktorým sa mení a dopĺňa nariadenie (ES) č. 1060/2009 o ratingových agentúrach, [online], Štrasburg, 15. 12. 2010 [cit. 2011-01-07], dostupné na internete: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P7-TA-2010-0478+0+DOC+XML+V0//SK>
- 23 Pozri najmä čl. 16 až 18 nariadenia Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 1092/2010 z 24. novembra 2010 o makroprudenciálnom dohlade Európskej únie nad finančným systémom a o zriadení Európskeho výboru pre systémové riziká, Ú.v. EÚ L 331, 15. 12. 2010.

Otázka časového zosúladienia prijatia právnej úpravy činnosti ratingových agentúr, ich registrácie ako aj prerozdelenia kompetencií medzi ESMA a národné orgány dohľadu sa môže javiť ako nekoordinovaný. Tak Komisia, ako aj členské štáty zastúpené v Rade zjavne nevyužili šancu hlboko analyzovať problémy súvisiace s činnosťou ratingových agentúr a dôsledky ich činnosti na stabilitu finančných trhov a prijať kvalitnú právnu úpravu o ratingových agentúrach tak, aby právomoci v tejto oblasti boli priamo zverené ESMA ku dňu jej vzniku. Skutočnosť, že až 5. 11. 2010 Komisia publikovala materiál²¹ týkajúci sa napr. nadmernej závislosti úverových inštitúcií pri výpočte požiadaviek na kapitál od externých ratingov preukazuje, že vecná stránka problémov spájaných s činnosťami ratingových agentúr a ich postavenie v regulácii dohliadaných subjektov sa ide diskutovať ex post.

Namiesto toho bolo najprv prijaté nariadenie o ratingových agentúrach, ktoré neobsahuje v dostatočnej miere vymedzenie procesných pravidiel týkajúcich sa registrácie ratingových agentúr, čo vedie k stavu, že členské štáty musia kombinovať procesné pravidlá obsiahnuté v nariadení s vnútroštátnymi procesnými ustanoveniami. Uvedený prístup nemusí zabezpečovať rovnaké procesné podmienky registrácie. Súčasne muselo všetkých 27 členských štátov novelizovať vnútroštátne predpisy, aby existovali podmienky na aplikáciu nariadenia o ratingových agentúrach, najmä určenie zodpovedného národného orgánu a stanovenie sankčných opatrení. Ani nie po roku budú musieť členské štáty opätovne novelizovať právne predpisy, aby prispôsobili národné právo novele nariadenia o ratingových agentúrach, pričom počet registrovaných ratingových agentúr sa odhaduje na menej ako 25 subjektov a systémovo významných na menej ako 10. Podľa návrhu vyššie citovanej novely nariadenia o ratingových agentúrach v zmysle pozmeňujúcich pripomienok Európskeho parlamentu,²² prechod právomocí národných orgánov dohľadu v oblasti ratingových agentúr má byť ukončený 1. júla 2011. Možno očakávať, že závery verejnej diskusie k ratingovým agentúram povedie k ďalším novelám nariadenia o ratingových agentúrach a smernice o úverových inštitúciách.

KOMPETENCIE ESRB

Vypracovávanie makroprudenciálnych analýz

Finančná kríza odhalila nedostatky v systéme dohľadu nad finančným trhom, ktorý ak aj dokázal predvídať nepriaznivý makroekonomický vývoj, nedisponoval reálnymi nástrojmi na zabránenie negatívnych dôsledkov vyplývajúcich z nadmernej rizik akceptovaných vo finančnom systéme. Takisto v doterajšom usporiadaní založenom na národnom princípe, sledovanie prepojení medzi jednotlivými krajinami a možný dosah opatrení jedného štátu na ostatné štáty nebol predmetom dôkladných analýz. Jednotlivé členské štáty sa

sústredovali najmä na zabezpečovanie národnej finančnej stability. Ale stabilita jednotlivých prvkov celku ešte neznamená stabilitu celého systému. Kanály pre šírenie „nákazy finančného systému“ a akumulované riziká sa naplno prejavili po páde banky Lehman Brothers v roku 2008. Vznik subjektu, ktorá zaplní tieto nedostatky je vítaným krokom vpred.

Cieľom makroprudenciálnych analýz je identifikovať, hodnotiť, stanoviť priority a monitorovať systémové riziká. Na začiatku teda stojí problém identifikácie možných rizík pre finančnú stabilitu. Analýza pokračuje hodnotením pravdepodobnosti realizácie daného rizika a odhadom potenciálnych strát pri realizácii daného rizika. Prioritnú pozornosť je potrebné venovať tým rizikám, ktoré majú vyššiu pravdepodobnosť realizácie a zároveň aj vyššie odhadované straty.

Hlavnou výzvou do budúcnosti je správna identifikácia a realizovanie účinných opatrení pri akumulácii rizík v sektore inovatívnych finančných nástrojov, čo vyžaduje monitorovanie aj potenciálne nových vznikajúcich organizácií a trhov. Aby ESRB mohlo riadne plniť tieto úlohy bude potrebovať čo možno najširší okruh údajov, ktoré bude môcť analyzovať, čo zahŕňa aj údaje o individuálnych systémovo významných inštitúciách. Primárne by sa síce analýzy mali venovať hodnoteniu trendov na agregovanej úrovni, pri hodnotení dopadov jednotlivých rizík je však potrebné brať do úvahy aj vplyv systémovo významných subjektov.

Vydávanie varovaní a odporúčaní

V minulosti aj pred súčasnou krízou boli publikované analýzy, ktoré poukazovali na existujúce riziká vo svete s negatívnym dopadom na stabilitu finančného sektora. Tieto analýzy a výstrahy v nich obsiahnuté však neboli dostatočne braté do úvahy pri rozhodovaní o makroekonomických politikách v jednotlivých krajinách. Súčasná kríza poukázala aj na nevyhnutnosť koordinovaného postupu jednotlivých krajín v globálne vysoko prepojenom svete. Ako jasný príklad môžeme uviesť zvýšenie limitu na chránené vklady v bankách v Nemecku a následné plošné zvyšovanie limitov, prípadne ich odstránenie v krajinách EÚ.

Hlavným prínosom ESRB majú byť teda dve úlohy. Prvou je zabezpečiť, aby sa vykonali opatrenia voči rizikám v záujme zachovania finančnej stability, ktoré sa identifikovali v makroprudenciálnych analýzach. Druhou úlohou je, aby opatrenia voči rizikám boli koordinované v rámci EÚ a prípadne aj v širšom medzinárodnom meradle.

Nástrojom na prvú úlohu sú varovania a odporúčania²³. Varovania by mali slúžiť na jasné posolstvo hlavných rizík, aby nezaniikli v analýzach. Následné odporúčania majú navrhnúť konkrétne opatrenia, ktoré je potrebné vykonať, aby sa zmiernila hrozba týchto rizík. Odporúčania síce nie sú záväzné, ale od adresáta sa vyžaduje, aby odporúčanie uskutočnil, alebo aby vysvetlil, prečo sa odporúčaním neriadi. Môžu byť konkrétne alebo všeobecné, adresované jednému alebo viacerým členským štátom EÚ, ESA, v legislatívnej



oblasti EK. Zároveň sa varovania a odporúčania zaslajú aj Rade a EK.

To, do akej miery budú varovania a odporúčania ESRB úspešné v prevencii rizík je otázne. Jedinou cestou, ktorá sa podľa nášho názoru pre ESRB ponúka je vysoká odbornosť a z nej plynúca autorita. Závisí to však od mnohých faktorov. Prvým z nich je stratégia, ktorú ESRB zvolí. Najväčším rizikom pre ESRB bude, ak sa prejavia riziká, ktoré ostali nepovšimnuté. Generálna rada ESRB preto bude asi preferovať častejšie zverejňovanie rizík aj za cenu častejších falošných poplachov. Toto rozhodnutie by sa však malo týkať iba významných rizík, nie tých nevýznamných. Dôležitá bude komunikačná stratégia, teda do akej miery bude ESRB komunikovať s verejnosťou a zverejňovať varovania. Zvažovať bude treba aj to, aby samotné zverejnenie varovania alebo odporúčania nespôsobil nestabilnú situáciu. Ozývajú sa preto aj hlasy, že ESRB nebude schopné zverejňovať svoje varovanie.

Ďalším faktorom bude kvalita odporúčaní. ESRB by sa malo vyhnúť snahe dávať odporúčania za každú cenu na úkor ich kvality, aby tieto odporúčania nestratili kredit. V takom prípade by bolo oveľa ťažšie presadiť aplikáciu týchto odporúčaní, nakoľko sa dá očakávať, že budú aj politicky nepopulárne. ESRB môže pokojne vyhlásiť, identifikovali sme takéto riziko, ale v súčasnosti iba hľadáme metódy na jeho riešenie. Takýto prístup bude posilňovať autoritu ESRB a v prípadoch ak naozaj vydá odporúčanie, bude sa brať do úvahy s primeranou vážnosťou. Ďalšími faktormi sú politická akceptácia odporúčaní, kredit v medzinárodnom meradle v porovnaní s medzinárodnými organizáciami ako napr. Medzinárodný menový fond a pod.

Odporúčania ESRB nie sú záväzné, ich adresát však musí podať dostatočné vysvetlenie prečo sa odporúčaniami neradi. Úlohou ESRB nie je vymáhať sankciami plnenie svojich odporúčaní, nakoľko nie je zodpovedná za finančnú stabilitu štátu, ani nenesie fiškálnu zodpovednosť. V prípade nedostatočného odôvodnenia, prečo sa kompetentný orgán neradi odporúčaniami, je možnosť, aby ESRB informovala Radu, ktorá môže vyvíjať politický tlak na daný členský štát. Iné sankčné mechanizmy sa v nariadení nepredvidajú. Súčasne ale nariadenia, ktorými sa zriaďujú ESAs, ukladajú týmto agentúram povinnosť úzko spolupracovať s ESRB, najmä poskytovaním informácií ESRB potrebných na dosiahnutie jeho úloh a zabezpečovať náležité dodržiavanie varovania a odporúčaní ESRB.²⁴

Systémové riziko a systémovo významné finančné inštitúcie (SIFIs)

Oblasť systémového rizika je jednou z tých, kde v dôsledku vyjednávania medzi EP, EK a Radou došlo k významnému zneprehľadneniu situácie v novom usporiadaní európskych inštitúcií. Pôvodná idea, že identifikácia systémového rizika je výlučnou zodpovednosťou ESRB, sa vytratila a na návrh EP dostali ESAs úlohy aj v oblasti identifiká-

cie a merania systémového rizika. Konkrétne majú prispievať k hodnoteniu a meraniu systémového rizika. Pri výkone svojich úloh majú ESAs venovať potenciálnemu systémovému riziku náležitú pozornosť a majú mať stálu kapacitu reagovať na jeho vznik.²⁵

Identifikácia a meranie systémového rizika sa tak stali spoločnou úlohou pre ESRB aj ESAs. Ako bude táto spolupráca fungovať v skutočnosti je v súčasnosti predmetom intenzívnych diskusií medzi prípravnými tímami ESRB a ESAs. Zatiaľ je predbežne dohodnutý mechanizmus spolupráce pri záťažových testoch finančného sektora, ktorá by mala vyzeráť nasledovne:

- a) ESRB identifikuje riziká a stanoví makroekonomické predpoklady pre stresový scenár,
- b) ESAs vykonávajú záťažové testy pre individuálne finančné subjekty a na ich základe získané agregované údaje poskytnú ESRB.

Kľúčovými kritériami na určenie systémovej významnosti trhov a inštitúcií majú byť najmä veľkosť (objem finančných služieb poskytovaných jednotlivými časťami finančného systému), nahraditeľnosť (rozsah, v akom môžu ostatné časti systému poskytnúť rovnaké služby v prípade zlyhaní) a vzájomná prepojenosť (prepojenia s ostatnými časťami systému). Posudzovanie založené na týchto troch kritériách by malo byť doplnené o informácie o slabých stránkach finančného systému a o schopnosti inštitucionálneho rámca riešiť finančné zlyhania, a malo by sa v ňom vziať do úvahy široké spektrum ďalších faktorov, ako sú okrem iného aj komplexný charakter osobitných štruktúr a obchodných modelov, stupeň finančnej autonómnosti, intenzita a rozsah dohľadu, transparentnosť finančných štruktúr a prepojení, ktoré môžu ovplyvňovať celkové riziká, ktorým sú inštitúcie vystavené.²⁶ Dôležité je však to, že finančné inštitúcie môžu byť systémovo významné pre miestne, národné či medzinárodné finančné systémy a hospodárstva. Preto je potrebné brať do úvahy pri hodnotení systémového rizika aj národné špecifiká.

VNÚTORNÁ ORGANIZÁCIA EURÓPSKÝCH ORGÁNOV DOHLADU (ESAs)

Rada orgánov dohľadu má 27 hlasujúcich členov, ktorými sú vrchní predstavitelia vnútroštátnych orgánov dohľadu v EÚ a päť nehlasujúcich členov, a to predseda ESA, zástupca EK, zástupca ESRB a zástupcovia sesterských ESAs. Ako nehlasujúci člen sa ešte môže zúčastniť vrchný riaditeľ príslušnej ESA a (na základe rozhodnutia Rady orgánov dohľadu) aj prizvaný pozorovateľ.

V prípade hlasujúcich členov môže príslušný vnútroštátny orgán dohľadu menovať zástupcu vrchného predstaviteľa. S vysokou pravdepodobnosťou môžu vzniknúť problémy v členských krajinách, kde výkon dohľadu nad príslušným sektorom vykonáva viac inštitúcií, napríklad v poisťovníctve, kde výkon dohľadu nad poisťovními a dôchodkovými spoločnosťami (napríklad Spojené kráľovstvo Veľkej Británie a Severného Írska),

24 Pozri napríklad čl. 8 ods. 1. písm. d) nariadenia, ktorým sa zriaďuje Európsky orgán pre bankovníctvo, Ú.v. EÚ L 331/23, 15. 12. 2010.

25 Pozri napríklad ustanovenia čl. 1, čl. 8 ods. 1, čl. 22 až 24 nariadení, ktorými sa zriaďujú ESAs, Ú.v. EÚ L 331, 15. 12. 2010.

26 Pozri úvodné ustanovenie preambuly č. 9 nariadenia Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 1092/2010 z 24. novembra 2010 o makroprudenciálnom dohľade Európskej únie nad finančným systémom a o zriadení Európskeho výboru pre systémové riziká, Ú.v. EÚ L 331, 15. 12. 2010.





Schéma 1: Orgány ESAs



27 Pozri ustanovenia čl. 40 nariadení, ktorými sa zriaďujú ESAs, Ú.v. EÚ L331, 15. 12. 2010.

28 Podľa článku 16 ods. 4 Zmluvy o Európskej únii a článku 3 Protokolu (č. 36) o prechodných ustanoveniach.

29 Článok 3 ods. 3 Protokolu (č. 36) o prechodných ustanoveniach pripojeného k Zmluve o Európskej únii a ZFEÚ.

prípadne ochrana spotrebiteľa je odčlenená od orgánu, ktorý vykonáva dohľad nad pravidlami obozretného podnikania a bezpečnosti (napríklad Holandské kráľovstvo). Taktiež problémy (minimálne právna neistota) v otázke, kto je vrchným predstaviteľom príslušného vnútroštátneho orgánu, môžu vzniknúť v krajinách, v ktorých je tak výkon dohľadu, ako aj realizácia menovej politiky uskutočňovaný centrálnou bankou, čo je pomerne rozšírené najmä v bankovom sektore, nakoľko útvár dohľadu má zväčša osobitné postavenie v rámci takejto centrálnej banky. Pritom najvyšší predstaviteľ centrálnej banky (guvernér) nemusí byť v organizačnej štruktúre centrálnej banky zodpovedný aj za výkon dohľadu (tým môže byť napríklad viceguvernér). V prípade nehlasujúcich členov nie sú tieto osoby bližšie špecifikované.

V Rade orgánov dohľadu ESAs sa rozhodnutia prijímajú jednoduchou väčšinou jej členov, pričom jeden člen má jeden hlas. Vychádza sa z predpokladu, že zástupcovia jednotlivých orgánov dohľadu sú rovnocenní odborníci, tak ako napríklad aj členovia Rady guvernérov Európskej centrálnej banky. Uvedený mechanizmus hlasovania sa však plne nevzťahuje na rozhodnutia

prijímané v prípade sporov medzi vnútroštátnymi orgánmi dohľadu (tzv. záväzná mediácia), nakoľko tieto rozhodnutia môžu byť zamietnuté blokujúcou menšinou hlasov členov.²⁷ Súčasne sa hlasovanie s rovnakou váhou hlasu nevzťahuje na prijímanie návrhov regulačných technických noriem pre Európsku komisiu a prijímanie usmernení a odporúčaní pre vnútroštátne orgány dohľadu alebo príslušné finančné inštitúcie v EÚ (opatrenia na úrovni tri v rámci Lamfalussyho rámca tvorby európskej regulácie vo finančnom sektore), ktoré sa prijímajú kvalifikovanou väčšinou členov.²⁸ Uvedené výnimky boli odôvodnené najmä rozdielnou výškou participácie jednotlivých členov na financovaní ESAs, ktoré sú určené podľa vzorca na základe váhy hlasov členských štátov v Rade EÚ.²⁹

ESA zastupuje navonok jej **predseda**, ktorý koná v jej mene. Je menovaný na obdobie piatich rokov Radou orgánov dohľadu a potvrdzovaný EP (EP vykonáva tzv. „vypočúvanie“ (hearing) a môže kandidáta zamietnuť). Volebné obdobie môže byť raz predĺžené. Predseda ESA môže byť odvolaný iba EP po schválení Radou orgánov dohľadu.

Riadiacu radu tvorí predseda ESA a šesť členov zvolených z pomedzi hlasujúcich členov Rady orgánov



gánov dohľadu. Členov Riadiacej rady volí Rada orgánov dohľadu na funkčné obdobie dva a pol roka s možnosťou jedného opätovného zvolenia. Rozhodnutia Riadiacej rady sa prijímajú väčšinou jej prítomných členov. Ako nehlasujúci členovia sa na rokovaní Riadiacej rady zúčastňujú zástupca Európskej komisie³⁰ a výkonný riaditeľ ESA. Hlavnými úlohami Riadiacej rady sú predkladanie pracovného programu a návrhu výročnej správy o činnosti ESA Rade orgánov dohľadu, prijímanie plánu politiky zamestnanosti a menovanie členov Odvolacej rady.

Na výkon svojej činnosti si Rada orgánov dohľadu môže vytvárať **vnútorné výbory a poroty**, pričom na ne môže zároveň delegovať určité svoje úlohy ako aj právomoc prijímať konkrétne rozhodnutia.³¹

Na účely mediácie si bude Rada orgánov dohľadu vytvárať **poroty**, ktoré budú zložené z predsedu a dvoch členov, u ktorých je konflikt záujmov s jednou zo sporných strán vylúčený.

Všetky regulačné normy (právne záväzné aj nezáväzné) vypracúvané ESAs by mali byť náležite konzultované so všetkými zainteresovanými stranami. Na tento účel bola vytvorená platforma, ktorá by mala združovať zástupcov finančných inštitúcií (zohľadnené by mali byť rozličné obchodné modely týchto inštitúcií a ich veľkosť), ich zamestnancov (odborníci), zástupcov spotrebiteľov finančných služieb, akademickej obce a profesijných združení.

Členovia tejto skupiny budú volení Radou orgánov dohľadu na dva a pol ročné obdobie, ktoré možno jedenkrát predĺžiť. Hlavnými úlohami tejto skupiny bude formulovanie stanovísk k regulačným normám, posudzovanie vývoja na finančnom trhu a vyjadrovanie názorov na budovanie spoločnej kultúry dohľadu v EÚ.

Európske orgány dohľadu majú k dispozícii vlastný personál (**sekretariát**), ktorý poskytuje podporu a nesie zodpovednosť za každodenný výkon činností ESAs.

Plynulej transformácii výborov tretej úrovne Lamfalussyho rámca (ďalej aj 3L3 výbory) na ESAs majú napomôcť aj prechodné ustanovenia v nariadeniach o ESAs.³² Tieto umožňujú, aby zamest-

nanci, s ktorými uzatvorili 3L3 výbory alebo ich sekretariáty zmluvy, a tieto sú platné k 1. januáru 2011, sa stali zamestnancami ESAs.

ESA je riadená **výkonným riaditeľom**, ktorého volí Rada orgánov dohľadu ESA po potvrdení Európskym parlamentom na funkčné obdobie piatich rokov, ktoré možno raz predĺžiť. Odvolať výkonného riaditeľa môže iba Rada orgánov dohľadu. Medzi úlohy výkonného riaditeľa patria najmä vypracúvanie pracovných programov a ich následná implementácia, príprava práce Riadiacej rady, príprava správy o činnosti a zostavovanie návrhu rozpočtu.

ROZPOČET ESAs

Príjmy príslušných ESAs sú tvorené³³:

1. príspevkami jednotlivých vnútroštátnych orgánov dohľadu podľa vzorca na základe váhy hlasov členských štátov v Rade EÚ³⁴ pričom podiel nákladov Národnej banky Slovenska bude predstavovať približne 2 % nákladov na činnosť uvedených agentúr,
2. dotáciami EÚ (všeobecný rozpočet EÚ) a
3. poplatkami, ktoré budú vyrubovať ESAs.

Rozpočet každej z ESAs musí byť vždy vyrovnaný a schválený Radou orgánov dohľadu príslušnej ESA.

Vysoká priorita bola kladená na skutočnosť, aby sa zachovala politická nezávislosť nových orgánov dohľadu EÚ od politických vplyvov, a preto by mali dotácie EÚ byť vo výške 40% a príspevky vnútroštátnych orgánov dohľadu vo výške 60 %. Treba však upozorniť, že v súčasnosti je tento režim obsiahnutý len v právne nezáväznom úvodnom ustanovení č. 68 nariadení o ESAs. Nutnosť zapojenia európskeho rozpočtu do financovania ESAs je daná najmä skutočnosťou, že pre niektoré orgány dohľadu menších členských štátov by inak ich príspevok mohol prevýšiť ich súčasne rozpočty, čo by nebolo pre tieto orgány a ich finančný trh, ktorý ich zväčša financuje, únosné.³⁵ Alternatívou by mohlo byť, aby predmetné príspevky neplatili vnútroštátne orgány dohľadu ale jednotlivé členské štáty, čo by však ešte do väčšej miery obmedzilo politickú nezávislosť výkonu dohľadu v rámci EÚ.

30 Zástupca Európskej komisie má hlasovacie právo v prípade hlasovania o rozpočte, nemôže sa zúčastniť rokovaní o jednotlivých finančných inštitúciách.

31 Bližšie pozri ustanovenia čl. 41 nariadení, ktorými sa zriaďujú ESAs, Ú.v. EÚ L331, 15. 12. 2010.

32 Bližšie pozri ustanovenia čl. 77 nariadení, ktorými sa zriaďujú ESAs, Ú.v. EÚ L331, 15. 12. 2010.

33 Bližšie pozri ustanovenia čl. 62 nariadení, ktorými sa zriaďujú ESAs, Ú.v. EÚ L331, 15. 12. 2010.

34 Článok 3 ods. 3 Protokolu (č. 36) o prechodných ustanoveniach pripojeného k Zmluve o Európskej únii a ZFEÚ.

35 Výkon dohľadu je zväčša financovaný priamo účastníkmi finančného trhu, najmä ročnými odvodmi (neplatí to však vo všetkých členských štátoch v plnom rozsahu).

Tab. 1 Predpokladaný počet zamestnancov ESAs

Orgán	2011	2012	2013	2014
EBA zamestnanci (AD/AST)	40(36/4)	62(53/9)	80(69/11)	90(73/17)
EIOPA zamestnanci (AD/AST)	40 (32/8)	62(50/12)	73 (60/13)	90 (77/13)
ESMA zamestnanci (AD/AST)	43 (35/8)	60 (50/10)	76 (64/12)	89 (74/15)

Zdroj: Návrh stanoviska Výboru pre rozpočet pre Výbor pre hospodárske a menové veci k návrhu nariadenia Európskeho parlamentu a Rady, ktorým sa zriaďuje Európsky orgán pre poisťovníctvo a dôchodkové poistenie zamestnancov (KOM(2009)0502 – C7-0168/2009 2009/0143(COD)), Návrh stanoviska Výboru pre rozpočet pre Výbor pre hospodárske a menové veci k návrhu nariadenia Európskeho parlamentu a Rady, ktorým sa zriaďuje Európsky orgán pre bankovníctvo (KOM(2009)0501 – C7-0169/2009 – 2009/0142(COD)) a Návrh stanoviska Výboru pre rozpočet pre Výbor pre hospodárske a menové veci k návrhu nariadenia Európskeho parlamentu a Rady, ktorým sa zriaďuje Európsky orgán pre cenné papiere a trhy (KOM(2009)0503 – C7-0167/2009 – 2009/0144(COD)).

Poznámka: AD – administrátor, AST – asistent.



Tab. 2 Návrh rozpočtu ESAs (v mil. EUR)

Orgán	2011	2012	2013	Spolu
EBA členské štáty + EÚ = spolu	7,809+5,206 =13,015	11,033+7,355 =18,388	13,448+8,965 =22,413	32,290+21,527 =53,816
EIOPA členské štáty + EÚ = spolu	8,197+4,235 =13,662	10,803+5,950 =18,005	12,737+6,799 =21,228	31,737+16,984 =52,895
ESMA členské štáty + EÚ = spolu	6,352+5,465 =10,587	8,925+7,202 =14,874	10,199+8,491 =16,998	25,476+21,158 =42,459

Zdroj: Návrh stanoviska Výboru pre rozpočet pre Výbor pre hospodárske a menové veci k návrhu nariadenia Európskeho parlamentu a Rady, ktorým sa zriaďuje Európsky orgán pre poisťovníctvo a dôchodkové poistenie zamestnancov (KOM(2009)0502 – C7-0168/2009 2009/0143(COD)), Návrh stanoviska Výboru pre rozpočet pre Výbor pre hospodárske a menové veci k návrhu nariadenia Európskeho parlamentu a Rady, ktorým sa zriaďuje Európsky orgán pre bankovníctvo (KOM(2009)0501 – C7-0169/2009 – 2009/0142(COD)) a Návrh stanoviska Výboru pre rozpočet pre Výbor pre hospodárske a menové veci k návrhu nariadenia Európskeho parlamentu a Rady, ktorým sa zriaďuje Európsky orgán pre cenné papiere a trhy (KOM(2009)0503 – C7-0167/2009 – 2009/0144(COD)).

36 Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2002/87/ES zo 16. decembra 2002 o doplnkovom dohľade nad úverovými inštitúciami, poisťovňami a investičnými spoločnosťami vo finančnom konglomeráte, ktorou sa menia a dopĺňajú smernice Rady 73/239/EHS, 79/267/EHS, 92/49/EHS, 92/96/EHS, 93/6/EHS a 93/22/EHS a smernice Európskeho parlamentu a Rady 98/78/ES a 2000/12/ES.

Súčasne v dôsledku problémov pri prijímaní rozpočtu EÚ na rok 2011 vznikali aj opodstatnené pochybnosti o výške dostupných zdrojov, ktoré budú poskytnuté zo všeobecného rozpočtu EÚ, ako aj o dostatočnosti zdrojov na krytie reálneho výkonu úloh, ktoré ESAs zverujú nariadenia.

Spoločný výbor

Členmi Spoločného výboru sú predseda EBA, predseda EIOPA a predseda ESMA a (v prípade potreby) predsedovia podvýborov zriadených na dosiahnutie spoločných stanovísk ESAs a vykonávanie smernice o doplnkovom dohľade nad finančnými konglomerátmi.³⁶ Ako pozorovatelia sa na zasadnutiach Spoločného výboru zúčastňujú výkonní riaditelia ESAs, zástupca Komisie a zástupca ESRB, prípadne aj ďalšie osoby. Predseda Spoločného výboru je jeden z predsedov ESAs a mení sa na princípe ročnej rotácie. Sekretariát ako aj technickú podporu Spoločného výboru zabezpečujú príslušné ESAs.

VNÚTORNÁ ORGANIZÁCIA ESRB

Generálna rada je najvyšším rozhodovacím orgánom ESRB. Jej členmi s hlasovacím právom (článok 6 nariadenia o ESRB) sú:

- prezident ECB,
- viceprezident ECB,
- guvernéri národných centrálnych bánk (27),
- člen Európskej komisie,
- predseda EBA,
- predseda EIOPA,
- predseda ESMA,
- predseda a dvaja podpredsedovia Poradného výboru pre vedecké otázky,
- predseda Poradného výboru pre technické otázky.

Členmi Generálnej rady bez hlasovacieho práva sú vysokí predstavitelia príslušných vnútroštátnych orgánov dohľadu za každý členský štát (27) a predseda Hospodárskeho a finančného výboru.

Rozhodnutia Generálnej rady sa prijímajú jednoduchosou väčšinou, pričom každý člen má jeden hlas. Výnimkou sú odporúčania alebo zverejnenia varovaní alebo odporúčaní, ktoré sa prijímajú dvojtretinovou väčšinou. Na prijatie rozhodnutí je potrebné dvojtretinové kvórum členov s hlasova-

cím právom s výnimkou mimoriadnych zasadnutí, na ktorých je predpokladom prijímania rozhodnutí jednotretinové kvórum členov s hlasovacím právom. Pri rozhodnutiach o zverejnení varovaní alebo odporúčaní sa však vždy uplatňuje dvojtretinové kvórum.

ESRB je zastupovaná navonok jej predsedom, ktorým bude prvých päť rokov prezident ECB. Následne v rámci preskúmania nariadenia o ESRB Európsky parlament a Rada preskúma aj menovania alebo voľbu predsedu ESRB. Predseda ESRB vedie zasadania Generálnej rady a Riadiaceho výboru.

Predseda ESRB má prvého a druhého podpredsedu. Prvý podpredseda ESRB je volený Generálnou radou ECB spomedzi jej členov na funkčné obdobie piatich rokov s možnosťou jedného opätovného zvolenia. Predseda Spoločného výboru je druhým podpredsedom ESRB.

Hlavnou úlohou **Riadiaceho výboru** je príprava zasadnutí Generálnej rady, skúmanie dokumentov na prerokovanie a monitorovanie pokroku dosiahnutého v priebežnej práci ESRB. Členmi Riadiaceho výboru (článok 11 nariadenia o ESRB) sú:

- predseda ESRB,
- prvý podpredseda ESRB,
- viceprezident ECB,
- štyria členovia Generálnej rady, ktorí sú aj členmi Generálnej rady ECB (títo členovia sú na obdobie troch rokov volení členmi a spomedzi členov Generálnej rady, ktorí sú aj členmi Generálnej rady ECB),
- člen Európskej komisie,
- predseda EBA,
- predseda EIOPA,
- predseda ESMA,
- predseda Hospodárskeho a finančného výboru,
- predseda Poradného výboru pre vedecké otázky,
- predseda Poradného výboru pre technické otázky.

ESRB poskytujú poradenstvo a podporu dva **výbory**, Poradný výbor pre technické otázky (využívanie systému pracovných skupín tvorených národnými expertmi) a Poradný výbor pre vedecké otázky (akademické práce v analýzach ESRB).



Schéma 2: Orgány ESRB



Členmi Poradného výboru pre technické otázky (článok 13 nariadenia o ESRB) sú:

- zástupcovia národných centrálnych bank (27),
- zástupca ECB,
- za každý členský štát jeden zástupca príslušného vnútroštátneho orgánu dohľadu (27),
- zástupca EBA,
- zástupca EIOPA,
- zástupca ESMA,
- dvaja zástupcovia Európskej komisie,
- zástupca Hospodárskeho a finančného výboru,
- zástupca Poradného výboru pre vedecké otázky.

Členmi Poradného výboru pre vedecké otázky (článok 12 nariadenia o ESRB) je predseda Poradného výboru pre technické otázky a 15 externých odborníkov.

Sekretariát ESRB je zabezpečovaný ECB a bude zodpovedný za každodenný výkon činností ESRB. Na čele sekretariátu je vedúci sekretariátu, ktorého vymenúva ECB po konzultáciách s Generálnou radou ESRB. Vedúci sekretariátu sa bude zúčastňovať zasadaní Generálnej rady, Riadiaceho výboru, Poradného výboru pre technické otázky a Poradného výboru pre vedecké otázky ESRB.

NAMIESTO ZÁVERU

Európsky systém finančného dohľadu vznikol 1. januára 2011. V čase písania tohto príspevku sa

uskutočňovali kroky, aby mohol začať plniť svoje úlohy. Preto nie je možné v tejto fáze tohto projektu formulovať akékoľvek závery k jeho organizácii a kompetenciám. Namiesto záveru preto ponúkame niekoľko postrehov.

Európsky systém finančného dohľadu je jednou z odpovedí Európskej únie na globálnu finančnú a hospodársku krízu. Je nepochybne pozoruhodné, že svojimi dôsledkami bol tento rozsiahly projekt v tak krátkej dobe zavŕšený vytvorením systému, ktorý v zásade zodpovedá pôvodným ambicióznym plánom prezentovaným v De Larosièrovej správe.

Proces kreovania novej architektúry dohľadu trval takmer dva roky a bol spojený s veľkými nárokmi na personálne kapacity Európskej komisie, ale hlavne národných ministerstiev financií a orgánov dohľadu, ktoré sa v časovom strese podieľali na príprave pozmeňovacích návrhov pôvodných návrhov Komisie. Vytváranie Európskeho systému finančného dohľadu tak sústredilo pozornosť a kapacity na riešenie najmä formálnej stránky prevencie prípadných budúcich kríz. Dalo by sa polemizovať, či tento cenný čas a energiu nebolo možné využiť na prípravu iniciatív, ktoré by zásadnejším spôsobom riešili podstatu prevencie, a v prvom rade jej formu. Napríklad myšlienky zvýšenia kapitálových požiadaviek na finančne inštitúcie a ich právna úprava sa stali predmetom diskusií len v nedávnej minulosti.



V Európskej únii v čase krízy existoval funkčný mechanizmus výborov tretej úrovne Lamfalussyho procesu, ktoré zohrávali významnú úlohu pri príprave kľúčových predpisov obozretného podnikania a ochrane klientov. CEIOPS sa významne podieľal na projekte Solvency II. CESR zohral dôležitú úlohu v projektoch ako napr. smernica o finančných trhoch, prospektová smernica, smernica o transparentnosti vo vzťahu k emitentom. CEBS sa zásadným spôsobom podieľal na kreovaní a činnosti kolégií týkajúcich sa nadnárodných bankových skupín, na príprave iniciatív týkajúcich sa úverovej smernice a na jej novelizáciách, otázkam požiadaviek na kapitál v úverových inštitúciách, či štandardizovaní vykazovacích povinností dohliadaných subjektov. Podľa nášho názoru nebolo nevyhnutne potrebné predpokladať, že existujúci systém by nedokázal splniť prevažnú väčšinu regulačných úloh, ktoré boli zverené ESAs.

Rozsah kompetencií, ktorý bol zverený trom novo vzniknutým regulačným agentúram hodnotili jednotlivé členské štáty Európskej únie rôzne: niektoré ich považovali za nedostatočné (napr. Francúzsko a Portugalsko), iné za príliš ďalekosiahle (napríklad Veľká Británia a mnohé nové členské štáty). Výsledné právomoci a organizácia nových orgánov dohľadu sú výsledkom kompromisu, do ktorého významným spôsobom zasiahol Európsky parlament. Niektoré z týchto kompetencií sú pomerne kontroverzné. Ide napríklad o záväznú mediáciu, alebo vydávanie rozhodnutí agentúrami priamo dohliadaným subjektom. Navyše nie je vylúčené, že výkon niektorých kompetencií európskych agentúr môže zasiahnuť do fiškálnej zodpovednosti členských štátov. Korekčný mechanizmus, ktorý obsahujú jednotlivé nariadenia sa javí byť pomerne ťažkopádny a nevhodný na zabezpečenie rýchleho postupu.

Proces prijímania rozhodnutí v najvyššom riadacom orgáne ESAs – Rade orgánov dohľadu je postavený na zásade, že každá krajina má jeden hlas. Avšak v niektorých kľúčových oblastiach (schvaľovanie návrhom regulačných technických predpisov, schvaľovanie všeobecne nezáväzných predpisov) sa uplatňuje vážené hlasovanie, kde väčšie krajiny disponujú vyšším počtom hlasov. Tento mechanizmus si zrejme vyžiada vytváranie rôznych koalícií pred dôležitými hlasovaniami a môže spolitizovať prijímanie regulácie a výkon dohľadu agentúrami.

Ako pozitívum možno vnímať právnu záväznosť technických štandardov, samozrejme pod podmienkou, že záväzné technické štandardy budú

formulované spôsobom, ktorý bude zohľadňovať primeranosť podmienok regulácie vo vzťahu na heterogénne podmienky panujúce na jednotlivých finančných trhoch v členských štátoch, a že proces prijímania týchto štandardov bude v najväčšej možnej miere odzrkadľovať nezávislosť nových ESAs a nebude predmetom politických dohôd.

Rámec kompetencií Európskej centrálnej banky v systéme ESFS nevnímame ako úplne vyjasnený. Európska centrálna banka má svoje úlohy v ESRB, pre ktorý bude zabezpečovať aj sekretariát, pričom vplyv Európskej centrálnej banky v procese formulovania záväzných technických štandardov na úrovni ESAs, ktoré sa budú týkať činnosti ovplyvňujúcich činnosť ECB nie je dostatočne definovaný. Javí sa, že ECB ako nehlasujúci člen rád dohľadov ESAs bude môcť len vyjadrovať svoje pripomienky k formulovaným návrhom záväzných technických štandardov, prípadne formulovať pripomienky k ich pozmeneným zneniam, ak Komisia návrhy technických štandardov ESAs upraví. Zastávame názor, že Komisia bude musieť v zmysle článku 127 ods. 4, prvá zarážka ZFEÚ povinne konzultovať Európsku centrálnu banku, ak záväzné technické štandardy budú spadať do jej pôsobnosti, nakoľko záväzné technické štandardy predstavujú akty Únie.

V súčasnej podobe sú ESAs agentúrami, ktoré počtom zamestnancov nemôžu konkurovať mnohým národným orgánom dohľadu a bude preto pre ne bez akýchkoľvek pochybností výzvou dôsledne plniť všetky tie právomoci, ktoré im boli zverené nariadeniami o ESAs, Omnibus I smernicou, a ktoré im ešte len budú zverené legislatívnymi aktmi Európskej únie.

Preto možno Európskemu systému finančného dohľadu zaželať do budúcnosti, aby sa mu darilo naplňovať očakávania, ktoré sú do neho vkladané. Efektívnosť ESFS bude preverená najdôležitejším záťažovým testom, ktorým bude najbližšia kríza, nakoľko ani najlepší systém nemôže v globálne prepojenom svete zamedziť vznik kríz v budúcnosti. Dôležité ale je, aby ESFS bol schopný dopady budúcich kríz skoršie a presnejšie identifikovať a zabezpečiť prijať potrebné opatrenia na zmiernenie ich negatívnych dopadov na jednotlivé členské štáty Európskej únie a Európsku úniu ako celok. Napĺňanie týchto cieľov bude ale závisieť aj od schopnosti Európskej únie spolupracovať v tejto otázke na globálnej úrovni s predstaviteľmi najdôležitejších a najvplyvnejších ekonomík sveta.

Literatúra:

- Meerten H. van, Ottow A. T.: *The proposals for the European Supervisory Authorities (ESAs): the right (legal) way forward?* Tijdschrift voor Financieel Recht č. 1 – 2, február 2010.
- Faulhamerová Z., Herbočzková J.: *Právomoci evropských orgánů dohledu nad finančním trhem.* Obchodněprávní revue, 9/2010.
- Úradný vestník EÚ, <http://eur-lex.europa.eu/JOHtml.do?uri=OJ:L:2010:331:SOM:EN:HTML>.



Estónsko vstúpilo do eurozóny

Dňa 1. januára 2011 sa Estónsko stalo sedemnástym štátom euorozóny.

Počet Európanov, ktorí používajú menu euro tak vzrástol na približne 331 miliónov ľudí.

Estónsko má 1,34 milióna obyvateľov a na celkovom HDP euorozóny sa podieľa dvoma desatinami percenta.

Estónčania mali možnosť platiť estónskymi korunami iba do 14. januára 2011.

Konverzný kurz estónskej koruny a eura bol 1 EUR = 15,6466 EEK.

„Je to malý krok pre euorozónu a veľký pre Estónsko,“ hodnotil vstup pobaltskej krajiny do euorozóny jej premiér Andrus Ansip, keď vyberal z bankomatu ako prvý Estónek nové eurobankovky.

Podľa informácií z ECB sa prechod na novú menu v Estónsku udial pokojne, podľa vopred pripraveného plánu, tak ako sa to stalo aj v ostatných krajinách, ktoré prijímali euro. Eesti Pank, estónska centrálna banka ako aj Ministerstvo financií v Estónsku a ďalší vládni experti považovali z logistického hľadiska za najzložitejšie a najdôležitejšie zásobovanie eurom, najmä predzásobenie eurom, ktoré začalo v septembri 2010 pokiaľ ide o mince, od novembra 2010 sa distribuovali aj bankovky.

POKOJNÁ A BEZPROBLÉMOVÁ ZMENA MENY

Vďaka predzásobeniu sa tak hladko a bezproblémovo udiala výmena estónskych korún za eurá a nová mena bola k dispozícii nielen v obchodoch, menších prevádzkach, ale aj vo všetkých bankomatoch podľa plánu už od 1. 1. 2011.

Ku koncu roka malo Estónsko k dispozícii 10,5 milióna eurových bankoviek a 85,5 milióna eurových mincí. Tak ako v iných krajinách euorozóny aj v Estónsku boli k dispozícii tzv. štartovacie balíčky, s mincami, ktoré si mohli občania, obchodníci ako aj komerčné banky zadovážiť vopred – k dispozícii bolo 700 tisíc balíčkov so 42 mincami v hodnote 12,79 eura.

Na pokrytie požiadaviek peňažných inštitúcií (spolu s predzásobením) si Eesti Pank požičala z Eurosystému 44,89 miliónov eurových bankoviek, ktoré mali spolu hodnotu 1,5 miliardy eur. Mince v počte 194 miliónov kusov a v hodnote 58,4 milióna pre Estónsko vytlačila mincovňa vo Finsku.

Eesti Pank, národná centrálna banka Estónska, sa stala členom Eurosystému, centrálného bankového systému euorozóny, ktorý pozostáva z ECB a od začiatku roka 2011 spolu 17 národných centrálnych bánk členských štátov EÚ, ktoré prijali euro. V súlade so Štatútom Európskeho systému centrálnych bánk a Európskej centrálnej banky Eesti Pank splatila zvyšok svojho podielu na základnom imaní ECB a previedla svoj podiel na devizových rezervách ECB.

Členstvo estónskych peňažných finančných inštitúcií (PFI) do bankového systému euorozóny 1. januára 2011 sa zohľadnilo už pri zverejnení údajov o potrebách likvidity v eurozóne a pri pridelení referenčného objemu prostriedkov dňa 28. decembra 2010. Estónske zmluvné strany Eurosystému sa už môžu zúčastňovať operácií ECB na voľnom trhu.

Zoznam PFI so sídlom v Estónsku, ktoré sú povinné udržiavať povinné minimálne rezervy, je zverejnený na internetovej stránke ECB (spolu so zoznamami PFI z ďalších členských štátov EÚ, ktoré prijali euro). Zároveň bolo stanovené prechodné obdobie udržiavania povinných minimálnych rezerv od 1. januára 2011 do 18. januára 2011, kvôli požiadavke povinných minimálnych rezerv v estónskych PFI. Aktíva umiestnené v Estónsku, ktoré sú akceptovateľné ako kolaterál v úverových operáciách Eurosystému, boli pridané do zoznamu akceptovateľných obchodovateľných aktív v eurozóne.

VÝMENA ESTÓNSKÝCH KORÚN V NBS

Estónsku menu si môžu občania vymeniť za euro aj v NBS, ktorá ju vymieňala od 1. januára 2011 a bude vymieňať do 28. februára 2011, a to v pokladniciach ústredia NBS na ul. Imricha Karvaša 1 v Bratislave. Výmena estónskych korún v NBS je bezplatná – podľa pevného výmenného kurzu: 1 € = 15,6466 EEK. Pri výmene bankoviek treba roztriediť peniaze podľa jednotlivých nominálnych hodnôt.

Estónske koruny možno v NBS vymeniť na počkanie, avšak množstvo vyplatených eurobankoviek je limitované maximálnou možnou vyplatenou sumou 1 000 € na klienta, transakciu a deň. Pri výmene treba predložiť doklad totožnosti a vyplniť výmenný lístok.

NBS nevymieňa estónske korunové mince, pamätané mince a pamätané bankovky, neplatné bankovky, vážne poškodené bankovky, bankovky, ktoré pozostávajú z viac ako dvoch častí tej istej bankovky spojených do jedného celku, bankovky, ktoré boli poškodené zariadeniami proti krádeži, označené bankovky, napr. dierami vyrazenými dierovačmi.

Podrobnejšie informácie:

- <http://www.nbs.sk/sk/bankovky-a-mince/vymena-estonskych-bankoviek-v-nbs>.

(red.)

Zdroj: ECB



Zvláštnosťou estónskych eurových mincí je to, že na všetkých je rovnaký motív – mapa Estónska a nápis Eesti.



GUVERNÉR NBS JOZEF MAKÚCH PRIJAL ING. MARIÁNA TKÁČA, PHD. – POĎAKOVAL MU ZA DLHOROČNÉ PÔSOBENIE NA VÝZNAMNÝCH POSTOCH V NBS



Marián Tkáč od 1. 1. 2011 pôsobí v pozícii predsedu Matice slovenskej.

V Národnej banke Slovenska pracoval Marián Tkáč od roku 1993 – od jej vzniku. Predtým pôsobil v Štátnej banke Československa na poste viceguvernéra pre Slovensku republiku.

Počas prvých rokov samostatnosti Slovenska, bol členom grémií, ktoré pripravovali vznik NBS, vo funkcii viceguvernéra NBS pôsobil do apríla 1994. Okrem iného je ideovým spoluautorom prvých slovenských korunových bankoviek a mincí, ktoré boli platné od roku 1993 – do konca roka 2009.

Jeho podpis je na prvej emisii slovenských bankoviek.

V NBS pôsobil M. Tkáč v rôznych funkciách, začínal ako viceguvernér NBS, neskôr bol vedúcim oddelenia archívu a centrálnej knižnice.

Pokiaľ ide o ďalšie profesionálne pôsobenie Mariána Tkáča – tá sa spája s financiami a históriou a neodmysliteľne takisto s písaním. M. Tkáč je známym autorom, publicistom a popularizátorom oblastí – financie a história. Doteraz napísal vyše desať kníh literatúry faktu z oblasti financií, dejín a venoval sa aj beletrii a publicistike.

Od školského roka 2002 do roku 2008 prednášal na materskej Národohospodárskej fakulte Ekonomickej univerzity Dejiny hospodárstva a dejiny peňazí.

NBS SPRÍSTUPNILA NOVÚ WEBOVÚ STRÁNKU MÚZEA MINCÍ A MEDAILÍ V KREMNICI

Stránka múzea sa odlišuje od stránky NBS aj farebnosťou a dizajnom, lepšie tak zohľadňuje prezentačné potreby múzea.

Múzeum mincí a medailí v Kremnici je od roku 1994 súčasťou NBS. Verejnú informáciu o múzeu často hľadala medzi stránkami múzeí, nie prostredníctvom webovej stránky NBS.

Návštevníkom stránky je k dispozícii atraktívnejší vzhľad, jednoduchšia orientácia a bohatá fotogaléria. Okrem informácií o jednotlivých výstavách získa návštevník aj informácie o pod-

ujatiach múzea, medzi ktoré už tradične patria Noc múzeí, Letné noci múz, rôzne koncerty a v posledných rokoch aj špeciálne vzdelávacie programy pre školy. Návštevníci stránky majú tiež možnosť cez knihu návštev zaslať pracovníkom múzea e-mail so svojimi podnetmi, spätnou väzbou na návštevu a otázky týkajúce sa jednotlivých podujatí.

Doména www.muzeumkremnica.sk tiež zlepši pozíciu múzea vo vyhľadávačoch a stane sa tak pre záujemcov o činnosť múzea prístupnejšou.

ODBORNÁ SKÚŠKA AKTUÁRA

NBS podľa § 46 zákona č. 8/2008 Z. z. o poisťovníctve a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov a v súlade s Opatrením NBS č. 13/2008 o odbornej skúške aktuára oznámila, že odborná skúška aktuára sa bude konať dňa 9. marca 2011 v Bratislave.

Žiadateľ o vykonanie odbornej skúšky aktuára musí podať písomnú prihlášku na adresu: Inštitút bankového vzdelávania NBS, n.o., Tomášikova 28a, P. O. BOX 53, 820 09 Bratislava, najneskôr 30 dní pred termínom konania odbornej skúšky aktuára, t. j. do 7. 2. 2011.

Prihláška musí obsahovať meno a priezvisko žiadateľa, adresu jeho trvalého pobytu, dátum na-

rodzenia a názov skúšky. Prílohou prihlášky je doklad o zaplatení poplatku za vykonanie odbornej skúšky aktuára. Poplatok 165,97 € možno uhradiť prevodom finančných prostriedkov z účtu v banke alebo vkladom na účet vedený v NBS:

- Číslo účtu: 2516/0720
- Variabilný symbol: uvedie sa rodné číslo uchádzača v tvare rrrmddxxxx (bez lomky)

- Konštantný symbol: 0558
- Špecifický symbol: 3507

Zoznam odbornej literatúry, zoznam právnych predpisov a skúšobný poriadok sú uvedené na stránke www.nbs.sk.

