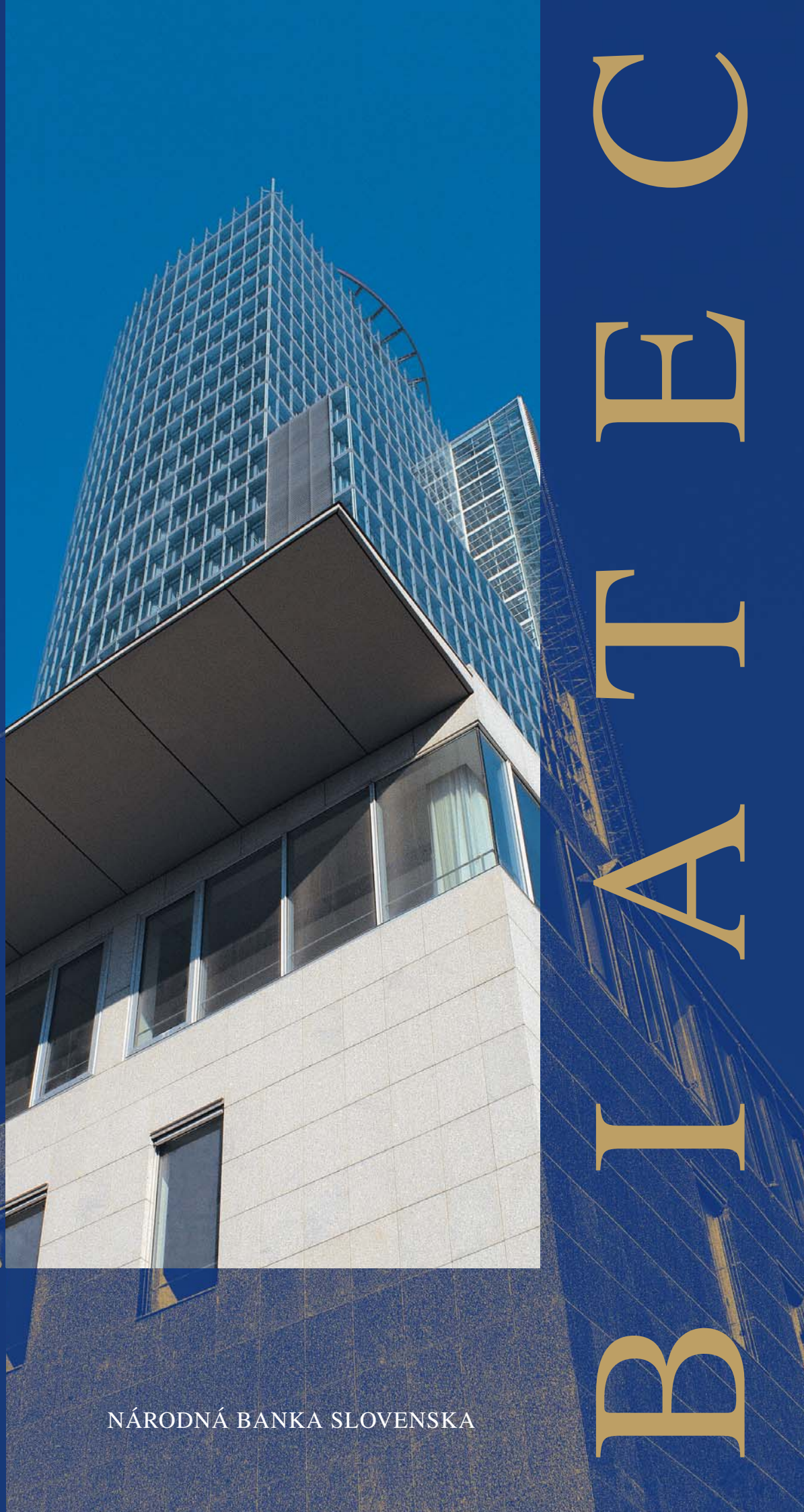


9

November 2013  
Ročník 21

ODBORNÝ  
BANKOVÝ  
ČASOPIS



C  
E  
A  
T  
I  
B



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA



# Zlatá zberateľská minca Bratislavské korunovácie – 450. výročie korunovácie Maximiliána

*V novembri 2013 vydala Národná banka Slovenska zlatú zberateľskú mincu, ktorá pripomína 450. výročie korunovácie Maximiliána v Bratislave a je už štvrtou zlatou mincou s motívom bratislavských korunovácií. Nadväzuje na zlaté mince, ktoré boli emitované v roku 2005 k 350. výročiu korunovácie Leopolda I., v roku 2008 k 400. výročiu korunovácie Mateja II. a v roku 2012 pri príležitosti 300. výročia korunovácie Karola III.*



*Minca realizovaná podľa návrhu Karola Lička (znižená 1. cena)*

Po obsadení hlavného mesta Uhorska Budína Turkami rozhodol Uhorský snem v roku 1536, že hlavným a korunovačným mestom bude Bratislava (vtedajší Prešporok), ktorá sa tak zároveň stala aj snemovým mestom kráľovstva a sídlom najdôležitejších inštitúcií. V rokoch 1563 až 1830 tu bolo korunovaných jedenásť uhorských panovníkov. Korunovacia Maximiliána bola prvou korunovačnou slávnosťou v Bratislave. Konala sa 8. septembra 1563 vo farskom chráme zasvätenom svätému Martinovi (dnešný Dóm sv. Martina). Korunovacia bola výnimočnou udalosťou a sledovala ju celá Európa. Zúčastnil sa na nej Maximiliánov otec – cisár a kráľ Ferdinand, vysoký klérus a uhorská šľachta, ale aj poprední predstavitelia takmer všetkých európskych krajín. Maximilián (1527 až 1576) bol na svoje obdobie veľmi vzdelaný panovník a štedrý mecén umelcov a vedcov. Aj keď sa väčšinou zdržiaval mimo územia Uhorska, veľa síl sústredil na jeho obranu pred tureckým nápo-

rom. Výsledkom jeho vojenských úspechov bolo uzavretie mieru so sultánom Selimom II. v roku 1568.

Na výtvarný návrh mince vyhlásila Národná banka Slovenska verejnú anonymnú súťaž, do ktorej bolo predložených štrnásť výtvarných prác. Komisia guvernéra NBS na posudzovanie výtvarných návrhov slovenských mincí súťaž vyhodnotila v novembri 2012. Jej odborným poradcom bol historik PhDr. Štefan Holčík, CSc. Komisia skonštatovala, že väčšina návrhov nespĺňa požadované technické parametre a podľa vyjadrenia odborného poradcu mnohé z nich nezobrazovali výjavy, stavby a ďalšie artefakty z obdobia korunovácie. Z uvedeného dôvodu bola súťaž ukončená bez výberu niektorého z návrhov na realizáciu a na výtvarný návrh mince bola vyhlásená opakovaná verejná anonymná súťaž, do ktorej predložilo jedenásť autorov trinásť výtvarných návrhov.

*(Pokračovanie na 3. str. obálky)*



Zlatá zberateľská minca

## Bratislavské korunovácie – 450. výročie korunovácie Maximiliána

(Pokračovanie z 2. str. obálky)



2. cena  
akad. sochár Ivan Řehák



3. cena  
Mgr. art. Miroslav Hric, ArtD.

Na základe odporúčania odbornej komisie schválila Banková rada NBS na realizáciu návrh autora Karola Lička, ktorý v súťaži získal zníženú prvú cenu. Na averze víťazného návrhu je dobre znázornená uhorská kráľovská koruna vznášajúca sa nad kráľovským palácom so zdôraznenou juhozápadnou vežou, v ktorej bola koruna 200 rokov uložená. Na reverze komisia ocenila verne stvárnený portrét panovníka Maximiliána s architektúrou korunovačného Dómu sv. Martina. Obe strany autor kompozične zjednotil ozdobným ornamentom – perlovcom.

Druhá cena bola udelená akademickému sochárovi Ivanovi Řehákovi. Na jeho návrhu komisiu zaujalo netradičné kompozičné riešenie averznej i reverznej strany orientované do štvorca s nápsmi situovanými na jeho strany. Na averz si autor vybral historickú vedutu mesta zo 16. storočia. Vhodne ju doplnil lúčmi ohňostroja, ktorý sa spomína pri opise slávnosti po korunovácii Maximiliána za uhorského kráľa. Na reverze stvárnil portrét panovníka, výnimočný tým, že je prevzatý zo sochy Maximiliána z fontány na bratislavskom Hlavnom námestí. Na pozadí sú použité motívy z historickej rytiny.

Tretiu cenu získal návrh Mgr. art. Miroslava Hrica, ArtD. Na averze návrhu je na pozadí veduty mesta prezentovaný novokorunovaný panovník ako jaz-

dec na koni. Na reverze dotvára portrét panovníka uhorská korunovačná koruna. Komisia ocenila mimoriadnu pravdivosť a výstižnosť portrétu a precízne vypracovanú reťaz Rádu zlatého rúna.

Zlatá zberateľská minca v nominálnej hodnote 100 eur má priemer 26 mm a hmotnosť 9,5 g. Bola vyrazená zo zlata s rýdzosťou 900/1000 v Mincovni Kremnica v počte 4 300 kusov v proof vyhotovení. Hrana mince je vrúbkovaná.

Ing. Dagmar Flaché  
Foto: Ing. Štefan Fröhlich



Súčasná podoba Maximiliánovej fontány v Bratislave



## BIATEC

Odborný bankový časopis  
November 2013

### Vydavateľ:

Národná banka Slovenska  
Imrich Karvaša 1  
813 25 Bratislava  
IČO: 30844789

### Redakčná rada:

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

### Redakcia:

Ing. Alica Polónyiová  
tel.: 02/5787 2153  
fax: 02/5787 1128  
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: 13. 11. 2013

Dátum vydania: 25. 11. 2013

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>

Niektoré príspevky môžu byť publikované  
v inom ako slovenskom jazyku. Anotácie  
príspevkov v anglickom jazyku sú uvedené  
na poslednej strane časopisu.

Všetky práva sú vyhradené. Akékoľvek  
reprodukcie tohto časopisu alebo jeho časti  
a iné publikovanie vrátane jeho elektronickej  
formy nie sú povolené bez predchádzajúceho  
písomného súhlasu vydavateľa.

## NA AKTUÁLNU TÉMU

Dielo prof. Karvaša vo vzťahu k súčasnej ekonomickej situácii ..... 2  
(Príspevok guvernéra NBS Jozefa Makúcha)

## NÁRODOHOSPODÁRSKE OTÁZKY

Slovensko verzus Česko: 20 rokov od rozvodu ..... 5  
(Radoslav Peter, Tibor Lalinský)

Determinanty miery úspor na Slovensku  
(so zameraním na krízový rok 2009) – 1. časť ..... 10  
(RNDr. Monika Pécsyová, Milan Vaňko, MSc,  
Ing. Mgr. Gabriel Machlica)

## REGULÁCIA FINANČNÉHO TRHU

Manažment likvidity v kontexte novej európskej regulácie ..... 14  
(Matej Krčmár)

## FINANCIAL STABILITY

Dynamics of housing affordability in Slovakia and its regions  
on the background of macroeconomic development ..... 18  
(Matej Krčmár and Štefan Rychtárik)

## CENNÉ PAPIERE

Cenné papíry ve světle rekodifikace a další aktuální změny ..... 22  
(Zdeněk Husták, Tomáš Sedláček, Matěj Manderla)

## BANKOVKY A MINCE

Nová bankovka 100 USD ..... 26  
(RNDr. Gabriel Schlosser)

## INFORMÁCIE

Dňa 2. januára 2014 sa končí výmena slovenských mincí ..... 9  
Ponuka podujatí Inštitútu bankového vzdelávania NBS, n. o.,  
na december 2013 ..... 25  
Vedecká konferencia Dejiny centrálného bankovníctva  
na Slovensku ..... 28  
Vyhlásenie výsledkov súťaže o cenu guvernéra NBS ..... 29  
Medzinárodná vedecká konferencia ETER 2013. Ekonomická  
teória a ekonomická realita ..... 30



# Dielo profesora Karvaša vo vzťahu k súčasnej ekonomickej situácii

*Príspevok guvernéra Národnej banky Slovenska Jozefa Makúcha na medzinárodnej vedeckej konferencii Bratislavské právnické fórum 2013 organizovanej pri príležitosti 110. výročia narodenia prof. JUDr. Imricha Karvaša*

*Možno sme sa stretli s pochybnosťami o tom, či Slovensko vôbec má nejaké ekonomicko-teoretické tradície, ale aj hospodársko-politické osobnosti. Pramenilo to aj z toho, že sa o nich dlhé roky nehovorilo. Najmä v ekonomickej teórii i politike tak závislej od národnej a štátnej suverenity politicko-spoločenské peripetie často deformovali historické skutočnosti tak, že vymazali z povedomia verejnosti doma i v zahraničí aj tie slovenské osobnosti, ktoré v medzinárodných dimenziách dosiahli špičkovú úroveň. Jednou z nich bol aj profesor Imrich Karvaš – národohospodár, právnik, vysokoškolský pedagóg a publicista, popredný medzinárodne uznávaný odborník, ale aj presvedčený humanista a vlastenec.<sup>1</sup>*

<sup>1</sup> Hlavatý, Egon: *Profesor Imrich Karvaš – vedec, národohospodár, politik a pedagóg*. In: *Ludia, banky a peniaze*. Zborník z konferencie 6. – 8. novembra 2003, Národná banka Slovenska v Academic Electronic Press, NBS 2003, s. 475 – 482.

Profesor Karvaš sa stal významným predstaviteľom hospodárskej politiky a jej úspešným realizátorom. Bol spoluzakladateľom časopisu *Politika* a redaktorom mesačníka *Hospodárske rozhľady*. Publikoval 13 monografií, množstvo odborných článkov, prednášal v Európe i USA. Profesor Karvaš bol vynikajúcim teoretikom, domnieval sa však, že vlastným cieľom teoretickej práce aj v ekonomike je predovšetkým riešenie problémov praxe. Tento svoj pohľad na využitie teórie napokon preukázal aj v mimoriadne úspešnej aktivite v národohospodárskej politike ako význačný hospodársky činiteľ. Je pravda, že Slovensko zažilo v čase vojny nebyvalú konjunktúru. Priemyselná výroba na celom území Slovenska v rokoch 1937 – 1945 narástla o 63 % a v počte činných osôb asi o 51 %. Išlo však o vojnovú konjunktúru, keď priemysel ťahalo najmä zbrojárstvo, lebo sa vyrábalo pre armádu. Okrem toho odpadla konkurencia českých firiem. Viacerí národohospodári, medzi nimi aj Imrich Karvaš, upozorňovali na skutočnosť, že rozmach zbrojárstva a iných priemyselných odvetví je len konjunkturálny jav a po skončení vojny (po odpadnutí vojenských dodávok) hrozí niektorým odvetviam kolaps.

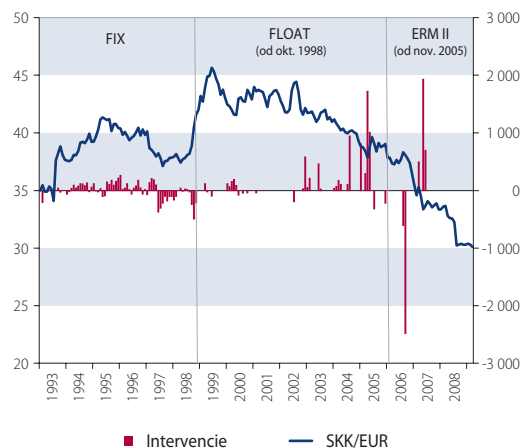
Ako najvýraznejšia národohospodárska osobnosť predmníchovského Slovenska sa stal profesor Karvaš prvým guvernérom Slovenskej národnej banky, kde pôsobil v rokoch 1939 – 1944. Vďaka jeho premyslenej menovej a úverovej politike bola úverová politika Slovenskej národnej banky pri poskytovaní cedulového úveru od jej vzniku zdržanlivá a reštriktívna, keďže nechcela neúmerne zvyšovať obeh bankoviek, čím by sa vytvorila umelá kúpna sila a následná inflácia. Slovenská národná banka vyzývala banky žiadajúce o úver, aby si prostriedky potrebné na svoje obchody získavali podchytením tezaurovaných peňazí, ako aj využitím vlastných zdrojov, keďže sama presadzovala najkrajnejšiu zdržanlivosť a prísnu cenzúru pri poskytovaní cedulového úveru. Za tento nekompromisný postoj si vyslúžila ostrú kritiku zo strany peňažných ústavov. Vzrast úverov za roky

1944 a 1945 znamená, že banka požičiavala štátu, a to neobmedzene.

V zložitých vojnových podmienkach a ťažkostiach štátu sa mu ako guvernérovi Slovenskej národnej banky premyslenou a účinnou menovou politikou podarilo udržiavať dlhý čas vzhľadom na vojnové podmienky neuveriteľne stabilnú slovenskú korunu, zvýšiť pôvodne nízke devízové rezervy (ktoré zo začiatku tvorili len devízové pohľadávky slovenských podnikov) na zásobu 7,5 tony slovenských zlatých menových rezerv. Pritom sa mu tiež podarilo zachrániť prevažnú časť slovenského zlatého pokladu a menových rezerv pre obnovenú Československú republiku.

S podobnými problémami sa borila aj samostatná Slovenská republika od roku 1993. Dosiagnúť stabilitu meny (v podmienkach režimu fixného výmenného kurzu) a obnoviť devízové rezervy bola jedna z priorit novovzniknutej centrálnej banky. Po úvodnej a nevyhnutnej devalvácii a za pomoci

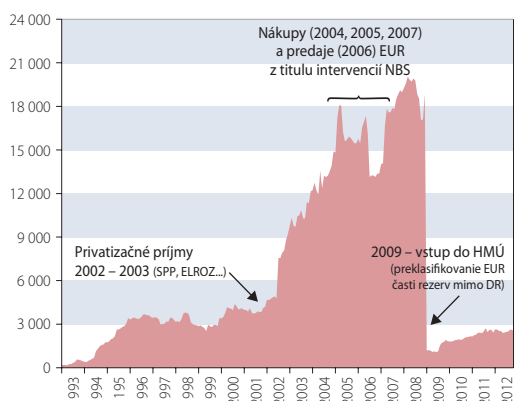
**Graf 1** Vývoj výmenného kurzu samostatnej Slovenskej republiky od fixného kurzu cez floating s intervenciami, účasť v ERM II a nakoniec prijatie spoločnej meny



Zdroj: NBS.



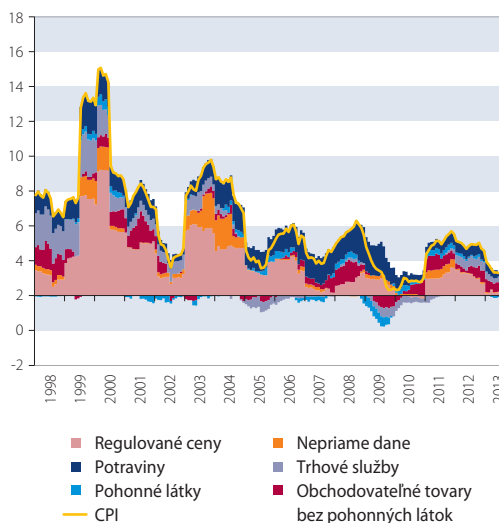
**Graf 2 Vývoj devízových rezerv NBS – ich postupné obnovovanie (v mil. USD)**



Zdroj: NBS.

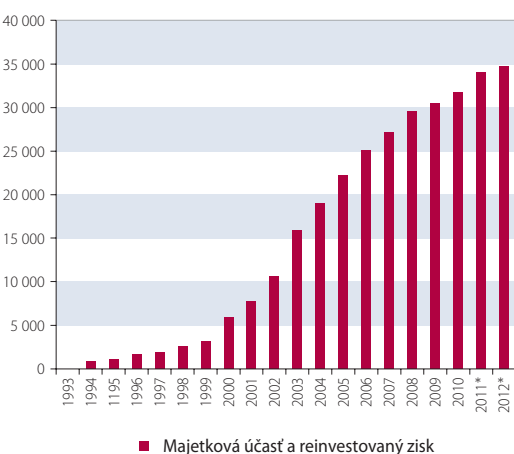
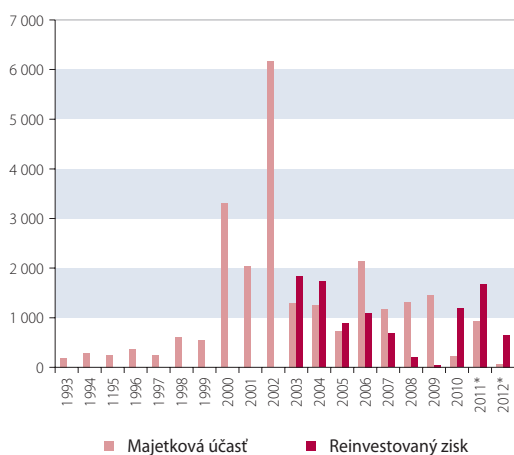
Poznámka: Pod vedením guvernéra Karvaša Slovenská národná banka zvýšila devízové zlaté rezervy na úroveň 7,5 tony. V súčasnosti predstavuje zlato v devízových rezervách NBS niečo vyše 30 ton.

**Graf 4 Vývoj inflácie SR**



Zdroj: NBS.

**Graf 3 Prílev priamych zahraničných investícií do SR (v jednotlivých rokoch), resp. stav PZI v SR (k ultimu rokov) (v mil. EUR)**



Zdroj: NBS.

\*Predbežný údaj.

pôžičky z medzinárodného menového fondu, po stabilizovaní fiškálneho vývoja a prijatí štrukturálnych reforiem sa postupne zmierňovali tlaky

slovenskú korunu (graf 1). Za úspešné môžeme považovať aj postupné obnovovanie devízových rezerv, ktoré súviselo s viacerými faktormi (graf 2). Medzi najdôležitejšie patrí rozširovanie exportnej produkcie podporenej prílevom priamych zahraničných investícií (graf 3). Pre profesora Karvaša by bolo zaujímavé sledovať postupnú evolúciu od fixného kurzu slovenskej koruny cez jeho postupné uvoľňovanie korigované devízovými intervenciami až po jeho zafixovanie v rámci eurozóny.

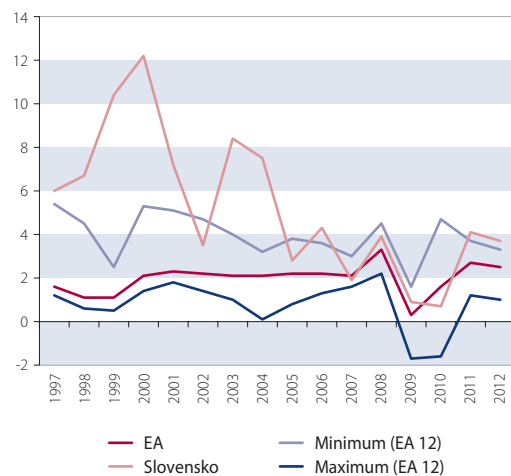
Z pozície guvernéra Národnej banky Slovenska je potrebné na prvom mieste vyzdvihnúť, že v popredí pozornosti profesora Karvaša – národohospodára, bola predovšetkým menová problematika. Príčiny inflácie v dvadsiatych rokoch pritom videl predovšetkým v povojnových rozpočtových schodkoch a v ich krytí krátkodobými pokladničnými poukážkami, ktorými sa vytvárala nová kúpna sila. Cestu k stabilizovanej mene preto videl predovšetkým v obnovovaní narušenej rozpočtovej rovnováhy. Pri analýze príčin inflácie upozorňoval aj na pôsobenie zmien zahraničnej kúpnej sily menovej jednotky ovplyvňujúcej cenovú hladinu a na skutočnosť, že k rozmnožovaniu dochádza krytím štátnych výdavkov pôžičkami a nárastom reťazca splátok úrokov z predchádzajúcich pôžičiek a ich splátok.<sup>2</sup> Takto prezentované a vnímané príčiny inflácie boli v nasledujúcom období jednoznačne potvrdené a v rámci výkonu menovej politiky sme s nimi boli viackrát konfrontovaní. Pridali sa k nim aj administratívne zásahy štátu a dopady uvoľňovania regulovaných cien (graf 4). Aj keď aktuálna inflácia nepredstavuje pre nás momentálne výrazný problém, potreba dosiahnutia rozpočtovej rovnováhy je stále platnou podmienkou stabilnej meny.

Vývoj v Európe v posledných rokoch by bol pre profesora Karvaša zdrojom zaujímavých podkladov pre analýzu príčinných súvislostí finančnej a ekonomickej krízy, ako aj krízy dôvery. Bolo by zaujímavé poznať jeho názor na výber najlepšie-

<sup>2</sup> Hlavatá, Irena: Menová teória a politika v diele L. Karvaša. In: Vývoj ekonomickeho myslenia na Slovensku. Zborník medzinárodnej konferencie, 11. 1. 1996, Bratislava, Ekonomická univerzita 1996, s. 169 – 176.



Graf 5 Vývoj inflácie HICP v eurozóne a na Slovensku (v %)



Zdroj: NBS.

ho riešenia, resp. jeho načasovania. Na jednej strane sme totiž svedkami niekoľko rokov trvajúcej recesie v niektorých krajinách, čo vytvára potrebu prijímania dodatočných konsolidačných opatrení. Na strane druhej vzniká potreba prijímania štrukturálnych opatrení, ktoré si spočiatku vyžadujú zdroje na ich realizáciu, a to vytvára začarovaný kruh.

Svoje predstavy o realizácii menovej politiky predniesol profesor Karvaš na valnom zhromaždení Slovenskej národnej banky 27. februára 1940, kde sa vyjadril, že bolo od počiatku jasné, že hlavným a základným pilierom hospodárstva je stabilná mena. Svoju povinnosť udržiavať stálosť menovej jednotky sa Slovenská národná banka snažila behom roku 1939 s najväčším úsilím splniť. Vo sfére manipulovanej meny sa mohla udržať len prísnou cenovou politikou a udrжанím rovnováhy medzi výrobou a spotrebou.

Rovnako až po súčasnosť sú platné vtedajšie názory Imricha Karvaša súvisiace s požiadavkou účelnej a hospodárskym potrebám zodpovedajúcej mzdovej politiky, úspornej a produktívne orientovanej štátnej finančnej politiky. Nadčasový bol aj názor, že opatrenia vo všetkých oblastiach hospodárskej politiky sa musia harmonicky dopĺňať a navzájom podporovať, pričom výrazný cenový alebo mzdový pohyb, ako aj neúspornosť v štátnych financiách by sa mohli stať príčinou všeobecného pohybu v hospodárskych číslach, čo by koniec koncov muselo vyústiť do silnej, hospodárske hodnoty ničiacej inflácie.<sup>3</sup>

V Karvašovom myslení treba osobitne vyzdvihnúť aj schopnosť vidieť veci v ich mozgnej alebo očakávanej dynamike a perspektíve, v ich zákonnitej logike a v pohybe. V niektorých otázkach

vlastne predstihol svoju dobu, i keď v podstate len posunul vývojovú priamku poznaných vecí do vzdialenejšej budúcnosti. To možno jasne vidieť i v jeho pohľade na predpokladanú ekonomickú integráciu, keď tento proces v tom čase začínal diskusiami. Profesor Karvaš tu jednoznačne už vtedy (1946 – 1947) upozorňoval na fakt, že treba počítať so vznikom nadnárodných organizačných útvarov. Pozoruhodné sú aj jeho názory na potreby vytvorenia nadnárodnej meny, ktoré vychádzajú z poznania, že národné meny rozdrbujú hospodárstvo na malé oblasti; medzištátnej výmene tovarov vznikajú z tejto skutočnosti značné prekážky, ba môžu vyústiť aj do nebezpečných porúch.<sup>4</sup>

Aj napriek tomu, že profesor Karvaš študoval a žil v úplne odlišných ekonomicko-politických podmienkach v porovnaní so súčasnosťou, názory, ktoré prezentoval a presadzoval, sú vo veľkej miere platné aj pre dnešok. Pri pohľade do minulosti sa javí, že centrálni bankári sú úspešnejší pri uplatňovaní a dodržiavaní politiky vedúcich k dosahovaniu cenovej stability. Pozrime sa na prechod k inflačnému cieľeniu a ovplyvňovaniu očakávaní, k presadeniu právnej nezávislosti centrálnych bánk. So zavádzaním inflačného cieľenia, so snahou splniť predstupovú kritériá sa inflácia vo všetkých krajinách znížila a rovnako aj jej rozptyl (do krízy v roku 2009) (graf 5).

Zdá sa však, že hospodárska politika vo väčšine krajín eurozóny má značné rezervy v podobe vysokých deficitov a dlhov, keď sa dobré časy nevyužili na ich nápravu, v podobe vágnych opatrení, ktoré by riešili starnutie populácie, a postupnej straty konkurencieschopnosti Európy. V tejto súvislosti zaujímavou vyznieva spojenie Karvaša – ekonóma, ktorý sa usiluje o teoretickú analýzu vývojových tendencií slovenského hospodárstva, a Karvaša – politiky, keď už v roku 1933 v úvode k svojej práci Sjednocení výrobných podmínek v zemích českých a na Slovensku uvádza, že problém Slovenska je označovaný za problém prevažne hospodársky, čo sa však doteraz neobjavilo v praktickej politike, keď by sme očakávali, že k riešeniu tohto problému sa pristúpi systematicky, vecne a rozvážne tak, ako to hospodárske otázky vyžadujú...<sup>5</sup>

Hoci všetko sa, pochopiteľne, vyvíja, v myšlienkach a teoretickej práci profesora Imricha Karvaša môžeme ešte i dnes nájsť veľa odpovedí aj na súčasné ekonomické otázky Slovenska. Dnešok dáva profesorovi Karvašovi s odstupom času plne za pravdu. Ekonomický pohľad na slovenskú národnú svojbytnosť, na otázky spolupráce V4, myšlienky dezintegrácie ako východiska ekonomickej integrácie na vyššom stupni, ktoré sú v jeho práci obsiahnuté, nestrácajú ani teraz svoju teoretickú hodnotu.<sup>6</sup>

3 Archív Národnej banky Slovenska, fond Slovenskej národnej banky, Zápisnica z 1. valného zhromaždenia SNB 27. 2. 1940, inv. č. 1, k. č. 1.

4 Imrich Karvaš, *Základy hospodárskej vedy*, s. 381.

5 Hlavatý, Egon: *Profesor Imrich Karvaš – vedec, národohospodár, politik a pedagóg*. In: „Ludia, banky a peniaze“ Zborník z konferencie 6. – 8. novembra 2003, Národná banka Slovenska v Academic Electronic Press, NBS 2003, s. 476; Korček, Ľudovít: *Ekonomické myslenie na Slovensku (Úvaha nad teoretickým odkazom prof. Karvaša a a prof. Brišku)*. In: *Vývoj ekonomického myslenia na Slovensku*. Zborník medzinárodnej konferencie 11. 1. 1996. Bratislava, Ekonomická univerzita 1996, s. 41 – 66. Citované podľa Karvaš, Imrich. *Sjednocení výrobních podmínek v zemích českých a na Slovensku*. Praha: Nákladem Sboru pro výzkum Slovenska a Podkarpatské Rusi, 1933, s. 3.

6 Hlavatý, Egon: *Profesor Imrich Karvaš – národohospodár, vedec, politik a pedagóg*, Biatec, ročník 11, č. 2/2003.



# Slovensko verzus Česko: 20 rokov od rozvodu

Radoslav Peter, Tibor Lalinský  
Národná banka Slovenska

V roku 2013 si pripomíname dvadsiate výročie vzniku samostatnej Slovenskej republiky a Českej republiky. Očakávania pri ich vzniku boli rôzne. Viacerí odborníci vnímali rozpačito hlavne perspektívy hospodárskeho vývoja zaostalejšieho Slovenska. Aj dvadsať rokov po rozdelení federatívneho štátu je výkonnosť slovenskej ekonomiky v porovnaní s výkonnosťou českej ekonomiky nižšia. V roku 2012 však rozdiel v HDP na obyvateľa v parite kúpnej sily predstavoval už iba päť percent. Slovensko dosiahlo 75 % a Česká republika 79 % priemeru EÚ. Pred dvadsiatimi rokmi, keď obe ekonomiky vstúpili do éry samostatnosti, bola česká ekonomika až o 60 % výkonnejšia.<sup>1</sup>

## HOSPODÁRSKY RAST A JEHO CHARAKTERISTIKA

Obe ekonomiky zaznamenali počas uplynulých dvadsiatich rokov relatívne dynamický vývoj. Reálny HDP Slovenska rástol v období 1994 až 2012

priemerným ročným tempom 4,4%, reálny HDP Česka rástol tempom 2,7 %. Rýchlosť, akou Slovensko dobiehalo Českú republiku, bola vyššia ako očakávania pri rozdelení federatívneho štátu, aj ako štandardne pozorované tempá dobiehania.

<sup>1</sup> V roku 1995 vytvorilo Slovensko HDP na obyvateľa v parite kúpnej sily v hodnote 7 tis. a Česko v hodnote 11,2 tis., čo predstavovalo 47 % a 76 % vtedajšej výkonnosti EÚ 27.

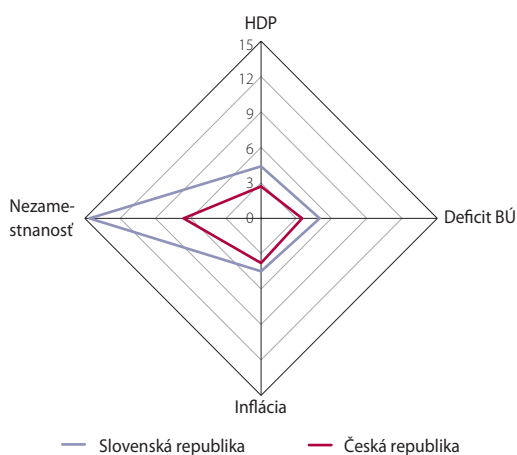
Tab. 1 Priemerné ročné tempo rastu odvetví v období 1998 až 2012 (v %)

	ČR	SR
Poľnohospodárstvo, lesníctvo a rybolov	-0,37	3,81
Priemysel (s výnimkou stavebníctva)	5,38	7,68
Priemyselná výroba	6,91	9,35
Stavebníctvo	-1,18	3,59
Veľkoobchod a maloobchod, doprava, ubytovanie, stravovanie a pohostinstvá	2,70	2,25
Informačné a komunikačné technológie	4,16	3,88
Peňažníctvo a poisťovníctvo	4,25	0,95
Činnosti v oblasti nehnuteľností	4,15	2,94

Zdroj: Eurostat.

Poznámka: odvetvia podľa NACE rev. 2.

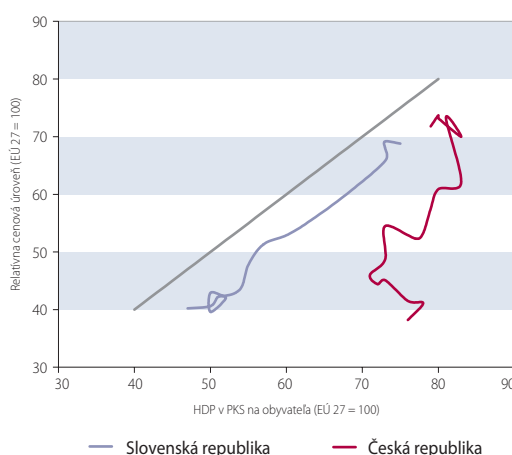
Graf 1 Vnútorne a vonkajšie nerovnováhy slovenskej a českej ekonomiky



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Priemerné ročné hodnoty, resp. priemerné tempá rastu v období 1994 až 2012.

Graf 2 Konvergencia výkonnosti a cenovej úrovne s EÚ 27 v období 1994 až 2012

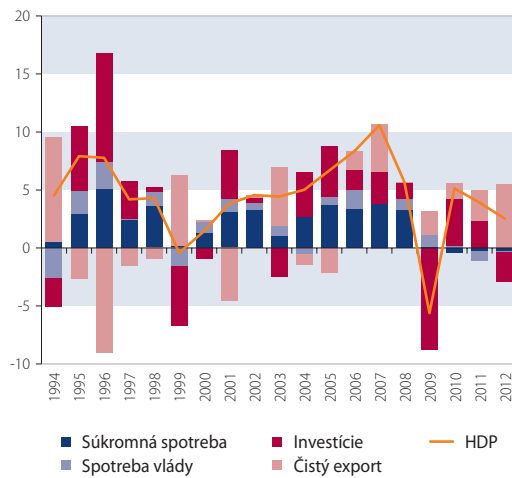


Zdroj: Eurostat.



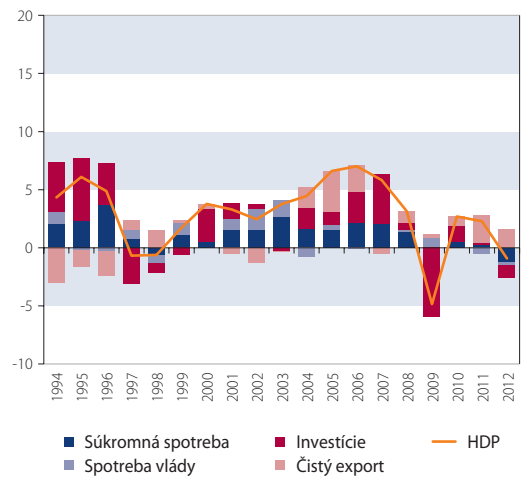


Graf 3 Príspevky k rastu HDP v SR (v % a p. b.)



Zdroj: Eurostat.

Graf 4 Príspevky k rastu HDP v ČR (v % a p. b.)



Zdroj: Eurostat.

Vyšší hospodársky rast na Slovensku v porovnaní s Českom bol v období 1994 až 2012 spojený s vyššími vnútornými aj vonkajšími nerovnovahami. Slovensko malo v priemere vyššiu infláciu, nezamestnanosť aj deficit bežného účtu platobnej bilancie.

Najdynamickejšie rastúcim odvetvím bola v oboch ekonomikách priemyselná výroba, ktorá v období 1998 až 2012 rástla v priemere 9,4% v Slovenskej republike a 6,9% v Českej republike ročne. Relatívne rýchlejšie rástlo aj slovenské stavebníctvo. Naopak sofistikovanejšie sektory peňažníctva a poisťovníctva, resp. informačných a komunikačných technológií, rástli dynamickejšie v Českej republike (tab. 1).

Výdavkový pohľad na rast HDP naznačuje, že všetky zložky HDP rástli v priemere rýchlejšie na Slovensku než v Českej republike. Tempá ich rastu však vykazovali aj väčšiu volatilitu. K rastu prispievala stabilne po väčšinu obdobia domáca spotreba. Jej význam bol však predovšetkým v ostatnom období nahradený zahraničným dopytom, od ktorého je stále viac závislejší vývoj oboch ekonomík.

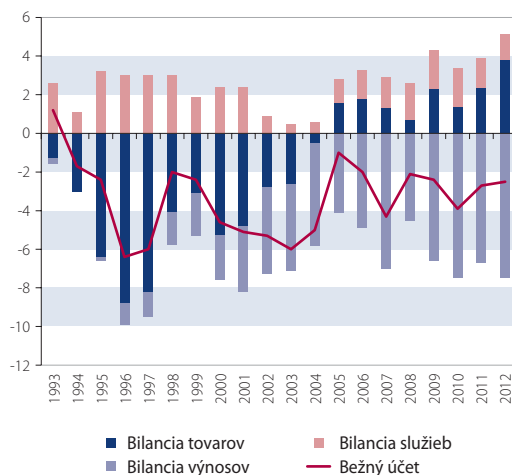
### PLATOBNÁ BILANCIA A VÝVOZNÁ KONKURENCIESCHOPNOSŤ

Tak slovenská, ako aj česká ekonomika sa vyznačujú veľkou otvorenosťou. Podiel zahraničného obchodu na HDP rástol kontinuálne v oboch krajinách. V roku 2012 dosiahol 186% HDP na Slovensku (od roku 1993 nárast o 69 p. b.) a 151% HDP v Českej republike (od roku 1993 nárast o 57 p. b.). Podiel oboch krajín na svetovom obchode oproti roku 1994 vzrástol, pričom zahraničná nerovnovaha v podobne deficitov bežného účtu platobnej bilancie bola výraznejšia na Slovensku.

V prvej dekáde bol vývoj bežného účtu ovplyvnený v oboch krajinách predovšetkým vývojom na podúčte tovarov. V ostatných rokoch je rozhodujúci vývoj bilancie výnosov, a to predovšetkým v Českej republike, ktorá na rozdiel od Slovenska stále eviduje deficit bežného účtu platobnej bilancie.

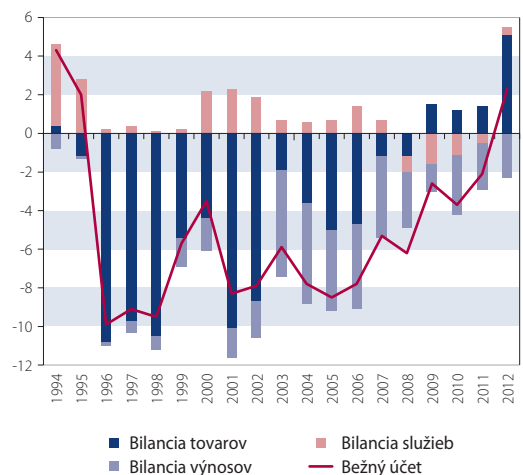
Hlavné zmeny teritoriálnej orientácie vývozu oboch krajín nastali v deväťdesiatych rokoch, keď došlo k prirodzenému zintenzívneniu obchodu

Graf 5 Bežný účet platobnej bilancie ČR (v % HDP)



Zdroj: Eurostat.

Graf 6 Bežný účet platobnej bilancie SR (v % HDP)



Zdroj: Eurostat.



s krajinami EÚ. Od roku 2004 sme boli naopak svedkami zvyšujúceho sa významu obchodných partnerov nepatriacich do EÚ, a to predovšetkým zásluhou obchodu so strojmi a automobilmi. Zatiaľ čo Slovensko vyviezlo mimo EÚ v roku 2004 13 %, v roku 2012 už 16 % celkového vývozu zo Slovenska smerovalo mimo EÚ. V prípade Českej republiky sa podiel vývozu mimo EÚ v rovnakom období zvýšil z 13 % na 19 %. Podiel dovozu z krajín mimo EÚ vzrástol na Slovensku z 21 % v roku 2004 na 26 % v roku 2012, v Čechách z 20 % na 25 %.

Do EÚ tak smerovalo v minulom roku 84 % vývozu zo Slovenska a 81 % vývozu z Českej republiky. Podiel vývozu do eurozóny na celkovom vývoze zaznamenal v období 2004 až 2012 v oboch krajinách ešte výraznejší pokles. V prípade Slovenska klesol z 56 % na 42 % a v prípade Českej republiky o niečo miernejšie, zo 72 % na 63 %.

Najvýznamnejším obchodným partnerom oboch republík je stále Nemecko. Napriek postupnému poklesu jeho váhy smerovalo v roku 2012 do Nemecka viac ako 20 % vývozu zo Slovenska a viac ako 30 % vývozu z Česka. Slovenská republika je druhým najvýznamnejším obchodným partnerom Českej republiky a Česká republika je zároveň druhým najvýznamnejším obchodným partnerom Slovenskej republiky.

Veľkosť a štruktúra vzájomného obchodu Českej republiky a Slovenska sa menili veľmi pomaly. Dovoz z Českej republiky dosahuje už od konca deväťdesiatych rokov približne 17 až 18 % celkového slovenského dovozu. Vývoz do Českej republiky oslabil na prelome storočia, odkedy sa dlhodobo pohybuje na úrovni 13 až 14 % celkového vývozu. Medzi najväčšie položky vzájomného obchodu patrili v posledných rokoch fosílna palivá a oleje (12 % vývozu, 10 % dovozu v roku 2012), železo a oceľ (11 %, resp. 4 %), elektrické prístroje a zariadenia (13 %, resp. 10 %), dopravné prostriedky (6 %, resp. 15 %) a jadrové reaktory a ich časti (12 %, resp. 8 %). Napriek čiastočnému poklesu je obchodná bilancia Slovenska s Českom stále záporná.

Nielen teritoriálna, ale aj odvetvová štruktúra vývozu je veľmi podobná. V posledných rokoch

je možné badať o niečo vyššiu orientáciu slovenského vývozu na stroje a dopravné prostriedky, čo platí najmä pri vývoze mimo EÚ.

Z porovnaní odvetvovej štruktúry vývozu vyplýva, že Slovensko zaostáva vo vývoze high-tech výrobkov a služieb. V roku 2012 mali v Českej republike komodity tejto skupiny dvojnásobne vyšší podiel na celkovom vývoze (8 % v SR oproti 16 % v ČR). Najväčšiu časť (72 %) slovenského hi-tech exportu tvorili elektronické a telekomunikačné zariadenia. Takmer polovicu českého high-tech vývozu tvorili v roku 2012 výrobky a služby patriace do skupiny počítačov, nasledované skupinou elektronických a telekomunikačných zariadení s podielom 35 %.

Obraz o kvalitatívnych rozdieloch medzi porovnávanými ekonomikami poskytuje napríklad aj vývoj výdavkov na výskum a vývoj. Z počiatočnej úrovne 30 eur na osobu na Slovensku a 35 eur na osobu v Českej republike v roku 1993 vzrástli výdavky na výskum a vývoj do roku 2011 na úroveň 68, resp. 273 eur na osobu (čo predstavuje 0,68, resp. 1,84 % HDP). Na Slovensku sa tak tieto výdavky v nominálnom vyjadrení zhruba zdvojnásobili, zatiaľ čo v Českej republike vzrástli takmer osemnásobne.

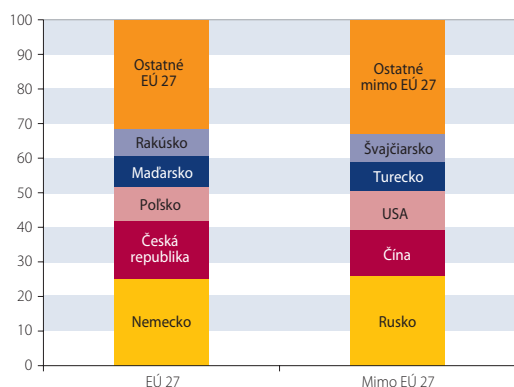
### CENOVÝ VÝVOJ

Cenová hladina na Slovensku rástla v období rozdelení federácie približne rovnakým priemerým tempom ako ekonomická výkonnosť. Rast českého hospodárstva však za vývojom cenovej hladiny zaostával.

Spotrebiteľská inflácia meraná CPI rástla v období 1994 až 2012 priemerným ročným tempom 6,1 % na Slovensku a 4,4 % v Českej republike. Zatiaľ čo pohľad na celkový cenový vývoj v oboch krajinách neindikuje výrazné odlišnosti, zaujímavejší je pohľad na vývoj spotrebného koša, resp. na vývoj váh jeho položiek.

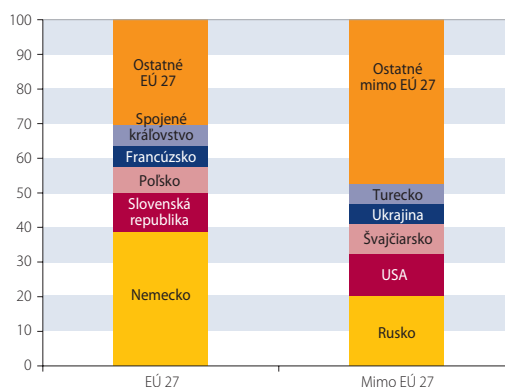
V Slovenskom spotrebnom koši sa stali najväčšou položkou výdavky na domácnosť a energie, a to na úkor potravín a nealkoholických nápojov. Ich váha v období 1996 až 2012 vzrástla viac než dvojnásobne. Najdynamickejšie však rástol objem

Graf 7 Teritoriálne zloženie slovenského vývozu do EÚ a mimo EÚ (v %, rok 2012)



Zdroj: Eurostat.

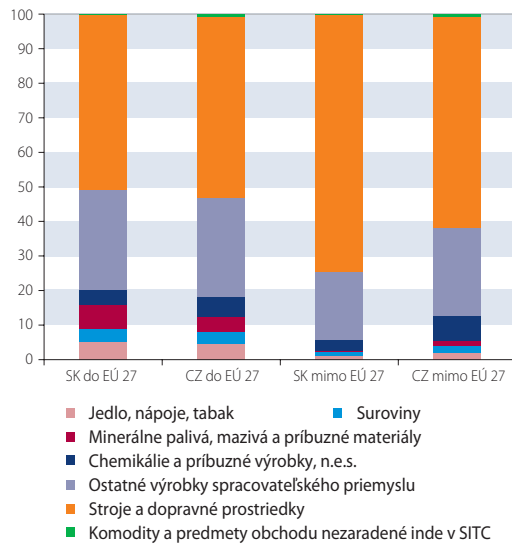
Graf 8 Teritoriálne zloženie českého vývozu do EÚ a mimo EÚ (v %, rok 2012)



Zdroj: Eurostat.

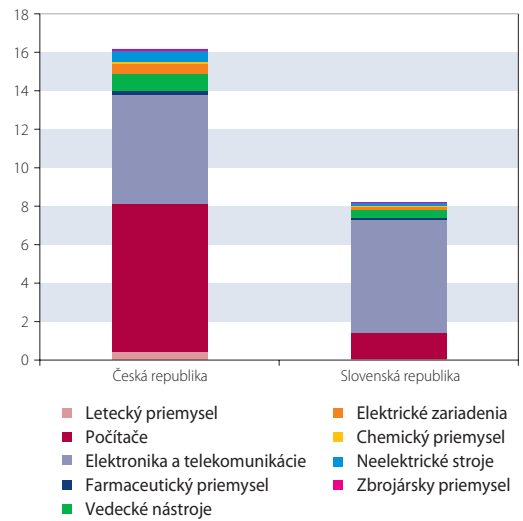


**Graf 9 Odvetvová štruktúra vývozu z ČR a SR v roku 2012**



Zdroj: Eurostat.  
Poznámka: Odvetvia podľa SITC.

**Graf 10 Štruktúra a podiel high-tech exportu SR a ČR v roku 2012 (v % celkového exportu)**



Zdroj: Eurostat.

výdavkov na telekomunikácie, ktoré vzrástli až sedemnásobne. V dynamike rastu váhy v spotrebnom koši nasledovali výdavky na zdravie a vzdelanie (6-, resp. 5-násobný nárast oproti roku 1996). Podobne aj v českom spotrebnom koši dominujú výdavky na domácnosť a energie. Ich váha je však nižšia než na Slovensku a od roku 1996 vzrástla „len“ o necelých 50 %. Najdynamickejšie rastúcimi boli výdavky na vzdelanie a zdravie (5-, resp. 3-násobný nárast).

### TRH PRÁCE

Rast výkonnosti ekonomiky a proces dobíhania ekonomickej úrovne EÚ sa opieral tiež o predstih v raste produktivity práce oproti krajinám EÚ. Dobíhanie v reálnej produktivite práce na zamestnanca priemerným tempom 4,1% na Slovensku a 2,1% v Českej republike (až na úroveň 81% a 72% porovnaní s priemerom EÚ) bolo v oboch krajinách podporené rozsiahlymi investíciami vrátane priamych zahraničných investícií, ktoré umožnili technologickú obnovu a vyššiu účinnosť výrobných faktorov. Nemenej významné pre rast produktivity práce boli opatrenia na zníženie nákladov práce cestou znižovania prezamestnanosti.

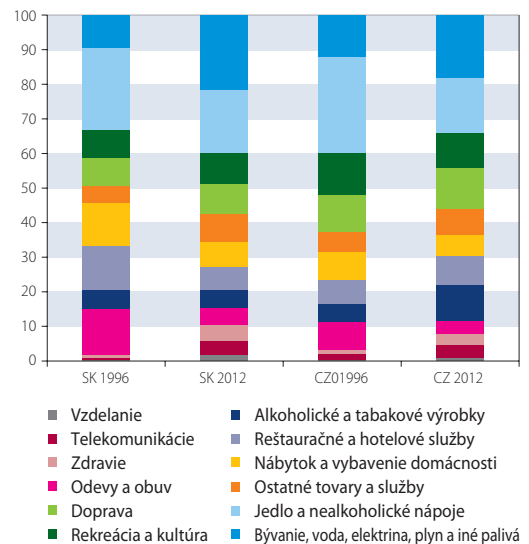
Miera zamestnanosti na Slovensku v roku 2012 dosiahla 59,7%, čo je výrazne menej než 66,5% v Českej republike, resp. 65,2% v EÚ. Naopak miera nezamestnanosti sa v tomto roku pohybovala na Slovensku na úrovni 14%, zatiaľ čo v Českej republike na úrovni 7% a podobné úrovne dosahujú aj priemery za obdobie 1994 až 2012 (14,6% a 6,6%).

Podiel dlhodobo nezamestnaných sa na Slovensku z úrovni okolo 50% vyšplhal do roku 2012 až na 67% všetkých nezamestnaných. V Českej republike nebola dlhodobá nezamestnanosť takým typickým fenoménom ako na Slovensku, Česko

však tiež zaznamenalo výrazný nárast dlhodobej nezamestnanosti. Z 30% podielu nezamestnaných sa podiel dlhodobo nezamestnaných zvýšil do roku 2012 na 43%. V skupine mladých ľudí do 25 rokov nepracoval v roku 2012 na Slovensku každý tretí (34%), zatiaľ čo v Českej republike každý piaty (20%). Aj rozdiely v nezamestnanosti mladých, podobne ako v prípade celkovej a dlhodobej nezamestnanosti, pretrvávali počas celých 20 rokov po rozdelení.

Sektorové zloženie pracujúcich je na Slovensku a v Českej republike podobné. V porovnaní s priemerom EÚ (23%) je v oboch krajinách väčší sektor priemyslu (32% a 36%) na úkor sektora služieb.

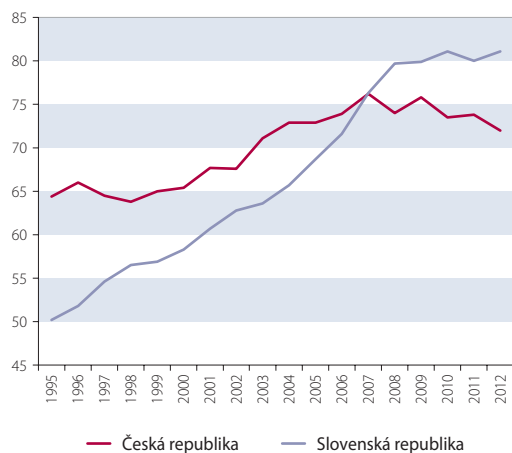
**Graf 11 Zloženie spotrebného koša v SR a ČR (v %)**



Zdroj: Eurostat.

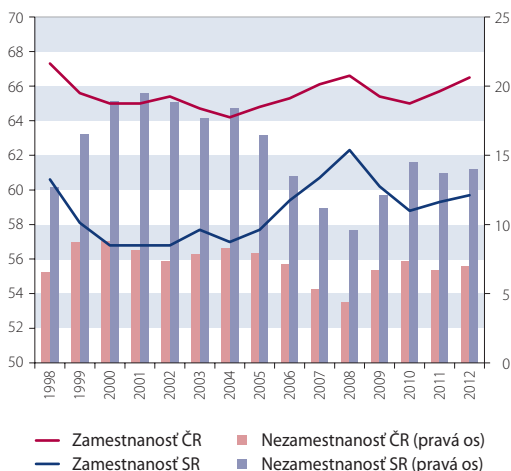


Graf 12 Vývoj relatívnej produktivity práce (PKS na zamestnanú osobu v % EÚ)



Zdroj: Eurostat.

Graf 13 Vývoj miery zamestnanosti a miery nezamestnanosti (v %)



Zdroj: Eurostat.

## ZÁVER

Hospodársky vývoj nemal ani v jednej z krajín jednoznačný priebeh, Slovenská ekonomika však rástla relatívne rýchlejšie. Pri hodnotení si však treba uvedomiť oveľa horšiu štartovaciu pozíciu Slovenska v roku 1993 a teda aj pôsobenie efektu dobiehania. Na druhej strane však za relatívnym slovenským úspechom môže stáť aj aktívnejší prístup k zásadným zmenám v ekonomike, ktoré začali štrukturálnymi reformami krátko pred vstupom do EÚ a vyvrcholili zavedením eura. Napriek

tomu, že v mnohých ukazovateľoch Slovensko svojich západných susedov rýchlo dobiehalo, stále zaostáva v životnej úrovni, kvalite školstva, zdravotníctva či technologickej úrovni priemyslu. Ako naznačujú nezávislé hodnotenia konkurencieschopnosti a kvality podnikateľského prostredia, udržanie vyššieho tempa hospodárskeho rastu na Slovensku a ďalšia konvergencia k západným susedom si vyžiada zvyšovanie kvality vzdelávania a kvality verejných služieb, rozvoj infraštruktúry, zníženie byrokracie a úrovne korupcie.

## I N F O R M Á C I E

### Dňa 2. januára 2014 sa končí výmena slovenských mincí

Národná banka Slovenska upozorňuje širokú verejnosť, že posledným dňom výmeny slovenských obehových mincí za eurá je 2. január 2014. Po tomto termíne nebude už výmena slovenských mincí možná. Pokiaľ majú občania záujem vymeniť mince bývalej slovenskej koruny, môžu tak urobiť každý pracovný deň od 7.30 h do 12.00 h v ústredí Národnej banky Slovenska alebo na piatich expozitúrach NBS v Nových Zámkoch, Banskej Bystrici, Žiline, v Košiciach a v Poprade.

NBS zároveň dáva do pozornosti, že slovenské bankovky, ako aj pamätné slovenské mince sa dajú vymeniť za eurá bez časového obmedzenia.

V čase vydania tlačovej správy o ukončení výmeny slovenských mincí sa v obehu sa nachádzalo ešte viac ako 19 mil. ks bankoviek v hodnote 2,4 mld. Sk, takmer 392 mil. ks obehových mincí v hodnote takmer 720 mil. Sk a 934 tis. ks slovenských pamätných mincí v hodnote 698,9 mil. Sk. Hodnota slovenských peňazí v obehu je 3,84 mld. Sk.



Národná banka Slovenska v spolupráci s rádiom *Expres* vyhlásila súťaž o najväčší počet nazbieraných slovenských mincí. Podmienkou bolo, že výherca musí prísť mince vymeniť do NBS. Rekordmanom sa stal poslucháč z Bratislavy, ktorý do NBS priniesol 11 368 kusov slovenských mincí. Súčasne si prevzal aj výhru – sporiteľničku v tvare prasiatka, v ktorej bolo 100 jednéhoeurových mincí.



# Determinanty miery úspor na Slovensku

(so zameraním na krízový rok 2009)

1. časť

RNDr. Monika Pécsyová, Milan Vaňko, MSc, Ing. Mgr. Gabriel Machlica

*V roku 2009 došlo v krajinách EÚ aj na Slovensku k nárastu miery úspor domácností aj napriek poklesu ich reálnej mzdovej bázy. Naznačuje to teda, že domácnosti znížili svoju spotrebu pod vplyvom neistoty a negatívnych očakávaní o ich budúcom príjme. Cieľom článku je vysvetliť vývoj miery úspor na Slovensku pomocou rozličných fundamentov na základe ekonomickej teórie a empirickej literatúry. Miera úspor je odhadovaná na makroekonomickej úrovni prostredníctvom modelov s členom korigujúcim chybu (tzv. error correction modely), kde porovnáme úroveň skutočnej a rovnovážnej miery úspor v roku 2009. Špecifická miera úspor slovenských domácností odhadneme aj na mikroekonomickej úrovni pomocou rodinných účtov z roku 2008 na základe lineárnej regresie.*

- 1 Hrubý disponibilný dôchodok aj úspory zahŕňajú úpravu vyplývajúcu zo zmien čistého majetku domácností v rezervných penzijných fondoch.
- 2 Ando, Albert; Modigliani, Franco (1953).
- 3 V angličtine tzv. precautionary motive.
- 4 V angličtine tzv. liquidity constraints.
- 5 Loayza, N. et al. (2000).
- 6 Katayana, K. (2006).
- 7 Hurioka, Ch. (2006).

## 1. PREHLAD LITERATÚRY K TEJTO TÉMATIKE

Úspory domácností (ozn.  $S$ ) sú definované ako rozdiel medzi ich hrubým disponibilným dôchodkom (ozn.  $Y$ ) a spotrebou určenou na nákup tovarov a služieb (ozn.  $C$ ). Hrubý disponibilný dôchodok je v podstate čistá mzda, resp. dôchodok, po zaplatení daní a poplatkov, ale bez splátok hypoték a iných finančných záväzkov. Domácnosti si odkladajú časť súčasného príjmu, aby si zabezpečili zdroje na budúcu spotrebu. Svoje úspory zvyčajne investujú do finančných aktív, ako sú napr. vklady v bankách, alebo do reálnych aktív, napr. do nehnuteľností. Úspory sú tiež určitým druhom ochrany v prípade neočakávanej straty príjmu. Miera úspor predstavuje podiel odloženej spotreby na disponibilnom príjme:<sup>1</sup>

$$S_R = \frac{Y - C}{Y} = \frac{S}{Y}$$

Rozhodnutie domácností o tom, koľko zo svojho príjmu použijú na súčasnú alebo budúcu spotrebu, sa v súčasnosti, v čase postupného oživovania z globálnej krízy stáva predmetom čoraz väčšieho záujmu. Spotreba domácností tvorí vo väčšine krajín viac ako 50 % HDP a ovplyvňuje zahraničný obchod aj investície.

Domácnosti majú rôzne motívy šetrenia. Najdôležitejším determinantom spotreby je podľa Keynesovej teórie absolútneho dôchodku (1937) disponibilný príjem, pričom s jeho nárastom dochádza aj k rastu miery úspor.

Neskoršie empirické dôkazy však ukázali, že to platí skôr v krátkodobom horizonte. Protichodné zistenia Keynesovej teórie sa snažil v 50-tych rokoch vysvetliť Modigliani<sup>2</sup>. Jeho teória životného cyklu hovorí, že ľudia majú tendenciu počas života „vyhladiť“ svoju spotrebu. Tá teda tvorí konštantnú časť súčasnej hodnoty ich celoživot-

ného príjmu. To znamená, že domácnosti šetria najmenej, keď sú najmladšie a majú najmenší príjem. Postupom času s rastom príjmu sa ich miera úspor zvyšuje a v dôchodkovom veku čerpajú z úspor. Rozšírenie Keynesovej teórie predstavil v roku 1957 vo svojej teórii permanentného príjmu Friedman. Podľa neho, ak domácnosti čelia poklesu bežného príjmu a veria, že je dočasný, čerpajú z úspor. Ak však považujú zmenu svojich príjmov za trvalú, prispôbia tomu aj svoje spotrebitelské návyky.

Ďalšia teória spomína tzv. opatrnostný motív<sup>3</sup>. Podľa nej ľudia šetria viac, ak sa nazdávajú, že sa ich príjem môže znížiť. Jedným z vysvetlení, prečo ľudia šetria, je aj motív zanechania dedičstva pre mladšie generácie. Ďalším vysvetlením môže byť reakcia domácností na vývoj vládnych úspor. Ľudia šetria viac, keď vládne úspory klesajú, pretože očakávajú v budúcnosti vyššie dane. Táto teória, ktorá je však podmienená veľmi silnými predpokladmi, sa nazýva Rikardiánska ekvivalencia (1979). Mieru úspor tiež môžu zvyšovať sprísnené podmienky poskytovania pôžičiek alebo nerozvinutý finančný systém<sup>4</sup>, rast úrokových mier a rast cien ich aktív a nehnuteľností – tzv. efekt bohatstva.

Miera úspor sa výrazne líši nielen v rámci individuálnych domácností, ale aj na agregátnej úrovni v rámci jednotlivých krajín sveta. Bohatšie krajiny majú väčšiu mieru úspor, v prípade chudobnejších krajín sa však potvrdzuje väčšia senzitivita na zmenu príjmu.<sup>5</sup> Počas posledných rokov minulého storočia došlo k výraznému poklesu miery úspor v USA a Veľkej Británii najmä v dôsledku rastu cien nehnuteľností, nízkych úrokových mier a dostupnosti úverov. Klesajúcu mieru úspor v Japonsku vysvetľuje najmä starnutie obyvateľstva.<sup>6</sup> V Číne naopak dochádza k rastu miery úspor, k čomu prispieva najmä klesajúci podiel detí na celkovej populácii.<sup>7</sup>



## 2. VÝVOJ MIERY ÚSPOR NA SLOVENSKU A V KRAJINÁCH EÚ 27

### 2.1 Vývoj miery úspor na Slovensku v období 1995 – 2009

Vývoj miery úspor na Slovensku v období 1995 až 2009 charakterizuje relatívne vysoká variabilita. V rokoch 1995 až 2000 dosahovala miera úspor dvojciferné hodnoty. Počas rokov 2001 až 2004 dochádza k jej výraznému poklesu. Vláda v tom čase prijala viacero reštriktívnych konsolidačných opatrení zameraných na makroekonomickú stabilizáciu. Tie zvýšili infláciu, čím došlo k poklesu reálnych príjmov. Navyše pretrvávala vysoká miera nezamestnanosti. V tomto období došlo k reforme bankového sektora, čo prispelo k naštartovaniu úverového trhu. Dovtedy bola totiž miera zadlženosti domácností<sup>8</sup> na veľmi nízkej úrovni. Postupný rozvoj úverového trhu spolu s poklesom úrokových mier prispel k rastúcemu zadlženiu domácností. Historicky najnižšiu mieru úspor (5,8 %) dosiahli slovenské domácnosti v roku 2004. V nasledujúcom období sa prejavil pozitívny vplyv makroekonomickej stabilizácie a spustenie štrukturálnych reforiem. S poklesom nezamestnanosti, tvorbou nových pracovných miest a stúpajúcimi reálnymi príjmami sa zvýšil aj podiel úspor obyvateľstva na príjme. K nárastu významnou mierou prispela aj dôchodková reforma.

Globálna ekonomická kríza sa v roku 2009 prejavila na Slovensku poklesom ekonomiky, zamestnanosti a reálneho disponibilného príjmu. Napriek tomu však došlo k rastu miery úspor. Kríza sa odrazila aj na štruktúre výdavkov domácností, keď v súlade s očakávaniami klesla spotreba najmä tovarov dlhodobej spotreby, ktoré nie sú nevyhnutne potrebné pre život. Klesli tiež výdavky na hotely, kaviarne a reštaurácie a iné tovary a služby (tzv. luxusné tovary), ktoré nie sú predmetom každodennej spotreby.

### 2.2 Mikroekonomický pohľad na mieru úspor na Slovensku v roku 2008

Mieru úspor môžeme sledovať aj prostredníctvom mikroekonomických údajov z rodinných účtov. Rodinné účty predstavujú reprezentatívny prieskum, ktorý je zameraný na zisťovanie peňažných a nepeňažných výdavkov domácností. Keďže prieskum poskytuje údaje o príjmoch a výdavkoch, umožňuje skúmať správanie domácností, pokiaľ ide o ich úspory. Pre rok 2008 bolo v Slovenskej republike do zisťovania vybraných 4718 súkromných domácností. Použitím údajov za príjmy a výdavky sme pre potreby tohto materiálu použili nasledujúcu definíciu miery úspor:

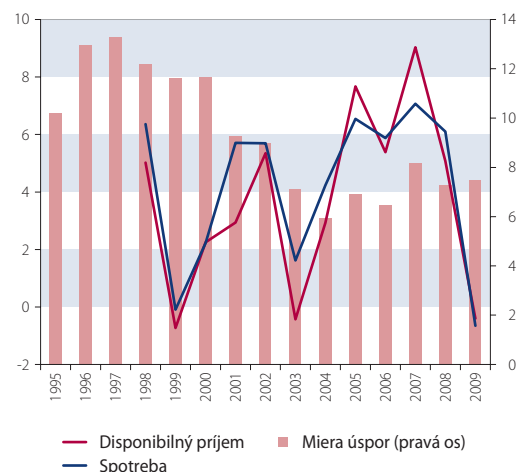
$$S_{R_{adj}} = \frac{Y_{adj} - C}{Y_{adj}}$$

Premenná  $Y_{adj}$  predstavuje hrubý disponibilný príjem očistený od výdavkov na splácanie hypotéky. Podľa metodiky národných účtov by úrokové náklady mali byť súčasťou bežných výdavkov. Keďže však rodinné účty nerozlišujú splácanie istiny a platenie úrokov, výdavky spojené s hypotékou sme od bežných výdavkov odpočítali. Premenná  $C$  vyjadruje spotrebu domácností definovanú podľa národných účtov.

Priemerná úroveň miery úspor sa v roku 2008 pohybovala na úrovni 12,9 %, čo znamená, že podľa nami zvolenej metodiky priemerná domácnosť usporila v tomto roku 12,9 % zo svojich príjmov. Vzhľadom na rôzne charakteristiky domácností je však miera úspor rozdielna. Základným rozdielom je úroveň príjmov, kde sa miera úspor smerom k vyšším príjmom zvyšuje (graf 3). Pri domácnostiach s príjmom nižším ako 10 000 Sk<sup>9</sup> na mesiac dochádza k zápornej hodnote úspor, v priemere ich spotreba prevyšuje ich príjem. Naopak domácnosti s príjmom vyšším ako 50 000 Sk za mesiac sú schopné usporiť až 30 % zo svojich

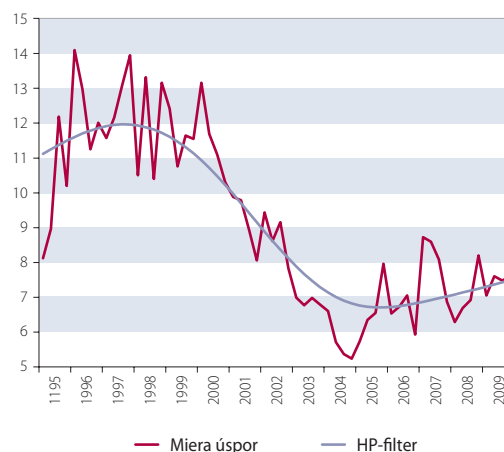
8 Mieru zadlženosti definujeme ako podiel stavu úverov na HDP.  
9 Rodinné účty z roku 2008 pracujú ešte so slovenskými korunami.

Graf 1 Rast hrubého disponibilného dôchodku, spotreby domácností a miera úspor (v %)

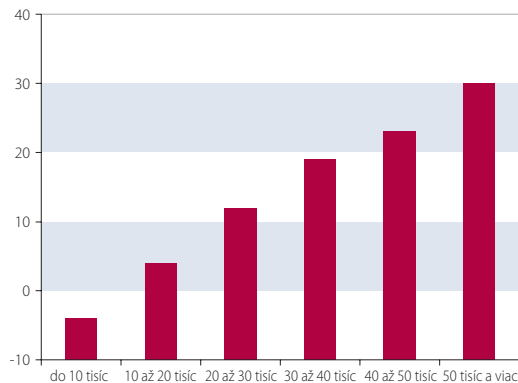


Zdroj: ŠÚ SR.

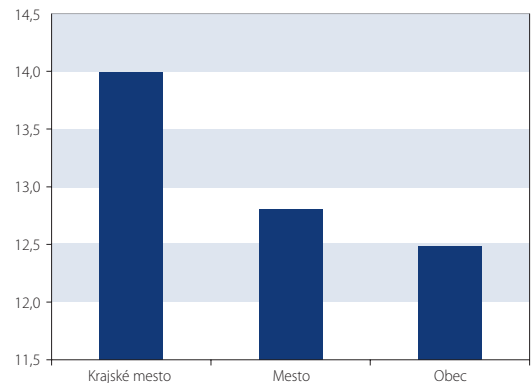
Graf 2 Miera úspor a jej trend v SR (v %, sezónne upravená)



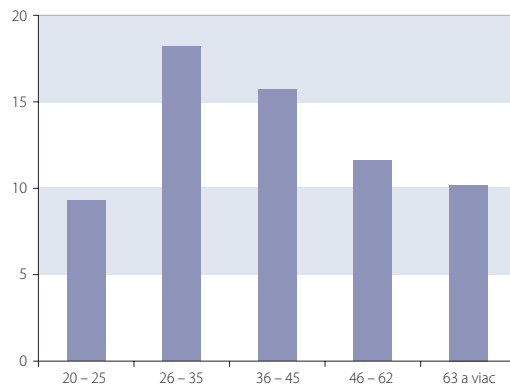
Zdroj: ŠÚ SR, vlastné výpočty.

**Graf 3 Miera úspor podľa príjmových kategórií (v %)**

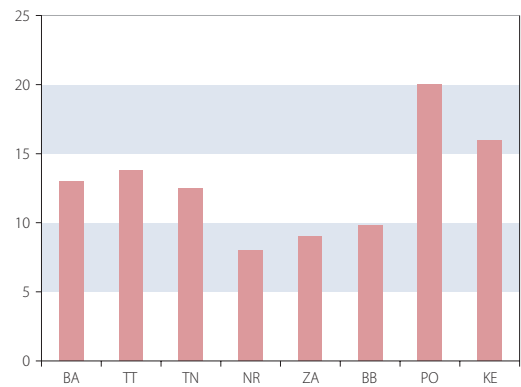
Zdroj: Rodinné účty, vlastné prepočty.

**Graf 5 Miera úspor podľa typu obce (v %)**

Zdroj: Rodinné účty, vlastné prepočty.

**Graf 4 Miera úspor podľa vekových kategórií (v %)**

Zdroj: ŠÚ SR, NBS.

**Graf 6 Miera úspor podľa jednotlivých krajov (v %)**

Zdroj: ŠÚ SR, NBS.

príjmov. Na základe vekového rozloženia (graf 4) je miera úspor najvyššia v skupine 26- až 35-ročných, čo môže súvisieť s úsporami na bývanie. Táto skupina usporí vyše 18 % zo svojho príjmu. Dôchodcovia dokážu usporiť niečo cez 10 % zo svojho príjmu. Toto rozloženie však súvisí aj s rozložením príjmu, keď vyššie vekové skupiny majú zároveň aj nižšie príjmy v porovnaní s mladšími vekovými kategóriami.

Obyvatelia krajského mesta vedú usporiť skoro 14 % zo svojho príjmu, kým obyvatelia obcí usporia 12,5 %. Z krajov najviac sporia domácnosti v Prešove a v Košiciach, v ostatných krajoch sa miera úspor pohybuje pod hranicou 15 %.

### 2.3 Porovnanie miery úspor na Slovensku a v krajinách EÚ 27

Mieru úspor na Slovensku a v krajinách EÚ 27 porovnáva graf 7. Vidíme, že Slováci šetria dlhodobo podstatne menej, ako je priemer EÚ. Dôvodov je niekoľko, napr. rozdiely v príjme (vo všeobecnosti platí, že väčší príjem vedie k vyššej miere úspor), rozdiely v bohatstve (nárast bohatstva vedie k poklesu miery úspor) alebo rozdiely v dostupnosti úverov. K rozvoju finančného sektora a nástupu nových finančných produktov došlo na Slovensku

s podstatným oneskorením v porovnaní s krajinami západnej Európy. Nejde len o podielové fondy či sporenie v doplnkových dôchodkových spoločnostiach, ale aj o pôžičky. Až do polovice deväťdesiatych rokov museli Slováci najskôr ušetriť, až potom kupovať. Prudký rozvoj splátkových produktov po roku 2000 umožnil nakupovanie aj bez predchádzajúceho šetrenia. Napriek tomu to však stále vyzerá, že Slováci sa zatiaľ len veľmi pomaly učia žiť na dlh, keďže miera zadlženia domácností je v porovnaní s vyspelými ekonomikami EÚ stále veľmi nízka (graf 8).

Ďalším faktorom je, že obyvatelia krajín eurozóny dávajú podstatne viac peňazí do penzijných produktov. Hoci sa tieto krajiny nepustili do takých výrazných reforiem dôchodkového systému ako SR, súkromné penzijné schémy v štátoch eurozóny fungujú už desiatky rokov a národné vlády ich široko podporujú rôznymi daňovými úľavami. K ďalším faktorom spôsobujúcim rozdiely v miere úspor v rámci krajín EÚ patria demografické rozdiely, očakávania domácností a kultúrne a sociálne rozdiely.

Graf 9 poskytuje pohľad na mieru úspor v rámci krajín EÚ 27 v roku 2008. V roku 2008 zaznamenali najvyššiu mieru úspor spomedzi krajín EÚ Belgic-

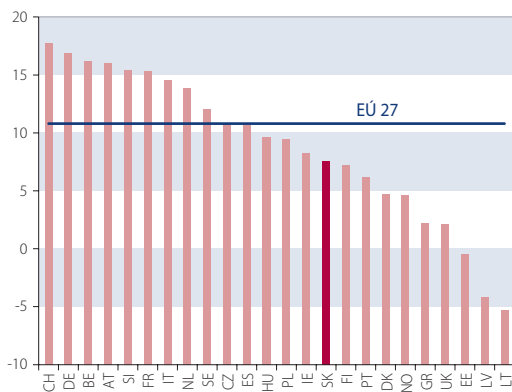


Graf 7 Miera úspor v SR a EÚ 27 (v %)



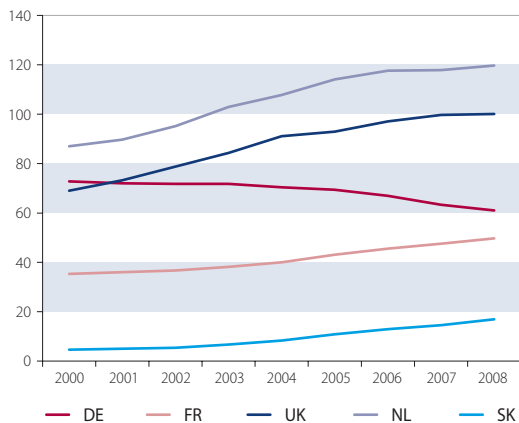
Zdroj: Eurostat, ŠÚ SR.

Graf 9 Miera úspor krajín EÚ z roku 2008 (v %)



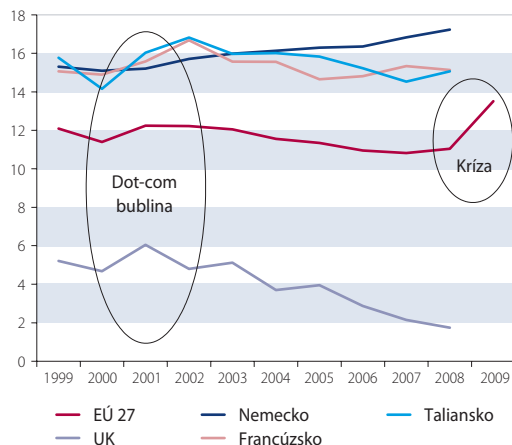
Zdroj: Eurostat, ŠÚ SR.

Graf 8 Porovnanie miery zadlženosti domácností vo vybraných krajinách (v %)



Zdroj: Eurostat, ŠÚ SR.

Graf 10 Miera úspor najväčších krajín EÚ v rokoch 1999 – 2008



Zdroj: Eurostat.

ko, Nemecko a Francúzsko. Slovensko má v rámci krajín eurozóny jednu z najnižších mier úspor, menej si zo svojho disponibilného dôchodku odkladajú už len Portugalci a Gréci, v celoeurópskom porovnaní aj Dáni, Poliaci, Angličania a obyvatelia pobaltských krajín. Celkovo bol v období 1999 až 2009 v prípade štyroch najväčších krajín EÚ okrem

Nemecka pozorovaný klesajúci trend miery úspor (graf 10). Ten bolo narušený nárastom v roku 2001 po prasknutí „dot-com bubliny“<sup>10</sup> a v roku 2009 po prepuknutí globálnej hospodárskej krízy.

10 Internetová akciová bublina je označenie pre obdobie, počas ktorého silno narastala hodnota takzvaných dot-com spoločností podnikajúcich v oblasti internetu (používali doménu .com). Po ochladení hodnota prudko klesla a veľa spoločností skrachovalo.

Pokračovanie v budúcom čísle.





# Manažment likvidity v kontexte novej európskej regulácie

Matej Krčmár  
Národná banka Slovenska

*Manažment likvidity finančných inštitúcií je oblasť, v ktorej svojho času platila nepísaná téza, že likvidita nemusí byť riadená na sektorovej úrovni, keďže likvidita v bankovom sektore vždy bola a vždy bude. Zjednodušene povedané, akékoľvek finančné aktíva budú na trhoch viac či menej likvidné. Tento predpoklad bol podporený predkrízovým rastom trhu aktív a veľmi ľahkým prístupom k získaniu financií za nízku cenu.*

1 Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 575/2013 o prudenciálnych požiadavkách na úverové inštitúcie a investične spoločnosti a o zmene nariadenia (EÚ) č.

648/2012, označované aj ako CRR (Credit Requirement Regulation).

2 Smernica Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 2013/36/EÚ o prístupe k činnosti úverových inštitúcií a prudenciálnom dohlade nad úverovými inštitúciami a investičnými spoločnosťami, o zmene smernice 2002/87/ES a o zrušení smerníc 2006/48/ES a 2006/49/ES, označovaná aj ako CRD IV (Credit Requirement Directive).

Turbulentné roky 2007 a 2008 na finančných trhoch priniesli novú skúsenosť, ukazujúc, ako rýchlo sa môže rozplynúť dostupnosť trhovej likvidity a že platnosť uvedenej tézy stojí viac na silných predpokladoch z čias dobrých trhových podmienok a ekonomických fundamentov. Jednoduchý prístup inštitúcií k trhovej likvidite sa v stresovej situácii nepotvrdil. Aj keď sa vedú polemiky, či to bolo spôsobené viac nedostatkom trhovej likvidity alebo stratou dôvery. Výsledkom bolo, že banky napriek adekvátnej úrovni kapitálu nedokázali obozretne riadiť svoju likviditu, čo malo ďalekosiahle následky na finančný sektor, ale aj na reálnu ekonomiku. Situácia si vyžiadala zásah centrálnych bánk na podporu trhov a v niektorých prípadoch aj individuálnych inštitúcií. Kríza na jednej strane ukázala, ako vývoj na finančných trhoch v poslednom desaťročí zvýšil zložitosť riadenia rizika likvidity a upozornila na dôležitosť venovať mu zvýšenú pozornosť. Pretože nedostatok likvidity v individuálnych inštitúciách a jej obmedzený prístup na finančný trh môže mať významný negatívny dosah na celý finančný systém. Na druhej strane kríza opätovne navrátila otázku významu likvidity pre riadne fungovanie tak finančných trhov, ako aj bankového sektora.

## RIZIKO LIKVIDITY – TERMINOLÓGIA A JEHO ELIMINÁCIA V RÁMCI NOVEJ REGULÁCIE

Prvý ucelený návrh manažmentu rizika likvidity predložil Bazilejský výbor už v roku 2008. O dva roky neskôr prišiel s prvým návrhom kvantitatívnych ukazovateľov na vykazovanie úrovne krytia likvidity. V januári 2013 bol predstavený nový balík modifikácií parametrov pôvodného ukazovateľa, vychádzajúci z prvých skúseností a kvantifikácií dobrovoľného výkazníctva (reportingu). Nový balík obsahoval zmeny, ako napríklad definíciu likvidných aktív a čistých záporných finančných tokov, a posun plnej záväznosti z roku 2015 na január 2019.

Jedným z opatrení na zamedzenie vzniku krízy likvidity vo finančnom sektore na európskej úrovni je nová regulácia v šiestej časti nariadenia<sup>1</sup> (Credit Requirement Regulation – CRR) a v ďalších samostatných článkoch nariadenia i smernice<sup>2</sup> (Credit Requirement Directive – CRD IV), inšpirovaných

návrhom Bazilejského výboru (Bazilej III), ktoré boli prijaté 26. 6. 2013 s účinnosťou od 1. 1. 2014. Patria do balíčka opatrení, tzv. *single rule book*, ktorých cieľom je podporiť jednotné pravidlá pre posilnenie jednotného trhu a obozretného podnikania finančného sektora, posilniť schopnosť trhu absorbovať šoky vyplývajúce z finančných a ekonomických stresov, zabrániť prelievaniu rizík z finančného sektora do reálnej ekonomiky a v neposlednom rade zabrániť príležitostiam na regulačnú arbitráž.

V oblasti likvidity nariadenie CRR okrem iného zjednocuje terminológiu a rovnako ako iné anglické zdroje používa len termíny „*liquidity*“ (likvidita), „*inflow*“ (kladný peňažný tok) a „*outflow*“ (záporný peňažný tok). Výraz „*solvency*“ (platobná schopnosť) sa nepoužíva v súvislosti s likviditou, ale spája sa len s kapitálovou primeranosťou.

V našej legislatíve a aj v niektorej českej i slovenskej odbornej literatúre sa naopak v súvislosti s likviditou bánk používa aj termín platobná schopnosť. Pravdepodobne to súvisí s udalosťami 90-tych rokov minulého storočia, keď sa v tomto hospodárskom priestore často skloňovala platobná neschopnosť firiem a tak sa toto vymedzenie prenieslo aj do bankového sektora.

Platobná schopnosť sa chápe v zmysle momentálnej hotovosti, ktorú môže podnik použiť na úhradu splatných záväzkov v danom termíne, teda že podnik má k dispozícii (v pokladni a na účtoch) viac voľných finančných prostriedkov, ako je suma splatných záväzkov. Takto chápanú platobnú schopnosť – ako schopnosť riadne a včas plniť peňažné záväzky z naakumulovaných príjmov – nemožno používať v bankovom sektore z niekoľkých dôvodov. Hlavným rozdielom je, že základnou úlohou bánk je transformácia splatnosti krátkodobých vkladov (vysoko likvidných zo strany ich vlastníka) do rôznych typov likvidných a nelikvidných aktív (úverov), zvyčajne s výrazne dlhšou splatnosťou ako vklady. Banka z povahy svojej činnosti pracuje s asymetriou splatností svojich aktív a pasív, ktorá môže byť zmluvná alebo odhadovaná, a za určitých okolností môžeme hovoriť aj o neočakávanej splatnosti. Na jednej strane zmluvná splatnosť vychádza zo zmluvných podmienok a vplyva na splatnosť, ktorú banka



odhaduje podľa svojho obchodného modelu. Na druhej strane klienti môžu vyčerpať viac vkladov, resp. opätovne vložiť (*roll over*) menej vkladov, ako banka odhadovala, alebo môžu využiť možnosť výberu vkladu pred jeho splatnosťou aj za cenu pokuty, čo banka neočakávala. Zároveň pri riadení likvidity je treba vziať do úvahy odlišnú mieru istoty peňažných tokov bánk tak na strane aktív, ako aj na strane pasív, pretože sú ovplyvňované vonkajšími udalosťami a aj samotným správaním klientov jednotlivých segmentov. Z toho vyplýva, že banky splatné záväzky zvyčajne pokrývajú priebežne cez kladné peňažné toky plynúce buď z aktív, alebo aj z premeny aktív na hotovosť, alebo čerpaním likvidity z centrálnej banky. Preto ak hovoríme o likvidite bánk, máme na mysli ich schopnosť financovať nárast aktív a plniť splatné záväzky pri asymetrii splatností s cieľom zachovať ziskovosť bez spôsobenia nečakaných strát.

S rastom aktív súvisí diverzifikácia a kvalita portfólia bánk. Banka musí mať také kvalitné aktíva, že v prípade neočakávaných udalostí vyplývajúcich z rôznych zdrojov je schopná rýchlo premeniť tieto aktíva na hotovosť. Pri manažmente likvidity banky teda ide prioritne o riadenie finančných transakcií, ktoré zo svojej podstaty vystavujú banku riziku likvidity. To pramení z nedostatočnej predajnosti, resp. kúpy aktíva. V dôsledku toho má manažment rizika likvidity v bankovom sektore dve roviny. Prvou je riziko likvidity samotnej inštitúcie (*funding liquidity risk*), keď banka nie je schopná účinne plniť očakávané a neočakávané aktuálne, ale aj budúce hotovostné toky a potreby zabezpečenia bez ovplyvnenia buď denných operácií, alebo finančnej stability inštitúcie. Druhou je nie menej významné trhové riziko likvidity (*market liquidity risk*), keď banka nemôže jednoducho vyrovať alebo zlikvidovať pozíciu za trhovú cenu v dôsledku narušenia trhu alebo nedostatočnej veľkosti trhu. Obe tieto riziká sa navzájom prelínajú a spolu súvisia. Aby ich bolo možné eliminovať, či už na úrovni inštitúcie alebo sektora, v šiestej časti nariadenia CRR sa zavádzajú nové požiadavky na likviditu, jednotné pre celý bankový sektor, ktoré je potrebné plniť na individuálnej, subkonsolidovanej i konsolidovanej úrovni. Okrem prípadov, keď príslušné orgány súhlasia s vytvorením tzv. likviditných podskupín a bude udelená výnimka z uplatňovania požiadaviek šiestej časti CRR na individuálnom základe, resp. pre všetky alebo niektoré dcérske spoločnosti v EÚ, a plnenie ukazovateľov likvidity bude len na úrovni materskej inštitúcie alebo schválenej likviditnej podskupiny.

Napriek rozsiahlemu definovaniu parametrov nových ukazovateľov a ich vykazovania šiesta časť nariadenia CRR nie je úplná a niektoré vykonávacie detaily musia byť v nasledujúcom období spresnené. Prípravou ôsmich predpisov je poverený Európsky bankový orgán (European Banking Authority – EBA), ktorý má do zadaných termínov predložiť Európskej komisii na schválenie tzv. technicko-implimentačné<sup>3</sup> alebo regulačné<sup>4</sup> štandardy, alebo vykonávacie inštrukcie (*guideli-*

*nes*), a tie budú mať priamu záväznosť tak ako nariadenie CRR. Predpisy majú pomôcť inštitúciám jednoduchšie, jasnejšie a jednotne plniť príslušné články nariadenia o nových požiadavkách na krytie likvidity (*liquidity coverage requirement – LCR*) a stabilné financovanie (*net stable funding requirements – NSFR*) zároveň však môžu mať vplyv na ich parametre, resp. na ich finálnu podobu.

Aby sa banky pri manažmente likvidity nespoliehali len na kladné toky, ukazovateľ LCR im ukladá povinnosť držať adekvátnu zásobu nezábezpečených likvidných aktív, ktorými pokrývajú rozdiel medzi zápornými a kladnými tokmi likvidity. Cieľom je zabezpečiť, aby inštitúcie udržiavali úroveň vankúšov likvidity, pomocou ktorých si za závažne stresových podmienok zabezpečia potreby likvidity počas 30-dňového obdobia.<sup>5</sup> Ukazovateľ LCR má zlepšiť schopnosť individuálnych bánk, ale aj sektora absorbovať šoky vyplývajúce z finančného alebo ekonomického napätia a posilniť odolnosť bánk voči riziku likvidity z krátkodobého hľadiska.

Druhý zavádzaný ukazovateľ NSFR zas podporuje v dlhodobom horizonte tvorbu dodatočného záujmu bánk priebežne financovať svoje aktivity s viac stabilnými zdrojmi financovania.

## SPRESŇUJÚCE IMPLEMENTAČNÉ ŠTANDARDY

Prvou, najviac diskutovanou témou s množstvom otázok bola požiadavka na nové vykazovanie likvidných aktív, záporných a kladných peňažných tokov (*outflow a inflow*) podľa článkov 416 až 425 nariadenia CRR, a to pre hostovský, domáci a konsolidujúci orgán dohľadu. Zaoberá sa tým článok 415 nariadenia CRR, ktorý poveruje EBA prípravou dvoch technických štandardov. Prvý z nich sa týka samotného ukazovateľa LCR. Harmonizuje jednotný formát, frekvenciu, termíny vykazovania, definície a informačno-technické riešenia, ktoré budú používať úverové inštitúcie a investičné firmy v EÚ na vykazovanie LCR, aby kompetentné orgány dokázali hodnotiť riziko v celej EÚ a zároveň ho dokázali efektívne porovnávať medzi jednotlivými inštitúciami s cieľom identifikovať objavujúce sa systémové riziko. Predkladanie výkazov bude záväzné v druhom štvrťroku 2014 s prvým referenčným dátumom 31. 3. 2014. Technický štandard bude obsahovať všetky príslušné výkazy k likvidným aktívam, záporným a kladným peňažným tokom a tzv. collateral swaps, ako aj k stabilnému financovaniu s inštrukciami až po úroveň jednotlivých položiek. Výkazy sa budú predkladať na mesačnej báze a prvé výkazy budú platné do 31. 12. 2014, keď by sa mali zapracovať pripomienky a skúsenosti zo sektora z tohto obdobia.

Banky na konsolidovanej úrovni aktuálne získavajú skúsenosti s novým výkazníctvom, keďže už dnes prebieha dobrovoľné monitorovacie obdobie podľa výkazov Bazileja III, rozšírené o európske špecifiká. Do tejto monitorovacej fázy sa zapojili aj individuálne banky z rôznych členských štátov prostredníctvom príslušných orgánov vrátane

3 Implementing technical standard – ITS.

4 Regulatory technical standard – RTS.

5 Termíny „úroveň vankúšov likvidity“ a „závažné stresové okolnosti“ v zmysle čl. 460 nariadenia CRR podrobne upresní Komisia najneskôr do 31. 12. 2014.



niektorých významných bánk pôsobiacich na Slovensku.

Druhým technickým štandardom je výkaz na sledovanie dodatočných ukazovateľov likvidity. Nariadenie CRR nestanovuje, aké ukazovatele to majú byť, len požaduje, aby ich EBA vypracovala a predložila Komisii do 1. 1. 2014. Prvý návrh technicko-implimentačných štandardov obsahuje päť ukazovateľov s cieľom získať komplexný prehľad o profile rizika likvidity a informácie o varovných signáloch, či trh stráca dôveru voči inštitúcii alebo podmienky financovania sa všeobecne pre finančné inštitúcie zhoršujú. Inštrukcia zahŕňa dva súbory výkazov s ich podvýkazmi a inštrukciami, a to:

a) *časové pásma zmluvných a očakávaných splatností*, pomocou ktorých sa budú identifikovať rozdiely medzi záporným a kladným peňažným tokom a miera ich pokrytia nezaloženými likvidnými aktívami. Nesúlad zmluvnej splatnosti bude poskytovať pohľad, do akej miery sa banka spolieha na transformáciu splatnosti na základe svojich súčasných zmlúv a aké sú jej očakávania v prípade naplnenia preddefinovaných stresových podmienok.

b) *koncentrácia financovania podľa protistrany a produktov* – cieľom týchto ukazovateľov bude identifikovať také významné protistrany a produkty, ktorých vyčerpanie môže byť pre banku spúšťačom problémov s likviditou. Navrhuje sa, aby úverové inštitúcie uvádzali s podrobnými informáciami prvých desať najväčších protistrán, od ktorých získali zdroje presahujúce hranicu 1 % celkových pasív. V prípade produktov sa navrhuje, aby úverové inštitúcie obdobne hlásili celkovú výšku prijatých zdrojov z každej produktovej kategórie presahujúcu rovnakú hranicu.

Ďalším dodatočným ukazovateľom je cena rôznych zdrojov financovania. Tento ukazovateľ bude poskytovať informácie o priemernom objeme a cene transakcií, ktorú platia inštitúcie za zdroje s rozličnou splatnosťou v rozmedzí od jednodňových vkladov až po 10 rokov. Posledným bude ukazovateľ o *predĺžení splatností financovania (rollover of funding)*, ktorého úlohou bude zhromažďovať informácie o objeme splatných zdrojov a nových získaných zdrojoch v rôznych časových intervaloch.

Predmetom diskusie je aj definovanie likvidných aktív. Nariadenie CRR v článku 416 uvádza základné podmienky, podľa ktorých možno aktíva vykazovať ako likvidné, a teda zahrnúť ich do ukazovateľa LCR. Aby mohol byť cenný papier uznaný ako likvidné aktívum, v nariadení sa definujú aj minimálne trhové podmienky na obchodovanie s týmto aktívom a podmienky pre trhy, na ktorých sa má s ním obchodovať. Tieto podmienky môžu vylúčiť niektoré cenné papiere, ktoré sa v menových operáciách bežne akceptujú.

Aktíva spĺňajúce tieto podmienky nariadenie CRR ďalej triedi na aktíva mimoriadne vysokej likvidity a kreditnej kvality a na aktíva vysokej likvidity a kreditnej kvality. Definície pre tieto kategórie sú však otvorené a podľa článku 509 nariadenia

CRR musí EBA predložiť Komisii raz ročne správu, v ktorej okrem iných hodnotení uvedie prvýkrát do 31. 12. 2013 vhodné definície a do 31. 12. 2014 jednotné definície aktív vysokej a mimoriadne vysokej likvidity a kreditnej kvality. Konečné rozhodnutie v tejto otázke prijíma Európsky parlament a Rada. Finálne zatriedenie aktív podľa likvidnej kvality budeme teda poznať až 1. 1. 2015. Z tohto dôvodu nariadenie CRR dovoľuje inštitúciám stanoviť si vlastné definície a kompetentným orgánom poskytnúť všeobecné pokyny, ktoré musia inštitúcie dodržiavať pri stanovení aktív vysokej a mimoriadne vysokej likvidity a kreditnej kvality.

Téma neočakávaných výberov retailových vkladov v stresových podmienkach a množstvo likvidných aktív, ktoré majú banky na tieto vklady držať, bola a stále je citlivou nielen pre banky s retailovým obchodným modelom. Nariadenie CRR rozdeľuje vklady do niekoľkých rizikových skupín. Základným kritériom na posudzovanie záporných tokov z vkladov je ich stabilita, resp. nemožnosť ich čerpania v prípade turbulencií na trhu počas 30 dní. Čím menšia je pravdepodobnosť čerpania vkladov, tým menšia časť objemu vkladov bude musieť byť pokrytá likvidnými aktívami. Z tohto dôvodu nariadenie v zmysle čl. 421 rozlišuje štyri rizikové skupiny s príslušným koeficientom. Prvou je skupina, kde klienti skoro za žiadnych okolností nemôžu vybrať svoje vklady počas 30-tich dní, resp. výška pokuty ich odrádza od takéhoto kroku. Pre tieto vklady je stanovená nulová výška koeficientu. Druhou skupinou nízkorizikových vkladov s koeficientom 5 % sú vklady (zvyčajne bežné účty) spadajúce pod schémy ochrany vkladov s ďalšími podmienkami viazanosti na tzv. transakčný účet vrátane účtov, v prospech ktorých sa pripisujú pravidelné mzdy, alebo „na vybudovaný vzťah“. Vklady, ktoré nespádajú pod tieto charakteristiky, majú vyšší koeficient viazanosti likvidných aktív na úrovni 10 % z objemu týchto vkladov. Poslednou štvrtou skupinou sú najrizikovejšie vklady, na ktoré sa môže uplatniť rôzne vyšší koeficient. Pri tejto kategórii vkladov sa musí zohľadniť správanie vkladateľov a ďalšie faktory, ktoré vedú k vyšším záporným čerpaniam, ako napr. volatilnosť vkladov, objem vkladu, vzťah banky s klientom, distribučný kanál, meny vkladu, ale aj výnosová krivka na vklady. Podmieňujúce kritériá rizikovosti vkladov, správanie klientov, ako aj vymedzenie produktov na uplatňovanie navrhovaných koeficientov má opäť pripraviť a zverejniť formou usmernenia EBA do konca roka 2013.

Ako sa dá predpokladať, nové požiadavky budú vytvárať tlak na detailnejšie monitorovanie vkladov a tým na dodatočné náklady bánk. Zostane len na ich posúdení, ktoré náklady budú viac ohrozovať ziskovosť, či to budú náklady na viazanie likvidných aktív alebo dodatočné náklady na selektovanie vkladov (IT, právne služby a pod.) do triedy s nižším koeficientom a objemom držania likvidných aktív.

Ďalšie technické štandardy, ktoré sa pripravujú a spresňujú implementačnú prax, sa týkajú aktív v iných menách a derivátových obchodov.



Pre inštitúcie, ktoré majú aktíva alebo obchody v inej mene relevantnej v členských štátoch, musí EBA pripraviť a predložiť Komisii do 31. 3. 2014 v zmysle článkov 419 a 416 dva technické štandardy. Jeden z nich sa bude zaoberať dostupnosťou prevoditeľných aktív vysokej a mimoriadne vysokej likvidity a kreditnej kvality v menách, ktoré sú významné pre banky usadené v EÚ. V prípade, že bude nedostatok likvidných aktív v danej mene, budú definované pravidlá pre uplatnenie výnimiek, aby sa zabezpečilo krytie likvidity v danej mene. Druhý z nich definuje pravidlá pre situácie, keď pre niektoré meny bol zúžený kolaterál prípustný pre štandardné operácie centrálnej banky v členskom štáte, alebo ak sú likvidné aktíva držané na krytie záporných tokov v mene tretej krajiny alebo v centrálnej banke danej tretej krajiny.

V prípade vzniku potenciálneho dodatočného záporného toku z derivátových obchodov podľa čl. 423 nariadenia CRR v dôsledku závažného zhoršenia kreditnej kvality inštitúcie a z toho plynúcej dodatočnej potreby zabezpečenia môže príslušný orgán požadovať od inštitúcie pripočítanie tohto dodatočného záporného toku na zmluvy, ktoré považuje za významné v prípade negatívneho trhového scenára. EBA preto musí vypracovať návrh na určovanie tejto významnosti a metódy merania dodatočného záporného toku do 31. 3. 2014.

Poslednou otvorenou oblasťou sú medzibankové cezhraničné toky. Nová regulácia penalizuje banky „za vznik krízy“, a to elimináciou financovania a závislosti od medzibankového trhu prostredníctvom zmluvných, ale nečerpaných úverových nástrojov ako zdroja rýchleho a istého financovania v čase turbulencií. Na takéto medzibankové linky požaduje držať 100 % likvidných aktív na strane pasív a na strane aktív ich neakceptuje do výpočtu ukazovateľa v zmysle článkov 422 a 425 nariadenia CRR. Aby nedošlo k úplnému zamrznutiu cezhraničného pohybu finančných zdrojov v rámci bánk, CRR pripúšťa jednu výnimku vnútrogrupinových tokov. Po uplatnení postupu a podmienok spolupráce príslušných orgánov dohľadu v zmysle čl. 20 nariadenia CRR je možné uplatniť iné koeficienty na záporný aj na kladný peňažný tok. Príslušné technicko-implimentačné štandardy musí EBA pripraviť do 1. 1. 2015. Prvýkrát však musí o svojich návrhoch informovať do 31. 12. 2013 v správe, v ktorej sa spresní kalibrácia kladných a záporných tokov,

ako aj dodatočné objektívne kritéria na použitie iných koeficientov na vnútrogrupinové cezhraničné úverové linky.

### ZÁVÄZNÁ PLATNOSŤ A NÁRODNÉ UKAZOVATELE LIKVIDITY V PRECHODNOM OBDOBÍ

Napokon zostáva dotknúť sa otázky účinnosti plnenia požiadaviek na krytie likvidity (LCR). V zmysle článku 460 nariadenia CRR bude zavedenie tohto ukazovateľa postupné – od roku 2015 z úrovne 60 % až po plnú záväznosť od 1. 1. 2018. Ak však vývoj na trhu alebo iný vývoj významne ovplyvní možnosť zavedenia tohto ukazovateľa, bude možné účinnosť jeho záväzného plnenia na úrovni 100 % v roku 2018 odložiť. V takomto prípade Komisia môže uplatniť delegovaný akt a odložiť plnenie o jeden rok s tým, že v roku 2018 by bol minimálny záväzný štandard na úrovni 90 % požiadavky na krytie likvidity.

Z dôvodu postupného a odloženého zavedenia jednotnej požiadavky na plnenie krytia likvidity bolo potrebné vyriešiť rozdielnú prax v členských štátoch v oblasti regulácie bankovej likvidity. Nariadenie v článku 412/5 dovoľuje členskému štátu udržiavať alebo dokonca zaviesť vlastné národné požiadavky na krytie likvidity pred plným zavedením jednotného LCR. Čo to v praxi znamená?

V prípade štátov, ako je Slovensko, ktoré uplatňuje požiadavky na likviditu od roku 2008, budú banky povinné na jeho území dodržiavať národný ukazovateľ plnenia likvidity až do 1. 1. 2018, resp. do 1. 1. 2019 a predkladať výkazy požadované príslušným národným orgánom a zároveň od druhého štvrtroka 2014 nové výkazy podľa požiadaviek na likviditu uvedených v nariadení CRR. Z toho vyplýva, že v prechodnom období budeme mať na európskom trhu viac-menej podobné ukazovatele (predpokladáme ich približovanie sa k metodike nariadenia), ale s rôznou úrovňou záväznosti, ako bude aktuálna požiadavka plnenia LCR.

Na záver môžeme konštatovať, že obdobie prechodu na nové požiadavky krytia likvidity bude určite mimoriadne náročné tak pre banky, ako aj pre orgány dohľadu. Na druhej strane predpokladáme, že prínosy jednotnej regulácie likvidity budú pre obozretné podnikanie inštitúcií významnejšie ako dodatočné náklady na informačné či právne služby spojené s implementáciou pravidiel a nebudú mať v konečnom dôsledku vplyv na obchodné modely, cenu produktov, služieb či zamestnanosť v sektore.

Zdroje:

1. Bank for international settlements, *Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision*, (September 2008) dostupné na <http://www.bis.org/publ/bcbs144.htm>
2. Bank for international settlements, *Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*, (December 2013), dostupné na <http://www.bis.org/publ/bcbs188.htm>
3. Bank for international settlements, *Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and liquidity risk monitoring tools*, (January 2013), <http://www.bis.org/publ/bcbs238.htm>
4. European Banking Authority, *Draft Implementing Technical Standards (ITS) on Supervisory Reporting (Liquidity Coverage and Stable Funding)*, (EBA-ITS-2013-02, 26.6.2013) dostupné na <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/359626/EBA+ITS+2013+02+%28Draft+ITS+on+supervisory+reporting%29.pdf/f3e58351-8aec-4827-8e8e-628525122414>
5. European Banking Authority, *Consultation Paper On Draft Implementing Technical Standards On Additional Liquidity Monitoring Metrics under Article 403(2) of the draft Capital Requirements Regulation (CRR)*, (23. 5. 2013), dostupné na <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/204373/CP-on-additional-monitoring-metrics-for-liquidity---final-to-be-published.pdf>
6. European Banking Authority, *Draft Regulatory Technical Standards (RTS) on additional liquidity outflows*, (23. 5. 2013), dostupné na <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/205409/Draft-CP-on-RTS-on-additional-collateral-outflows---final-to-be-published.pdf>
7. European Banking Authority, *Draft Implementing Technical Standards (ITS) on currencies with an extremely narrow definition of central bank eligibility*, (22. 10. 2013), dostupné na <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/455100/EBA+CP+2013+37+%28Draft+CP+on+ITS+on+currencies+with+extremely+narrow+central+bank+eligibility%29.pdf>
8. European Banking Authority, *Draft Technical Standards (TS) on currencies with constraints on the availability of liquid assets*, (22. 10. 2013), dostupné na <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/455301/EBA+CP+2013+38+%28Draft+CP+on+ITS+on+list+of+currencies+with+liquid+asset+shortage%29.pdf>
9. European Banking Authority, *Consultation Paper, Draft Guidelines On retail deposits subject to different outflows for purposes of liquidity reporting under Regulation (EU) Np 575/2013 (Capital Requirements Regulation – CRR)*, (1. 8. 2013) dostupné na <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/365082/EBA-CP-2013-34+%28C-RP+on+GL+retail+deposits+subject+to+different+outflows%29.pdf>



# Dynamics of housing affordability in Slovakia and its regions on the background of macroeconomic development

Matej Krčmár and Štefan Rychtárik  
Národná banka Slovenska

*The current financial and economic crisis has confirmed the general importance of the housing markets developments to the overall macroeconomic and financial trends. The relative importance of the housing market in Slovakia is one of the highest within the euro area. Housing loans in Slovakia account for more than 70% of the total household debt, while private ownership of homes is the highest from all euro area countries. Moreover, housing loans are the fastest growing item in the banks' balance sheets. Finally, in Slovakia, there is no other market with similar depth and liquidity that could provide reasonable information about the development of asset prices. Consequently, the housing market in Slovakia is not only crucial to households and banks, but it also gives unique signals about macroeconomic developments. Therefore, a deeper analysis of this market is of a great importance and the calculation of the housing affordability index could be one of the analytical channels.*

## METHODOLOGY

In our approach, we have associated housing affordability with the ratio between the disposable income of a family and the expense on a mortgage loan necessary to access the housing. The details behind are, however, much more complex. The first component of our methodology, i.e. disposable income of a family is calculated as the sum of the average incomes of a man and of a woman, net of taxes, social charges and necessary expenses (cost of food, housing, health, transportation and telecommunication). Compared to existing research in this field, we do not include property tax in our calculation. Although property tax is indisputably a necessary cost from a homeowner point of view, it is currently very small and thus does not affect housing affordability in a substantial way. The second factor affecting the housing affordability is the expense on a mortgage loan necessary to access housing. The monthly mortgage instalment is typically a function of the interest rate (average interest rate on new housing loans), the loan maturity (average maturity on new mortgage loans) and the nominal amount of the mortgage loan. The mortgage loan volume is derived from the average price of an average housing according to supply information multiplied by a constant loan-to-value ratio. Nevertheless, the average housing price is not calculated as a simple average of prices of all offered houses and apartments. It is first calculated by regions and then aggregated as an average weighted by the number of employed individuals in a particular region. Obviously, the level of the loan-to-value ratio has a major influ-

ence on monthly mortgage payments. However, also the treatment of loan-to-value ratio in housing affordability is very delicate. On the one hand, an increase in loan-to-value increases the affordability of housing as a lower degree of personal equity (i.e. savings) is necessary. Technically, if the loan-to-value ratio is equal to 100%, housing becomes affordable also for individuals with no savings. On the other hand, an increase in loan-to-value ratio inflates the volume of the mortgage loan and thus also the monthly mortgage payments. Higher monthly payments raise the pressure on household's finance and brings the affordability down. This means that without reliable data on households' savings, changes in loan-to-value ratio have no strict interpretation. Use of dynamic loan-to-value ratios might be rational in a stress-testing exercise but seems to be biased in housing affordability. Therefore, in our exercise, the loan-to-value ratio is constant over time. Some other factors, such as loan maturity are also dynamic over time, but have only little impact on final calculation. All in all, the above-mentioned principles and definitions are included in the calculation of disposable income and mortgage instalment.

As a result, in a situation where a family earning an average income can just afford to pay a mortgage loan (with average interest rate and maturity) to finance an average housing with a constant loan-to-value ratio, the housing affordability index will have a value of 100. Periods during which the index falls below 100 indicate a market situation in which an average family cannot afford to buy an average housing.



### HOUSING AFFORDABILITY WITH RESPECT TO AN ECONOMIC AND FINANCIAL CYCLE

A first analysis of housing affordability can be done on the background of economic and financial cycle. Even if the time series for Slovakia are too short to conduct a robust analysis of such long-term phenomena, the available data do suggest a positive correlation between the changes in the real GDP and the flow of loans. On this background housing affordability appears to move against the cycle. In the booming times of 2007 until the first half of 2008, when the GDP growth as well as the lending market reached its historical maxima, average housing became unaffordable for average families. This can be explained by soaring property prices that outperformed growing disposable incomes of households. As the growth of income levels could not keep the pace of the one of the housing market, the lending activity accelerated even more to counterbalance the lack of savings generally needed for house purchases. A different situation is observed after 2010, when a combination of stable development on property market and a modest growth of disposable income, accompanied by falling interest rates, led to constant improvements in the affordability of housing.

### ROLE OF INTEREST RATES

Although the housing affordability index is primarily driven by changes in disposable income and housing prices, interest rate dynamics plays considerable role as well. There are two reasons why the effect of interest rates on the housing affordability index should be analysed separately. Firstly, according to legislative changes at the end of 2006, young families with incomes below a given threshold are entitled to benefit from a government subsidy on interest rate for the first 5 years. Therefore it is interesting to assess the impact of this government policy. Secondly, Housing loans are currently driven by stable real estate prices and low interest rates. This implies a positive impact of a low interest rate environment on lending activity. However, a possible increase in interest rate would not only affect lending market but would also bring down the affordability of housing.

Stylised analysis of the role of interest rates offers two conclusions. First, monetary policy reaction in 2008 and early 2009 (sharp cut in interest rates) seem to have had a positive effect on the housing affordability. It is important to notice, that it came in stress times. It was accompanied by deteriorating lending activity, falling property prices and soaring unemployment. Therefore, from a Slovak housing and lending market point of view, decisions on interest rates in 2008 and 2009 had a strong counter-cyclical nature. Just the opposite can be concluded about the introduction of government subsidy of interest rates at the beginning of 2007, which also improved affordability of housing. The combination of very strong lending activity and booming property prices carried all symptoms of excessiveness in growing

Chart 1 Housing affordability in economic and financial cycle



Source: NBS, ŠÚSR, CMN.

Chart 2 Impact of interest rates on housing affordability



Source: NBS, ŠÚSR, CMN.

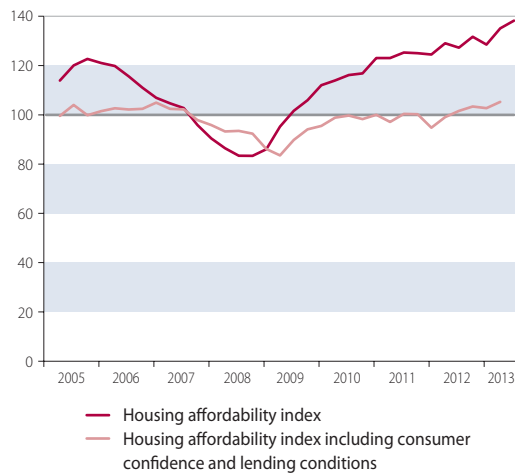
debt of households as well as formation of a real estate bubble. From a systemic risk point of view, this was the worse timing to introduce any incentives to increase household debt in order to buy a real estate. Such government measures are usually fuelling real estate bubbles and contribute to higher fragility of both households and banks after the prices bubble bursts (Chart 2).

### ROLE OF LENDING STANDARDS AND CONSUMER CONFIDENCE

The housing affordability index is a quantitative measure giving some insight in the degree of equilibrium between property prices, disposable incomes, interest rates and some other variables. But it does not include any soft information, such as banks' lending standards or consumer confidence. These parameters can be, however, of a very high significance. They can enhance the



Chart 3 Housing affordability index modified by lending standards and consumer confidence



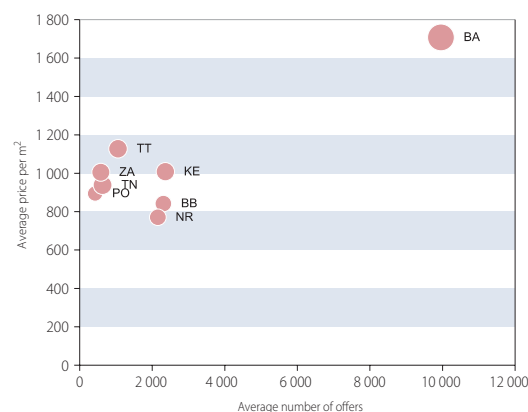
Source: NBS, ŠÚSR, CMN.

affordability of housing as well as decrease it. This phenomenon can be observed in both the good times and the times of crises. In the period until the middle of 2008, loosening lending policies and growing consumer confidence largely offset the excessive growth of real estate prices. More importantly, even if the abrupt fall in housing prices in 2009 technically increased housing affordability index, difficult access to the bank credit and negative outlook on labour market did not make house purchases any easier. Consequently the first half of 2009 was the period of the most rapid increase in the housing affordability index, while the modified affordability has reached its historical low. This is a good example how a solely quantitative approach to the housing affordability can only disclose a part of the picture.

**INTERPRETATION OF REGIONAL DIFFERENCES IN HOUSING AFFORDABILITY**

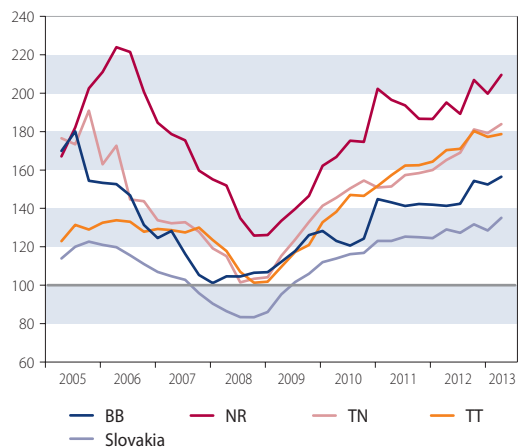
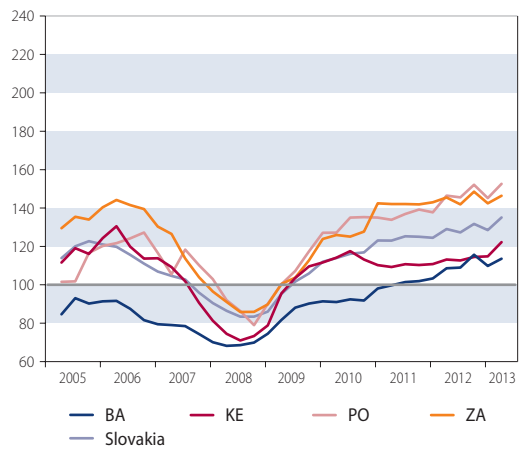
Although Slovakia is a small country with a relatively small housing market, the situation in indi-

Chart 4 Selected differences in the Slovakia regions



Source: NBS, ŠÚSR, CMN.

Chart 5 Housing affordability index in Slovakia regions



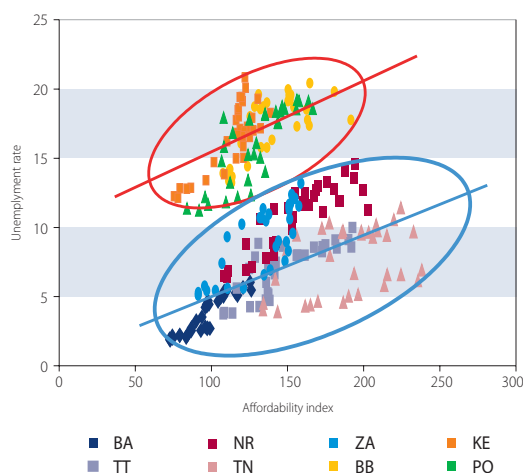
Source: NBS, ŠÚSR, CMN.

vidual regions tends to be very heterogeneous. Differences remain very deep in many aspects, such as income levels, property prices, size and depth of the real estate market or unemployment rates. Dominance of the Bratislava region can be observed in most of these parameters. The size of the Bratislava real estate market (the number of offers) plays an important role in the value of the housing affordability index. Taking into account the concentration of the property market, average housing prices for Slovakia are not calculated as a simple average of all supply information, because this would be determined by Bratislava market as the largest market by the number of offers. Unlike in other existing research, we use a weighted average where housing prices of different regions are weighted by the size of respective labour market. This makes the methodology of housing prices more consistent with the methodology of average income of households.

In accordance with the above-mentioned heterogeneity of many important economic variables, the housing affordability index in individual regions shows very different results. Several observations can be made in this case. Firstly, the region with the lowest affordability of housing is Bratislava. This might seem as a paradox as the re-



**Chart 6 Housing affordability index and unemployment rate**



Source: NBS, ŠÚSR, CMN.

gion is known as being attractive for many young people from other regions. So why would people prefer to move to a region where the average income can buy by far less square metres of housing than in any other region? A similar situation can be observed in Košice, which also is a region with relatively higher prosperity compared to most of the other regions. The answer is not clear but it is surely related to the labour market conditions. People seem to prefer to buy a smaller apartment in exchange of a more stable job.

This logic could largely explain why more prosperous regions would have lower affordability of housing. This explanation would, however, not fit to the region of Prešov. Its housing affordability tends to be relatively low, even if the unemployment rate is well above the Slovak average. Although the average income level is the lowest among all regions, the real estate prices are higher than in other four regions. The explanation lies in the heterogeneity within the region. The concentration of the real estate market in Vysoké Tatry and the city of Prešov drives the average housing prices up, while the income levels reflect the average economic performance of this region.

This leads us to the third conclusion. Over time and across the regions some correlation between housing affordability index and unemployment rate can be observed. Improvements in labour market (either over time or across the regions) are generally associated with worsening of the housing affordability, usually as a result of growing housing prices. But this pattern seems to have a different level in two clusters (Chart 4). Even if the nature of this relation seems to be relatively homogenous, for the regions of Prešov, Košice and Banská Bystrica, the level of unemployment is higher without any implication on the housing affordability, which remains similar to regions with much lower unemployment rates. There are several factors behind this paradox. One is related to long-term structural unemployment in some regions. This type of unemployment increases the average figure but does not affect the housing market. A second factor is migration. It cannot be ruled out that housing markets in some regions are affected by earnings coming from other regions in Slovakia as well as from a work abroad. Other factors might include the existence of a shadow economy, concentrations within the regions (as explained above), or even cultural differences including patterns in savings rates and preferences in types of housing.

## CONCLUSIONS

The proposed housing affordability index seems to give useful information about economic and financial cycle. Furthermore, the stylised equilibrium inherent to the methodology provides a unique interpretation about the possible excessiveness of lending activity related to the housing market. From a systemic risk point of view the housing affordability index proved to be an indispensable indicator in the macro-prudential policy toolkit. However, its analysis should not be limited to basic macroeconomic variables. Some soft indicators, such as lending standards and consumer confidence play an important role, too. Finally, first analysis of differences in housing affordability across Slovakia clearly call for more research to be done in this field.

## References

1. Rychtárik, Š. – Krčmár, M. [2011]: Financing of housing via bank loans and its interpretation. In *Nehnutelnosti a bývanie 2010*, číslo 2. Bratislava, 2010. ISSN 1336-944X.
2. National Association of Realtors [2010] Methodology for the Housing Affordability Index. Available at: <http://www.realtor.org/research/research/hameth>
3. European Central Bank [2009] HOUSING FINANCE IN THE EURO AREA. Structural Issues Report. ISBN 978-92-899-0380-6 (online).
4. Klacso, J. [2010]: Analysis of interest rates on retail housing loans with fixation of up to one year. In *Biatic, Ročník 18*, č. 8. Bratislava 2010. ISSN 1335 – 0900.





# Cenné papíry ve světle rekodifikace a další aktuální změny

Zdeněk Husták, Tomáš Sedláček,  
Matěj Manderla

*Rekodifikace civilního práva v České republice v podobě nového občanského zákoníku 1 (NOZ) přináší řadu koncepčních změn a dalších úprav v celé řadě oblastí, mimo jiné také v oblasti práva cenných papírů. Vedle toho dochází ke změnám v důsledku přijetí dalších právních předpisů. Ambicí tohoto příspěvku je podat základní přehled novinek v právní úpravě cenných papírů a smluv o nich v České republice a shrnout hlavní změny oproti právní úpravě stávající.*

- 1 Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník.
- 2 Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech ve znění pozdějších předpisů.
- 3 Např. Dědič, J. – Pauly, J., *Cenné papíry*, 1. Vydání, Prospektrum, 1994, s. 20.
- 4 Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu ve znění pozdějších předpisů.
- 5 Zákon č. 90/2012 Sb. o obchodních korporacích, § 263 odst. 1.

## LEGÁLNÍ DEFINICE CENNÉHO PAPÍRU

Stávající česká právní úprava cenných papírů obsažená v zákoně o cenných papírech<sup>2</sup> (ZCP) neobsahuje legální definici cenného papíru a vymezení cenného papíru je tak ponecháno na právní teorii. ZCP uvádí pouze výčet některých typů cenných papírů. Rekodifikace poskytla českému zákonodárci příležitost tuto koncepci změnit a zásadní novinkou v úpravě cenných papírů je zakotvení zákonné definice cenného papíru. Zákonodárce přitom vycházel z inspiračního zdroje v podobě švýcarského občanského zákoníku. Z hlediska koncepčního se nejedná *a priori* o převratnou změnu, když nově zavedená definice se shoduje se stávajícím pojetím tuzemské právní doktríny<sup>3</sup>. Cenným papírem tak nově bude v českém právu výhradně listina, se kterou je právo spojeno takovým způsobem, že po vydání cenného papíru nelze předmětné právo bez této listiny uplatnit ani převést. Novou zákonnou definicí cenného papíru tak lze jistě přivítat a nepochybně přispěje k vyšší právní jistotě právního obratu, zejména v oblasti nepojmenovaných cenných papírů, jejichž vydávání NOZ výslovně upravuje.

Významnou koncepční změnou, kterou rekodifikace přináší, je nazírání na cenné papíry jako na věc, oproti stávající úpravě, kdy je cenný papír považován za tzv. jinou majetkovou hodnotu. Další významnou změnou je obecná úprava závazků z cenných papírů jakožto závazků abstraktních. Tzn., osoba oprávněná z cenného papíru obecně není povinna prokazovat důvod závazku. Ve specifických případech může však zákon takovou povinnost majiteli cenného papíru uložit.

## ZAKNIHOVANÝ CENNÝ PAPÍR JAKO SAMOSTATNÝ PRÁVNÍ INSTITUT

Významnou koncepční změnou je vytvoření samostatného právního institutu zaknihovaných cenných papírů. NOZ vymezuje zaknihované cenné papíry tak, že o zaknihovaný cenný papír se jedná v případě, je-li cenný papír nahrazen zápisem do příslušné evidence a nelze-li jej převést jinak než změnou zápisu v této evidenci. Odlišnost zaknihovaného cenného papíru oproti cennému papíru spočívá v absenci spojení cenného papíru

s listinou jakožto hmotným substrátem. Zaknihovaný cenný papír lze v tomto kontextu spíše považovat za cenné právo, podobně jako je tomu ve švýcarské právní úpravě, ze které NOZ vychází. Švýcarský občanský zákoník mezi oběma instituty výslovně terminologicky rozlišuje a používá pojmy cenný papír (*Wertpapier*) a cenné právo (*Wertrechte*). Z hlediska terminologie NOZ vychází z toho, že pojem cenného papíru je pojmem základním a pojem zaknihovaného cenného papíru stojí vedle něj samostatně jako svébytný záznam příslušných práv a náležitostí v příslušné evidenci, který jinak odpovídá právům vtěleným do cenného papíru. Právní režim pro cenné papíry a zaknihované cenné papíry je v zásadě plně analogický, neboť pro zaknihované cenné papíry se obecně použijí ustanovení o cenných papírech, kromě případů, kdy to vylučuje jejich povaha nebo zákon. Vzhledem k zavedení samostatného institutu zaknihovaného cenného papíru se ruší institut „podoby cenného papíru“, který dnes rozlišuje, zda se jedná o cenný papír v podobě listinné či zaknihované.

Zaknihovaný cenný papír je dle NOZ věcí, a to věcí nehmotnou, rozdílně od cenného papíru (t. j. listiny), který je věcí hmotnou. NOZ umožňuje přeměnu cenného papíru (listiny) na zaknihovaný cenný papír a naopak obdobným způsobem jako činí stávající úprava obsažená v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu<sup>4</sup> (ZPKT). Z hlediska koncepce věcí dle NOZ půjde v tomto případě o přeměnu věci hmotné na věc nehmotnou a opačně.

NOZ u zaknihovaných cenných papírů nerozlišuje formu, neboť vzhledem k náležitostem evidence zaknihovaných cenných papírů dle ZPKT je majitel z této evidence v zásadě vždy zjevný. ZOK<sup>5</sup> však překvapivě ano, když stanoví, že zaknihované akcie mohou znít na majitele nebo na jméno. Např. v ustanovení § 259 však zákon nevyžaduje u zaknihované akcie jako povinnou náležitost označení formy akcie, je patrně možné dovodit možnost nerozlišovat formu u zaknihovaných cenných papírů v souladu NOZ. ZOK dále stanoví, že u zaknihovaných akcií je možné stanovami omezit převoditelnost. Vystává tedy otázka, zda bude možné omezit převoditelnost u zaknihovaných akcií na majitele.



6 Úřední sdělení ČNB ze dne 10. září 2007, dostupné na [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2007/download/v\\_2007\\_21\\_24207540.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2007/download/v_2007_21_24207540.pdf).

## VYDÁVÁNÍ CENNÝCH PAPIRŮ

Právní úprava vydávání cenných papírů vychází ze stávajících ustanovení ZCP s určitými doplňky. Cenný papír je vydán dnem, kdy splňuje všechny náležitosti pro něj zákonem nebo jiným právním předpisem stanovené a kdy se v souladu se zákonem stanoveným způsobem stane majetkem prvního nabyvatele. Datum emise cenného papíru potom označuje den, kdy může dojít k vydání cenného papíru prvnímu nabyvateli. Datum emise cenného papíru určuje emitent, případně jej může určovat zvláštní právní předpis. NOZ výslovně upravuje postup v případě nedostatků při vydávání cenných papírů. Pokud byl nabyvatel v dobré víře, že nabývá řádně vydaný cenný papír, je cenný papír vydán i přesto, že nebyly dodrženy náležitosti postupu při vydání cenného papíru nebo že se cenný papír nestal vlastnictvím prvního nabyvatele stanoveným způsobem. Obdobně jako ZCP tak i NOZ výslovně upravuje nárok na náhradu škody oprávněné osoby v důsledku nedostatků při vydání cenného papíru jak vůči emitentovi, tak vůči osobě, která v této záležitosti jednala jménem emitenta nebo na jeho účet, za podmínek stanovených tímto zákonem.

## FORMA CENNÉHO PAPIRŮ

Forma cenného papíru určuje, jakým způsobem lze cenný papír převádět. Právní úprava formy cenného papíru je v zásadě přejata ze stávající právní úpravy v ZCP. Cenný papír může být vydán ve formě na doručitele, na řad nebo na jméno. NOZ výslovně upravuje vyvratitelnou právní domněnku, podle které je cenný papír, který obsahuje jméno oprávněné osoby, cenným papírem na řad (čímž není vyloučen důkaz, že jde o cenný papír na jméno nebo na doručitele) a nevyvratitelná právní domněnka, že cenný papír, který neobsahuje jméno oprávněné osoby, zní na doručitele. Na jednu stranu lze výslovnou úpravu přivítat, nicméně koncept určování formy v nejasných případech na základě vyvratitelných právních domněnek se však nejeví jako příliš šťastný. Vzhledem k tomu, jak zásadní význam má určení formy cenného papíru (platnost převodu, atp.), mohlo by být pro praxi vhodnější konstruovat obě tyto domněnky jako nevyvratitelné a např. stanovit, že cenný papír, který obsahuje jméno oprávněné osoby a zároveň neobsahuje tzv. rektadoložku (např. „nikoliv na řad“), je cenným papírem na řad.

## ZASTUPITELNOST CENNÝCH PAPIRŮ

Zastupitelnými cennými papíry jsou podle NOZ cenné papíry téhož druhu, vydané tímž emitentem, v téže formě a z nichž vznikají tatáž práva. Otázky za stávající právní úpravy vyvolávala problematika nahrazování podpisu jeho otiskem při hromadném vydávání zastupitelných cenných papírů. Tato problematika díky NOZ odpadá, neboť je u zastupitelných cenných papírů nově zavedena obecná možnost nahradit podpis emitenta jeho otiskem za podmínky, že listina obsahuje ochranné prvky proti jejímu padělání či pozměnění.

## HROMADNÁ LISTINA

Stávající právní úprava v ZCP umožňuje vydání hromadné listiny nahrazující jednotlivé cenné papíry pouze některých druhů cenných papírů. NOZ zavádí možnost nahradit jednotlivé cenné papíry hromadnou listinou obecně u všech zastupitelných cenných papírů, což představuje významnou liberalizaci. Hromadná listina je sama o sobě cenným papírem. Z hlediska náležitostí hromadné listiny musí obsahovat čísla jednotlivých cenných papírů, které nahrazuje tak, aby byla zajištěna jejich jednoznačná identifikace.

Na rozdíl od stávající úpravy NOZ výslovně stanoví, že vlastník hromadné listiny má právo na její výměnu za jednotlivé cenné papíry, neboť vychází se z toho, že o vydání hromadné listiny rozhoduje emitent. Emitent může v emisních podmínkách cenných papírů (např. ve stanovách emitenta akcií, v emisních podmínkách dluhopisů, ve statutu podílového fondu nebo v obdobném dokumentu u nepojmenovaných cenných papírů) určit, za jakých podmínek bude možné vyměnit hromadnou listinu za jednotlivé cenné papíry. Pokud by měla být hromadná listina vyměněna za několik hromadných listin, musely by to emisní podmínky výslovně připustit. Na druhou stranu ovšem patrně nic nebrání tomu, aby se vlastník hromadné listiny dohodnul s emitentem na vydání několika hromadných listin namísto jediné. Stejně tak emitent může v emisních podmínkách stanovit, za jakých podmínek bude vydána vlastníku jednotlivých cenných papírů hromadná listina.

Dělení práv z hromadné listiny převodem na podíly bude i nadále vyloučeno, vyjma případu imobilizace cenného papíru při jeho hromadné úschově. V tom případě musí takový podíl odpovídat jednotlivým cenným papírům, které jsou hromadnou listinou nahrazovány.

## Inominátní cenný papír

Možnost vydávat inomínátní cenné papíry neupravené českým právem byla doposud dovozena z právní teorie, přičemž tuto možnost připouštěla mj. ČNB<sup>6</sup>, která jako argument vyzdvihuje zejména demonstrativnost výčtu cenných papírů v § 1 ZCP. Výkladem bylo dovozováno, že na takové inomínátní cenné papíry se přiměřeně aplikovala právní úprava cenných papírů povahou nejbližších k předmětným inomínátním cenným papírům. To pak vedlo k určité nejistotě ohledně toho, co z příslušné právní úpravy se ještě aplikuje a co již nikoliv (zejména ve vztahu k obsahu emisních podmínek a jiných emisních dokumentů). NOZ výslovně zavádí možnost vydání inomínátního cenného papíru. Tato listina musí stanovit právo, které je s cenným papírem spojeno, a údaj o emitentovi; přičemž právo spojené s cenným papírem může být určeno buď přímo na listině, nebo jen odkazem na emisní podmínky. NOZ tak dále usnadní vydávání investičních certifikátů, strukturovaných dluhových cenných papírů a obdobných cenných papírů.



- 7 Zákon č. 134/2013 Sb., o některých opatřeních ke zvýšení transparentnosti akciových společností a o změně dalších zákonů.
- 8 § 1315 NOZ a contrario; toto ujednání je však možné až po splatnosti dluhu.
- 9 Zákon č. 408/2010 Sb., o finančním zajištění.
- 10 Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích.
- 11 Vládní návrh zákona o investičních společnostech a investičních fondech. Text je dostupný na <http://www.mfcr.cz/cs/soukromy-sektor/regulace/kapitalovy-trh/investicni-fondy/2013/zakon-o-investicnich-spolecnostech-pp-12384>.

## IMOBILIZACE CENNÝCH PAPIŘŮ

V rámci rekodifikace došlo k přebrání úpravy imobilizace ze ZCP. Nicméně ve světle přijetí zákona o zvýšení transparentnosti akciových společností<sup>7</sup> došlo k některým změnám v pravidlech pro imobilizaci. Konkrétně, pokud emitent rozhodne o imobilizaci již vydaných cenných papírů, postupuje přiměřeně podle úpravy přeměny cenných papírů na zaknihované cenné papíry. Imobilizace se ještě více přibližuje vedení evidence zaknihovaných cenných papírů, když na evidenci imobilizovaných cenných papírů se přiměřeně použijí ustanovení upravující evidenci zaknihovaných cenných papírů.

Při uložení cenných papírů do hromadné úschovy může emitent rozhodnout mj. o nahrazení všech listinných cenných papírů, které mu byly vráceny nebo které byly prohlášeny za neplatné, hromadnou listinou nebo několika hromadnými listinami. Opačný postup tj. vynětí imobilizovaných cenných papírů z úschovy musí být výslovně umožněno emisními podmínkami, jinak takový postup není možný. Při rozhodnutí o vynětí imobilizovaných cenných papírů z úschovy emitent současně rozhodne buď o svěřeni cenných papírů do úschovy jinému schovateli, nebo o změně jejich podoby. Na nového schovatele přecházejí veškerá práva a povinnosti ze smluv souvisejících s úschovou těchto imobilizovaných cenných papírů uzavřených mezi dosavadním schovatelem a jejich vlastníky.

Přísnější pravidla platí pro akciové společnosti, které budou povinny uzavřít smlouvu o úschově vydaných imobilizovaných akcií pouze s centrálním depozitářem, obchodníkem s cennými papíry oprávněným poskytovat investiční službu úschova a správa investičních nástrojů nebo se zahraniční osobou s obdobným předmětem činnosti, která je oprávněna poskytovat služby v České republice. Akcionáři nemohou požadovat vydání imobilizovaných akcií na majitele z hromadné úschovy. Vynětí imobilizovaných akcií na majitele z hromadné úschovy je přípustné pouze tehdy, dojde-li současně ke změně jejich formy (na akcie na jméno) nebo podoby (na zaknihované cenné papíry) nebo budou-li současně svěřeny do úschovy jinému schovateli.

## PŘEVODY CENNÝCH PAPIŘŮ

Beze změny zůstává v NOZ úprava převodu cenného papíru na doručitele. U cenných papírů na řad dnes převoditelných rubopisem je nově stanoveno, že vlastnické právo k cennému papíru na řad se převádí rubopisem a smlouvou k okamžiku jeho předání, tj. obdobně jako u cenného papíru na doručitele.

Větší změny nastávají u rektapapírů, kde v současnosti k převodu vlastnictví dochází jejich předáním nabyvateli, NOZ nově zavádí obecné pravidlo translačního účinku smlouvy, tj. vlastnické právo se převádí samotnou smlouvou k okamžiku jejího uzavření. Smlouva o převodu cenného papíru na jméno již rovněž nemusí být písemná. V tomto kontextu je nutné poznamenat, že usta-

novení upravující pravidla převodů cenných papírů mají kogentní povahu. Ve smyslu § 976 NOZ se smluvně lze od nich odchýlit, ovšem nikoliv s účinky vůči třetím osobám.

NOZ přebírá úpravu nabytí vlastnického práva od neoprávněného, jak je v současné době upravena v ZCP, tj. v zásadě jej připouští za předpokladu dobré víry nabyvatele. Tato zásada se ovšem v NOZ uplatní pouze pro cenné papíry na doručitele. Pro cenné papíry na řad a na jméno připadají v úvahu pouze ostatní možnosti nabytí od neoprávněného, jak je stanoví § 1109 NOZ, např. při nabytí věci ve veřejné dražbě či od podnikatele v rámci běžného obchodního styku.

## SMLOUVY O CENNÝCH PAPIŘECH

Oproti stávající právní úpravě, která obsahovala celou řadu smluvních typů specificky se vztahujících k cenným papírům, NOZ až na několik výjimek, neobsahuje zvláštní úpravu smluv o cenných papírech. Na smlouvy o cenných papírech se budou aplikovat ustanovení obecných smluvních typů v NOZ. Úplatný převod cenných papírů se bude řídit smlouvou o koupi. Smlouva o zápůjčce cenných papírů se kromě terminologie též prakticky nemění. Obstaravatelské smlouvy o cenných papírech se budou řídit obecnou úpravou smluv příkazního typu. Schovací smlouvy zůstávají věcně beze změny. U smlouvy o zastavení cenného papíru je novinkou možnost sjednání tzv. propadné zástavy<sup>8</sup>. Dnes je faktická propadná zástava v českém právu možná pouze u finančního zajištění<sup>9</sup> pro určité typy zajišťovaných pohledávek a specifické smluvní strany, které si mohou finanční zajištění sjednat. Písemná forma zástavní smlouvy nebude obecně vyžadována.

## DRUHY CENNÝCH PAPIŘŮ PO REKODIFIKACI

Z hlediska typologie cenných papírů rekodifikace ke stávajícím pojmenovaným cenným papírům doplňuje nově kmenový list, který představuje podíl ve společnosti s ručením omezeným vtělený do cenného papíru. Podle zákona o obchodních korporacích<sup>10</sup> musí možnost vydání kmenového listu výslovně upravit společenská smlouva. Kmenový list lze vydat pouze k podílu, jehož převoditelnost není omezena nebo podmíněna, lze jej vydat pouze jako cenný papír na řad, nelze jej vydat jako zaknihovaný cenný papír, nemůže být veřejně nabízen ani přijat k obchodování na regulovaném trhu.

Další novinkou je investiční list, který zavádí nový zákon o investičních společnostech a investičních fondech (ZISIF)<sup>11</sup> u investičního fondu ve formě komanditní společnost. Investiční list potom představuje cenný papír, do něž je vtělen podíl v komanditní společnosti. Investiční list má obdobnou povahu jako kmenový list dle úpravy v zákone o obchodních korporacích.

U akcií přináší rekodifikace rozšíření typů akcií, vedle akcií kmenových a prioritních bude možné vydat kusové akcie bez nominální hodnoty a další



12 Zákon 170/2012 Sb., kterým se mění zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech.

typy akcií se zvláštními právy. Tato práva však musí být svou povahou akcionářská, tj. musejí se týkat řízení společnosti či podílu na zisku (případně likvidačním zůstatku).

Další druhy cenných papírů, jako skladištní a náložné listy, dluhopisy, směnky a šeky, či zemědělské skladní listy zůstávají beze změn.

### ZÁVĚREM

Lze shrnout, že nová úprava problematiky cenných papírů obsažené v novém českém civilním kodexu by měla vyřešit některé nejasnosti spojené s cennými papíry, jako např. upřesnění definice cenného papíru, nahrazování podpisu otiskem či

vydávání zákonem neupravených cenných papírů. Nová právní úprava pokračuje v trendu nastoupeném novelou zákona o dluhopisech<sup>12</sup> přijatou v loňském roce, a má jistě potenciál dále zlepšit podmínky pro vydávání cenných papírů, včetně investičních certifikátů a dalších strukturovaných cenných papírů. Např. usnadní vydávání různých dluhových cenných papírů participačního typu (*participation notes*) či zajištěných aktivy emitenta (*asset backed notes*) – to by mohlo jednak rozšířit paletu nástrojů využitelných k financování hospodářské činnosti firem a jednak poskytnout nové investiční příležitosti na kapitálovém trhu institucionálním a dalším investorům.

## I N F O R M Á C I E

### Ponuka podujatí Inštitútu bankového vzdelávania NBS, n. o., na december 2013



INŠTITÚT BANKOVÉHO  
VZDELÁVANIA NBS, n.o.

Názov vzdelávacieho podujatia	Dátum konania
Ako minimalizovať riziko pri výbere zamestnanca so sklonmi k fraudovému a podvodnému správaniu vo finančnom sektore (miesto konania: Banská Bystrica)	2. – 3. 12. 2013
Platobný styk II	3. 12. 2013
Osobitné finančné vzdelávanie – základný, stredný a vyšší stupeň – sektor poisťovníctva a zaistenia	3. – 4. 12. 2013
Kontroling vo finančných inštitúciách	4. – 5. 4. 2013
Skúška sprostredkovateľov – vyšší stupeň	5. 12. 2013
Skúška sprostredkovateľov – stredný stupeň	6. 12. 2013
Credit valuation adjustment	9. – 10. 12. 2013
Anti-Money Laundering Compliance Conference	9. – 10. 12. 2013
Zákon o platobných službách a Európska legislatíva	10. 12. 2013
Osobitné finančné vzdelávanie – základný, stredný a vyšší stupeň – sektor úverov	10. – 11. 12. 2013
Skúška sprostredkovateľov – vyšší stupeň	12. 12. 2013
Skúška sprostredkovateľov – stredný stupeň	13. 12. 2013
SEPA – príprava firiem a bánk SEPA end-date	17. 12. 2013
Stratégia boja proti legalizácii príjmov z trestnej činnosti	17. 12. 2013
Právo pre bankovú prax – 3. skupinová konzultácia	19. 12. 2013
Skúška sprostredkovateľov – vyšší stupeň	19. 12. 2013



## Nová bankovka 100 USD

Od 8. októbra 2013 sa postupne dostáva do obehu bankovka 100 USD v novom, farebnejšom šate. Týmto krokom dochádza k úplnej výmene starších dizajnov bankovky 100 USD za novú, modernejšiu bankovku.



Podľa slov J. H. Powella, guvernéra Federal Reserve Board, dizajn nových bankoviek obsahuje také ochranné prvky, ktoré umožňujú ešte ľahšie overovanie pravosti bankoviek a zároveň výrazne sťažujú ich falšovanie.

V súlade s politikou vlády USA zostávajú v platnosti aj staršie bankovky 100 USD, aj keď prirodzeným sťahovaním starších typov bankoviek z obehu ich bude bankovka s novým dizajnom postupne nahrádzať. To znamená, že neexistuje povinnosť ani časový limit výmeny starých bankoviek za nové. Jedinou bankovkou, ktorá nebude mať nový dizajn, zostáva bankovka 1 USD.

Verejnosť bola oboznámená s novým dizajnom bankovky 100 USD série 2009 už 21. apríla 2010 a bankovka sa mala dostať do obehu vo februári 2011. V decembri 2010 však musela byť tlač nových bankoviek zastavená, keďže na bankovkách sa objavovala zvislá trhlinka v papieri. Viac ako 30 % nových bankoviek bolo nepoužiteľných. Kým nebola odstránená príčina vzniku tejto chyby, pokračovalo sa v tlači bankoviek staršieho dizajnu 2006A.

Medzi najvýraznejšie a najdôležitejšie zmeny patrí celková farebnosť bankovky, použitie opticky premenlivej farby či ochranný prúžok s 3-D efektom. Na bankovku sa dostala aj časť textu Deklarácie nezávislosti, veľké husacie brko a kalamár. Výrobná cena jednej novej bankovky vzrástla na 12,6 centa za kus – asi o 4 centy v porovnaní s nákladmi na výrobu bankoviek predchádzajúcej série. Aj na najnovšej bankovke 100 USD je vyobrazený portrét amerického polyhistora Benjamina Franklina.

### TECHNICKÝ OPIS BANKOVKY 100 USD, SÉRIA 2009

**Tlačové techniky:** hĺbkotlač, tlač z výšky, ofset.

**Rozmery bankovky:** 156 x 66 mm.

**Farebnosť:** čierna a zelená (prevládajúce farby), pozadie je svetlomodré, symboly sú vytlačené v odtieňoch zlatej (medenej) farby.



**Vodoznak:** lokalizovaný, stupňovitý, figurálny. Vodoznak je súčasťou papiera a je viditeľný v priehľade proti svetlu z oboch strán. Nachádza sa v pravej časti bankovky (lícna strana) a zobrazuje portrét B. Franklina.

#### Ochranný prúžok:

1. polyetylénový, zabudovaný do papiera vľavo od portrétu (na lícnej strane) obsahuje text „100 USA“, je viditeľný v priehľade proti svetlu z oboch strán bankovky, pod UV svetlom svieti text ružovo;
2. umelohmotný, zabudovaný do papiera vpravo do papiera s 3-D efektom, obsahujúci dva typy obrazcov: číslo „100“ a malý kalamár. Pri sklápaní bankovky vo zvislom smere sa obrazce v prúžku pohybujú zľava doprava a naopak. Pri sklápaní bankovky vo vodorovnom smere sa obrazce v prúžku pohybujú zhora nadol a naopak.

**Ochranné vlákna:** umelohmotné modré a červené vlákna sú nepravidelne rozmiestnené na oboch stranách bankovky. Ochranné vlákna sú súčasťou bankovkového papiera a sú viditeľné aj voľným okom.

#### Opticky variabilný prvok:

1. nominálna hodnota „100“ v ľavom spodnom rohu na lícnej strane bankovky pri zmene uhla dopadu svetla (sklápaní bankovky) mení farbu zo zlatej (medenej) na zelenú;
2. zvon slobody umiestnený v kalamári vpravo dole od portrétu na lícnej strane bankovky pri zmene uhla dopadu svetla (sklápaní) bankovky mení farbu zo zlatej (medenej) na zelenú.

**Sériové číslo:** tvorí ho kombinácia jedenástich číslic a písmen a nachádza sa na dvoch miestach na lícnej strane.

**Magnetizmus:** čierna tlačová farba na lícnej strane bankovky obsahuje magnetický pigment, okrem znaku (erbu) FRS, ktorý nie je magnetický.

**Znak (erb) FRS:** univerzálny znak „FEDERAL RESERVE SYSTEM“ sa nachádza na lícnej strane bankovky vľavo od portrétu a je vytlačený čiernou farbou.

**Znak (erb) DT:** znak „DEPARTMENT OF THE TREASURY“ sa nachádza na lícnej strane bankovky vpravo od portrétu a je vytlačený zelenou farbou v čiernom hodnotovom čísle „100“.

**Symboly:** na lícnej strane vpravo dole je vytlačená zlatou (medenou) farbou časť textu Deklarácie nezávislosti, vpravo od portrétu je vytlačené aj husacie brko a pod ním kalamár a v ňom zvon slobody. Na rubovej strane je vytlačená upravená veduta „Independence Hall“ – pohľad na zadný trakt budovy (v pozadí už nie sú sústredené kružnice ale linky zobrazujúce oblaky).

#### Mikrotexty:

- v golieri B. Franklina je text „THE UNITED STATES OF AMERICA“;
- v husacom brku opakovane text „ONE HUNDRED USA“;
- v poloblúku okolo vodoznaku opakovane text „USA 100“;
- v dolnej časti pozdĺž ramien B. Franklina text „USAUSA“.

**Ochranný prvok pre slabozrakých:** na rubovej strane bankovky v pravej časti je zvislo umiestnené veľké číslo nominálnej hodnoty „100“ vytlačené hĺbkotlačou zlatistou (medenou) farbou s modrým orámovaním a šrafovaním.

**Ochrana proti kopírovaniu:** na lícnej strane bankovky vľavo od portrétu je umiestnený prvok EURion v tvare drobných čísel 100 vytlačených žltou farbou. Rovnaký prvok je vytlačený na rubovej strane bankovky v hornej časti vľavo a vpravo od textu „IN GOD WE TRUST“.

#### NIEKOLKO ZAUJÍMAVOSTÍ O NOVEJ BANKOVKE 100 USD SÉRIE 2009

Aj nová bankovka dostala svoje slangové prezývky – „Benjamin“ (podľa vyobrazeného portrétu) alebo „C-notes“ (C ako rímske číslo pre 100).

Bankovka 100 USD je bankovkou s najvyššou nominálnou hodnotou v obehu od 13. júla 1969, keď sa stiahli z obehu bankovky 500, 1000, 5000 a 10000 USD.

Nové bankovky 100 USD sa tlačia v tlačiarňach v meste Forth Worth (Texas) a v tlačiarňach v hlavnom meste Washington, D.C. Na každý hárok sa tlačí 32 bankoviek, ktoré sa po rozrezaní balia do zväzkov po 100 kusoch bankoviek a potom do balíčkov s celkovou hodnotou 400 000 USD (4000 bankoviek v jednom balíčku).

Bureau of Engraving and Printing (špecializovaná tlačiareň USA) odhaduje, že priemerná životnosť novej bankovky v obehu bude asi 90 mesiacov (7,5 roka).

Pozornému oku „skúmateľov“ či „hľadačov zvláštností“ neujde skutočnosť, že hodiny vo veži Independence Hall (na rubovej strane bankovky) ukazujú na novej bankovke čas 10.30, kým na predchádzajúcich sériách to bol čas približne 4.10 ráno.

Vydaním bankovky 100 USD séria 2009 vláda USA dokončila nahrádzanie starších typov bankoviek bankovkami obsahujúcimi niektoré z najmodernejších ochranných prvkov. Pracovníci U.S. Bureau of Engraving and Printing pripravili moderný dizajn bankoviek, ktorý umožňuje relatívne ľahké overovanie pravosti predkladaných bankoviek. Teraz už záleží iba na širokej laickej aj odbornej verejnosti, aby sa dôkladnejšie oboznámila s novou bankovkou a s jej ochrannými prvkami a prispela tak k ochrane čistoty obeživa odhaľovaním pokusov o falšovanie bankoviek.

*Bc. Silvia Kubošiová  
NDR. Gabriel Schlosser*

**Zdroj:**  
U.S. Currency Know Your Money  
([www.NewMoney.gov](http://www.NewMoney.gov))  
U.S. Bureau of Engraving and Printing  
([www.moneyfactory.gov](http://www.moneyfactory.gov))  
U.S. Department of the Treasury  
([www.treasury.gov](http://www.treasury.gov))  
United States Secret Service  
([www.secretservice.gov](http://www.secretservice.gov))



# Vedecká konferencia Dejiny centrálného bankovníctva na Slovensku

*Národná banka Slovenska v spolupráci s Historickým ústavom Slovenskej akadémie vied zorganizovala v dňoch 13. až 14. novembra 2013 vo svojej Kongresovej sále vedeckú konferenciu s medzinárodnou účasťou pod názvom Dejiny centrálného bankovníctva na Slovensku. Konferencia bola súčasťou osláv dvadsaťročného jubilea vzniku Národnej banky Slovenska.*



Slovensko bolo do roku 1993 súčasťou rôznych štátoprávnych celkov a menový vývoj na jeho území ovplyvňovalo postupne viacero centrálnych menových inštitúcií, preto boli na konferenciu pozvaní aj odborníci z oblasti hospodárskych a bankových dejín zo susedných krajín, a to z Českej republiky, Rakúska a Maďarska. Rokovacími jazykmi konferencie boli slovenčina, čeština a angličtina. Podujatie otvorili guvernér Národnej banky Slovenska Jozef Makúch a člen Predsedníctva Slovenskej akadémie vied Miroslav Londák.

Rokovanie bolo chronologicko-tematicky rozdelené do štyroch blokov so zameraním na dejiny centrálného bankovníctva na Slovensku v širších stredo európskych, respektíve európskych súvislostiach. Prvý blok s názvom centrálna bankovníctvo habsburskej monarchie priniesol nové pohľady na postavenie Slovenska do roku 1918. Odznali tu podnetné prednášky kolegov z Rakúskej národnej banky Waltera Antonowicza a Clemensa Jobsta o vytváraní siete filiállok centrálnych bánk na Slovensku do vzniku Československa v roku 1918. Pozoruhodný bol príspevok Ágnes Pogány z Korvínovej univerzity v Budapešti o zložitom postavení Rakúsko-uhorskej banky počas prvej svetovej vojny.

Druhý, najdlhší blok, ktorý bol rozdelený do dvoch rokovacích dní, priniesol azda najživšiu diskusiu, pretože sa zaoberal citlivým obdobím – vývojom centrálného bankovníctva v Čechách a na Slovensku v rokoch 1918 až 1945. Ako prvý vystúpil Ľudovít Hallon z Historického ústavu SAV, ktorý priblížil hospodársky vývoj Slovenska na pozadí štátoprávnych a národnopolitických zmien. V tomto bloku vystúpili za Národnú banku Slovenska so svojím príspevkom Slovenská národná banka 1939 – 1945 a jej miesto v dejinách Slovenska archivári František Chudják a Andrea Leková. Mnoho doteraz nepublikovaných poznatkov priniesli vystúpenia Štefana Gaučíka z Mestského múzea v Bratislave o bankovníctve na južnom Slovensku po viedenskej arbitráži v roku 1938 a Jána Hlavinku z Historického ústavu SAV o osudoch tzv. židovského zlata počas 2. svetovej vojny a podieli Slovenskej národnej banky na jeho záchrane. Antonie Doležalová z Vysokej školy ekonomickej v Prahe priniesla nový pohľad na aktivity prvého guvernéra Slovenskej národnej banky Imricha Karvaša v 30. rokoch 20. storočia. Nestor výskumu bankových dejín v Čechách Jiří Novotný oboznámil účastníkov konferencie s problematikou úverovania priemyslu Národnou bankou Československou.



Tretí blok rokovaní bol venovaný dejinám Štátnej banky československej. Hlavné tendencie ekonomického vývoja na Slovensku po roku 1945 predstavil Miroslav Londák. Národnú banku Slovenska reprezentovala Mária Kačkovičová, vedúca oddelenia správy archívu, ktorá sa zaoberala reformami v Štátnej banke československej v období rokov 1968 až 1969. Jakub Kunert sa vo svojom príspevku venoval komplikovanému vývoju a premene správy ŠBČS v kontexte hospodárskych zmien do roku 1965.

Štvrtý blok konferencie uviedlo slávnostné odovzdávanie Ceny guvernéra NBS študentom ekonomických vysokých škôl za najpodnetnejšie diplomové a dizertačné práce. Táto časť konferencie priniesla aktuálny z najnovších dejín centrálného bankovníctva na Slovensku. Vývoj bankového sektora u nás po roku 1989 zhodnotila Eva Horvátová z Ekonomickej univerzity v Bratislave. Vývoj menovej politiky do zavedenia eura priblížil riaditeľ odboru výskumu Národnej banky Slo-

venska Martin Šuster. Svoje prednášky predniesli i priami aktéri založenia Národnej banky Slovenska, terajší guvernér Národnej banky Slovenska Jozef Makúch a prvý viceguvernér Národnej banky Slovenska z roku 1993, poverený jej riadením, Marián Tkáč. Guvernér NBS Jozef Makúch sa vo svojom príspevku venoval aktuálnym úlohám a kompetenciám Národnej banky Slovenska po prijatí eura, Marián Tkáč priblížil okolnosti vzniku našej centrálnej banky. Na záver podujatia Jozef Makúch symbolicky uviedol do života publikáciu Dejiny centrálného bankovníctva na Slovensku, ktorú Národná banka Slovenska vydala v tomto roku pri príležitosti osláv svojho jubilea.

Súčasťou konferencie boli sprievodné podujatia pre prednášajúcich – prehliadka budovy NBS, predstavenie činnosti skúšobne platidiel či návšteva Primaciálneho paláca v Bratislave.

Veríme, že konferencia bola plnohodnotnou prezentáciou historického vývoja centrálného bankovníctva na Slovensku.

*František Chudják, Andrea Leková*

## Vyhlásenie výsledkov súťaže o cenu guvernéra NBS

Súťaž o cenu guvernéra NBS pre študentov vysokých škôl za najlepšiu dizertačnú, prípadne aj diplomovú prácu v oblasti ekonómie vyhlásila centrálna banka tento rok po prvýkrát vo svojej histórii, a to pri príležitosti 20. výročia svojho vzniku. Do súťaže o cenu guvernéra sa mohli zapojiť študenti vysokých škôl na Slovensku, alebo aj slovenskí občania študujúci v zahraničí. V roku 2013 bolo možné prihlásiť najmä práce obhájené v školskom roku 2012/2013, a to najmä dizertačné práce v oblasti menovej ekonómie, makroekonómie, finančnej ekonómie a finančnej stability, ktoré majú výnimočnú kvalitu a sú originálnym prínosom k vedeckému poznaniu.

Do súťaže bolo prihlásených 20 prác. Päťčlená porota zložená zo zástupcov akademickej obce a Národnej banky Slovenska oceniла vysokú kvalitu všetkých predložených prác, pričom však z viacerých dôvodov obzvlášť vyzdvihla práce navrhované na cenu.

Guvernér NBS udelil prvú cenu s odmenou 1500 eur Mgr. Marekovi Káčerovi za dizertačnú prácu na tému Predikcie finančných kríz s využitím metód finančnej ekonometrie. Druhú cenu s odmenou 1000 eur získal Bc. František Čech za diplomovú prácu Dynamic Portfolio Optimization During Financial Crisis Using Daily Data and High-frequency Data a na treťom mieste s odmenou 500 eur sa umiestnil Mgr. Peter Ondko s dizertačnou prácou Essays on Access to External Finance, Acquisitions and Productivity. Ako uviedol guvernér NBS Jozef Makúch počas vyhlásenia súťaže, cieľom ocenenia je podporiť najlepších študentov ekonómie na Slovensku a pomôcť im stať sa príkladom pre ďalšie generácie študentov.

Mgr. M. Káčer analyzoval finančné krízy pokročilými ekonometrickými metódami. Identifikovať bubliny na finančných trhoch a predpovedať, kedy by mohli prasknúť, je mimoriadne náročné, ale zároveň dôležité z pohľadu globálneho vývoja. Dizertačná práca vysvetľuje, ako by sa takéto bubliny a ich prasknutie mohli predvídať. Predmetom jeho ďalšieho výskumu je, či je možné okrem predpovedí finančných krízam a bublinám na trhoch aj predchádzať.

Bc. F. Čech porovnával alternatívne prístupy k prognózovaniu výnosov z portfólia aktív. Kým autoregresívne modely, ktoré využívajú vysoko-frekvenčné údaje, majú vo všeobecnosti lepšie výsledky, v časoch štrukturálnych zlomov, ako napríklad počas finančnej krízy, ich môžu prekonať jednoduchšie modely využívajúce denné výnosy. Denné údaje sú tiež užitočnejšie pri konštrukcii optimálneho portfólia z hľadiska pomeru výnosu a rizika.

Mgr. P. Ondko sa vo svojej práci venuje trom aspektom vplyvu inštitúcií na financovanie podnikov. Prvým výsledkom je, že v krajinách s rozvinutými finančnými trhmi sa firmy v perspektívnych odvetviach viac spoliehajú na externé zdroje financií a že rozvinutosť bankového sektora je pre financovanie firiem mimoriadne dôležitým aspektom. V druhej časti sa venuje akvizícii firiem, ktoré vedú k rastu produktivity iba pri horizontálnych akvizíciách, nie pri vertikálnych. V poslednej časti ukazuje, že liberalizácia sieťových odvetví v EÚ viedla k významnému rastu produktivity.

*Z tlačovej správy NBS (14. 11. 2013)*





# Medzinárodná vedecká konferencia ETER 2013

## Ekonomická teória a ekonomická realita

Dňa 8. novembra 2013 sa v priestoroch Národnej banky Slovenska uskutočnil štvrtý ročník medzinárodnej vedeckej konferencie s názvom *Ekonomická teória a ekonomická realita ETER 2013*, ktorá sa uskutočnila pri príležitosti 60. výročia založenia Národohospodárskej fakulty Ekonomickej univerzity v Bratislave. Záštitu nad konferenciou prevzali guvernér Národnej banky Slovenska host. prof. doc. Ing. Jozef Makúch, PhD., a rektor Ekonomickej univerzity v Bratislave Dr. h. c. prof. Ing. Rudolf Sivák, PhD.



Cieľom konferencie ETER 2013 bola konfrontácia teoretických prístupov a poznatkov v kontexte aktuálnych problémov hospodárskej reality súčasného ekonomického vývoja.

Konferenciu slávnostne otvoril dekan Národohospodárskej fakulty Ekonomickej univerzity v Bratislave prof. Ing. Ján Lisý, PhD. Vo svojom úvodnom slove sa zameril na príčiny vzniku súčasnej globálnej krízy, na problematiku riešenia krízy a na výhľady stratégie Európa 2020.

Guvernér Národnej banky Slovenska host. prof. doc. Ing. Jozef Makúch, PhD., prezentoval príspevok s názvom *Nové aspekty v dohľade nad finančným trhom*. Pre finančnú stabilitu a zdravie finančných inštitúcií je dôležitý vývoj politik obozretného podnikania bánk. Pripravovaná banková únia má preto slúžiť na „pretrhnutie začarovaného kruhu medzi zadlžením bánk a štátov“ a mala by byť postavená na troch pilieroch: na jednotnom mechanizme dohľadu (schválený), jednotnom mechanizme riešenia krízových situácií, tzv. jednotnom rezolučnom mechanizme (pomerné vysoko rozpracovaný) a na jednotnom fonde ochrany vkladov (najproblematickejší pilier, zatiaľ je jeho riešenie odložené).

Rektor Ekonomickej univerzity v Bratislave Dr. h. c. prof. Ing. Rudolf Sivák, PhD., sa vo svojom vystúpení zameril na *Medzinárodné ratingové agentúry a efekt nákazy v eurozóne v období dlho-*

*vej krízy*. Hlavnou témou príspevku bol tzv. efekt nákazy, čo predstavuje situáciu, keď je nestabilita z určitého trhu prenesená na iný trh. Činnosť medzinárodných ratingových agentúr zohrala významnú úlohu pri vzniku globálnej finančnej a dlhovej krízy. Medzinárodné ratingové agentúry totiž nepodliehajú žiadnej regulácii, disponujú obrovskou mocou a svojimi rozhodnutiami ovplyvňujú rôzne (finančné) inštitúcie a následne mnoho miliónov ľudí.

Podľa nositeľa Nobelovej ceny za ekonómiu Milтона Friedmana žijú bohatší ľudia dlhšie. Na túto hypotézu nadviazal svojím vystúpením Mgr. Martin Šuster, PhD. (Národná banka Slovenska). Vplyvu dôchodkov na (očakávanú) dĺžku života (dožitia) obyvateľstva sa venoval v príspevku *Lifetime earnings and life expectancy*.

Ing. František Hajnovič, PhD., (Národná banka Slovenska) sa vo svojom príspevku s názvom *Výbrané pohľady na optimálnu infláciu a inflačný cieľ pre eurozónu* zameril na negatívny vplyv inflácie na blahobyt spoločnosti, a to z troch aspektov – z hľadiska dopadu na ekonomickú aktivitu, z hľadiska užitočnosti a nákladov pre spotrebiteľov a z hľadiska účinnosti menovej politiky.

Riaditeľ Ekonomického ústavu SAV prof. Ing. Milan Šíkula, DrSc., rozvinul myšlienku G. Stiglitzu o „globálnom vládnutí bez globálnej vlády“. Príspevok *Mnohorozmernosť globálnej krízy – výzva*



k obsahovej a metodologickej inovácii ekonomickej vedy zaujal pohľadom na inštitucionalizáciu morálneho hazardu, na dopad neoliberalných politík vlád, medzinárodných inštitúcií a vplyvu transnacionálnych korporácií na svetové hospodárske a spoločenské dianie.

Dr. h. c. prof. Dr. hab. Stanisław Lis (Ekonomická univerzita v Krakove) sa v príspevku *Pozycja i zdolność konkurencyjna Polski we Wspólnocie Europejskiej-aspekt makroekonomiczny* sústredil na porovnanie Poľska a iných krajín Európskej únie na základe vybraných makroekonomických ukazovateľov.

Plenárne rokovanie ukončil prof. Ing. Peter Staněk, CSc., (Ekonomický ústav SAV) príspevkom *Dopady dlhovej krízy na štáty EÚ*, v ktorom sa zamerail najmä na krízu globálnej spotreby, globálnu krízu (ne)zamestnanosti a na problematiku otázok energetického celosvetového vývoja.

Po plenárnom rokovaní pokračovala konferencia rokováním v sekcii.

Príspevky a vystúpenia na konferencii sa týkali najmä doterajších výsledkov grantových projektov:

- VEGA č. 1/0174/11 Determinanty formovania znalostnej ekonomiky v kontexte novej hospodárskej stratégie „Európa 2020“.

- VEGA č. 1/0570/11 Spotreba a kvalita života domácností SR vo väzbe na ich spotrebiteľské rozhodovania v európskom kontexte.
- VEGA č. 1/0761/12 Alternatívne prístupy k meraniu sociálno-ekonomického rozvoja.
- VEGA č. 1/0379/12 Protirečenia tvorby ľudského kapitálu v novej ekonomike.
- VEGA č. 1/0477/13 Hospodársko-politické aspekty dlhovej krízy v eurozóne a implikácie pre ekonomickú teóriu a hospodársku prax.
- VEGA č. 1/0043/13 Možnosti obnovenia globálneho rastu a dlhová kríza v Európskej únii.
- VEGA č. 1/0210/13 Teória regulovania a možnosti aplikácie jej prístupov na skúmanie medzinárodnej migrácie pracovných síl.

Na konferencii sa okrem slovenských účastníkov zúčastnili ekonómovia, akademici a výskumníci z Poľska, Českej republiky a Ukrajiny. Konferencia ETER 2013 splnila očakávania, návštevníci mohli získať nové poznatky od domácich i zahraničných vedeckých pracovníkov, prípadne si mohli prehlibnúť svoje poznatky o doterajšom vývoji v mikroekonomickej, makroekonomicke-integračnej i celosvetovej globalizovanej spoločnosti.

*Ing. Marián Vongrej, PhD.*

*Národohospodárska fakulta Ekonomickej univerzity v Bratislave*





### THE WORK OF PROFESSOR KARVAŠ AND THE CURRENT ECONOMIC SITUATION

Jozef Makúch  
Národná banka Slovenska

*As an economist, lawyer, university professor, publicist, internationally-recognised expert, and committed humanist and patriot, Professor Imrich Karvaš was a Slovak who reached a high level in international terms. The article by Jozef Makúch, the NBS Governor, points out that although professor Karvaš studied and lived in economic and political conditions that were very different from those of today, the views that he presented and advanced remain to a large extent valid in the contemporary world. (p. 2)*

### SLOVAKIA VERSUS CZECH REPUBLIC: 20 YEARS ON FROM THE DIVORCE

Radoslav Peter, Tibor Lalinský  
Národná banka Slovenska

*Since the "Velvet Divorce", both Slovakia and the Czech Republic have had a mixed record in economic development, although the Slovak economy has grown relatively faster. Any comparative assessment of the two economies must take into account the far worse starting position of Slovakia in 1993 and therefore the impact of its catch-up development. On the other hand, however, the Slovakia's relative success may also have been driven by its more active approach to fundamental changes in the economy, beginning with structural reforms taken shortly before the country's accession to the EU and culminating with the introduction of the euro. Although Slovakia has caught up fast with its western neighbours in a number of indicators, it still lags behind in terms of standard of living, quality of education, health care, and the technological level of industry. (p. 5)*

### DETERMINANTS OF THE SAVINGS RATE IN SLOVAKIA (WITH A FOCUS ON THE CRISIS YEAR 2009)

RNDr. Monika Pecsiová, Milan Vaňko, MSc,  
Ing. Mgr. Gabriel Machlica

*The answer to the basic question of whether to consume „today“ or „tomorrow“ has a significant impact on economic growth, since household consumption in most countries represents more than 50% of GDP. Slovakia, like most EU countries, recorded a fall in production, employment and real income in 2009. Nevertheless, households saved more of their disposable income than in the previous year. It is generally assumed that households save in the „good“ times, while conversely, in the „bad“ times, they draw on their savings in order to avoid excessive fluctuations in their living standards. The post-crisis development further suggests that uncertainty and negative expectations about future income forced Slovak households to save more and caused an even bigger drop in their living standards. The aim of the article is to explain the evolution of saving rates in Slovakia with particular emphasis on the crisis in 2009. (p. 10)*

### LIQUIDITY MANAGEMENT UNDER THE NEW EUROPEAN REGULATORY REGIME

Mgr. Matej Krčmár  
Národná banka Slovenska

*The financial crisis drew attention back to the complexity of the banking sector's liquidity risk management vis-à-vis the financial market and the negative impact of this complexity on both individual institutions and the whole financial system. This article deals with the topic of liquidity management and liquidity risk in the context of the new European regulatory regime based on the draft CRR regulation and CRD IV directive, and looks at the terminological definitions contained in the Basel Committee's proposals on liquidity. It focuses on the situation and developments in the draft implementing standards, which should explain the application of certain articles in the sixth part of the CRR concerning liquidity requirements. At the same time, it clarifies the possibilities for using national requirements during the transition period until the liquidity ratio is fully in force. (p. 14)*

### HOUSING AFFORDABILITY DYNAMICS IN SLOVAKIA AND ITS REGIONS IN THE BACKGROUND OF MACROECONOMIC DEVELOPMENTS

Matej Krčmár and Štefan Rychtárik  
Národná banka Slovenska

*The current financial and economic crisis has confirmed the general importance of housing market developments to overall macroeconomic and financial trends. The Slovak housing market's relative importance is one of the highest within the euro area. Housing loans in Slovakia account for more than 70% of total household debt, while private ownership of homes is the highest of all the euro area countries. Moreover, housing loans are the fastest growing item on banks' balance sheets. Finally, in Slovakia there is no other market with similar depth and liquidity that could provide reasonable information about asset price developments. Consequently, the housing market in Slovakia is not only crucial to households and banks, but it also gives unique signals about macroeconomic developments. It is therefore crucial to analyse this market in greater depth, and one of the analytical channels in this regard could be the calculation of the housing affordability index. (p. 18)*

### THE NEW CIVIL CODE AND RELATED CHANGES TO SECURITIES IN THE CZECH REPUBLIC

Zdeněk Husták, Tomáš Sedláček, Matěj Manderla

*The Czech Republic's new Civil Code, due to enter into force on 1 January 2014, brings numerous amendments to the legal system in the Czech Republic; this includes changes to the securities regime under Czech law, principally the introduction of a legal definition of securities and clarification of the distinction between paper securities and book-entry securities, the latter being electronically recorded securities which have the potential to be transformed into paper securities by the issuance of a certificate. The new law also amends the process of issuing securities and provides for the issuance of anonymous types of securities, thus establishing a clear legal footing for the issuance of various types of investment certificates and structured notes. In addition, rules governing securities contracts have been modified to make the contractual regime more flexible. (p. 22)*

