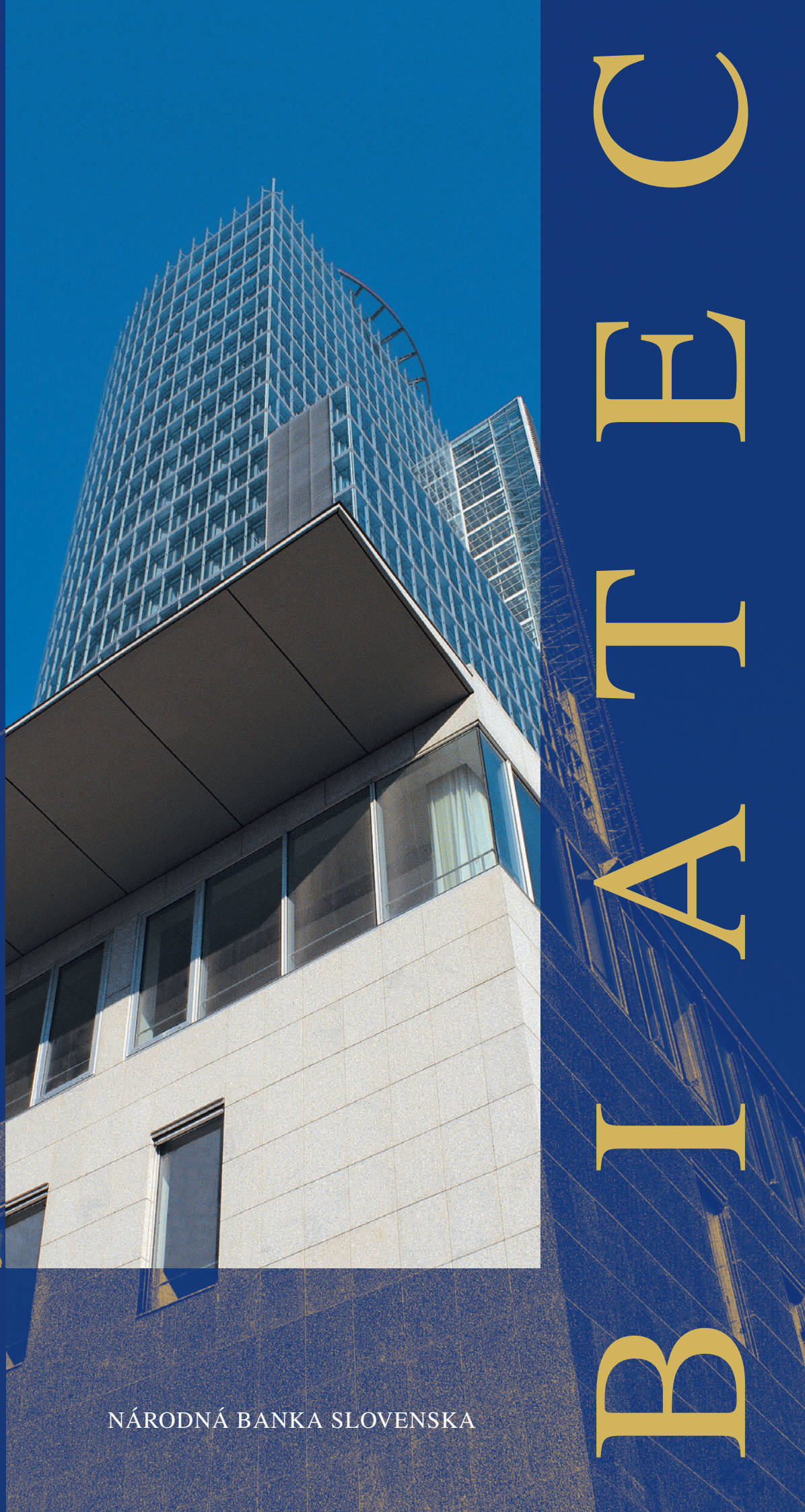


5

Máj 2015  
Ročník 23

ODBORNÝ  
BANKOVÝ  
ČASOPIS



# CE TFE ATT A I B



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA



# Menová politika ECB v súčasnom ekonomickom prostredí

Vystúpenie guvernéra NBS na vedeckom seminári Imricha Karvaša na pôde Ekonomickej fakulty Univerzity Mateja Bela v Banskej Bystrici



Na fotografii zľava: Marta Orviská – garantka študijného programu financie, bankovníctvo a investovanie, Jozef Makúch – guvernér Národnej banky Slovenska, Vladimír Hladlovský – rektor Univerzity Mateja Bela v Banskej Bystrici, Vladimír Úradníček – prodekan pre vedu a výskum Ekonomickej fakulty Univerzity Mateja Bela v Banskej Bystrici

Po dvoch rokoch sme na pôde Ekonomickej fakulty Univerzity Mateja Bela v Banskej Bystrici s potešením opäť privítali guvernéra Národnej banky Slovenska doc. Ing. Jozefa Makúcha, PhD., ktorý nám priblížil neštandardné operácie využívané Európskou centrálnou bankou. V úvode prednášky pripomenul realizované neštandardné opatrenia ECB do roku 2014 a následný vývoj v eurozóne, ktorý si vyžiadal prijatie ďalších neštandardných opatrení zo strany ECB v roku 2014, zameraných na odstránenie negatívnych vplyvov finančnej krízy. Následne charakterizoval najnovší neštandardný nástroj ECB – rozšírený program nákupu aktív (Expanded Asset Purchase Programme – EAPP), tzv. kvantitatívne uvoľňovanie (Quantitative easing – QE), ktorý ECB oznámila v januári 2015 z dôvodu reakcie na spomaľujúcu sa infláciu a narušený transmisný mechanizmus. Program umožňuje ECB dodávať mesačne likviditu do bankového sektora vo výške 60 mld. EUR nákupom dlhopisov emitovaných ústrednou štátnou správou krajín eurozóny, agentúrami a európskymi inštitú-

ciami. Uvoľňovanie likvidity prostredníctvom EAPP bude realizované do septembra 2016. Guvernér NBS sa v prednáške ďalej venoval vývoju výmenného kurzu a peňažnej zásoby. Predstavil aktuálny posun v predikciách v oblasti hrubého domáceho produktu a inflácie. Zdôraznil, že postupne začína dochádzať k rastu peňažnej zásoby, trend prepadu úverov sa otočil, úrokové sadzby a výnosy z vládnych cenných papierov sa znižujú. Odhady ekonomického rastu a inflácie na budúci rok sa začali revidovať smerom nahor. V roku 2017 očakáva, že inflácia sa priblíži k stanovenému cieľu.

V závere prednášky J. Makúch poukázal na dôležitosť doplnenia menovej politiky opatreniami hospodárskej politiky, konkrétne štrukturálnymi reformami, ktoré vzájomne prispievajú k udržateľnosti rastu ekonomiky. Po prednáške odznela podnetná diskusia iniciovaná otázkami študentov i pedagógov.

Daniela Dvorščáková  
členka organizačného výboru  
Foto: Matej Žofaj



# Frankfurt, Európska centrálna banka a Generácia Euro z pohľadu študentov víťazného tímu 4. ročníka súťaže

*Tri kolá celoštátnej súťaže Generácia Euro trvali spolu niekoľko namáhavých mesiacov, avšak stálo to za tú snahu. Odmenou nám totiž bola návšteva novej budovy Európskej centrálnej banky vo Frankfurte nad Mohanom a stretnutie s prezidentom ECB Mariom Draghim a s guvernérom NBS Jozefom Makúchom.*



Z vienského letiska sme odleteli v skorých ranných hodinách a pred prístátím nás privítal krásny výhľad na mesto z výšky dvoch kilometrov. Privítanie na letisku bolo menej veselé – celoštátny štrajk na železničiach, jeden z najväčších v dejinách zjednoteného Nemecka. Na našej ceste do hotela sa to však nijako neodrazilo.

Keďže jednotlivé akcie v našom časovom harmonograme boli naplánované úplne presne, nemali sme moc času nazvyš. A preto nás hneď po príchode do hotela čakala návšteva novej budovy ECB.

Nová budova, okolie a celkový dojem z ECB boli jednoducho famózne. Takmer na každom rohu by sa dala uplatniť známa veta: V jednoduchosti je krása.

Po dokončení registrácie sme navštívili najvyššie poschodie ECB, kde sme v miestnosti, v ktorej sa konajú zasadania Rady guvernérov, mohli vidieť konkrétne miesta, resp. kreslá guvernérov národných bánk, strop vymodelovaný v tvare Európy a krásny výhľad na Frankfurt. Neskôr sme si pochutili na veľmi dobrých nemeckých jedlách, po ktorých nasledovalo hromadné fotenie a nakoniec slávnostná ceremónia s prezidentom ECB Mariom Draghim

a s guvernéromi národných bank. O pol hodiny neskôr sme sa stretli osobne s pánom Jozefom Makúchom, ktorý nám porozprával, aké to je byť guvernérom NBS a zároveň členom Rady guvernérov ECB. Po tomto stretnutí nasledovali dve inšpirujúce prednášky hlavných predstaviteľov ECB.

Na konci dňa bola pre nás v reštaurácii Oosten pripravená vynikajúca večera, ktorej na výbornej atmosfére pridávala aj večerná pohoda a možnosť pozorovania západu slnka pod dekou na streche reštaurácie.

Druhý deň sa niesol v znamení poznávania mesta Frankfurt. City Hunters Game. Tak sa volala hra/aktívita, ktorú si pre nás pripravila ECB. Musíme povedať, že išlo o naozaj akčný, tímový a najmä nezvyčajný spôsob spoznávania nového mesta. Po City Hunters Game nám zvýšilo trocha času, ktorý sme využili na naobedovanie sa a kúpu darčiekov pre rodinu. Potom nás už čakala len cesta naspäť – na Slovensko.

Vo Frankfurte bolo naozaj úžasne. Ďakujeme všetkým, ktorí nám pomáhali a boli oporou počas celej súťaže Generácie Euro.

*TeamOne  
Foto: Európska centrálna banka*

## BIATEC

Odborný bankový časopis  
Máj 2015

### Vydavateľ:

Národná banka Slovenska  
Imricha 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. 5. 2015

Dátum vydania: 25. 5. 2015

Evidenčné číslo: EV 2817/08

ISSN 1335 – 0900

Grafický návrh: Bedrich Schreiber

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

Tlač: i+i print, spol. 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.



## MAKROEKONOMICKÉ OTÁZKY

Vplyv inflácie na tvorbu miezd na Slovensku ..... 2  
(Peter Tóth)

## MACROECONOMIC ISSUES

Euro area labour markets respond to crisis ..... 6  
(Marek Mičúch)

## PEŇAŽNÝ OBEH

Hotovostný peňažný obeh v SR v roku 2014..... 8  
(Milada Vlnková)

## ŠTATISTIKA

Implementácia ESA 2010 do štvrťročných finančných účtov ..... 10  
(Tomáš Eder, Radoslav Peter)

## POISŤOVNÍCTVO

Princíp kalkulácie doživotných dôchodkov z II. piliera..... 15

## POSTREHY — PODNETY

Crowdfunding – nové príležitosti a regulatorní implikácie..... 19  
(Zdeněk Husták)

Štvrtý ročník Generácie Euro na Slovensku vyhral tím študentov  
z bratislavského Gymnázia Grösslingová 18 ..... 22  
(Ľubomíra Schlosserová)

Unikátna výstava bratislavských korunovačných medailí a žetónov  
(1563 – 1830) v kremnickom Múzeu mincí a medailí ..... 25  
(Daniel Haas Kianička)

Kolokvium v Múzeu mincí a medailí v Kremnici ..... 28  
(Ľubica Majerová)

V roku 2014 EIB podporila projekty na Slovensku sumou 556 mil. EUR... 29

## INFORMÁCIE

Ponuka podujatí Inštitútu bankového vzdelávania NBS, n. o., na jún  
2015..... 18

## RECENZIA

Trhová transparentnosť a zneužívanie kapitálového trhu ..... 30  
(Simona Hesecká Bojmírová)

## NEKROLÓG

Odišiel Alexandre Lamfalussy, známy ako „otec eura“ ..... 31

## ENGLISH SUMMARY

English summary ..... 32



# Vplyv inflácie na tvorbu miezd na Slovensku

Peter Tóth

Národná banka Slovenska

*Cieľom tohto príspevku je identifikovať, akým spôsobom vplyva aktuálny cenový vývoj na tvorbu miezd či kompenzácií zamestnancov. Zameriame sa tiež na to, nakoľko sú prírast miezd dôležité inflačné očakávania. Analýza vychádza z ekonometrických odhadov na základe agregovaných dát za celú ekonomiku Slovenska v rokoch 2006<sup>1</sup> až 2014. Pri konštrukcii empirického modelu využívame tiež informácie z najnovšieho kola prieskumu o dynamike miezd v slovenských podnikoch.*

- <sup>1</sup> Neskorší začiatok skúmaného obdobia je daný dostupnosťou niektorých dát, viac v ďalšom texte.
- <sup>2</sup> Nominálna nepružnosť miezd znamená, že vývoj inflácie sa neprejavuje v mzdách v krátkom období, alebo sa prejavuje iba veľmi oneskorene. Reálna nepružnosť vzniká, keď mzdy sú automaticky indexované o aktuálnu či očakávanú infláciu, či keď inflačné vplyvy všeobecne rýchlo preniknú do nominálnych miezd. Dôvodom reálnej nepružnosti môže byť silný vplyv kolektívneho vyjednávania zamestnancov. Flexibilita miezd je spravidla chápaná ako absencia inštitucionálnych či iných bariér pre zníženie (príp. zvýšenie) základných miezd alebo kompenzácií vo firmách.
- <sup>3</sup> V celoeurópskom prostredí skúmali nominálnu a reálnu rigiditu miezd napr. Babečy a kol. (2010).
- <sup>4</sup> Gertler (2010) nachádza zdroj väčšej flexibility kompenzácií najmä v okruhu vyššie kvalifikovaných zamestnancov.
- <sup>5</sup> Viac informácií o tomto projekte je na webovej adrese výskumnej siete Wage Dynamics Network: [https://www.ecb.europa.eu/home/html/researcher\\_wdn.en.html](https://www.ecb.europa.eu/home/html/researcher_wdn.en.html)
- <sup>6</sup> Všetky uvedené deskriptívne štatistiky z prieskumu boli vypočítané pomocou váh podľa počtu zamestnancov a pravdepodobnosti výskytu respondenta vo vzorke, čo by malo zaistiť reprezentativnosť výsledkov. Pre definíciu týchto váh pozri prílohu v Červená (2012).

Vzhľadom na súčasné obdobie vyznačujúce sa stagnáciou cien v Európe a ich možný priesak do strednodobých inflačných očakávaní je vzťah inflácie a miezd veľmi aktuálny pre menovú politiku. Prípadné výraznejšie spomalenie nominálnych miezd v krátkodobom horizonte by mohlo naznačovať predĺženie obdobia s veľmi nízkou či mierne zápornou infláciou. Reakcia menovej politiky preto potrebuje brať správne do úvahy aj interakciu medzi infláciou a mzdami.

Podľa modernej neokeynesovskej makroekonómie sú nepružné ceny a mzdy hlavnými vysvetleniami vzniku hospodárskych cyklov. Preto interakcia medzi infláciou a mzdami je relevantná aj pre teoretickú diskusiu o nominálnych a reálnych nepružnostiach<sup>2</sup>. Napríklad Knell (2010) analyzoval európske dáta o nominálnych nepružnostiach optikou makroekonomických DSGE modelov a porovnával rôzne prístupy modelovania v závislosti od miery interakcie medzi nepružnosťou miezd a cien. Na dátach vyspelých ekonomík, Fagan a Messina (2009) dávajú do súvislosti stupeň nominálnych a reálnych mzdových rigidít s optimálnou mierou dlhodobej rovnovážnej inflácie.

Empirické výsledky na slovenských dátach celkovo naznačujú flexibilitu miezd v porovnaní s ostatnými európskymi krajinami.<sup>3</sup> Červená (2012) skúmala flexibilitu základných miezd na dátach z prvého kola prieskumu o dynamike miezd uskutočnenom NBS v roku 2009. Gertler a Senaj (2008) našli pomerne nízky stupeň nepružnosti kompenzácií na zamestnanca<sup>4</sup> podľa odvetvových aj individuálnych dát. Karmažin (2012) analyzuje naopak cenové nepružnosti. V podrobnom členení cenových položiek poukazuje na pomerne nízku frekvenciu zmien cien na Slovensku. Vplyv mzdového vývoja na infláciu skúmala v makrodátach napríklad Alexová (2012) a potvrdila významný dlhodobý aj krátkodobý efekt miezd. Opačný smer kauzality na agregovanej úrovni však zatiaľ nebol príliš skúmaný, naša analýza preto prispieva v tomto smere. Ďalšími prínosmi analýzy sú pohľad na aktuálne obdobie na konci roka 2014 a využitie informácií z prieskumu NBS o dynamike miezd.

## VPLYV INFLÁCIE NA MZDY PODĽA PRIESKUMU O DYNAMIKE MIEZD

Prieskum o dynamike miezd a cien (WDN) je nepravidelným dotazníkovým prieskumom, ktorý NBS vykonáva v spolupráci s Európskou centrálnou bankou v rámci celoeurópskeho výskumného projektu<sup>5</sup>. Do súčasnosti sa na Slovensku realizovali dve vlny tohto prieskumu. Prvé kolo prebiehalo v januári 2009 a druhé v decembri 2014. V prvom kole sa získalo 802 vyplnených dotazníkov s 26 otázkami. V druhom kole bolo vyzbieraných 621 dotazníkov s vyše 40 otázkami. Vzorka oslovených firiem bola v oboch kolách určená pomocou stratifikovaného výberu, vďaka čomu sa dá zaistiť reprezentatívnosť výsledkov pre populáciu slovenských firiem. Výsledky,<sup>6</sup> ktoré sú relevantné pre tento komentár, zhrnieme nižšie.

Jedna z otázok sa týkala hlavného indikátora miezd pri plánovaní mzdových prostriedkov v rozpočte firiem na nasledujúce obdobie. Zistovalo sa, či sa berú do úvahy celkové kompenzácie zamestnancov (príp. celkové mzdové náklady) vrátane prémie, alebo objem základných miezd (príp. mzdových nákladov) bez prémie. Približne tri štvrtiny firiem odpovedalo, že vychádzajú z kompenzácií vrátane bonusov. Medzi podnikmi rôznych veľkostí a odvetví neboli veľké rozdiely, spomínaný podiel sa pohyboval medzi 70 až 80 % v prospech kompenzácií.

Ďalšia otázka sa zamerala na úpravu miezd zamestnancov o vplyv inflácie. Vývoj inflácie zohľadňuje pri tvorbe miezd len 46 % respondentov. Podiel takýchto firiem je iba o niečo vyšší vo väčších podnikoch (50 a viac zamestnancov) a v spracovateľskom priemysle (okolo 50 %). Pomerne odlišnou podskupinou respondentov je odvetvie finančných služieb, ktoré zaznamenalo najmenší podiel firiem so mzdovými úpravami v závislosti od inflácie (34 %).

V rámci prieskumu sa zisťovala aj dôležitosť inflácie v porovnaní s ostatnými faktormi, ktoré ovplyvňujú tvorbu miezd. Medzi respondentmi prevažoval názor, že najdôležitejším faktorom je ziskovosť podniku, či už aktuálna alebo jej očakávaná hodnota v budúcnosti. Ako dôležitý indikátor bola označovaná tiež produktivita práce.



V prípade inflácie sa názory firiem líšili od málo podstatného až k dôležitému vplyvu na tvorbu miezd. Odpovede sa prikláňali k významnejšiemu vplyvu inflácie skôr vo väčších spoločnostiach (50 a viac zamestnancov). Medzi odvetvami neboli významné rozdiely okrem finančného sektora, v ktorom bola inflácia najčastejšie označovaná ako málo podstatný faktor. Finančný sektor podľa prieskumu kladie pri odmeňovaní zamestnancov dôraz najmä na ziskovosť a všetky ostatné faktory považuje za málo podstatné či mierne dôležité.

Čiastočným vysvetlením obmedzeného vplyvu cien na kompenzácie môže byť aj nízke pokrytie<sup>7</sup> slovenských zamestnancov kolektívnymi zmluvami. Jedna z otázok prieskumu sa pýtala na pokrytie zamestnancov kolektívnymi zmluvami. Priemerné pokrytie v našej vzorke je 35 %<sup>8</sup> existujú však výraznejšie rozdiely podľa veľkosti firiem a odvetví. Priemerný podiel zamestnancov pokrytých kolektívnymi zmluvami rastie s veľkosťou zamestnávateľa, t. j. od 7 % pre najmenšie firmy (do 20 zamestnancov) až po 61 % pre najväčšie firmy (200 a viac zamestnancov). Priemerné pokrytie je najvyššie vo finančnom sektore (91 %) a v službách (46 %), naopak najmenšie je v stavebníctve (16 %) a v obchode (20 %). Pokrytie v spracovateľskom priemysle a v energetike sa pohybuje tesne pod priemerom za celú vzorku (33 %).

Výsledky prieskumu WDN celkovo naznačujú, že vplyv cenového vývoja na mzdy je v slovenských podnikoch pomerne obmedzený. Aktuálny alebo očakávaný vývoj inflácie zohľadňuje pri odmeňovaní zamestnancov iba menšia časť pod-

nikov. Z toho vyplýva, že na Slovensku sú rozšírenejšie nominálne nepružnosti kompenzácií oproti reálnym rigiditám. To môže naznačovať silnejšiu pozíciu firiem v mzdovom vyjednávaní aj vzhľadom na nízke pokrytie zamestnancov kolektívnymi zmluvami. Ako najdôležitejší faktor pri tvorbe miezd sa však podľa prieskumu ukazuje súčasná a očakávaná ziskovosť firiem. Tá nadväzuje na vývoj cenových marží, ktoré na agregovanej úrovni môžeme aproximovať rozdielom medzi infláciou spotrebiteľských cien a infláciou cien výrobcov.

### ODHADY NA MAKRODÁTACH

Vplyv inflácie na mzdy testujeme aj na úrovni agregovaných dát pomocou ekonometrického modelu s korekčným členom. Pri špecifikácii modelu a interpretácii výsledkov využívame niektoré informácie z prieskumu WDN.

Dlhodobá rovnica (LR) je postavená na vzťahu kompenzácií na zamestnanca ( $COMPL_t$ ) a nominálnej produktivity práce ( $NPROD_t$ ) v úrovniach prirodzených logaritmov. Používame koncept kompenzácií na zamestnanca namiesto priemerných základných miezd, keďže kompenzácie boli najčastejšie používaným ukazovateľom pri tvorbe miezd podľa respondentov prieskumu. Nominálna produktivita aproximuje ziskovosť firiem a reálnu produktivitu práce, ktoré boli v prieskume označené ako najdôležitejšie faktory odmeňovania zamestnancov.<sup>9</sup> Na pravej strane rovnice je uvedená tiež dummy premenná pre obdobie od roku 2009 ( $D2009$ ), ktorá zachytáva štrukturálny zlom<sup>10</sup> po kríze a bola zahrnutá pre zabezpečenie stacionarity reziduálnej chyby.

### Dlhodobá rovnica kompenzácií na zamestnanca (LR)

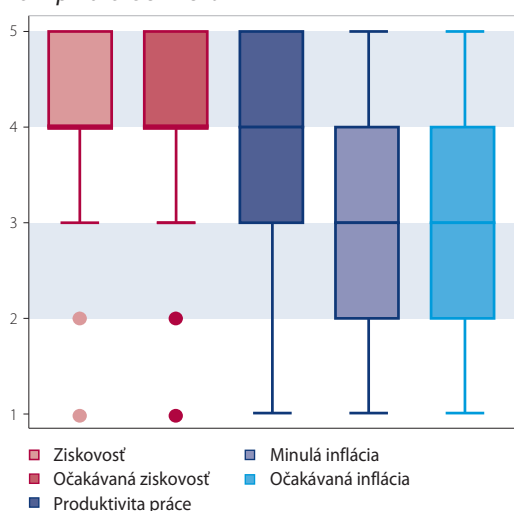
$$COMPL_t = -0.67 + 0.89 * NPROD_t + 0.08 * D2009 + \epsilon_t$$

(0.01)\*\*\*      (0.01)\*\*\*      (0.01)\*\*\*

Poznámka: Všetky premenné v rovnici LR sú uvedené v úrovniach prirodzených logaritmov. Dáta boli sezónne očistené.  $COMPL_t$  – kompenzácie na zamestnanca (metodika ESA),  $NPROD_t$  – nominálna produktivita práce (nominálne HDP/zamestnanosť, ESA),  $D2009$  – dummy premenná pre obdobie od roku 2009,  $\epsilon_t$  – stacionárna reziduálna chyba.

Interval odhadu: 1997q1 – 2014q4, počet pozorovaní: 72,  $R^2$ : 0.99. Štandardné chyby odhadnutých koeficientov sa nachádzajú v zátvorke. Hviezdičky \*\*\* označujú štatistickú významnosť na hladine 1 %. Podmienka kointegrácie, t. j. stacionarita reziduálnej zložky v LR rovnici bola potvrdená pomocou štandardných testov. Regresné chyby sú v grafe 4.

Graf 1 Ziskovosť podniku je najdôležitejším faktorom pri tvorbe miezd



Zdroj: NBS, prieskum o dynamike miezd (WDN) 2014, vlastné výpočty.

Poznámka: Hodnoty 1 až 5 na zvislej osi vyjadrujú vplyv daného faktora na tvorbu miezd v spoločnosti respondenta a zodpovedajú škále: nepodstatný, málo podstatný, mierne dôležitý, dôležitý a veľmi dôležitý. Obdĺžniky v grafe značia medziquartilové rozpätia (IQR), stred alebo hrubšia dolná hranica obdĺžnikov predstavujú mediánovú odpoveď. Vododorovné čiary nad a pod obdĺžnikmi sú tzv. susedné hodnoty, ktoré sú najbližšie hodnoty k prvému a tretiemu kvartilu vo vzdialenosti maximálne 1,5 násobku IQR. Bodky mimo intervalu medzi hornými a dolnými susednými hodnotami sú považované za extrémne hodnoty.

Výsledky odhadov pomocou metódy najmenších štvorcov sú uvedené hore. Koeficient nominálnej produktivity je mierne nižší ako jednotková hodnota predpokladaná v teórii. To znamená dlhodobo nižšie kompenzácie pri danej produktivite v porovnaní so štandardnými podmienkami vo vyspelých ekonomikách. Takýto vývoj môžeme vysvetliť napríklad silnejšou vyjednávacou pozíciou firiem pri mzdových vyjednávaniach. Koeficient dummy premennej je kladný, čo naznačuje

- 7 Pre transformujúce sa ekonomiky strednej a východnej Európy je typické nízke zastúpenie zamestnancov v kolektívnom vyjednávaní. Napríklad kolektívne zmluvy podpisuje iba okolo 20 % firiem v pobaltských krajinách, Poľsku a Maďarsku. Na porovnanie podiel takýchto firiem sa pohybuje nad 90 % v západných krajinách EÚ, ako sú Francúzsko, Taliansko, Španielsko, Belgicko či Rakúsko (tab. 1, Červená 2012).
- 8 Ukazuje sa, že pokrytie slovenských zamestnancov kolektívnymi zmluvami v čase postupne klesá, keďže z výsledkov prvého kola prieskumu NBS v roku 2009 ešte vychádzalo priemerné pokrytie okolo 57 % (tab. 1, Červená 2012).
- 9 Ako alternatívnu špecifikáciu sme testovali špecifikáciu s reálnou produktivitou práce spolu s cenovým indikátorom, napríklad HICP, PPI alebo deflátor HDP. V týchto verziách však bolo problematické nájsť cenový ukazovateľ, ktorý by bol štatisticky významný a bola by potvrdená aj kointegrácia.
- 10 Štrukturálny zlom od 1Q 2009 v LR rovnici bez dummy premennej bol identifikovaný pomocou testu neznámeho bodu zlomu Quandta a Andrews. Zlom bol identifikovaný aj v alternatívnych špecifikáciách rovnice so základnými mzdami či reálnou produktivitou.



- 11 Reálnu produktivitu sme definovali ako podiel reálneho HDP a celkovej zamestnanosti. Výsledky neboli citlivé na použitie nominálnej alebo reálnej produktivity práce.
- 12 Vyskúšali sme aj ďalšie definície, kde sme ceny konečných výrobkov aproximovali čistou infláciou HICP alebo deflátorom HDP. Ceny výrobcov sme skúsili aproximovať deflátorom HDP a rastom jednotkových mzdových nákladov. Odhadnutý koeficient pri týchto špecifikáciách však bol buď štatisticky nevýznamný, alebo záporný. Koeficienty ostatných premenných v modeli neboli citlivé na voľbu indikátora cenových marží.
- 13 Tu sme intuitívne mohli očakávať aj kladný efekt. Ten sa mohol prejavovať v prípade indexácie nominálnych miezd o infláciu na firemnej úrovni, alebo vďaka silnejšiemu vplyvu mzdových vyjednávani na tvorbu miezd. Významnú úlohu týchto faktorov však nepotvrdil ani prieskum WDN.
- 14 Model odhaduje zvýšenie medziročného rastu kompenzácií o približne 0,16 p. b., ak sa produktivita práce zvýši o 1 p. b. V prípade zvýšenia cenových marží a inflačných očakávaní o 1 p. b. vychádza efekt na rast kompenzácií okolo 0,3 p. b.

### Krátkodobá rovnica kompenzácií na zamestnanca (SR)

(medziročný rast v %, ak nie je uvedené inak)	Model 1	Model 2	Model 3
<b>Vysvetľujúce premenné:</b>	<b>Závislá premenná: kompenzácie na zamestnanca</b>		
Korekčný člen ( $EC_{t-4}$ )	-0.308***	-0.315***	-0.318***
Reálna produktivita práce (RPROD <sub>t</sub> )	0.179*	0.161*	0.155***
Inflácia spotrebiteľských cien (HICP <sub>t</sub> )	-0.174*		
Inflácia výrobných cien (PPI <sub>t</sub> )		-0.159**	
Cenová marža (rozdiel v rastoch HICP <sub>t</sub> a PPI <sub>t</sub> )			0.275**
Očakávaná inflácia t+4 (prognózy NBS)	0.333	0.322*	0.309*
Interval odhadu <sup>1</sup>	2005Q4 - 2014q4		
Počet pozorovaní	37		
R <sup>2</sup>	0.827	0.833	0.836
D-W štatistika	2.247	2.239	2.260

Zdroj: Vlastné výpočty.

<sup>1</sup> Interval odhadu bol obmedzený kvôli dostupnosti štvrtročných inflačných prognóz NBS až od 2005 Q4.

Poznámka: Všetky premenné sú vyjadrené v medziročných diferenciách logaritmov, ak nie je uvedené inak. Dáta boli sezónne očistené. Korekčný člen  $EC_{t-4}$  je odhadom reziduálnej zložky z rovnice LR oneskorený o štyri periódy. Hviezdičky \*, \*\*, \*\*\* označujú štatistickú významnosť parametrov na hladine 10 %, 5 % a 1 %. Autokorelácia reziduí bola ošetrená štandardným postupom. Štandardné chyby parametrov boli odhadnuté metódou HAC Neweyho a Westa, ktorá je konzistentná s heteroskedasticitou a autokoreláciou reziduí. Regresné chyby sú v grafe 5.

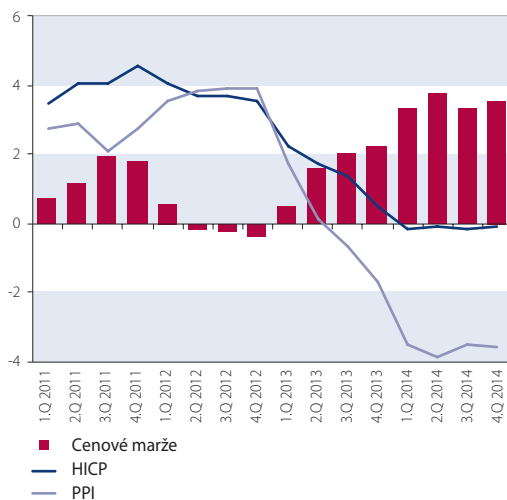
mierne zvýšenie úrovne kompenzácií po kríze za inak nezmenených okolností. Presnejšie určenie príčin tohto štrukturálneho zlomu vyžaduje ďalší výskum, ale pravdepodobne ide o zvýšenie štrukturálnej nezamestnanosti po kríze a zároveň o nerovnomerné zotavenie ekonomiky v jednotlivých odvetviach.

V krátkodobej rovnici (SR), ktorá je vyjadrená v medziročných rastoch, sme okrem korekcie krátkodobej odchýlky od dlhodobej rovnovážnej úrovne ( $EC_{t-4}$ ) a reálnej produktivity<sup>11</sup> (RPROD<sub>t</sub>) zahrnuli ukazovatele aktuálneho vývoja cien a in-

flačné očakávania na štyri štvrtroky dopredu. Aktuálny cenový vývoj sme v alternatívnych špecifikáciách zohľadnili prostredníctvom inflácie HICP (model 1), indexu výrobných cien PPI (model 2) a cenových marží (model 3). Cenové marže sme definovali ako rozdiel v raste cien konečných výrobkov (HICP) a cien výrobcov (PPI).<sup>12</sup> Inflačné očakávania sme aproximovali historickými prognózami inflácie podľa NBS.

Výsledky odhadu modelov 1 až 3 v tabuľke naznačujú, že aktuálny cenový vývoj vplyva na kompenzácie aj cez výrobné ceny. Záporný efekt<sup>13</sup>

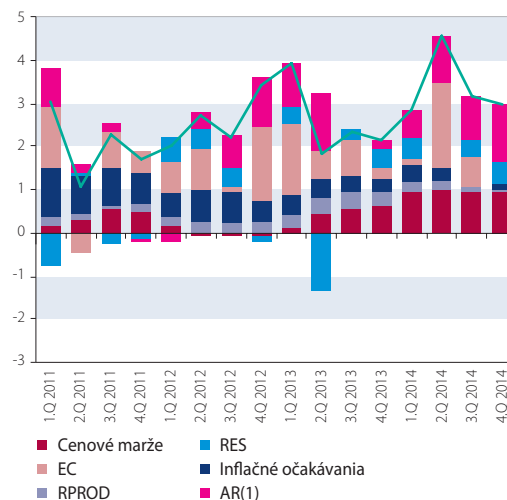
**Graf 2 Vývoj cenových marží (HICP – PPI, medziročný rast v %)**



Zdroj: Vlastné výpočty.

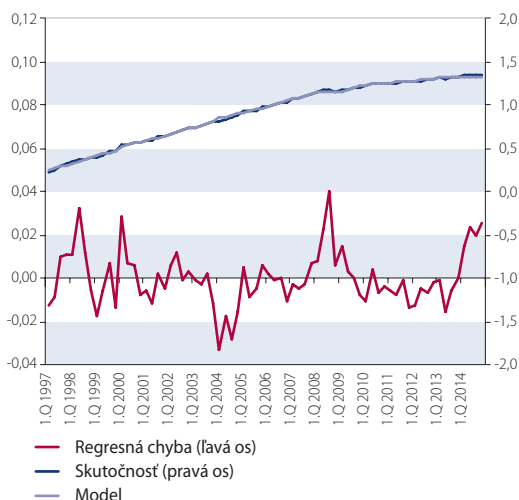
Poznámka: RPROD – reálna produktivita práce (reálny HDP na zamestnanca, ESA); cenové marže – rozdiel medzi rastom HICP a PPI; inflačné očakávania – očakávaný rast inflácie HICP v štvrtroku t+4 podľa oficiálnych prognóz NBS; EC – korekcia odchýlky od dlhodobej rovnovážnej úrovne kompenzácií; AR(1) – korekcia autokorelácie reziduí; RES – reziduálna zložka regresie. Všetky premenné sú vyjadrené v medziročných rastoch, okrem korekčného člena EC, kde ide o rozdiel v úrovniach logaritmov v období t-4.

**Graf 3 Rozklad kompenzácií (model 3) (príspevky k medziročnému rastu v p. b.)**





Graf 4 Regresné chyby dlhodobej rovnice (LR)



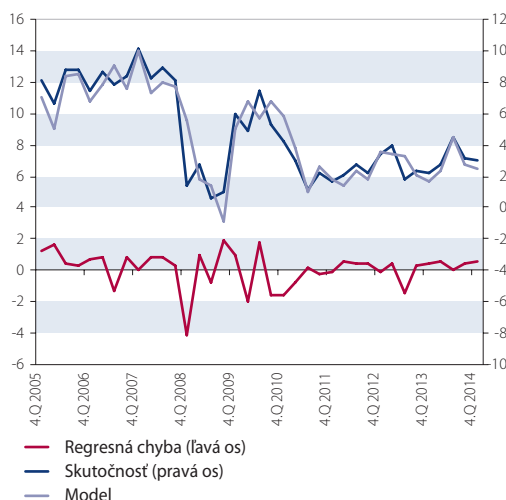
Zdroj: Vlastné výpočty.

inflácie v modeloch 1 a 2 môže byť dôsledkom rastúcich výrobných nákladov, ktoré znižujú ziskovosť firiem, a preto znemožňujú vyplácanie vyšších kompenzácií. Z ekonomického pohľadu sa potom ukazuje ako korektnéjšie zohľadniť ceny vstupov aj výstupov, t. j. cenové marže, ako v modeli 3. Výsledky modelu 3 sú v súlade s ekonomickou intuíciou, keď pri raste produktivity práce, cenových marží firiem a očakávanej inflácie sa zvyšujú aj kompenzácie zamestnancov.<sup>14</sup> Koeficient korekčného člena  $EC_{t-4}$  je záporný a štatisticky významný. V súlade s ekonomickou teóriou to znamená postupný návrat kompenzácií k ich dlhodobej rovnovážnej úrovni.

Z pohľadu aktuálneho vývoja v ekonomike naše odhady hovoria, že v priebehu roka 2014 bol silnejší rast kompenzácií najmä dôsledkom korekcie po slabšom raste v roku 2013. Tento vplyv vysvetľuje približne 2 p. b. medziročného rastu kompenzácií v roku 2014. Ďalší 1 p. b. rastu kompenzácií vysvetľuje vplyv cenových marží. Tie profitovali z výrazného poklesu výrobných cien (PPI) pri iba miernom poklese spotrebiteľských cien (graf 2). Inými slovami, reštriktívny prístup zamestnávatelov k odmenám zamestnancov v predchádzajúcom roku vytvoril podmienky pre silnejší rast o rok neskôr. Zvýšenie cenových marží zamestnávatelov tomuto vývoju ešte dopomohlo.

Efekty ostatných faktorov, ako sú inflačné očakávania a produktivita práce, boli tiež kladné, ale v priebehu roka postupne vyprchávali (graf 3). Súčasný krátkodobý vývoj cien a kompenzácií sa optikou modelu dá interpretovať ako prechodné

Graf 5 Regresné chyby krátkodobej rovnice (SR) (model 3)



Zdroj: Vlastné výpočty.

obdobie s pozitívnym nákladovým šokom z dôvodu poklesu výrobných cien. Pri nižšej pružnosti spotrebiteľských cien tento šok spôsobuje dočasný nárast cenových marží výrobcov. To zatiaľ poskytuje vankúš proti poklesu kompenzácií, ktorého vplyv bude pravdepodobne pretrvávajúť až do odrazu výrobných cien odo dna.

## ZÁVER

V analýze sme identifikovali hlavné kanály vplyvu cenového vývoja na kompenzácie zamestnancov na Slovensku. V krátkom období sú dôležité najmä cenové marže výrobcov, ktoré sme definovali ako rozdiel medzi rastom spotrebiteľských a výrobných cien. Očakávaná inflácia a produktivita práce sa tiež ukazujú ako významné faktory pri tvorbe miezd.

Súčasný vývoj kompenzácií zamestnancov charakterizuje do značnej miery krátkodobý pokles výrobných cien, pričom spotrebiteľské ceny zostali približne na pôvodnej úrovni. Cenové marže výrobcov preto vzrástli a podporovali rast kompenzácií. Očakávané zlepšenie výkonnosti reálnej ekonomiky a zvýšenie inflácie by mali v strednodobom horizonte postupne podporiť rast kompenzácií.

Naše odhady na agregovaných dátach sú konzistentné aj s výsledkami prieskumu WDN. Podľa prieskumu firmy pri tvorbe miezd sledujú najmä svoju ziskovosť, t. j. aktuálny a očakávaný vývoj cenových marží. Infláciu spotrebiteľských cien v zmysle samostatného faktora považujú za menej dôležitú a v mzdách ju explicitne zohľadňujú iba menšia časť podnikov.

## Použitá literatúra

- Alexová, M. (2012): Inflation Drivers in New EU Members. National Bank of Slovakia Working Paper No. 6/2012.
- Babecký, J., P. Du Caju, T. Kosma, M. Lawless, J. Messina, T. Rööhm (2010): Downward Nominal and Real Wage Rigidity: Survey Evidence from European Firms. The Scandinavian Journal of Economics 112(4), Dec 2010: pp 884-910.
- Cervená, M. (2012): Base Wage Rigidities: Evidence from a Survey of Slovak Firms. National Bank of Slovakia Working Paper No. 3/2012.
- Fagan, G., and J. Messina (2009): Downward Wage Rigidity and Optimal Steady-State Inflation. ECB Working Paper Series No. 1048, April 2009.
- Gertler, P. (2010): The Wage Curve: A Panel Data View of Labor Market Segments. National Bank of Slovakia Working Paper 3/2010.
- Gertler, P. and Senaj, M. (2008): Downward wage rigidities in Slovakia. National Bank of Slovakia Working Paper 7/2008.
- Karmažin, B. (2012): Analýza rigidity spotrebiteľských cien v SR. Menová analýza NBS, júl 2012.
- Knell, M. (2010): Nominal and Real Wage Rigidities. In Theory and in Europe. ECB Working Paper Series No. 1180, April 2010.





# Euro area labour markets respond to crisis

Marek Mičúch  
Národná banka Slovenska

*In February 2015 the ECB published a research paper 'Comparison and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets'<sup>1</sup> elaborated by an ad hoc team of the European System of Central Banks as part of the ECB Occasional Paper Series. Národná banka Slovenska actively participated in this process and contributed to its content. The article summarizes the general findings of the research paper and presents some interesting details about the Slovak labour market in the euro area context.*

- <sup>1</sup> Ad hoc team of the European System of Central Banks. Comparison and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets. ECB Occasional Paper Series, No. 159, Feb. 2015. For further acknowledgements please refer to the box in this article.
- <sup>2</sup> For relevance and comprehensiveness reasons certain analyses do not strictly follow given time intervals but cover shifted periods.
- <sup>3</sup> In Germany, declines are likely to reflect improvements to labour market flexibility as a consequence of comprehensive reforms (Hartz I-IV) introduced in advance of the crisis and the longer-term features of German labour market institutions.
- <sup>4</sup> The average size of these flows over the pre-crisis period (2005Q1-2008Q1) is compared with the subsequent two phases of the crisis.

## GENERAL TRENDS

Paper elaborates on two phases of the recession with respect to developments on the labour market of the euro area, the Great Recession 2Q2008 – 2Q2009, and second phase 4Q2011 – 1Q2013.<sup>2</sup> A notable feature throughout the crisis has been the considerable degree of cross-country heterogeneity of labour market adjustments across the euro area – with some economies emerging relatively unscathed, while others have seen steep and persisting increases in unemployment.

Effects of the two phases were somehow different. First phase brought more general and wide spread difficulties to all euro area economies, although of the different degree. On the other hand, second phase was focused and affected group of economies with precedent substantial macroeconomic imbalances. These economies are referred to as stressed and contain Cyprus, Greece, Ireland, Italy, Portugal, Slovenia and Spain, rest of the economies is referred as other euro area countries.

The euro area unemployment rate reached its long term minimum in the first quarter of 2008. Since then the indicator was deteriorating with only short lived correction (mid 2010 to mid 2011). In the second quarter of 2013 unemployment rate reached its peak of 12%, gaining almost 5 percentage points in the meantime. 5 percentage points translates into 5.5 million heads without job.

Consequences of the two recessions for euro area labour market differ in time and nature across economies. Some suffered only for a short period of time while others were unable to recover for a longer time. Also demographical and sectoral impact showed to be uneven. In the first phase construction, manufacturing and transport sectors experienced highest job destruction, particularly in each euro area economy. On the other hand, second phase hit stressed economies relatively more than other and also different sectors. Necessary austerity measures in stressed countries translated into high employment losses in public sector. With respect to demographical characteristics – the young, the unskilled and on

temporary contracts were those who suffered highest employment losses. Youth and long-term unemployment have risen substantially.

## SLOVAK LABOUR MARKET IN THE RECESSION

Unemployment reaction to the crisis in Slovakia was quite exceptional compared to euro area 18 economies. Slovak unemployment was highest at the beginning of the crisis but change in unemployment was one of the lowest during the crisis. In the first quarter of 2008 Slovak unemployment reached 10.5% ranking 18. In the second quarter of 2014 it increased by 2.7 percentage points to 13.2%. That counts for fifth lowest increase (not counting decrease of unemployment rate for Malta -0.1pp and Germany -3.3 pp<sup>3</sup>). Relatively slow increase of unemployment resulted in four other countries reporting absolutely higher unemployment rate than Slovakia (ranking 14) in the middle of 2014 – Portugal, Cyprus, Spain and Greece.

Unemployment increases were higher during the first phase. This trend is also different from euro area average. In the group of other economies only two more (Estonia and Latvia) lost more jobs in the first phase than in the second.

Dynamic aspect of the labour market shows similar results. Flows between employment and unemployment provide additional information. Movement out of employment (measured as job exit rate probabilities<sup>4</sup>) was one of the lowest for the Slovak labour market among covered economies. Some 1% job exit rate probability recorded in pre-crisis period increased to 1.5% in the first phase and to 1.6% in the second phase. Pre-crisis EA average amounted to 4.3% rising in the first phase to 4.7%.

Taking closer look at employment development provides further details about labour market dynamics during the recessions in Slovakia. Breakdowns by gender, age, education and contract type were inspected. Percentage changes in employment 1Q-4Q2013 to 1Q-4Q2008 are presented in the next paragraph.

More male than female employees lost their jobs in Slovak economy. This was prevailing trend



5 This trend must be treated carefully as other factors may contribute to job gains for the age group 55-64, namely trend of population aging.

in most of the euro area economies. Age group 25-54 lost highest percentage of jobs followed by age group 15-24. Surprisingly, age group 55-64 was only one with job gains. This wasn't exception in euro area as EA average and 13 out of 18 economies recorded the same trend<sup>5</sup>. Permanent employees lost jobs but self-employed and temporary gained jobs. Finally, low level and medium level educated cohort lost jobs but medium level educated loss dominated. This contrasted with EA average. On average far higher percentage of low level educated saw employment losses and only minor employment losses contributed medium level educated. High level educated gained employment in Slovak economy.

Special attention is paid to youth unemployment. Group of young workers was heavily affected over the course of the crises. Greece, Spain, Italy, Cyprus, Portugal and Slovakia belong to group of economies in which youth (15-24) unemployment rate exceeded 30% mark in 2013 (in percent of the youth labour force). Ireland, France, Belgium, Latvia, Slovenia and Finland fall into the 20-30% interval. 10-20% interval contains Estonia, Luxemburg, Malta and the Netherlands. Only Austria and Germany reported youth unemployment below 10%.

The very rapid response of youth employment to the crisis can be partly explained by their high representation among temporary workers, who are more vulnerable to cyclical than permanent workers. Interestingly, youth employment continued to decline despite the short lived period of economic upturn starting from mid-2009 (during which employers' uncertainty about the potential future recovery could have pushed hires with temporary contracts up). Moreover, common to many euro area labour markets is the growing trend of long-term unemployment among the young unemployed

rising from around 8.0 pp of the youth unemployment rate in advance of the crisis in 2007, to 12.9 pp in 2013. In other words, around 54% of unemployed youths in 2013 had been looking for a job for more than one year.

### POLICY RECOMMENDATIONS

Based on the findings of the paper, several policy issues deserve attention. In the presence of high unemployment, a flexible response of wages to labour market conditions is essential to facilitate the necessary sectoral reallocation and to encourage job creation. A greater emphasis on reducing labour market segmentation is required to improve firms' flexibility to respond to changing demand conditions and to provide increased access to work and training for those disproportionately hit by the crisis. A stronger effort should be put on re-prioritizing active labour market policies, to prevent hysteresis effects and reduce the risk of persistent unemployment turning into structural unemployment. Further reforms to collective bargaining as well as to tax and benefit systems are necessary so that firm-level agreements can better reflect local labour market conditions and to increase the economic incentives to work. Reducing employment protection legislation for some groups would speed up the reallocation of labour resources to more productive sectors. Overall, reforms which deliver greater flexibility in employment and wages will reduce adjustment costs associated with idiosyncratic shocks and enhance the efficiency and effectiveness of the monetary policy transmission mechanism. Finally, labour market reforms must be accompanied by increased competition and reforms on product markets, for the euro area to respond optimally and rapidly to economic shocks.

Paper builds on Structural Issues Report on "Euro area labour markets and the crisis" published in October 2012. Ten out of the euro area 18 (2014) national central banks participated together with representative of Denmark's Nationalbank and fellow from the University of Amsterdam. Team was chaired by Robert Anderton, coordinated and paper edited by Valerie Jarvis and Béla Szörfi and supported by Mathilde Périnet and Pavlos Petroulas all from ECB. Marek Micuch and Alexander Karsay represented NBS.

Paper uses quarterly LFS micro data. Participating banks gathered and processed individual datasets for their own economy. Besides

introduction and conclusions paper contains three major sections: (ii) Labour market dynamics and unemployment over the crisis; (iii) Evidence of structural labour market changes over the course of the crisis and (iv) The adjustment of wages during the crisis.

Abridged version of the paper was published in the October 2014 ECB Monthly Bulletin. Some of the underlying charts together with some labour market reform recommendations for euro area economies were outlined in President Draghi's speech at the 2014 Economic Policy Symposium at Jackson Hole, entitled "Unemployment in the euro area".

### References

1. Ad hoc team of the European System of Central Banks. Comparison and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets. ECB Occasional Paper Series, No. 159, Feb. 2015.
2. Ad hoc team of the European System of Central Banks. Euro area labour markets and the crisis. ECB Occasional Paper Series, No. 138, Oct. 2012.
3. Draghi, M. Unemployment in the euro area. Speech by President of the ECB at the Annual central bank symposium in Jackson Hole. Aug. 2014.
4. ECB. Monthly Bulletin. The Impact of the Economic Crisis on Euro Area Labour Market. October 2014.



# Hotovostný peňažný obeh v SR v roku 2014

Milada Vlnková  
Národná banka Slovenska

Hotovostný peňažný obeh v SR bol v roku 2014 charakterizovaný pretrvávajúcim dopytom po hotovostných peniazoch. Pokračovala emisia nových eurobankoviek a druhou v poradí bola eurobankovka v nominálnej hodnote 10 €, emitovaná 23. septembra 2014. Článok hodnotí vývoj základných ukazovateľov hotovostného peňažného obehu v SR s dôrazom na skutočnosť, že za šesť rokov po zavedení eura v SR hodnota „obehu“ eurobankoviek napriek nárastu bezhotovostných platieb stále rastie, hoci tempo rastu sa postupne spomaľuje.

1 V roku 2013 bol zaznamenaný rast na úrovni 7,5 %, v roku 2012 rast na úrovni 12,7 %, v roku 2011 rast na úrovni 21,6 % a v roku 2010 rast na úrovni 30,8 %.

2 Po vstupe do eurozóny sa v obehu v SR vyskytujú aj eurobankovky a euromince emitované inými centrálnymi bankami členských štátov eurozóny, preto NBS nemá evidenciu o reálnej hodnote a množstve peňazí v obehu. NBS eviduje len eurové bankovky a mince, ktoré sama vydala do obehu a prijala z obehu. Rozdiel medzi hodnotou (množstvom) vydaných eurobankoviek a euromincí do obehu a prijatých z obehu od 1. 1. 2009 do konkrétneho dátumu predstavuje kumulovanú čistú emisiu.

3 Hodnota obeživa v celej eurozóne k 31. 12. 2014 bola 1 016,5 mld. EUR, náš podiel na tejto hodnote bol podľa kľúča na pridelovanie bankoviek 1,0155 %, t. j. približne 10,3 mld. EUR.

4 V eurozóne ich bolo dosiaľ emitovaných viac ako 52 mld. kusov a ich podiel na celkovom množstve emitovaných euromincí je vyšší ako 47 %.

5 Znamená to, že NBS vydá nižšie množstvo eurobankoviek danej nominálnej hodnoty do obehu, ako ich z neho prostredníctvom bánk, resp. verejnosti prijme.

6 Počet obyvateľov SR k 30.9.2014 bol podľa ŠÚ SR 5 421 034.

## VÝVOJ KUMULOVANEJ ČISTEJ EMISIE

Hotovostný peňažný obeh v SR pokračoval aj v roku 2014 v spomaľovaní medziročného tempa rastu čistej kumulovanej emisie (ďalej len emisia). V roku 2014 dosiahol medziročný rast emisie 6,6 % (t. j. nárast o 589 mil. EUR), čo predstavuje pokles tempa jej rastu a naznačuje stabilizáciu jej hodnoty.<sup>1</sup> Celková hodnota kumulovanej čistej emisie<sup>2</sup> k 31. decembru 2014 dosiahla 9,5 mld. EUR, z čoho emisia eurobankoviek predstavovala 9,4 mld. EUR.

Hodnota položky obeživo, zodpovedajúca podielu NBS na eurobankovkách vydaných Euro-systémom, predstavovala k 31. decembru 2014 približne 10,3 mld. EUR.<sup>3</sup> Rozdiel medzi hodnotou kumulovanej čistej emisie eurobankoviek v SR a hodnotou obeživa predstavoval takmer 966 mil. EUR, kým v roku 2013 hodnota kumulovanej čistej emisie v NBS mierne prekročila rozpočítanú hodnotu obeživa eurozóny o 76 mil. EUR.

Denná emisia eurovej hotovosti v roku 2014 si zachovala rovnaký trend ako v predchádzajúcich rokoch s ročným posunom hodnoty o približne 0,4 až 0,8 mld. EUR (graf). Maximálna hodnota

emisie v roku 2014 bola už tradične zaznamenaná v predvianočnom období 22. decembra (9,7 mld. EUR).

Kým pri hodnote emisie takmer celú emisiu predstavovali eurobankovky (98,5 %), pri množstve emitovaných eurových peňazí bol pomer opačný, eurobankovky predstavovali iba 21 % z celkového počtu a zvyšok (79 %) tvorili euromince (vrátane zberateľských euromincí).

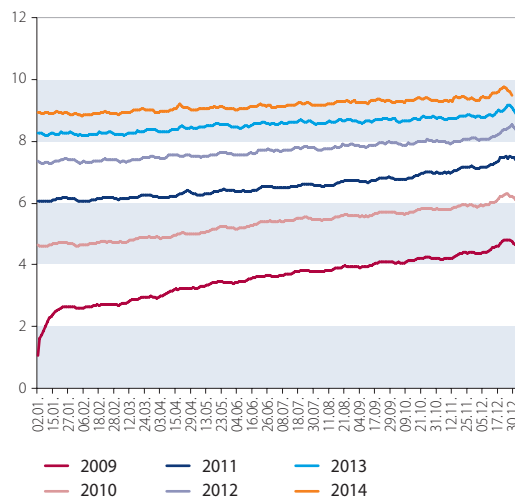
Štruktúru emisie k 31. 12. 2014 tvorilo viac ako 143 mil. kusov eurobankoviek a približne 555 mil. kusov euromincí vrátane zberateľských euromincí (tabuľka). Najviac emitovanou eurobankovkou bola bankovka 50 €, ktorej podiel predstavoval takmer 27 % z celkového množstva emitovaných eurobankoviek. Viac ako 87 % emisie eurobankoviek z hľadiska množstva tvoria bankovky, ktorými sa plnia bankomaty (v nominálnych hodnotách 100 €, 50 €, 20 €, a 10 €). Najviac emitovanými euromincami, tak v celej eurozóne,<sup>4</sup> ako aj v SR, boli euromince dvoch najnižších nominálnych hodnôt (0,01 €, 0,02 €). Ich spoločný podiel na celkovom množstve emitovaných euromincí tvoril viac ako polovicu emitovaných euromincí (57 %), kým z hľadiska hodnoty ich podiel bol iba 3 %.

Doterajší vývoj emisie naznačuje, že NBS zaznamenáva približne od druhého polroka 2010 dlhodobější trend tzv. príjmovej krajiny<sup>5</sup> v emisii 200 € bankovky. Z euromincí dosiahli zápornú ročnú čistú emisiu už druhý rok za sebou mince 1 €.

Priemerné množstvo emitovaných eurobankoviek a euromincí pripadajúce na obyvateľa SR sa v roku 2014 v medziročnom porovnaní zvýšilo, keď v priemere na obyvateľa SR<sup>6</sup> pripadlo 25 eurobankoviek v hodnote približne 1 663 EUR a 97 euromincí (vrátane zberateľských euromincí) v hodnote 25 EUR. Priemerná hodnota emisie eurovej hotovosti na obyvateľa bola 1 688 EUR.

Najpočetnejšou eurobankovkou bola rovnako ako v predchádzajúcich rokoch bankovka 50 € v počte približne 7 kusov na obyvateľa. Z euromincí boli najviac zastúpené euromince dvoch najnižších nominálnych hodnôt, keď na jedného obyvateľa ich pripadlo v priemere 25 kusov (2-cent), resp. 31 kusov (1-cent). V hotovostnom peňažnom obehu v SR sa okrem slovenských euromincí nachádzajú euro-

Vývoj dennej emisie eurovej hotovosti (v mld. EUR)



Zdroj: NBS.



## Štruktúra kumulovanej čistej emisie eurobankoviek a euromincí

	Kumulovaná čistá emisia				Štruktúra v %	
	Stav k 31. 12. 2014		Rozdiel oproti 31. 12. 2013		Stav k 31. 12. 2014	
	kusy	€	kusy	€	kusy	€
500 € ES1.0	7 367 009	3 683 504 500,00	732 981	366 490 500,00	1,06	38,78
200 € ES1.0	430 127	86 025 400,00	-100 957	-20 191 400,00	0,06	0,91
100 € ES1.0	26 701 760	2 670 176 000,00	2 385 243	238 524 300,00	3,82	28,11
50 € ES1.0	38 642 808	1 932 140 400,00	-1 599 031	-79 951 550,00	5,53	20,34
20 € ES1.0	32 673 767	653 475 340,00	1 656 218	33 124 360,00	4,68	6,88
10 € ES1.0	16 737 929	167 379 290,00	-7 446 452	-74 464 520,00	2,40	1,76
10 € ES2.0	11 722 859	117 228 590,00	11 722 859	117 228 590,00	1,68	1,23
5 € ES1.0	2 220 040	11 100 200,00	-3 953 503	-19 767 515,00	0,32	0,12
5 € ES2.0	7 248 878	36 244 390,00	3 806 263	19 031 315,00	1,04	0,38
<b>Bankovky spolu</b>	<b>143 745 177</b>	<b>9 357 274 110,00</b>	<b>7 203 621</b>	<b>580 024 080,00</b>	<b>20,59</b>	<b>98,51</b>
2 €	41 008 351	82 016 702,00	3 730 785	7 461 570,00	5,87	0,86
1 €	20 902 855	20 902 855,00	-118 569	-118 569,00	2,99	0,22
50 centov	25 905 590	12 952 795,00	325 552	162 776,00	3,71	0,14
20 centov	33 093 049	6 618 609,80	93 580	18 716,00	4,74	0,07
10 centov	49 979 150	4 997 915,00	2 824 364	282 436,40	7,16	0,05
5 centov	64 724 984	3 236 249,20	4 456 165	222 808,25	9,27	0,03
2 centy	139 800 992	2 796 019,84	11 043 282	220 865,64	20,02	0,03
1 cent	178 786 116	1 787 861,16	22 420 775	224 207,75	25,61	0,02
<b>Mince spolu</b>	<b>554 201 087</b>	<b>135 309 007,00</b>	<b>44 775 934</b>	<b>8 474 811,04</b>	<b>79,37</b>	<b>1,42</b>
Zberateľské mince	313 462	6 318 390,00	22 278	674 900,00	0,04	0,07
<b>Peniaze spolu</b>	<b>698 259 726</b>	<b>9 498 901 507,00</b>	<b>52 001 833</b>	<b>589 173 791,04</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

Zdroj: NBS.

Poznámka: ES1 – eurobankovky prvej série, ES2 – eurobankovky druhej série. Eurobankovky prvej série budú v nasledujúcich rokoch postupne nahradené eurobankovkami druhej série.

mince aj z iných krajín eurozóny. Najviac sa v obehu objavujú nemecké euromince (17 %), rakúske euromince (12 %) a talianske euromince (7 %)⁷.

### EMISIA EUROBANKOVIEK DRUHEJ SÉRIE

NBS začala dňa 23. septembra 2014 spolu s ostatnými centrálnymi bankami eurozóny emisiu v poradí druhej eurobankovky novej série, bankovky 10 €. K 31. decembru 2014 bola kumulovaná čistá emisia 10 € bankoviek novej série 11,7 mil. kusov. Podiel kumulovanej čistej emisie 10 € bankoviek novej série na celkovej kumulovanej čistej emisii 10 € bankoviek dosiahol 41,2 %.

Prvou eurobankovkou z novej série bola bankovka 5 €, emitovaná 2. mája 2013. Ku koncu roka 2014 sa novou bankovkou tejto série nahradilo už približne 77 % z množstva emitovaných 5 € bankoviek.

### SLOVENSKÉ KORUNY

Na úvod treba spomenúť, že výmena slovenských obehových mincí za eurovú hotovosť bola v SR ukončená dňom 2. januára 2014. Výmena slovenských bankoviek a slovenských zberateľských mincí za eurovú hotovosť nie je časovo obmedzená.

K 31. decembru 2014 zostalo v obehu 19,0 mil. ks slovenských bankoviek (z toho najviac 20 Sk bankoviek – 10,1 mil. kusov) a približne 933 tis. ks slovenských pamätných mincí. Hodnota zatiaľ nevrátených slovenských bankoviek a slovenských pamätných mincí dosahuje približne 3,01 mld. Sk

(takmer 100 mil. EUR). Celková hodnota zostávajúcich slovenských bankoviek a pamätných mincí v obehu predstavuje už iba približne 2 % z celkovej hodnoty emitovaných slovenských bankoviek a slovenských pamätných mincí.

Z nevrátených slovenských korún pripadli na jedného obyvateľa približne tri kusy bankoviek v hodnote 426 Sk a slovenské pamätne mince v hodnote 129 Sk. Celková hodnota zostávajúcich slovenských bankoviek a slovenských pamätných mincí na obyvateľa predstavovala 555 Sk. Najpočetnejšou zostávajúcou korunovou bankovkou v obehu na jedného obyvateľa bola 20 Sk bankovka v počte takmer dva kusy na obyvateľa.

### ZÁVER

Dopyt po hotovostných eurových peniazoch i napriek poklesu medziročného tempa rastu naďalej pretrváva a možno predpokladať, že tento dopyt bude i v nasledujúcich rokoch pokračovať. Pre zabezpečenie vyššej kvality eurobankoviek v obehu a dôvery verejnosti v eurovú hotovosť ECB spolu s ostatnými centrálnymi bankami eurozóny pokračuje vo vydávaní eurobankoviek novej série, ktorými sa budú nahrádzať eurobankovky prvej série. Po prvých dvoch eurobankovkách novej série (5 € a 10 €) budú v nasledujúcich rokoch nasledovať ďalšie nominálne hodnoty vo vzostupnom poradí. Eurobankovky prvej série budú i po emisii novej série naďalej platnými bankovkami.

⁷ Štruktúra euromincí je vypočítaná z reprezentatívnej vzorky euromincí (zdroj: NBS).



# Implementácia ESA 2010 do štvrtročných finančných účtov

Tomáš Eder, Radoslav Peter  
Národná banka Slovenska

*Európsky systém národných a regionálnych účtov ESA 2010 je najnovší medzinárodne porovnateľný účtovný rámec krajín Európskej únie pre podrobný opis ekonomiky. ESA 2010 bola vypracovaná v súlade s usmerneniami o národnom účtovníctve stanovenými v metodike pre systém národných účtov SNA 2008 a vstúpila do platnosti 1. septembra 2014. Štvrtročné finančné účty ponúkajú komplexné informácie o príjmoch, výdavkoch, financovaní a portfóliových investíciách inštitucionálnych sektorov, na základe ktorých by mali byť plne integrované s nefinančnými účtami. Pre tento integračný proces je dôležité, aby sa údaje zostavovali v súlade so štatistickými štandardmi. Kľúčovou zmenou pri implementácii ESA 2010 do štvrtročných finančných účtov bolo rozšírenie vykazovania jednotlivých sektorov, ako aj finančných nástrojov.*

- 1 Predchodcom ESA 2010 bol Európsky systém národných a regionálnych účtov v Spoločenstve (European System of National and Regional Accounts in the Community), resp. Európsky systém (národných) účtov 1995 (European System of Accounts 1995) ESA 95, ktorý používali štáty EÚ (od roku 1999 povinne). ESA 95 nahradil staršiu metodiku nazývanú ESNÚ 79, ktorá bola obmenou meto- díky ESNÚ 70.
- 2 ESA 2010 bola prijatá Európskym parlamentom dňa 13. marca 2013 a po následnom schválení Radou EÚ bola implementovaná štátmi Európskej únie v septembri 2014.
- 3 Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 549/2013 z 21. mája 2013 o európskom systéme národných a regionálnych účtov v Európskej únii.

## ESA 2010

Európsky systém národných a regionálnych účtov v Európskej únii<sup>1,2</sup> (European System of National and Regional Accounts in the European Union), resp. Európsky systém (národných) účtov 2010 (European System of Accounts 2010) ESA 2010 je metodika národného účtovníctva určená pre štáty Európskej únie (EÚ). Vychádza zo Systému národných účtov 2008 (System of National Accounts 2008, SNA), ktorý vznikol v spolupráci Štatistického úradu Európskej únie (Eurostat), Medzinárodného menového fondu, Organizácie pre hospodársku spoluprácu a rozvoj, Organizácie spojených národov a Svetovej banky.

Cieľom ESA 2010, ako najnovšieho medzinárodne uznávaného účtovného rámca EÚ, je systematický a podrobný opis ekonomiky, ktorý zachytáva zmeny ekonomickej reality v podmienkach narastajúcej globalizácie. Jej dôsledkom je medzinárodná mobilita národných zdrojov a väčšia vzájomná závislosť národných ekonomík. Zvyšujúci sa podiel cezhraničných transakcií, ktoré sú vykonávané národnými spoločnosťami, spôsobuje problémy pri meraní národných ukazovateľov. Okrem toho globalizácia prináša štrukturálne zmeny vo finančnom sektore. Jeho sprostredkovateľská funkcia a štruktúra je stále zložitejšia v dôsledku finančných inovácií a pokroku v oblasti informačných a komunikačných technológií, ako aj v dôsledku regulačných zmien. Navyše sa stále objavujú nové a upravené požiadavky kladené na jednotlivé štatistiky v súvislosti s hospodárskou a menovou politikou.

ESA 2010 predstavuje metodický rámec pre mnohé (makroekonomické) štatistiky v EÚ, ktorý je ďalej aktualizovaný a harmonizovaný. Tento rámec obsahuje záväzné ustanovenia a definície pre štatistické záznamy z ekonomického procesu, a tak zaisťuje jednotnú a porovnateľnú evidenciu ekonomického vývoja vo všetkých členských krajinách EÚ. Aktualizácia má za cieľ zohľadniť zmeny v hospodárskej činnosti, ktoré sa objavili, aby sa aj

naďalej vykazovali porovnateľné, aktuálne a spoľahlivé informácie o štruktúre ekonomiky a vývoji ekonomickej situácie každého členského štátu.

V ESA 2010 sa preto dôslednejšie uplatňuje princíp vlastníctva, nastali tiež zmeny v klasifikácii inštitucionálnych sektorov, nefinančných a finančných aktív, transakcií a ostatných tokov.

Manuál ESA 2010 bol uverejnený v Úradnom vestníku ako príloha A k nariadeniu Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 549/2013.<sup>3</sup> Prílohu B tohto nariadenia tvorí program zasielania údajov ESA 2010.

Na rozdiel od SNA 2008 a príručky BPM6 je ESA 2010 aj právnym nástrojom, ktorý má významný vplyv na kľúčové politické rozhodnutia v Európskej únii, konkrétne na tieto oblasti:

- príspevok k prerozdeleniu rozpočtu EÚ na regionálne fondy,
- podiely národných centrálnych bánk členských štátov EÚ na základnom imaní ECB,
- postup pri nadmernom deficite,
- postup pri makroekonomickej nerovnováhe (hodnotiaca správa).

## ESA 2010 A ŠTATISTIKA ŠTVRTROČNÝCH FINANČNÝCH ÚČTOV

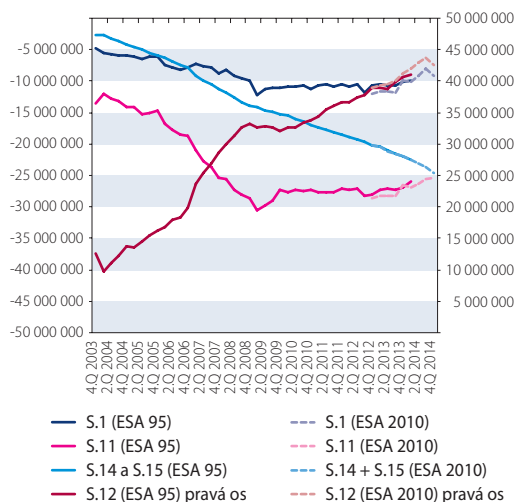
Štvrtročné finančné účty ponúkajú komplexné informácie o príjmoch, výdavkoch, financovaní a portfóliových investíciách inštitucionálnych sektorov, na základe ktorých by mali byť plne integrované s nefinančnými účtami. Pre tento integračný proces je dôležité, aby boli údaje zostavované v súlade so štatistickými štandardmi.

Údaje o štvrtročných finančných účtoch sú zbierané na základe usmernenia ECB z 25. júla 2013 o požiadavkách ECB na štatistické vykazovanie v oblasti štvrtročných finančných účtov (ECB/2013/24).

Na rozdiel od predchádzajúcich metodických zmien sa prijatie ESA 2010 v prvom rade odráža v rozšírení a štruktúre existujúcich údajov, a len relatívne málo zmien sa týka definície agregovaných sektorov a nástrojov. Vďaka tomu je ekonomic-



Graf 1 Poskytnuté, resp. prijaté pôžičky v ESA 95 a ESA 2010



Zdroj: NBS.

ký vývoj zachytený na základe metodiky ESA 95 do veľkej miery aktuálny v trende i dynamike, aj pokiaľ ide o ESA 2010. Príkladom takejto kontinuity je graf 1 zachytávajúci položku AF.4 – pôžičky poskytnuté, resp. prijaté vybranými sektormi, pričom obdobie 4Q2012 – 2Q2014 je vykázané v oboch metodikách.

Metodické zmeny by mali prispieť k lepšiemu pochopeniu vývoja ekonomiky vo finančnej oblasti, resp. poskytnúť dôležité informácie na účely menovej politiky a finančnej stability s ohľadom na peňažné presuny, identifikovať potenciálne prekážky financovania a zachytiť finančné inovácie zaznamenané v posledných rokoch, ktoré neboli zachytené metodikou ESA 95.

### ŠTVŔTROČNÉ FINANČNÉ ÚČTY V EUROZÓNE

ECB zostavuje štvrtročné integrované finančné a nefinančné účty podľa inštitucionálnych sektorov v spolupráci s Eurostatom. Integrované účty eurozóny, rovnako ako ďalšie typy štatistík, sú taktiež ovplyvnené zmenami v metodike. Proces prípravy a zavádzania novej metodiky je znázornený na nasledujúcej schéme.

Finančné účty sú plne v súlade s účtami nefinančnými (tzv. vertikálna konzistencia) pre sek-

tor finančných inštitúcií, vládnych inštitúcií a pre zahraničie. V sektoroch nefinančných podnikov a domácností stále existujú štatistické rozdiely medzi nefinančnými a finančnými účtami. Na druhej strane však za domácnosti a nefinančné spoločnosti neexistuje alternatívny zdroj takýchto informácií.

### KĽÚČOVÉ METODICKÉ ZMENY

Kľúčovou zmenou pri implementácii ESA 2010 bolo rozšírenie vykazovania jednotlivých sektorov, ako aj finančných nástrojov, keď predchádzajúce agregované položky sa začali vykazovať samostatne, resp. s pridaním ďalších elementov. Príkladom je oddelené vykazovanie údajov za sektory domácností a neziskových inštitúcií slúžiacich domácnostiam. Najvýznamnejšie sa však zmenil sektor finančných korporácií, ktorý sa z dôvodu rozširujúcich sa definícií rozčlenil z pôvodných piatich až na deväť subsektorov. Zmenu pohľadu na aktíva, resp. pasíva sektora finančných korporácií znázorňuje graf 2.

Nové vymedzenie subsektorov v sektore finančných korporácií v súlade so SNA 2008 a ESA 2010 prináša predovšetkým požiadavku na rozdelenie tzv. ostatných finančných sprostredkovateľov, s výnimkou poisťovní a penzijných fondov, na tri nové subsektory. To znamená správne zaradiť holdingové spoločnosti a lízingové finančné spoločnosti. Navyše sa do finančných pomocných inštitúcií presúva časť tzv. ústredí (*Head Offices*), ktoré boli doteraz vedené ako nefinančné podniky. Na Slovensku je sektorové zaradenie podnikov v kompetencii odboru národných účtov Štatistického úradu SR. Do sektora finančných pomocných inštitúcií bolo z pôvodného sektora nefinančných korporácií preradených približne 30 takýchto spoločností. Celkový počet firiem zaradených do tohto sektora je v súčasnosti zhruba 700. V sektore kaptívnych finančných inštitúcií a požičiavateľov peňazí je zaradených 30 spoločností. Tieto početnosti neznamenali pre slovenské štatistiky taký veľký medzisektorový presun, ako napr. v Rakúsku, kde ich preradenie zvýšilo aktíva a pasíva sektora finančných korporácií o 13%<sup>4</sup>.

K ďalším zmenám v sektorizácii finančných korporácií patrí samostatné vykazovanie fondov peňažného trhu, ktoré boli pôvodne vykazova-

### Proces prípravy a zavádzania novej metodiky

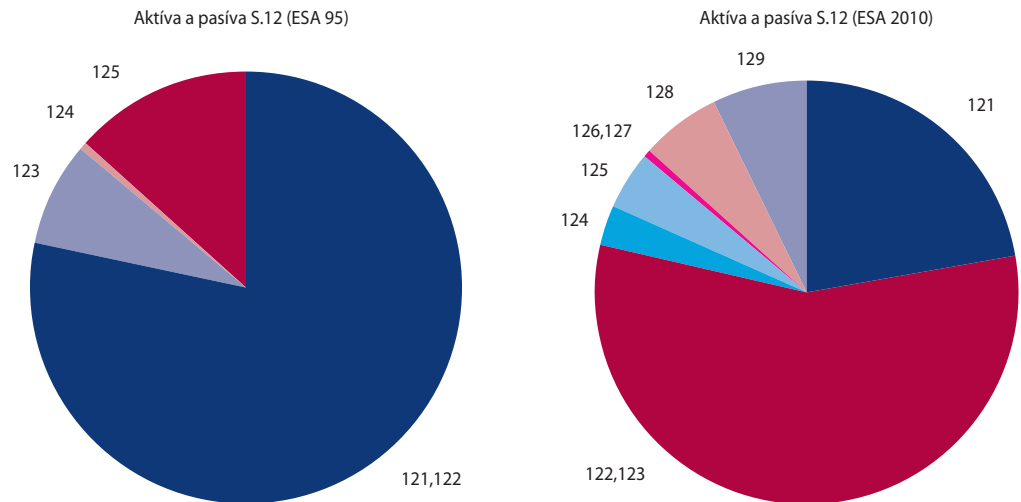


Zdroj: ECB.

<sup>4</sup> Andreasch Michael, OeNB: *New financial sector delineation in ESA 2010: First assessment for the financial accounts in Austria.*



Graf 2 Aktíva a pasíva sektora finančných korporácií podľa ESA 95 a ESA 2010



Zdroj: NBS.

né ako súčasť ostatných peňažných finančných inštitúcií, a vykazovanie poisťovacích korporácií a penzijných fondov, ktoré boli v ESA 95 vykazované spoločne. Túto zmenu možno vnímať viac-menej ako kozmetickú, keďže interne tieto údaje existovali aj doteraz, je však dôležitá pre externých užívateľov štatistik.

Zmeny súvisiace s finančnými nástrojmi sa prejavili okrem pohľadávok a záväzkov hlavne v kategórii 6 Poisťné, penzijné a štandardizované schémy záruk. V rámci rozšírenia tejto kategórie boli doplnené nové finančné nástroje: rezervy na uplatnenie štandardizovaných záruk, nároky na dôchodok, nároky penzijných fondov voči manažérom penzijných fondov a nároky na nepenzijné dávky.

Novovytvorená bola položka 7 Finančné deriváty a zamestnanecké opcie. Finančné deriváty boli v ESA 95 súčasťou položky Cenné papiere okrem akcií. Zamestnanecké opcie na akcie nie sú na Slovensku štatisticky významné.

Spolu so zavádzaním novej metodiky boli rozšírené aj požiadavky na vykazovanie. Jedným z hlavných rozšírení bolo vykazovanie vzťahu dlžník verzus veriteľ. Medziodvetvové väzby sú zaznamenávané za všetky sektory a pre nasledujúce finančné nástroje: vklady, úvery, dlhové cenné papiere, kótované akcie a akcie/podiely investičných fondov. Tieto údaje umožňujú analyzovať rôzne vzťahy, napríklad, akú úlohu zohrávajú domáce banky pri financovaní nefinančných podnikov, do akej miery sú banky prepojené s inými finančnými

Tab. 1 Subsektory finančných korporácií podľa ESA 95 a ESA 2010

ESA 95		ESA 2010	
S.11	Nefinančné korporácie		
S.121	Centrálňa banka	S.121	Centrálňa banka
		S.122	Korporácie prijímajúce vklady okrem centrálnej banky
S.122	Ostatné peňažné finančné inštitúcie	S.123	Fondy peňažného trhu
S.123	Ostatní finanční sprostredkovatelia	S.124	Investičné fondy iné ako fondy peňažného trhu
		S.125	Ostatní finanční sprostredkovatelia okrem poisťovacích korporácií a penzijných fondov (vrátane účelových finančných spoločností)
		S.127	Kaptívne finančné inštitúcie a požičiavateľa peňazí (holdingové spoločnosti a SPE, ak väčšina z ovládaných sú finančné spoločnosti)
S.124	Finančné pomocné inštitúcie	S.126	Finančné pomocné inštitúcie (ústredia, ak väčšina z ovládaných sú finančné spoločnosti)
S.125	Poisťovacie korporácie a penzijné fondy	S.128	Poisťovacie korporácie
		S.129	Penzijné fondy

Zdroj: NBS.



Tab. 2 Finančné nástroje podľa ESA 95 a ESA 2010

ESA 95		ESA 2010	
Menové zlato a zvláštne práva čerpania	AF.1	Menové zlato a zvláštne práva čerpania	AF.1
Menové zlato	AF.11	Menové zlato	AF.11
Zvláštne práva čerpania	AF.12	Zvláštne práva čerpania	AF.12
Obeživo a vklady	AF.2	Obeživo a vklady	AF.2
Obeživo	AF.21	Obeživo	AF.21
Prevoditeľné vklady	AF.22	Prevoditeľné vklady	AF.22
Ostatné vklady	AF.29	Ostatné vklady	AF.29
Cenné papiere okrem akcií	AF.3	Dlhové cenné papiere	AF.3
Cenné papiere okrem akcií a finančných derivátov	AF.33		
krátkodobé	AF.331	krátkodobé s pôvodnou splatnosťou do 1 roka	AF.31
dlhodobé	AF.332	dlhodobé	AF.32
Finančné deriváty	AF.34		
Úvery/pôžičky	AF.4	Úvery/pôžičky	AF.4
krátkodobé	AF.41	krátkodobé s pôvodnou splatnosťou do 1 roka	AF.41
dlhodobé	AF.42	dlhodobé	AF.42
Akcie a ostatné podiely	AF.5	Majetkové účasti a akcie/podielové listy investičných fondov	AF.5
Akcie a ostatné podiely okrem akcií podielových fondov	AF.51	Majetkové účasti	AF.51
Kótované akcie	AF.511	Kótované akcie	AF.511
Nekótované akcie	AF.512	Nekótované akcie	AF.512
Ostatné podiely	AF.513	Ostatné majetkové účasti/ podiely	AF.519
Akcie podielových fondov	AF.52	Akcie/podielové listy investičných fondov	AF.52
		Akcie/podielové listy fondov peňažného trhu	AF.521
		Iné akcie/podielové listy investičných fondov	AF.522
Poistno-technické rezervy	AF.6	Poistné, penzijné a štandardizované schémy záruk	AF.6
Čistý majetok domácností	AF.61	Technické rezervy neživotného poistenia; rezervy na uplatnenie štandardizovaných záruk	AF.61; 66
Čistý majetok domácností v rezervách životného poistenia	AF.611	Nároky na životné poistenie a anuitu	AF.62
Čistý majetok domácností v rezervách dôchodkových a doplnkových dôchodkových fondov	AF.612	Nároky na dôchodok; nároky penzijných fondov voči manažérom penzijných fondov; nároky na nepenzijné dávky	AF.63; 64; 65
Vopred zaplatené poistné a rezervy na nevyrovnané nároky	AF.62		
		Finančné deriváty a zamestnanecké opcie na akcie	AF.7; 71; 72
Ostatné pohľadávky	AF.7	Ostatné pohľadávky/závazky	AF.8
Obchodný úver a preddavky	AF.71	Obchodný úver a preddavky	AF.81
Ostatné	AF.79	Ostatné pohľadávky okrem obchodných úverov a preddavkov	AF.89

Zdroj: NBS.





5 Usmernenie ECB z 25. júla 2013 o požiadavkách ECB na štatistické vykazovanie v oblasti štvrťročných finančných účtov (ECB/2013/24).

sektormi alebo aký je podiel zahraničných štátnych dlhopisov v portfóliu domácností. Vykazovanie vzťahov dlžník verzus veriteľ vedie tiež k presnejším výpočtom konsolidovaných údajov (očistenie vnútrosektorových vzťahov).

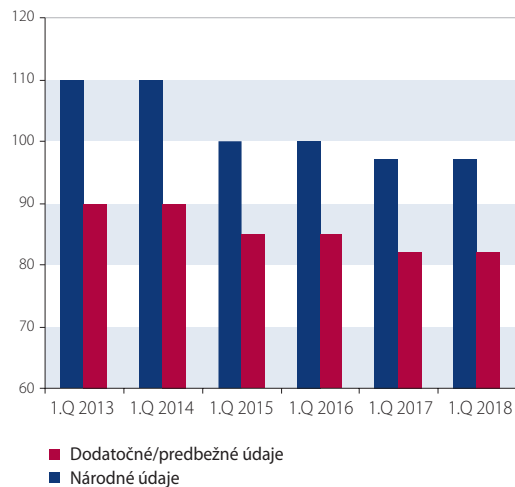
### ZASIELANIE A ZVEREJŇOVANIE ÚDAJOV PODĽA ESA 2010

Od septembra 2014 sa údaje finančných účtov musia zasielať do medzinárodných organizácií v súlade s ESA 2010. Prvé zasielanie zostavené v súlade s novou metodikou bolo za referenčné obdobie druhý štvrťrok 2014. Spolu s prvým zasielaním bolo potrebné v danom termíne zostaviť údaje aj za spätné časové rady do štvrtého štvrťroka 2012. Údaje pred týmto obdobím je potrebné zostaviť do septembra 2017.

Lehota na zasielanie údajov národnými centrálnymi bankami sa podľa usmernenia ECB<sup>5</sup> skrátla zo 110 kalendárnych dní na 100 dní, pričom od marca 2017 by sa mala skrútiť na 97 dní. Dodatočné, resp. predbežné údaje sa majú zasielať do 85 kalendárnych dní, od marca 2017 by táto lehota nemala prekročiť 82 dní.

Okrem skracovania lehoty pre zasielanie údajov sa v usmernení okrem iného stanovuje aj zasielanie údajov o protistranách inštitucionálnych sektorov, resp. subsektorov za cenné papiere od septembra 2015.

Graf 3 Lehoty na zasielanie národných údajov ECB



Zdroj: ECB.

V dôsledku zavádzania novej ESA 2010 bolo pôvodné zasielanie údajov za stavy a transakcie rozšírené aj o ostatné zmeny v objeme (napr. reklasifikácie). Ostatné zmeny v objeme sa zaznamenávajú a vykazujú oddelene a podrobne pre jednotlivé nástroje a sektory.

#### Box

## Ústredia a holdingové spoločnosti

1.14 Ústredia a holdingové spoločnosti sú inštitucionálnymi jednotkami. Ide o tieto dva typy:

(1) **Ústredie** je jednotka, ktorá vykonáva riadiacu kontrolu nad svojimi dcérskymi spoločnosťami. Ústredia sa nezaraďujú do hlavného sektora nefinančných korporácií svojich dcérskych spoločností, ak nie sú všetky alebo väčšina ich dcérskych spoločností finančnými korporáciami. V tom prípade sa považujú za finančné pomocné inštitúcie (S.126) v sektore finančných korporácií. Ak ide o zoskupenie nefinančných a finančných dcérskych spoločností, zaradenie do sektora sa určí na základe hlavného podielu podľa pridanej hodnoty. Ak ústredie uskutočňuje obchodnú výrobu a táto podnikateľská činnosť prevažuje, potom sa ústredie zaraďuje do sektora nefinančných korporácií.

Ústredia sa podľa ISIC Rev. 4, sekcie M, triedy 7010 (NACE Rev. 2, M 70.10) charakterizujú takto: Táto trieda zahŕňa dohľad a riadenie iných jednotiek spoločnosti alebo podniku; strategické alebo organizačné plánovanie

a rozhodovacia úloha spoločnosti alebo podniku; vykonávanie prevádzkovej kontroly a riadenie každodennej prevádzky spriaznených jednotiek.

(2) **Holdingová spoločnosť**, ktorá má v držbe aktíva dcérskych korporácií, ale nevykonáva žiadne riadiace činnosti, je kaptívnou finančnou inštitúciou (S.127) a je klasifikovaná ako finančná korporácia.

Holdingové spoločnosti sa podľa ISIC Rev. 4, sekcia K, trieda 6420 (NACE Rev. 2, K 64.20) charakterizujú takto: Táto trieda zahŕňa činnosti holdingových spoločností, t. j. jednotiek, ktoré vlastní aktíva (vlastnia väčšinový podiel kmeňových akcií) skupiny dcérskych korporácií a ktorých hlavnou činnosťou je vlastníctvo skupiny. Holdingové spoločnosti v tejto triede neposkytujú žiadnu inú službu spoločnostiam, ktoré kapitál vlastní, t. j. nespravujú ani neradia iné jednotky.

Zdroj: Manuál ESA 2010.

#### Referencie

1. Andreasch Michael, OeNB: New financial sector delineation in ESA 2010: First assessment for the financial accounts in Austria.
2. Deutsche Bundesbank: Methodological changes in the financial accounts – background, approach and selected results, Monthly Report, October 2014, p. 13-26.
3. European system of accounts - ESA 2010, European Commission.
4. Manual on the changes between ESA 95 and ESA 2010, Eurostat.
5. Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 549/2013 z 21. mája 2013 o európskom systéme národných a regionálnych účtov v Európskej únii.
6. Usmernenie ECB z 25. júla 2013 o požiadavkách ECB na štatistické vykazovanie v oblasti štvrťročných finančných účtov (ECB/2013/24).



# Princíp kalkulácie doživotných dôchodkov z II. piliera

## Vychádzať z faktov, nie z dojmov a pocitov

*Súčasný systém výplaty dôchodkov z II. piliera pozná tri základné druhy dôchodkov: doživotné, dočasné (vyplácajú poisťovne) a programový výber (vyplácajú DSS). Doživotný dôchodok je ťažiskový, keďže prioritou dôchodkového systému je zabezpečenie pravidelnej renty pre dôchodcu, ktorú bude poberať do konca života. Práve tomuto druhu dôchodku a faktorom, ktoré vplyvujú na jeho konečnú výšku, sa venuje nasledujúci článok Slovenskej asociácie poisťovní.*

Výšku doživotného dôchodku ovplyvňujú tri strany: poisťovňa, vláda, ale aj samotný klient – sporiteľ, aj keď každá z týchto strán iným spôsobom a rozličnými nástrojmi. Avšak všetky napokon vedú ku konečnej výške dôchodku. Túto situáciu znázorňuje nižšie uvedený obrázok.

### AKO OVPLYVNÍ VÝŠKU DÔCHODKU SPORITEĽ

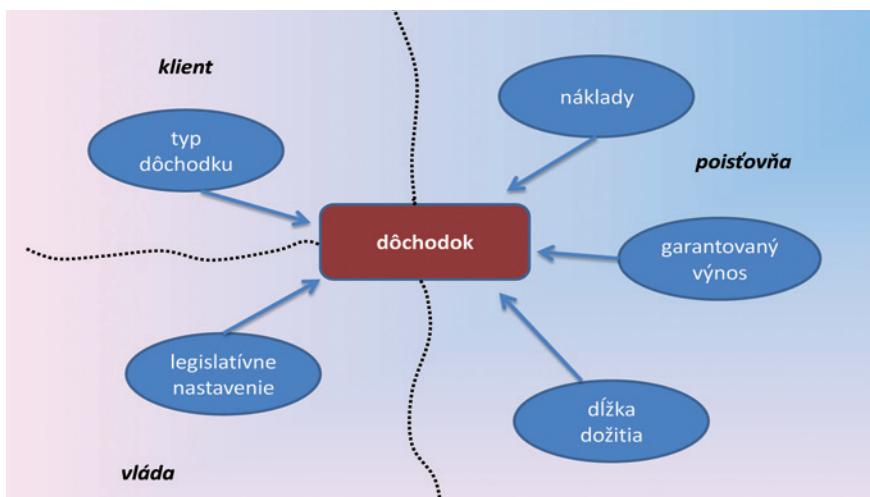
Systém pri doživotnom dôchodku dáva sporiteľovi na výber viaceré možnosti: jednoduchý doživotný dôchodok, dôchodok s pozostalostným krytím na jeden rok, dôchodok s pozostalostným krytím na dva roky. Každá z týchto možností má ešte dva varianty: fixný dôchodok – poberaný v rovnakej sume počas celej doby (s výnimkou podielov na prebytkoch) a indexovaný dôchodok – každoročne zvyšovaný o vopred dohodnuté percento. Z tohto hľadiska má tak sporiteľ na výber šesť možností a výška dôchodku pri každej z nich je odlišná.

Najvyšší ponúkaný dôchodok dosiahne sporiteľ, ktorý si vyberie fixný dôchodok a bez pozostalostného krytia. Naopak, najnižší dôchodok v čase vystavenia ponuky je indexovaný dôchodok s pozostalostným dôchodkom na dva roky. Kým pozostalostný dôchodok absolútne znižuje výšku

mesačného doživotného dôchodku (keďže jeho časť sa nevyplatí dôchodcovi, ale pozostalým po jeho smrti), o vzťahu indexovaného a fixného sa to jednoznačne povedať nedá. Kým spočiatku môže byť rozdiel medzi fixným a indexovaným dôchodkom pomerne značný – v prospech fixného, časom sa indexovaný dôchodok postupne zvyšuje a po uplynutí istého času je už vyšší než fixný, ktorý sa nemení. Rozhodnutie o type dôchodku, ktoré sporiteľ v čase kúpy urobí, má tak priamy vplyv na to, aký vysoký bude a ako sa môže v budúcnosti meniť.

### AKO OVPLYVNÍ VÝŠKU DÔCHODKU VLÁDA

Vláda prostredníctvom legislatívy nastavuje základný rámec fungovania celého systému sporenia i vyplácania dôchodkov. Od tohto nastavenia závisí, aké možnosti sporiteľ bude mať, aká silná či slabá konkurencia sa vo výplatnej fáze vytvorí, ale dôležité je aj to, ako nadbytočnými požiadavkami systém predraží, alebo naopak, zlacní. Napríklad, sama požiadavka štátu, aby sa doživotné dôchodky počas prvých siedmich rokov poberania dedili (čo sa nikde vo svete nepoužíva) spôsobuje, že nie všetky úspory môže poisťovňa vyplatiť dôchodcom, časť musí vyplatiť tretím osobám. Nižší objem peňazí určený na výpla-





ty dôchodkov tak celoplošne spôsobuje nižšie dôchodky, a to rádovo až o niekoľko percent. Rovnako je pre výšku dôchodkov určujúca aj stabilita celého systému. Neustále a zásadné zmeny však sťažujú odhad budúceho vývoja kľúčových veličín, čo negatívne vplýva na výšku dôchodkov.

### Ako ovplyvní výšku dôchodku poisťovňa

Pri výpočte doživotného dôchodku musí poisťovňa brať do úvahy najmä tri najdôležitejšie faktory: náklady, výšku garantovaného zhodnotenia a dĺžku dožitia.

**Náklady.** S výplatom dôchodkov sú vždy spojené určité náklady. Tie vznikajú na samom začiatku, pri prípravách inštitúcie na spustenie systému výplat a aj počas samotného procesu uzatvárania zmlúv a výplaty dôchodkov. Medzi najdôležitejšie položky patria náklady na prípravu informačného systému, mzdy a osobné náklady, náklady na prevod vyplatenej sumy dôchodku, náklady na kapitál poisťovne atď. Tieto náklady by vznikli každej inštitúcii, ktorá by sa do výplaty zapojila – komerčnej poisťovni, DSS, Sociálnej poisťovni či komukolvek inému.

Pri vyčíslení nákladov sa vychádza z predpokladanej doby výplaty, pričom poisťovňa musí čo najpresnejšie odhadnúť, ako sa náklady budú v tomto čase vyvíjať. To znamená odhadnúť aj budúcu infláciu (v tomto prípade na veľmi dlhé obdobie), ale aj budúce zmeny legislatívy, ktoré môžu mať na výplatu vplyv. Odhadnúť všetky tieto faktory je však mimoriadne náročné a ak chce poisťovňa ponúknuť čo najvyšší dôchodok, najmä v porovnaní s konkurenciou, musí náklady a svoj zisk stlačiť na minimálnu možnú mieru.

V momente, keď má poisťovňa správne odhadnutú výšku nákladov, dokáže určiť, akú časť úspor môže použiť priamo na výplatu dôchodku. Je logické, že vyššie náklady znižujú celkovú výšku vyplácaných dôchodkov, a naopak, nižšie náklady posúvajú vyplácané dôchodky nahor.

**Garantovaný výnos.** Časť úspor, ktorá je určená na výplatu dôchodkov, musí poisťovňa ďalej investovať a priniesť tak poberateľovi dôchodku dodatočný benefit. Na výber má krátkodobé cenné papiere (zmenky, štátne pokladničné poukážky, dlhopisy so splatnosťou do jedného roka, termínované vklady a pod.) a dlhodobé investičné nástroje (vládne a korporátne dlhopisy s dlhšou splatnosťou, akcie, alternatívne investície ako private equity, nehnuteľnosti, komodity a pod.). Dôraz na bezpečnosť a požadovanú likviditu týchto investícií núti poisťovne investovať pomerne konzervatívne, a navyše dbať na to, aby očakávané záväzky (splatnosť dôchodkov) boli v súlade so splatnosťou/návratnosťou investícií, ktoré ich kryjú.

V praxi to znamená, že okrem spomínaných krátkodobých cenných papierov poisťovne investujú najmä do dlhopisov. Z očakávaného výnosu jednotlivých investícií poisťovňa vyčíslí celkový priemerný očakávaný výnos, ktorý zahrnie do výpočtu výšky dôchodku. Ten sa tak stáva pre poberateľa dôchodku garantovaným. Platí, že čím

vyšší je tento garantovaný výnos, tým vyšší dôchodok môže poisťovňa ponúknuť, a naopak. Ak je skutočne dosiahnutý výnos nižší, než poisťovňa garantuje, musí vzniknutý rozdiel doplatiť z vlastných zdrojov. Ak je, naopak, skutočne dosiahnutý výnos vyšší, musí poisťovňa minimálne 90 percent tohto „nadvýnosu“ vyplatiť dôchodcovi – buď vo forme zvýšenia doživotného dôchodku, alebo ako jednorazovú platbu („trinásť dôchodok“). Tento postup potom opakuje každý rok.

Ak je úroveň úrokových sadzieb na trhu nízka (čo je, bohužiaľ, aj súčasná situácia, keď sa napríklad výnosy štátnych dlhopisov so splatnosťou do 2 až 3 rokov pohybujú dokonca pod nulou a dlhšie splatnosti iba medzi 0 a 1 percentom), nemôže poisťovňa dosiahnuť, a teda ani garantovať vysoké zhodnotenie úspor, a tento fakt sa následne negatívne odrazí aj na výške dôchodku. Ak sa však situácia zmení, existujúci poberatelia o nič neprídu, keďže sa výrazne podieľajú na vzniknutom nadvýnose. Skutočný dôchodok tak bude ešte o niečo vyšší, než ponúkla poisťovňa v zmluve (ten je minimálny garantovaný, reálny môže byť vyšší).

**Dĺžka dožitia.** Pri výpočte dôchodku musí poisťovňa vedieť, na akú dlhú dobu predpokladá jeho výplatu. Nie je totiž jedno, či peniaze určené na výplatu rozdelí na 15, 20 alebo 25 rokov. Čím dlhšie sa predpokladá poberanie dôchodku, tým nižší tento dôchodok bude, a naopak.

Ako poisťovňa dospeje ku kvalifikovanému odhadu očakávanej dĺžky dožitia svojich dôchodcov? Dopracovať sa ku konečnému parametru nie je jednoduché. Poisťovňa musí vychádzať z toho, akých dôchodcov bude mať vo svojom kmeni. Keďže sporenie v II. pilieri nie je celoplošne povinné, sú napríklad úmrtnostné tabuľky Štatistického úradu na tento účel bez ďalšej úpravy nepoužiteľné. Akékoľvek iné úmrtnostné tabuľky tiež nemusia byť relevantné, keďže zobrazujú minulé alebo súčasnú situáciu. Avšak poisťovňa v tomto prípade nebude zaujímať, akého veku sa dožívajú ľudia v minulosti, či akého sa dožívajú v súčasnosti, ale akého sa dožijú jej klienti v budúcnosti. Od roku 1990 do roku 2012 sa priemerný vek dožitia na Slovensku zvýšil o päť rokov (zo 71,8 na 76,8, teda asi o 7 percent). Vek dožitia vo veku 62 rokov (pri predpokladanom odchode do dôchodku) sa za rovnaké obdobie zvýšil z 16,86 na 19,4 roka, teda o vyše 2,5 roka, t. j. o 15 percent. Existuje preto reálny predpoklad, že aj súčasní noví dôchodcovia (zhruba 62-roční ľudia) sa budú dožívať vyššieho veku, než je dnes bežný. Vplyv na to má vývoj zdravotnej starostlivosti, zlepšujúci sa životný štýl ľudí, pokroky v medicíne a pod.

Keďže očakávaná dĺžka dožitia – a teda poberania dôchodku – je významným faktorom, na ktorý citlivo reaguje výška ponúkaného dôchodku, musí poisťovňa použiť všetky dostupné údaje a fakty, pomocou ktorých sa snaží čo najpresnejšie odhadnúť budúci vývoj. To tvorí absolútnu podstatu tohto typu poistenia. Na jednej strane však poisťovňa nemôže dôchodky rozpočítať na príliš dlhú dobu (argumentujúc, že zvolila konzervatívny prístup), pretože v porovnaní s konkú-



renciou neobstojí (ostatní ju predbehnú výškou dôchodku), ale ani na príliš krátku dobu. V takom prípade by síce dôchodky ponúkla výrazne vyššie a získala by klientov, ktorým by ale nedokázala garantovať, že ich bude vyplácať počas skutočnej doby dožitia. V dôsledku toho by musela buď vrátiť Národnej banke Slovenska licenciu, alebo by si musela navýšiť kapitál, z ktorého by kryla dodatočné záväzky.

## ČASTÉ OTÁZKY

### Prečo vláda nestanovila jednotný spôsob výpočtu dôchodkov?

Zákon o starobnom dôchodkovom sporení pôvodne vzorec obsahoval, avšak v praxi bol nevykonateľný. Ak by vláda alebo ktokoľvek iný vnútil poisťovniam svoje parametre a postupy, musel by potom za udržateľnosť takých dôchodkov prevziať zodpovednosť. Tá je v súčasnosti výlučne na poisťovniach – preto kľúčový nie je akýsi vzorec či jediný správny parameter, ale schopnosť poisťovní preukázať dohľadu NBS, že dôchodok budú schopné vyplácať do konca poberateľovho života, a to minimálne v dohodnutej výške.

Vysvetlime si to na príklade: Každý z nás chodí nakupovať potraviny. K štandardizovanému produktu, akým v súčasnosti doživotné dôchodky nepochybne sú, môžeme analogicky prirovnať napríklad rožky. Štát síce reguluje určité veci, napríklad dodržanie hygienických postupov a obsah škodlivých látok, avšak neprikazuje pekárom, aký recept majú pri ich výrobe použiť. Predmetom regulácie je teda bezpečnosť a zdravie občana (v našom prípade analogicky ochrana pred nesolventnosťou poisťovne a zabezpečenie trvalého plnenia záväzkov spojených s výplatom dôchodku), nie stanovenie jednotného pomeru surovín potrebných na výrobu rožka.

### Prečo sa parametre vstupujúce do výpočtu dôchodku nezverejňujú?

Očakávané priemerné a garantované zhodnotenie (technická úroková miera), použité pri výpočte dôchodku, je uvedené v ponukovom liste a ďalej špecifikované aj v zmluve o poistení dôchodku. Za parametrami, ako je očakávaná stredná doba dožitia, sú použité vlastné prieskumy a štatistické údaje poisťovní, vlastné či na mieru ušité modely od externých dodávateľov, a tak sú tieto parametre súčasťou know-how každej poisťovne a ich zverejnenie by jednotlivým poskytovateľom dôchodkov mohlo výrazne uškodiť. Rovnako to platí v prípade zverejňovania nákladovej politiky jednotlivých poisťovní. Navyše, jedno zverejnené konkrétne číslo by nemalo prakticky žiadnu vypovedaciu schopnosť – jeho zverejnenie ešte nie je zárukou, že postup pri jeho vyčíslení bol správny.

Späť k rožkom: ako zákazník, ktorý ich je, nepotrebujem vedieť, koľko droždia použil pekár na 1 kg múky, ako dlho nechal kysnúť cesto či piecť rožok v rúre, ani to, aké mzdy platí zamestnancom,

koľko energie pri výrobe spotrebuje, či je v zisku alebo v strate. Ak si vyberám z viacerých druhov, vyberiem si ten, ktorý mi viac chutí. Ak chutia rovnako, vyberám si ten, ktorý je lacnejší.

### Ako je teda zabezpečená transparentnosť výpočtu dôchodkov?

Systém výplat je nastavený tak, že výsledný produkt je vysoko unifikovaný (doživotný dôchodok je doživotný dôchodok, nech ho vypláca ktorákoľvek poisťovňa). A tak sa hlavným faktorom pri rozhodovaní sporiteľa stáva cena, resp. výška ponúkaného dôchodku. O konkrétnych možnostiach a ich cenách sa sporiteľ dozvie priamo z ponukového listu, kde vidí celý dôchodkový trh – z neho okamžite vie, čo dostane a za koľko. Systém je tak absolútne transparentný práve vďaka tomu, že v jednom čase dostane sporiteľ na jednom mieste všetky ponuky, ktoré sú plne porovnateľné. To, akým spôsobom sa jednotlivá poisťovňa dopracovala k výsledku, nie je pre sporiteľa podstatné. Napríklad aj pri kúpe lístka na vlak od konkrétneho prepravcu sa rozhodujeme podľa ceny (prípadne komfortu a pomeru oboch parametrov), nie na základe toho, akú časť cestovného použije spoločnosť na mzdy zamestnancov.

### Kontroluje niekto, či poisťovne postupujú pri výpočte správne?

Áno, kontroluje to orgán dohľadu, tým je Národná banka Slovenska. Robí to vtedy, keď poisťovňa žiada o licenciu na vyplácanie dôchodkov z II. piliera, a robí to i priebežne, resp. kedykoľvek na požiadanie. Poisťovňa musí NBS predložiť všetky relevantné prepočty a dokumenty vrátane použitých parametrov a spôsobu ich kvantifikovania. Primárnym cieľom NBS je zabezpečiť, aby boli dôchodky vypočítané tak, aby ich vyplácanie mohla poisťovňa v budúcnosti garantovať počas celej doby výplaty.

### Kto mi zabezpečí férový dôchodok z poisťovne?

Trh. Férový dôchodok totiž nie je ten, ktorý si vysníva štátny úradník či samozvaný „odborník“, ktorý ho však nemusí potom desaťročia vyplácať a jeho výšku a doživotnosť garantovať. Férový dôchodok je taký, ktorý vznikol na základe použitia správneho postupu a realistických predpokladov, ktoré zabezpečujú garanciu jeho výplaty do konca života poberateľa v dohodnutej výške. Brzdou proti účtovaniu nadmerných nákladov či ziskov poisťovní má byť to, čo v každom trhovom mechanizme – konkurencia, v tomto prípade výrazne podporená jasnou a prehľadnou ponukou všetkých subjektov na jednom mieste v jednom čase.

### Ako vzniká poisťovní zisk?

Zisk alebo strata poisťovne v súvislosti s výplatom dôchodkov nevzniká okamžite, a toľko nie pri každej jednej zmluve. Zisk či strata poisťovne sa prejaví až po pomerne dlhej dobe, keď bude jasné, ako presne odhadla alebo neodhadla vývoj spomenutých kľúčových parametrov.



Vzhľadom na veľmi dlhé trvanie vzťahu medzi poisťovňou a dôchodcom môže aj relatívne malá odchýlka odhadu od reality spôsobiť poisťovní stratu a nutnosť doplniť vlastný kapitál na jej krytie. Naopak pri lepšom vývoji, než poisťovňa očakávala, sa časť tohto prebytku vracia späť poberateľovi dôchodku. Riadenie hospo-

dárskeho výsledku je v tomto prípade dlhodobý proces.

*Dokument bol pripravený v spolupráci Slovenskej asociácie poisťovní a zástupcov poisťovní, ktoré sa zapojili do systému výplat dôchodkov z II. piliera (Allianz-Slovenská poisťovňa, Generali a Union).*

### Upozornenie:

*Tieto informácie majú slúžiť lepšej informovanosti širokej verejnosti o princípoch, akými poisťovne vypočítavajú dôchodky z II. piliera. Princípy boli na tento účel výrazne zjednodušené a môžu obsahovať drobné nepresnosti. Poisťovne sa pri výpočte musia riadiť nielen princípmi finančnej matematiky, ale aj platnou legislatívou, ktorá im ukladá povinnosť vytvárať technické rezervy nielen na krytie základných záväzkov, ale aj na iné nepredvídané situácie. Cieľom je totiž garantovať, že poisťovňa bude schopná vyplácať dohodnutý dôchodok skutočne do konca života každého jedného poberateľa, a to v plnej výške, ktorú si s ním dohodla.*

## I N F O R M Á C I E

### Ponuka podujatí Inštitútu bankového vzdelávania NBS, n. o., na jún 2015



Názov vzdelávacieho podujatia	Dátum konania
Právo Európskej únie	2. 6. 2015
Ako inteligentne riadiť konflikt	3. 6. 2015
Etický rámec zamestnanca vo finančnej inštitúcii	3. 6. 2015
Ako využívať emocionálnu inteligenciu v praxi	4. 6. 2015
Školenie pre používateľov IS SIPS	4. 6. 2015
E-money, cards and payments	8. – 9. 6. 2015
SEPA pre firmy – náležitosti potrebné na pripravenosť na SEPA, pain.001 a pain.008, XML výpisy	10. 6. 2015
Regulácia sekuritizácie v B3	10. 6. 2015
Overovanie pravosti podpisu a elektronický podpis	11. 6. 2015
Osobitné finančné vzdelávanie – základný, stredný, vyšší stupeň – sektor Poistenie a zaistenie	15. – 16. 6. 2015
Osobitné finančné vzdelávanie – základný, stredný, vyšší stupeň – sektor Úvery	23. – 24. 6. 2015



# Crowdfunding – nové příležitosti a regulatorní implikace

Zdeněk Husták<sup>1</sup>

*Crowdfunding je v posledních letech stále frekventovanějším pojmem ve finančním světě. Věcně nejde o nic jiného než o získávání finančních prostředků od širší skupiny lidí, což samo o sobě nepředstavuje novinku ani z pohledu regulace, ani z pohledu investování a finančního trhu – vzpomeňme sbírku na stavbu Národní divadla v Praze v 19. století atp.<sup>2</sup> Co je však nového, je způsob jakým toto získávání prostředků probíhá, totiž využití internetu, sociálních sítí a online marketingu. To s sebou přináší řadu nových obchodních a investičních příležitostí, ale i rizik. A právě těmto otázkám se věnuje následující příspěvek.*

## ÚVODEM

Pojem crowdfundingu se objevuje v 90. letech minulého století jako označení pro internetové platformy určené pro získávání prostředků na financování různých uměleckých nebo sociálních projektů. Dnes existují ve světě stovky, ba tisíce crowdfundingových platform. Z neznámějších zmiřme Kickstarter, Indiegogo, Crowdfunder, RocketHub umožňující investice do firem,<sup>3</sup> Zopa zprostředkovávající úvěry, či Sellaband a PledgeMusic zaměřující se na financování hudebních projektů. Na českém trhu již delší dobu funguje řada crowdfundingových platform, kupř. servery jako Startovač, Hithit, Sportstarter atp., aktuálně zahajuje provoz platforma Fundlift určené pro financování malých a středních inovativních firem. Na Slovensku též delší dobu fungují servery jako Žltý melón či IdeasStarter.

V rámci crowdfundingu vystupuje několik aktérů – předně je to provozovatel crowdfundingové platformy, tj. osoba, která vytvořila a provozuje systém pro sběr požadavků na financování a pro získávání závazných příslibů financování. Nastavuje podmínky fungování platformy, určuje typy požadavků na financování (projektů) způsobilých pro přijetí k nabízení na crowdfundingové platformě, podmínky účasti přispěvatelů atp. Přispěvatelé („investoři“), jsou osobami, které poskytují prostředky na financování jednotlivých projektů nabízených prostřednictvím platformy. Žadatelé („nositelé projektů“) jsou osoby, které poptávají finanční prostředky potřebné pro realizaci svých záměrů. Tyto záměry mohou být velmi rozmanité, ať jde o umělecké dílo, vývoj nové technologie, obchodní rozvoj firmy, investiční výstavbu, ale i soukromý nákup nemovitosti či úvěr na nákup automobilu nebo jiného spotřebního zboží. V dalším textu je pro zjednodušení souhrnně označme pojmem „projekt“. Společné pro všechny formy crowdfundingu je, že je to přispěvatel, který si sám volí projekty, které podpoří. I tímto se crowdfunding liší od investování prostřednictvím investičních fondů nebo vkladem do banky, která následně půjčuje peníze dále.

## TYPY CROWDFUNDINGU

Crowdfundingové platformy vznikají s různými záměry a liší se i jejich obchodní modely a práv-

ní formy. Základní modely se pokusila podchytil IOSCO ve své studii z roku 2014<sup>4</sup> a obdobně též Evropská komise.<sup>5</sup> Vyjdeme-li z typologií uváděných těmito institucemi, můžeme rozlišit (i) základní typy crowdfundingu z hlediska ekonomické povahy poskytnutého protiplnění a (ii) několik obchodních modelů z hlediska právní povahy jejich fungování a vztahů mezi provozovatelem, přispěvateli a žadatelem.

Tradiční, historicky etablovanou formou crowdfundingu je model založený na darování (*donation based crowdfunding*), který je využíván pro získávání finančních prostředků vesměs na dobročinné či jinak veřejně prospěšné účely. V tomto případě přispěvatelé neočekávají od organizátora sbírky za poskytnutý finanční obnos žádnou bezprostřední protihodnotu či službu.<sup>6</sup> Právní vztah, na jehož základě přispěvatel poskytuje prostředky, má zpravidla povahu darovací smlouvy.

Další typy crowdfundingu představují modely, kde mají přispěvatelé nárok na získání určitého ekonomického protiplnění (věci či služby, podíly na zisku, úroky atp.). Model crowdfundingu založený na poskytnutí protiplnění (*reward based crowdfunding*, *crowdfunding s protiplněním*) je dnes nejčastějším modelem.

Crowdfunding s věcným protiplněním je často používán pro financování uměleckých projektů (natočení filmu či hudebního CD, vydání knihy či komiksu),<sup>7</sup> na podporu určitých komunit nebo organizací, ale též k financování různých technických a technologických inovací.<sup>8</sup> Přispěvatelům je následně po zrealizování financovaného projektu poskytnut zdarma či se slevou DVD, CD, vstupenky na představení nebo možnost využít určité služby. V tomto ohledu má crowdfunding velký přínos pro inovace a realizaci zcela nových myšlenek, neboť často umožní podporu projektů, které by jen obtížně získávaly financování z tradičních zdrojů. Právní vztah, na jehož základě přispěvatel poskytuje prostředky, má zpravidla povahu darovací smlouvy, případně smlouvy kupní nebo smlouvy o poskytnutí určité služby, často se jedná o jejich kombinaci.

Další formou crowdfundingu s finančním protiplněním je model založený na poskytování

- 1 Mgr. Ing. et Ing. Zdeněk Husták, PhD., Vysoká škola ekonomická v Praze, of counsel BBH, advokátní kancelář, s.r.o.
- 2 Vzniká otázka jaký termín použít pro dostatečně výstižný překlad pojmu „crowdfunding“. Česká verze dokumentů vydaných Evropskou komisí používá pojem „skupinové financování“. Nicméně pro názornost se tento příspěvek drží anglického pojmu „crowdfunding“.
- 3 Přehled nejúspěšnějších crowdfundingových platform zveřejnil nedávno časopis Forbes v článku komentátora Chance Barnetta <http://www.forbes.com/sites/chancebarnett/2013/05/08/top-10-crowdfunding-sites-for-fundraising/2/>
- 4 KIRBY, E., WORNER, S. *Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast*, Staff Working Paper of the IOSCO Research Department. On-line. Citováno 14.4.2015.
- 5 Sdělení Komise Evropskému Parlamentu, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a výboru regionů: Uvolnění potenciálu skupinového financování v Evropské unii (2.4.2014). On-line. Citováno 14.4.2015.
- 6 Sdělení Komise Evropskému Parlamentu, Radě, Evropskému hospodářskému a sociálnímu výboru a výboru regionů: Uvolnění potenciálu skupinového financování v Evropské unii (2.4.2014). On-line. Citováno 14.4.2015.
- 7 Lze zmínit např. *Magický hlas rebelky*, biografický film o Martě Kubišové natočený dokumentaristkou Olgou Sommerovou. K získání prostředků byl využit crowdfundingový server Hithit.cz, jehož prostřednictvím do současnosti získalo financování několik desítek filmových, hudebních či divadelních projektů.

- 8 Velmi medializovaný byl projekt designéra Scotta Wilsona, který na realizaci svého nápadu vytvořit z přehrávače iPod Nano hodinky využil crowdfunding. K realizaci projektu sice potřeboval 15 tisíc dolarů, ale díky více než 13 tisícům investorům se mu podařilo získat téměř milion dolarů. Bližší např. <http://www.fastcodesign.com/1662743/scott-wilson-ipod-nano-watch-breaks-kickstarter-records-raises-nearly-1-million>.
- 9 KIRBY, E., WORNER, S. *Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast*, Staff Working Paper of the IOSCO Research Department. Online. Citováno 14.4.2015.
- 10 Byť v případě vkladů krytých z fondu pojištění vkladů, se jedná o riziko velmi malé nebo prakticky žádné. Rovněž obezřetnostní regulace bank a transparentnost emitentů a regulovaných trhů posiluje postavení investora a relativně může snížit podstupovaná rizika.

úvěrů (*debt/lending based crowdfunding, úvěrový crowdfunding*), kde každý přispěvatel sám rozhoduje, jakou částku půjčí příslušnému dlužníkovi nebo na určitý projekt (*peer-to-peer lending, „P2P“*), případně poskytování úvěrů firmami jiným firmám (*„business-to-business lending, „B2B“*). Tento model mohou využít jak jednotlivci k získání spotřebitelského úvěru či úvěru na bydlení, tak firmy, které by rády získaly úvěrové financování od veřejnosti. Jednotlivý přispěvatel poskytne obvykle malý zlomek celkové sumy a může se pohybovat v řádech stovek či tisíců korun.<sup>9</sup> Získání těchto prostředků prostřednictvím online platformy umožňuje snadnou agregaci příspěvků a v okamžiku kdy ve svém souhrnu dosáhnou hodnoty požadované dlužníkem, je proces upisování obvykle ukončen, přispěvatelé poskytou peníze dle výše svých příslibů, a celková částka je převedena na jeho účet. Smluvně zastřešuje poskytnutí úvěru obvykle provozovatel crowdfundingové platformy, který také zajišťuje správu úvěru a inkasuje splátky úvěru a úroků. V tomto ohledu lze úvěrový crowdfunding považovat za inovativní alternativu k tradičnímu bankovnímu financování. Právní vztah, na jehož základě přispěvatel poskytuje prostředky, má zpravidla povahu úvěrové smlouvy či zápůjčky, jehož příjemcem je obvykle přímo žadatel, který uzavře smlouvu o úvěru či zápůjčce s větším počtem přispěvatelů, v zájmu usnadnění procesu kontraktace provozovatel platformy často vystupuje jako zprostředkovatel či příkazník pro přispěvatele nebo žadatele. Alternativně může být příjemcem prostředků od přispěvatelů samotný provozovatel platformy, který následně poskytne žadateli jako jediný úvěr či zápůjčku. Přitom splacení úvěrů přispěvatelům ze strany provozovatele platformy je podmíněno splacením úvěru žadatelem. Samozřejmě, v praxi existuje velmi široká škála variací konkrétního uspořádání vztahů mezi přispěvateli, provozovatelem platformy a žadatelem, někdy je také zapojena banka, která projekty částečně spolufinancuje, případně může platformu využívat k refinancování již poskytnutých úvěrů či k částečnému přenosu úvěrového rizika na přispěvatele.

Při úvěrovém crowdfundingu může provozovatel platformy přispěvatelům poskytovat podporu v podobě standardizovaných informací o projektech, případně též nějakou formu scoringu či ratingu hodnotící pravděpodobnost realizace výnosu z investice. Zpravidla zajišťuje též správu úvěrových smluv a inkaso splátek od žadatelů. V případě problémů na straně žadatele obvykle zajišťuje provozovatel platformy vymáhání splnění dluhu, zastupuje přispěvatele v insolvenčním řízení atp. Platforma také může umožňovat postupování úvěrových pohledávek přispěvatelů vzniklých při financování projektů a *de facto* tak může vznikat „burza pohledávek“.

Čtvrtý typ crowdfundingu, opět s finančním protiplněním, představuje platformy zprostředkující investice do účastí na obchodních korporacích, případně na konkrétním majetku (*equity*

*based crowdfunding, investiční crowdfunding*), kdy se přispěvatel stane vlastníkem určitého akiva či podílu na obchodní společnosti. Nejčastěji využívají tohoto typu crowdfundingu start-up společnosti a podnikatelé v oblasti internetu a technologií v anglosaském světě, ale i v řadě západoevropských zemí. V případě investic do účastí v korporacích tento systém funguje obdobně jako obchodování na akciových trzích. Mezi přispěvateli a provozovatelem platformy je obvykle sjednána zprostředkovatelská smlouva, na jejímž základě jsou přispěvatelům nabízeny investice do jednotlivých společností. Se společností poptávající kapitál provozovatel platformy může uzavřít např. smlouvu o zprostředkování úpisu akcií.

Obdobně jako u úvěrového crowdfundingu, i zde provozovatel platformy může poskytovat přispěvatelům informační servis či scoring investičních příležitostí, případně zprostředkovat výkon hlasovacích práv a inkaso dividend. Pokud následně provozovatel platformy umožňuje přispěvatelům obchodování s účastmi na společnostech, může se jednat o provozování mnohostranného obchodního systému.

## K RIZIKŮM CROWDFUNDINGU

Internet a nové komunikační technologie umožňují zájemcům o financování velmi snadno a s minimálními náklady přímo oslovit neomezený počet potenciálních přispěvatelů nejen v jedné zemi, ale globálně. Tento moderní způsob získávání prostředků od veřejnosti přináší též určitá rizika, zejména v případě crowdfundingu s finančním protiplněním, který je často vnímán přispěvateli jako určitá alternativa k běžnému investování na kapitálovém trhu nebo půjčování peněz bance,<sup>10</sup> která jim může nabídnout vyšší výnos. Rostoucí objem investic realizovaných prostřednictvím crowdfundingových platform může v budoucnosti představovat také systémové riziko. To jsou důvody, které vedou finanční regulátory k bedlivému monitoringu crowdfundingových platform a diskusím o potřebě jejich specifické regulace.

Základním rizikem je neschopnost dlužníka splatit dluh nebo bankrot společnosti, do jejichž akcií přispěvatelé investovali. To může vést k úplné ztrátě investic velkého počtu přispěvatelů, často běžných fyzických osob - spotřebitelů, kteří nebývají zkušenými investory a mají jen velmi malé nebo žádné znalosti konkrétního hospodářského sektoru, v němž se má předmětný projekt realizovat. Je zde též riziko informační asymetrie, kdy jednotliví přispěvatelé nemusí mít přístup ke všem podstatným informacím o projektu nebo žadateli, případně nemají zkušenosti potřebné pro jejich správné vyhodnocení. Využití crowdfundingové platformy pro investice může přinášet i určitá právní rizika kupř. platnosti či vymahatelnosti smluv, když se přispěvatel, často běžný spotřebitel bez zkušeností s investováním nebo půjčováním peněz, stává smluvní stranou jediným kliknutím na webové stránce crowdfundingové platformy. Je zde též riziko likvidity, kdy přispěvatele faktic-



ky nemusí mít možnost či příležitost prodat svoji investici, z důvodů smluvních omezení nebo neexistence sekundárního trhu. Tato rizika mohou mít výrazně komplexnější rozměr v případě, že je k investování využita zahraniční crowdfundingová platforma.

Riziku je vystavena i samotná platforma, která se může stát terčem podvodu nebo kybernetického útoku.<sup>11</sup> Příspěvatelé rovněž nesou riziko defraudace prostředků svěřených provozovateli platformy či v případě, kdy prostředky příspěvatele nejsou fakticky ani právně odděleny od majetku provozovatele, nesou příspěvatelé též riziko insolvence samotné platformy. Ukončení činnosti provozovatele platformy, z jakýchkoliv důvodů, také vystavuje příspěvatele značným komplikacím při vymáhání pohledávek, či jednání s dlužníky anebo společnostmi do nichž investovali, neboť vždy bude existovat větší počet věřitelů, resp. akcionářů, jejichž vzájemná koordinace může být poměrně obtížná. Že to není obava pouze teoretická, ukazuje případ úpadku crowdfundingové platformy Quackle Velké Británie, kde příspěvatelé přišli o celou svou investici.<sup>12</sup>

## REGULATORNÍ REAKCE

Regulátoři finančního trhu se snaží reagovat na rostoucí význam crowdfundingu a rizika s tím se pojící, zejména ve vztahu k investorské veřejnosti. Česká republika zatím nemá výslovnou regulaci crowdfundingu. Právní předpisy však nastavují určitá pravidla a omezení pro shromažďování prostředků od veřejnosti a jejich využití, pravidla na ochranu spotřebitelů a na prevenci praní špinavých peněz. Kupříkladu zákon o platebním styku<sup>13</sup> stanoví pravidla pro poskytování platebních služeb včetně provádění převodů peněžních prostředků, zákon o podnikání na kapitálovém trhu<sup>14</sup> reguluje zprostředkování investic do akcií a dluhopisů a veřejnou nabídku cenných papírů či zákon o spotřebitelském úvěru upravuje podmínky pro sjednávání spotřebitelských úvěrů. Dále, zákon o bankách<sup>15</sup> stanoví zákaz přijímání vkladů od veřejnosti bez bankovní licence, přitom se za přijímání vkladů považuje též soustavné vydávání dluhopisů a jiných srovnatelných cenných papírů, pokud je mj. předmětem podnikatelské činnosti emitenta poskytování úvěrů.<sup>16</sup> Vedle toho se samozřejmě uplatní obecná pravidla stanovená na ochranu spotřebitele včetně podmínek sjednávání smluv prostřednictvím internetu upravené občanským zákoníkem<sup>17</sup> a zákonem o ochraně spotřebitele.<sup>18</sup> Aktuálně Ministerstvo financí připravuje nový zákon o úvěrech pro spotřebitele,<sup>19</sup> který zpřísní podmínky pro poskytování a zprostřed-

kování úvěrů spotřebitelům, včetně úvěrů na bydlení, a patrně též zahrne nějakou formu regulace crowdfundingové platformy pro financování spotřebitelských úvěrů.

Ve Velké Británii v loňském roce začala platit nová právní úprava crowdfundingu a to jak úvěrového tak investičního, která dopadá na platformy získávajících prostředky od veřejnosti a stanovila jasná pravidla pro jejich činnost.<sup>20</sup> Pro svou činnost potřebují získat licenci britského regulátora finančních služeb (Financial Conduct Authority), příspěvatelům sdělují předepsané penzum informací a upozornění na rizika. Investiční crowdfunding navazuje na režim tržních platform a poskytování investičních služeb podle předpisů o kapitálovém trhu, úvěrové platformy potom zejména navazují na předpisy o spotřebitelských úvěrech.

Evropská unie již delší dobu zvažuje vytvoření harmonizované právní úpravy crowdfundingu. V rámci přípravných prací vypracoval Evropský orgán pro bankovníctví (EBA) stanovisko a doporučení pro oblast úvěrového crowdfundingu<sup>21</sup> a Evropský orgán pro kapitálové trhy a cenné papíry (ESMA) stanovisko a doporučení pro oblast investičního crowdfundingu.<sup>22</sup> Jak EBA tak ESMA zmiňují velmi různorodé právní režimy pro crowdfunding v členských státech a identifikují celou řadu regulatorních rizik. Oba evropské orgány navrhují řadu opatření k omezení těchto rizik, včetně možnosti zavedení specifické registrace a regulace provozovatelů crowdfundingových platform. Dá se očekávat, že budoucí unijní právní úprava, kterou představi Evropská komise během tohoto roku, bude mít podobné kontury jako režim ve Velké Británii.

## ZÁVĚREM

Celkové přínosy crowdfundingu jsou zjevné, zejména v potenciálu pro získání dalších finančních zdrojů pro malé a střední podniky a domácnosti a také vytvoření řady nových investičních příležitostí pro veřejnost. Jistě, jako každá novinka může crowdfunding vykazovat určitá specifika či rizika, která se budou regulátoři snažit podchytit. Je však podstatné, aby nová regulace adresně chránila veřejnost, zároveň však nemá bránit rozvoji tohoto nového typu podnikání. Věřme, že se zdaří najít rovnováhu mezi těmito požadavky a připravovaná regulace zlepšit předpoklady pro důvěryhodnost a stabilní fungování crowdfundingových platform. Byla by to jistě vítaná zpráva nejen pro začínající podnikatele v oblasti internetu a inovací, kteří často jen obtížně získávají přístup k financování.

- 11 European Banking Authority Response to the European Commission's Consultation Paper on Crowdfunding, (20.12.2013). On-line. Citováno 14.4.2015.
- 12 KIRBY, E., WORNER, S. *Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast*, Staff Working Paper of the IOSCO Research Department. On-line. Citováno 14.4.2015.
- 13 Zákon č. 284/2009 Sb., o platebním styku ve znění pozdějších předpisů.
- 14 Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu ve znění pozdějších předpisů.
- 15 Zákon č. 21/1992 Sb., o bankách ve znění pozdějších předpisů.
- 16 Stanovisko ČNB k přípustnosti vydávání dluhopisů emitentem, jehož podnikatelskou činností je poskytování úvěrů (11.9.2013). On-line. Citováno 14.4.2015.
- 17 Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník.
- 18 Zákon č. 634/1992 Sb., o ochraně spotřebitele ve znění pozdějších předpisů.
- 19 Informace Ministerstva financí České republiky k nové právní úpravě distribuce úvěrů pro spotřebitele. On-line. Citováno 24.4.2015.
- 20 FCA Policy Statement: The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media (1.3.2014). On-line. Citováno 24.4.2015.
- 21 Opinion of the European Banking Authority on Lending-based Crowdfunding (24.2.2015). On-line. Citováno 24.4.2015.
- 22 Opinion of the European Securities Markets Authority on Investment Crowdfunding (18.12.2014). On-line. Citováno 24.4.2015.





# Štvrtý ročník Generácie €uro na Slovensku vyhral tím študentov z bratislavského Gymnázia Grösslingová 18

*Celoslovenským finále, ktoré sa konalo 15. apríla v ústredí Národnej banky Slovenska v Bratislave, sa na Slovensku skončil 4. ročník medzinárodnej stredoškolskej súťaže Eurosystému Generácia €uro. Šesť študentských tímov postúpilo do finále po dvoch úspešných kolách – online kvíze a eseji s rozhodnutím o menovej politike.*



Foto: Národná banka Slovenska

Študenti počas finále prezentovali pred odbornou porotou svoje fiktívne rozhodnutie o menovej politike Eurosystému. Spolu s rovesníkmi z 19 krajín eurozóny si vyskúšali úlohu guvernérov centrálnych bánk Eurosystému a stali sa tak súčasťou vzdelávacej iniciatívy Európskej centrálnej banky a národných centrálnych bánk Eurosystému. Okrem národných súťaží ECB organizuje osobitnú súťaž pre medzinárodné stredné školy so sídlom v eurozóne.

Prezentácia slovenského víťazného tímu v zložení Milan Valášek, Matúš Kopunec, Michal Buzaši

a Marek Ondráš pod vedením učiteľky Ing. Mariany Vidovej bola prehľadne štruktúrovaná s uvedením všetkých ukazovateľov, ktoré ovplyvňujú cenový vývoj v eurozóne. Študenti správne poukázali na nedostatočné fungovanie transmisného mechanizmu a za obnovením jeho fungovania vidia predovšetkým kvantitatívne uvoľňovanie.

Okrem štandardných a neštandardných nástrojov menovej politiky študenti vo svojich prácach navrhovali inovatívne riešenia, ktoré by mohli, priamo či nepriamo, vplývať na riešenie vybraných ekonomických problémov eurozóny.



Za tie najvážnejšie študenti považujú nezamestnanosť, situáciu v Grécku, nedostatočné úverovanie malých a stredných podnikov či vývoj kurzu eura.

Zaujímavý návrh prezentovali študentky Obchodnej akadémie na Račianskej ulici v Bratislave, ktoré navrhli doplniť štatút ECB o úlohu vzdelávať vedcov v menovej ekonomii vzhľadom na neschopnosť v súčasnosti dostupných nástrojov menovej politiky ECB plniť primárnu úlohu Eurosystemu, ktorou je cenová stabilita v eurozóne.

Druhé miesto v súťaži obsadili študenti z Obchodnej akadémie v Rožňave a na treťom mieste sa umiestnili študenti z Obchodnej akadémie v Ružomberku. Ďalšie tri miesta obsadili študenti z Obchodnej akadémie v Leviciach, Obchodnej akadémie na Račianskej ulici v Bratislave a Obchodnej akadémie v Košiciach. Ceny študentom odovzdal viceguvernér NBS Ján Tóth. V príhovore vyzdvihol tradične vysokú účasť slovenských stredných škôl na súťaži a osobitne poďakoval učiteľom za prípravu študentov.

### SÚŤAŽ ECB PRE ŠKOLY ZAZNAMENALA DOTERAZ NAJVYŠŠIU ÚČASŤ

Uplynulý ročník Generácie Euro sa na európskej úrovni skončil 6. mája 2015 v novom sídle Európskej centrálnej banky vo Frankfurte nad Mohanom. Konalo sa tam európske finále – výnimočný deň pre všetky národné víťazné tímy. Okrem toho, že si študenti vo Frankfurte navzájom zmerali sily v súťažiach, prevzali si diplomy z rúk prezidenta ECB Maria Draghiho a guvernéra príslušnej národnej centrálnej banky.

*„Táto súťaž nám dáva jedinečnú príležitosť viesť priamy dialóg s tisíckami študentov z celej eurozóny. V čase, keď sa začína upevňovať krehké hospodárske oživenie, je pre nás mimoriadne dôležité prispievať k zvyšovaniu ekonomického povedomia našej budúcej generácie”,* uviedol prezident M. Draghi.

V tomto ročníku sa do súťaže Generácia Euro zapojilo viac ako 5 500 študentov vo veku od 16 do



Foto: Európska centrálna banka

19 rokov, a to zo všetkých 19 krajín eurozóny. Prvým kolom, testom s viacerými možnosťami, prešlo viac ako 2 000 študentov. Títo boli pozvaní do druhého kola, v ktorom bolo ich úlohou napísať esej s predpoveďou rozhodnutia Rady guvernérov ECB o úrokových sadzbách na marec 2015. Spolu bolo prijatých viac ako 250 esejí. V treťom (poslednom) kole mali vybrať najlepšie tímy pred porotou zloženou z odborníkov z centrálnych bánk predniesť prezentáciu rozhodnutia o úrokových sadzbách na apríl 2015 a jeho zdôvodnenie.

Prevažná väčšina víťazných tímov sa rozhodla ponechať úrokové sadzby na nezmenenej úrovni a v plnej miere realizovať neštandardné opatrenia menovej politiky ECB. Víťazné tímy boli vybrané na



Foto: Európska centrálna banka



základe správnosti vyhodnotenia hospodárskeho prostredia a možností menovej politiky.

Ako povedal Michal Buzaši zo slovenského víťazného tímu: „Som prvák na gymnáziu a ekonomika ma baví. Mal som čas aj chuť a nevidel som dôvod, prečo sa do toho nepustiť. Zdalo sa mi to ako dobrá príležitosť.“ Chuť slovenských stredoškôľakov vzdelávať sa v menovej politike z roka na rok neúficha, o čom svedčí i stručná história súťaže.

## HISTÓRIA SÚŤAŽE GENERÁCIA EURO NA SLOVENSKU

### Pilotný projekt 2010

Národná banka Slovenska sa do pilotného ročníka zapojila spolu s ECB a centrálnymi bankami Talianska, Belgicka a Nemecka v roku 2010. Na Slovensku medzi sebou súťažili štyri tímy z bratislavských stredných škôl, konkrétne z Gymnázia Jura Hronca, Gymnázia na Vazovovej ulici, Obchodnej akadémie na Račianskej ulici a Obchodnej akadémie na Nevädzovej ulici.

Prvé miesto získal tím z Obchodnej akadémie na Račianskej ulici v Bratislave pod vedením profesorky Heleny Sedláčkovej v zložení Kristína Beluczová, Denisa Danišová, Martina Donáthová, Kristína Galovičová, Romana Magyarová, Hana Petrášová, Jana Reichelová.

### 1. ročník 2011/2012

V prvom ročníku súťaže študenti súťažili v prvom kole ako jednotlivci a v ďalších dvoch kolách ako tímy.

Prvé kolo na Slovensku absolvovalo 357 študentov. V rámci eurozóny sme tak dosiahli druhý najvyšší počet absolvovaných kvízov po Španielsku a toto miesto si udržujeme dodnes. Celkovo 182 študentov dosiahlo v kvíze 100- a 97-percentnú úspešnosť, na základe čoho boli pozvaní do druhého kola. Svoju esej o menovej politike zaslať odbornej porote NBS 26 študentských tímov.

Päť najlepších tímov postúpilo do 3. finálového kola, ktoré spočívalo v prezentácii vlastného rozhodnutia o menovej politike.

Prvé miesto získal tím Gymnázia Jura Hronca v Bratislave v zložení Lukáš Chalupka, Jakub Kondek, Martin Opatovský, Michal Števo a Marco Bodnár pod vedením profesorky Blanky Kolníkovej.

### 2. ročník 2012/2013

V pravidlách súťaže nastala zmena, na základe ktorej si študenti na rozdiel od predchádzajúceho ročníka registrovali svoje tímy už v prvom kole.

Prvé kolo absolvovalo 110 tímov, 43 tímov bolo pozvaných do druhého kola, 26 tímov vypracovalo esej a 5 tímov postúpilo do tretieho kola, čiže do celoslovenského finále.

Na prvom mieste sa umiestnil tím z bratislavského Gymnázia Grösslingová 18 pod vedením Mgr. Viery Babišovej v zložení Ondrej Garaj, Albert Flak, Filip Klein, Šimon Tran a Jakub Polák.

### 3. ročník 2013/2014

Prvé kolo absolvovalo 120 tímov, z ktorých 55 najúspešnejších postúpilo do druhého kola. Esaj vypracovalo 34 tímov a 5 najlepších tímov postúpilo do celoslovenského finále.

Z prvého miesta sa tešil tím z Gymnázia J. M. Hurbana v Čadci pod vedením profesorky Evy Moskálovej v zložení Peter Bytčánek, Alena Pajerová, Kristína Matláková, Lucia Mráziková a Veronika Kubašková.

### 4. ročník 2014/2015

Prvé kolo absolvovalo 104 tímov z celého Slovenska. Do druhého kola postúpilo 49 najúspešnejších tímov, z ktorých 23 odovzdalo esej o menovej politike. Do finále postúpilo 6 tímov.

Na prvom mieste sa po druhýkrát umiestnil tím z bratislavského Gymnázia Grösslingová 18, tento raz pod vedením profesorky Ing. Marianny Vidovej v zložení Milan Valášek, Matúš Kopunec, Michal Buzaši a Marek Ondráš.

## Informácia o medzinárodnej stredoškolskej súťaži Generácia Euro

Cieľom projektu Generácia Euro je zvýšiť povedomie o Európskej centrálnej banke a Eurosystéme vysvetlením ich úloh a aktivít. Je to príspevok ECB a národných centrálnych bánk k finančnému vzdelávaniu.

Štvrtý ročník súťaže sa začal 1. októbra 2014. Tímy študentov stredných škôl z celého Slovenska sa mohli do súťaže registrovať prostredníctvom internetovej stránky [www.generaciaeuro.sk](http://www.generaciaeuro.sk). V rámci súťaže mali študenti možnosť nahliadnuť do zákulisia rokovaní Rady guvernérov Európskej centrálnej banky a prijímania dôležitých rozhodnutí o úrokových sadzbach. Všetky tímy, ktoré postúpili do 3. finálového kola, získali hodnotné ceny od Národnej banky Slovenska.

Súťaž pre študentov Generácia Euro pozostáva z troch kôl. Prvým je on-line kvíz, v ktorom sa

odpovedá na otázky týkajúce sa ECB a Eurosystému, úlohy peňazí, cenovej stability a menovej politiky. Kvíz má tri úrovne náročnosti. V rámci 2. kola súťažné tímy vypracúvajú esej, v ktorej navrhujú a zdôvodňujú fiktívne rozhodnutie o menovej politike Eurosystému. Tretie finálové kolo pozostáva z prezentácie rozhodnutia o menovej politike Eurosystému a jeho zdôvodnenia pred odbornou porotou v Národnej banke Slovenska. Obhajoba rozhodnutia je založená na aktívnom zapájaní študentov a na diskusii s porotou, pričom sa hodnotí sa prezentované rozhodnutie o menovej politike, argumentácia, koncept, dodržanie časového limitu prezentácie, úroveň a kvalita prezentácie a komunikačné schopnosti.

Podrobnejšie informácie o súťaži sú k dispozícii aj na stránke [www.generaciaeuro.sk](http://www.generaciaeuro.sk).

Lubomíra Schlosserová



# Unikátna výstava bratislavských korunovačných medailí a žetónov (1563 – 1830) v kremnickom Múzeu mincí a medailí

*Dňa 25. marca 2015 sa v galerijných priestoroch Národnej banky Slovenska – Múzea mincí a medailí v Kremnici uskutočnilo slávnostné otvorenie unikátnej medzinárodnej výstavy Coronatus Posonii... Bratislavské korunovačné medaily a žetóny (1563 – 1830). Na vernisáži sa zúčastnili zástupcovia viacerých partnerských inštitúcií zo Slovenska a Maďarska. Výstava v priestoroch galérie múzea (Štefánikovo námestie 33/40, Kremnica) potrvá do 26. júna 2015.*

Výstavný projekt Coronatus Posonii... vznikol ako výsledok spolupráce Slovenského národného múzea – Historického múzea v Bratislave a Maďarského národného múzea v Budapešti. Organizátori vybrali na výstavu medaily a žetóny nielen zo svojich zbierok, ale aj z ďalších inštitúcií (SNM – Historického múzea v Bratislave, Múzea mesta Bratislavy, Historického múzea v Budapešti, Maďarskej numizmatickej spoločnosti, NBS – MMM Kremnica) a od súkromného zberateľa Ferenc Gábora Soltésza (odborne zastupujúceho Maďarskú akadémiu vied). Osobitne sa treba zmieniť o tom, že na výstavu, v rámci ktorej sa prezentuje zhruba 150 kusov medailí a žetónov (niektoré obojstranne – z averznej i reverznej strany), zapožičalo kremnické Múzeum mincí a medailí takmer 50 exemplárov korunovačných medailérskych artefaktov, teda približne tretinu exponátov.

Po úspechu výstavného projektu na Bratislavskom hrade (2014) sa výstava presunula v marci 2015 práve do Kremnice. Na príprave kremnickej reprízy výstavy sa ako odborní kurátori podieľali Ferenc Gábor Soltész (Maďarská akadémia vied),

Csaba Tóth a István Vida (Maďarské národné múzeum), Marek Budaj (Slovenské národné múzeum – Historické múzeum Bratislava) a Magdaléna Kamhalová a Daniel Haas Kianička (NBS – MMM Kremnica). Z organizačného hľadiska projekt za kremnickú stranu realizovali riaditeľka kremnického Múzea mincí a medailí Mariana Novotná a Erika Grniaková. Na otvorení výstavy odzneli pozdravné prihovory, príspevok o dejinách bratislavských korunovačných medailí a žetónov a pútavá akordeónová hudba. Popri M. Novotnej a D. Haasovi Kianičkovi sa prítomným prihovorila aj vedúca numizmatického kabinetu (Ďeremár) Maďarského národného múzea Melinda Torbágyi.

V dejinách Uhorska, resp. rakúskej či rakúsko-uhorskej monarchie, zohrala Bratislava dôležitú úlohu. Po obsadení Budína Turkami v roku 1541 sa stala dokonca hlavným mestom Uhorska a zároveň korunovačným mestom uhorských kráľov. Medzi rokmi 1563 až 1830 tu boli korunovaní takmer všetci uhorskí panovníci (11 kráľov), až na Ferdinanda III. a Františka I., ktorí boli korunovaní v Šoproni a Budíne. Dialo sa tak na základe kon-

*Medaila k bratislavskej korunovácii Jozefa I. v roku 1687, norimberská razba*





Georg Hautsch – Lazar Gottlieb Lauffer, Medaila ku korunovácii Jozefa I., 1687



cepcie vypracovanej v roku 1561 Uhorskou radou, pričom sa vychádzalo zo stredovekých stolično-belehradských zvyklostí. Ceremoniál korunovácií sa v takmer nezmenenej podobe vykonával až do konca existencie monarchie. Základom korunovačného poriadku bol predpis Albrechta V. z roku 1437. Nastávajúci panovník prichádzal do Bratislavy na korunováciu spravidla z Viedne, a to na pozvanie uhorského snemu, na ktorom adepta zvolili za kráľa. Pred korunováciou sa nový vládár ubytoval na Bratislavskom hrade alebo v Primaciálnom paláci. V deň korunovačného aktu bol jeho prvou a zároveň najdôležitejšou zástavkou bratislavský Dóm sv. Martina. Obrad korunovácie bol súčasťou slávnostnej omše, v rámci ktorej nový kráľ zložil prísahu vernosti katolíckej cirkvi, pomazali ho svätým olejom, odovzdali mu panovnícke insignie (plášť, meč, žezlo a jablko) a ostrihomský arcibiskup (neskôr aj s palatínom) mu položil na hlavu uhorskú, tzv. svätoštefanskú korunu. Po intronizačnej reči arcibiskupa, speve *Te Deum* a modlitbe za kráľa sa sprievod pešo vybral cez Hlavné námestie, kde nového kráľa pozdravili zástupcovia mesta, do kostola františkánov, kde kráľ pasoval vybratých šľachticov za rytierov Rádu zlatej ostrohy. K nasledujúcim zastaveniam sa panovník presúval na koni. Najprv na tribúne pred kostolom milosrdných bratov (dnes Námestie SNP)

zložil slávnostnú prísahu, že bude dodržiavať uhorské zákony a výsady, zároveň mu zhromaždený dav zložil hold. Na nábreží Dunaja následne cisár vyšiel koňmo na umelo navýšený korunovačný kopček a na ňom urobil mečom kríže na štyri svetové strany ako znamenie toho, že bude brániť krajinu pred nepriateľmi. Ceremonia korunovácie vyvrcholila slávnostným obedom na hrade alebo v Primaciálnom paláci a veselicoou pre ľud v uliciach mesta.

Neodmysliteľnú súčasť korunovácií obradov tvorili mince a medaily. Mali nielen reprezentačnú a propagačnú funkciu (boli znakom panovníkovej suverenity), ale tvorili aj súčasť korunovačných obradov. Najstaršie uhorské korunovačné medaily vznikli v kremnickej mincovni v roku 1508, keď bol ako dvojročný korunovaný za kráľa v Stoličnom Belehrade Ľudovít II. Jagelovský. Korunovačné medaily a žetóny možno rozdeliť na dve základné skupiny – po prvé na artefakty vydávané dvorom, reprezentujúce panovnícku moc a využívané počas korunovácie, a po druhé na artefakty vydávané inými vydavateľmi jednak v dobe korunovácie, ale aj niekoľko rokov po korunovácii. Medaily prvej skupiny zvyšovali lesk korunovačného ceremoniálu a ako dary propagovali tieto udalosti. Najdôležitejšie poslanie mala tzv. obetná medaila (*Opferpfennig*), ktorú korunovaný panovník vklá-

Jozef Daniel Boehm, Medaila ku korunovácii Ferdinanda V. v roku 1830, 30-dukát





dal počas obety na korunovačnej omši na tácku alebo do strieborného kalicha. Spočiatku sa obeťovali ešte mince (napríklad počas korunovácie Maximiliána I. v roku 1563 to bolo 24 dukátov), neskôr to boli medaily v pravom slova zmysle s korunovačnými výjavmi, zvyčajne razené vo váhe viacnásobkov dukátov a na každú korunováciu len v jednom kuse. Hmotnostne ľahšie exempláre dostávali ako dary vplyvných hodnostárov. Napríklad v roku 1830 mala obetná medaila váhu až 30 dukátov (je vystavená aj na kremnickej výstave, čo je unikát!), ďalších 12 kusov vážilo po 24 dukátov, ktoré darovali veľmožom nesúcim korunovačné zástavy, ceremoniarovi ostrihomského arcibiskupa a najlepšiemu strelcovi bratislavského strelčského spolku. Dve 20-dukátové medaily získal samotný kráľ Ferdinand V. Ďalších 100 exemplárov s hmotnosťou 15 dukátov dostali najvýznamnejší šľachtici a úradníci. Počas korunovácií sa razili aj malé žetóny, ktoré mali novému panovníkovi získať priazeň ľudí. Počas presunu korunovačného sprievodu z Dómu sv. Martina do kostola františkánov ich jazdci rozhadzovali medzi dav. Spočiatku sa aj v tomto prípade používali bežné obehové mince, najstarší údaj z Uhorska o tom pochádza zo Stoličného Belehradu (maďarský Székesfehérvár) z roku 1440, až od 16. storočia ich nahradili umelejšie poňaté žetóny, ktorých časť sa využívala popri rozhadzovaní aj na darovanie účastníkom korunovačných slávností. Do druhej skupiny patriace medaily a žetóny vznikali na popud rôznych rytcov, ich dielni, šľachty či miest. Boli na nich rôznorodé výjavy a nápisy. Razené mohli byť aj roky po korunovačnom akte ako „trhový“ artikel. Z pohľadu kvality umeleckého stvárnenia sa medzi nimi nachádzali excelentné kusy, ale aj jednoduché ploché razby.

Ako sme uviedli, spočiatku sa počas korunovácií ešte nepoužívali medaily a žetóny, ale obehové mince. Ako príklad možno uviesť korunováciu Maximiliána I. (1563). Neskôr razené žetóny mali ešte stále, čo sa týka formy, parametre mincí (korunovácia Rudolfa II. v roku 1572). Od 17. storočia začali pribúdať aj korunovačné medaily, ich prudký nárast sa spája s vládou Jozefa I. (1687) a Karola III. (1712). Ich reliéfy sa zvýšili, zväčšili sa aj priemery, a to až na takmer 50 mm, i hmotnosti – až na 30 dukátov (zlato) alebo 70 g (striebro). Tvorba korunovačných medailí vyvrcholila za Ferdinanda V. (1830).

Za tvorbou medailí a žetónov stáli často najvýznamnejší umelci svojej doby. Spočiatku to boli medailéri pôsobiaci predovšetkým v nemeckom Augsburgu a Norimbergu. Výroba uhorských korunovačných medailí a žetónov sa začala v priebehu 17. storočia koncentrovať do Viedne. Tento proces vyvrcholil založením ryteckej akadémie (1734). Centralizovaná výchova rytcov a medailérov vo Viedni mala za následok určitú unifikáciu umeleckého rukopisu jednotlivých tvorcov. Medzi najslávnejších autorov medailí patrili Valentin

Maler, Peter Paul Werner, Georg Wilhelm Vestner, Georg Hautsch, Lazar Gottlieb Lauffer, Benedickt Richter, Philipp Becker, Anton Maria Gennaro, Giovanni Toda, Anton Wideman, Johann Nepomuk Wirt, Jozef Daniel Böhm (rodák zo Spišských Vlachov, autor 30-dukátovej medaily Ferdinanda V. z roku 1830), Anton Scharff, Josef Tautenhayn či Karl Radnitzky. Z času na čas sa vyhotovovali korunovačné artefakty aj v iných mincovniach monarchie, zväčša sa však razili razidlami vyhotovenými vo viedenskej mincovni. K takýmto mincovniam patrila aj kremnická mincovňa, pričom tu viaceré medailí vytvorili aj domáci tvorcovia. Razili sa v nej napríklad medaily dodatočne vytvorené ku korunováci Maximiliána I. (1563), vytvoril ich veľký kremnický renesančný medailér Lukáš Richter. V 17. storočí sa pre tvorbu medailí stali opäť vzorom nižšie mincové reliéfy. K najvýznamnejším kremnickým medailérom v tom období patrili Michal Sock, ktorý v roku 1608 vyhotovil medailu k bratislavskej korunováci Mateja II. (1608), a Hans Guet, autor korunovačných medailí Ferdinanda II. (1618) a Ferdinanda III. (1625). Významným tvorcom korunovačných medailí bol kremnický a viedenský medailér a technik Daniel Warou, ktorý sa preslávil vynikajúcimi portrétmi.

Čo sa týka ikonografie, na averzoch korunovačných medailí a žetónov sa zobrazovali panovnícke portréty (s uvedením dátumu a miesta korunovácie), na reverzoch bývali symbolické a alegorické výjavy (s heslom kráľa). Za všetky aspoň jeden príklad. Po tom, ako Mária Terézia nastúpila na trón, ocitla sa v neľahkej situácii. Viacerí panovníci sa usilovali spochybniť dedenie trónu po ženskej línii a hneď bola nútená viesť vojnu o rakúske dedičstvo s Pruskom (1740 – 1748). Musela preto vystupovať ako silná panovníčka, čo sa odrazilo aj na jej korunovačných medailách (Bratislava 1741). Vyobrazená bola na ich reverzoch na koni s vysateným mečom na korunovačnom kopčeku na nábreží Dunaja v Bratislave. Jednoznačne to malo symbolizovať jej odvahu brániť krajinu.

Na záver uvedme pre predstavu niekoľko údajov k počtu razených medailí a žetónov. Napríklad pri korunováci Karola III. na uhorského kráľa v Bratislave v roku 1712 bolo na razbu oficiálnych medailí a žetónov (vo viedenskej mincovni) vyčlenených neuveriteľných 8000 zlatých. Za ne sa vyrobili dve 30- a tri 20-dukátové medaily, 542 veľkých zlatých, 676 malých zlatých, 5334 veľkých strieborných a 8800 malých strieborných žetónov. K medailám a žetónom sa zachoval aj rozdeľovník osôb, ktorým mali byť jednotlivé artefakty darované.

Bratislavské korunovačné medaily a žetóny sú svedkami slávnych čias dejín Slovenska i mesta Bratislavy. Využite preto jedinečnú šancu a prezrite si ich reprezentatívny výber v priestoroch galérie kremnického múzea.

Daniel Haas Kianička

#### Použitá literatúra:

- HLINKA, J.: *Bratislavské korunovačné medaily a žetóny*. Bratislava : Obzor, 1966.
- KIANIČKA, D.: *Medaily a žetóny razené pri príležitosti bratislavskej korunovácie uhorského kráľa Karola III. v roku 1712*. Dostupné na internete: [www.numizmatikamch.sk](http://www.numizmatikamch.sk) (2011).
- HOLČÍK, Š.: *Korunovačné slávnosti Bratislava 1563 – 1830*. Bratislava : Ikar, 2005.
- NOVÁK, E.: *Korunovacie a korunovační razby Habsburské monarchie v letech 1526 – 1918, I. díl*. Štity : Veduta, 1991.
- PÁLFFY, G.: *Mocenská a umelecká reprezentácia: Korunovácie uhorských panovníkov v Bratislave v období raného novoveku*. In PÁLFFY, G. – SOLTÉSZ, F. G. – TÓTH, C.: *Coronatus Posonii... Bratislavské korunovačné medaily a žetóny (1563 – 1830)*. Bratislava: Slovenské národné múzeum – Historické múzeum, Budapešť: Maďarské národné múzeum, 2014, s. 7 – 19.
- SOLTÉSZ, F. G. – TÓTH, C.: *Panovnícka reprezentácia na uhorských kráľovských korunovačných medailách a žetónoch*. In PÁLFFY, G. – SOLTÉSZ, F. G. – TÓTH, C.: *Coronatus Posonii... Bratislavské korunovačné medaily a žetóny (1563 – 1830)*. Bratislava: Slovenské národné múzeum – Historické múzeum, Budapešť: Maďarské národné múzeum, 2014, s. 33 – 39.



## Kolokvium v Múzeu mincí a medailí v Kremnici

*NBS – Múzeum mincí a medailí si v roku 2015 pripomína 125. výročie svojho založenia. V rámci jubilejného roku pripravuje viacero rozmanitých podujatí venovaných tomuto výročiu a rôznym formám svojej činnosti. Keďže múzeum sa snaží držať krok s moderným múzejníctvom, jednou z akcií bolo stretnutie účastníkov národného projektu Múzeá tretej generácie, vzdelávacieho kurzu Múzejná pedagogika II.*



Dlhodobý vzdelávací program Múzeá tretej generácie bol určený všetkým pracovníkom múzeí na území Slovenska, zameraný na premenu múzeí na moderné a na klientov orientované organizácie tretej generácie. Zúčastnila sa ho väčšina zamestnancov oddelenia pre muzeálnu činnosť v kurzoch zameraných na marketing múzeí, kurátorské štúdiá, konzervovanie zbierkových predmetov a vedenie ľudí v kultúrnej organizácii. V rámci sekcie práca s verejnosťou sa realizoval spomínaný modul Múzejná pedagogika II.

Múzejní pedagógovia zavřili vzdelávanie vytyčením strategických cieľov v oblasti múzejnej

pedagogiky vo svojom múzeu a návrhom vzdelávacieho projektu. S výsledkami naplnenia cieľov a realizácie projektov sa prišli podeliť so svojimi kolegami na kolokvium, ktoré sa uskutočnilo v priestoroch Meštianskeho domu Múzea mincí a medailí v Kremnici v dňoch 13. a 14. apríla 2015. NBS – Múzeum mincí a medailí zastupovali absolventky kurzu – sprievodkyňa Agáta Lešková a odborná pamiatkarka PhDr. Ľubica Majerová. Stav vzdelávacej činnosti a napĺňanie strategických cieľov na kolokviu prezentovala A. Lešková. O príprave a realizácii vzdelávacieho projektu Vyrobené v Kremnici včera a dnes, ktorý úspešne realizovalo múzeum v spolupráci so študentmi kremnického gymnázia, informovala Ľ. Majerová. Toto odborné, úzko špecializované stretnutie sa uskutočnilo pod vedením garantky PhDr. Alexandry Brabcovej z Českej republiky, ktorá súčasne prezentovala výsledky porovnávacej štúdie situácie v Českej republike so západnou Európou, najmä Veľkou Britániou, Nemeckom a Holandskom, na tému systémové predpoklady pre prácu múzejnej edukácie (štandardy verejnej služby a pozícia tejto profesie na trhu práce). Po odznení jednotlivých prezentácií konkrétnych múzeí sa kolokvium zaoberalo spoločnou celoslovenskou problematikou, a to nastavením štandardov múzejného pedagóga. Návrh akreditovaného kurzu múzejných pedagógov, ktoré potenciálne zrealizuje Slovenské národné múzeum, predniesol Mgr. Dominik Hrdý z centra múzejnej komunikácie Slovenského národného múzea v Bratislave. So stratégiou rozvoja odbornej komisie pre výchovu a vzdelávanie v múzeách Zväzu múzeí Slovenska na roky 2015 až 2017 zoznámil účastníkov PhDr. Jaroslav Hanko, predseda odbornej komisie.

Výsledky odborného programu kolokvia sa premietnu v ďalších pracovných stretnutiach zamestnancov múzeí, ktorí sa venujú múzejnej pedagogike, a v ich praxi. Najbližším odborným podujatím, kde sa so svojimi skúsenosťami z múzejnej pedagogiky podelia pracovníci kremnického múzea, bude Festival múzeí, ktorý tohto roku usporiada Ľubovnianske múzeum.

*PhDr. Ľubica Majerová  
NBS – Múzeum mincí a medailí Kremnica*



# V roku 2014 EIB podporila projekty na Slovensku sumou 556 mil. EUR

*Dňa 16. apríla sa v Bratislave konala tlačová konferencia Európskej investičnej banky (EIB), na ktorej jej viceprezident László Baranyay prezentoval výsledky dosiahnuté za rok 2014 so zameraním na aktivity v Slovenskej republike.*

EIB podporuje investičné projekty, ktoré majú znížiť rozdiely v oblasti regionálneho rozvoja, posilniť hospodársku konkurencieschopnosť a zlepšiť životnú úroveň občanov. Suma úverov poskytnutých EIB v Slovenskej republike dosiahla v roku 2014 výšku 556 mil. EUR, pričom za posledných päť rokov (2010 až 2014) išlo o sumu 3,2 mld. EUR. Najväčšími príjemcami boli malé a stredné podniky a stredne kapitalizované podniky, ktoré predstavujú 31 % z tohto celkového objemu. Projekty v oblasti vodohospodárstva, kanalizácie a rozvoja miest predstavovali ďalších 22 %, zatiaľ čo investície do dopravy a telekomunikácií predstavovali ďalších 15 % a do odvetvia energetiky išlo 13 % z tohto päťročného objemu. Kľúčovou činnosťou EIB zostáva i naďalej financovanie projektov prispievajúcich k hospodárskemu pokroku oblastí prijímajúcich pomoc z EÚ.

Viceprezident EIB László Baranyay uviedol, že v roku 2015 je zámerom EIB podstatne zvýšiť objem úverov na Slovensku. Konkrétne sa predpokladá poskytnutie zhruba 1 miliardy EUR na spolufinancovanie projektov s Európskou komisiou. Ďalším zámerom je podpora prístupu malých a stredných podnikov a veľkých súkromných podnikov k dlhodobému financovaniu za výhodných podmienok.

V oblasti strategickej infraštruktúry v roku 2014 banka poskytla úver vo výške 125 mil. EUR na financovanie päťročného investičného programu so začiatkom v roku 2014, zameraného na obnovu a posilnenie energetickej distribučnej siete na strednom Slovensku. Hlavným cieľom programu je udržať a zlepšiť spoľahlivosť dodávok a pripojenia sa nových užívateľov do systému. Banka taktiež poskytla úver v hodnote 100 mil. EUR na financovanie modernizácie zabezpečenia distribučnej plynárenskej infraštruktúry na Slovensku, aby sa zabezpečilo splnenie súčasných prísnych ekologických a bezpečnostných požiadaviek.

V minulom roku EIB uzatvorila štyri zmluvy o poskytnutí sprostredkovaných pôžičiek na sumu 160 mil. EUR so slovenskými bankami a lízingsovými spoločnosťami, ktoré využijú finančné prostriedky od EIB na financovanie projektov rea-



Foto: Európska investičná banka

lizovaných malými a strednými podnikmi a stredne kapitalizovanými podnikmi. Tieto úverové linky spĺňajú prioritu EIB, ktorou je podpora malých podnikov v Európe, a pomáhajú zmiernovať vplyv súčasnej hospodárskej krízy prostredníctvom zlepšenia prístupu malých a stredných podnikov k strednodobému a dlhodobému financovaniu za výhodných finančných podmienok.

V hodnotenom roku EIB poskytla pôžičku v sume 120 mil. EUR na spolufinancovanie fondov EÚ v oblasti podpory projektov, ktoré prispievajú k zalesneniu, lepšej ochrane a obhospodarovaniu lesov a k zvýšeniu kvality poľnohospodárskej infraštruktúry na slovenskom vidieku. Projekt takisto vytvorí v krajine nové pracovné miesta. Je to po prvýkrát, keď sa prostriedky od EIB použili na financovanie projektov v oblasti lesníctva na Slovensku.

Ďalších 25 mil. EUR banka poskytla na financovanie rozvoja verejnej infraštruktúry v Prešovskom kraji. Finančné prostriedky pomôžu zvýšiť atraktivitu regiónu pre miestnych obyvateľov, investorov a návštevníkov, ako aj hospodársky rozvoj a životnú úroveň v regióne. Súbežne s touto pôžičkou a ako jej doplnok podporuje EIB investície do energetickej efektívnosti a do využitia energie z obnoviteľných zdrojov vo verejných budovách v tomto kraji prostredníctvom nástroja ELENA, ktorý financuje Európska únia.





## Trhová transparentnosť a zneužívanie kapitálového trhu v korelácii poskytovania investičných služieb, výkonu investičných činností a organizovania regulovaného trhu

JUDr. Ľubomír Čunderlík, PhD.

**Vydavateľstvo: Wolters Kluwer s. r. o.  
Bratislava 2015, 252 strán**



Vedecká monografia *Trhová transparentnosť a zneužívanie kapitálového trhu v korelácii poskytovania investičných služieb, výkonu investičných činností a organizovania regulovaného trhu* je venovaná problematike informačných povinností emitentov na kapitálovom trhu finančných nástrojov s dôrazom na právnu reguláciu informačného správania sa trhových subjektov a s tým spätú otázku protiprávneho konania v tejto oblasti, ktorého dopad sa prejavuje v deformácii trhu. Zvolená problematika sa vyznačuje nielen svojou aktuálnosťou, ale aj doterajšou absenciou jej spracovania vo finančno-právnej oblasti. Pri spracovaní danej témy autor zvolil interdisciplinárny prístup, v rámci ktorého operuje s ekonomickými a právnymi inštitútmi a zároveň sa venuje skúmanej matérii v recentnom kontexte európskeho práva a niektorých zahraničných právnych úprav (česká a nemecká), čo nepochybne dotvára praktický prínos publikácie. Okrem zvoleného prístupu k spracovaniu danej problematiky akcentuje prínos vedeckej monografie aj jej komplexné poňatie, v rámci ktorého sa autor sústreďuje na efektívne fungovanie kapitálového trhu, jeho integritu a zachovanie jeho dôveryhodnosti vo vzťahu k informáciám a s tým súvisiacej trhovej transparentnosti.

Monografia je rozdelená na šesť kapitol, v rámci ktorých autor pristupuje k analýze vybraných otázok od všeobecných inštitútov právnej úpravy kapitálového trhu k ťažisku danej problematiky. Prvá kapitola sa venuje vybraným aspektom verejnoprávnej regulácie kapitálového trhu, v rámci ktorej rozoberá vymedzenie kapitálového trhu, verejnoprávne metódy regulácie jeho právnej úpravy a približuje rôznorodosť subjektov kapitálového trhu s dôrazom na investičné služby, regulovaných emitentov a regulovaný trh. V závere kapitoly sa autor venuje otázke cieľov a nástrojov verejnoprávnej ochrany kapitálového trhu. V súvislosti s takto vymedzenou materiou rozoberá druhá kapitola trhovou transparentnosť, pričom zameriava pozornosť najmä na oblasť trhových informácií a reguláciu trhu v tejto oblasti. V nadväznosti na prvé kapitoly, ktoré poskytujú čitateľovi úvod do problematiky a pomáhajú mu orientovať sa v oblasti kapitálového trhu z pohľadu jeho transparentnosti, sa monografia následne venuje samotnej otázke zneužívania trhu v členení na analýzu aktuálneho právneho stavu zneužívania trhu, na ochranu pred zneužívaním trhu a na sankčný mechanizmus pre zneužívanie

trhu. V rámci kapitoly zaoberajúcej sa analýzou aktuálneho právneho stavu zneužívania trhu sa autor zameriava na rozbor tejto problematiky tak v európskom, ako aj v národnom kontexte, pričom pozornosť sústreďuje najmä na právnu analýzu dôverných informácií, právnu analýzu manipulácie s trhom a na reguláciu poskytovania investičných odporúčaní verejnosti. Z hľadiska ochrany pred zneužívaním trhu sa autor venuje aj povoleným výnimkám v členení na všeobecné výnimky, osobitné výnimky a na výnimku zo súvisiacich povinností vyplývajúcich z regulácie nakladania s dôvernými informáciami. V rámci kapitoly, ktorá sa zaoberá sankčným mechanizmom, sa rozoberá otázka prostriedkov verejnoprávneho postihu zneužívania trhu v intenciaciach európskej a národnej právnej úpravy a anticipovaná harmonizácia trestných sankcií za zneužívanie trhu. Nesporný prínos tejto kapitoly predstavuje časť venujúca sa novému európskemu právnemu rámcu zneužívania trhu, ktorá akcentuje aktuálnosť rozoberanej problematiky. Vedecká monografia sa v závere zaoberá rozhodovacou praxou Súdneho dvora EÚ v oblasti dôverných informácií a harmonizácie smerníc týkajúcich sa tejto oblasti a poukazuje na dopady novej európskej regulácie v tejto oblasti, čo nepochybne ocení prax slovenského finančného sektora.

Vedecká monografia svojou témou vykrýva absenciu analýzy tejto oblasti v odbornej literatúre a zároveň prostredníctvom obsahovej konštrukcie poskytuje komplexný pohľad na reguláciu kapitálového trhu a jeho transparentnosť z hľadiska informačných tokov. Autor v publikácii priebežne rieši praktické problémy spojené s aplikáciou súčasných ustanovení zákona o cenných papieroch a investičných službách, ktorých predmetom je zneužívanie trhu (*market abuse*). Nesporným prínosom vedeckej monografie je jej interdisciplinárne poňatie, ktoré podporuje aj nadnárodný kontext, v rámci ktorého sa autor zaoberá vybranými otázkami, ktoré slúžia ako podklad pre následné formulovanie záverov a podnety na báze *de lege ferenda*. Publikáciu možno odporučiť nielen teoretikom z oblasti finančného trhu, ale aj odborníkom z praxe (zamestnancom obchodníkov s cennými papiermi, investičných bánk, burzy, Národnej banky Slovenska a pod.).

JUDr. Simona Heseková Bojmírová  
Právnická fakulta Univerzity Komenského v Bratislave



# Odišiel Alexandre Lamfalussy, známy ako „otec eura“

Život Alexandra Lamfalussyho charakterizujú významné aktivity v dvoch oblastiach – v oblasti finančnictva a v oblasti pedagogicko-vedeckej.

Narodil sa v roku 1929 v Maďarsku, no v roku 1949 sa odsťahoval do Belgicka. V rokoch 1949 až 1953 študoval na The Catholic University of Louvain v Belgicku. Neskôr pokračoval dvojročným postgraduálnym štúdiom na Nuffield College v Oxforde, kde získal doktorát v ekonómii. Profesionálny život Lamfalussyho bol zviazaný s finančným. Jeho prvým pôsobiskom bola Banque de Bruxelles, kde v rokoch 1955 až 1975 postupne zastával pozície ekonóma a ekonomického poradcu. Od roku 1965 bol výkonným riaditeľom a neskôr predsedom direktória tejto banky. V roku 1975 po zlúčení s Banque Lambert sa stal výkonným riaditeľom Banque Bruxelles Lambert.

Od 1. januára 1976 sa začala jeho medzinárodná finančná kariéra. Banková rada Banky pre medzinárodné zúčtovanie (BIS) v Bazileji mu ponúkla pozíciu ekonomického poradcu a riaditeľa menového a ekonomického úseku BIS. V máji 1985 bol vymenovaný do funkcie generálneho manažéra BIS a na čele tejto významnej inštitúcie bol do konca roku 1993. Rada Európy ho v roku 1988 vymenovala za člena tzv. Delorsovho výboru, ktorého práca bola zameraná na prípravu hospodárskej a menovej únie (HMÚ). Výbor pripravil štatút Európskej centrálnej banky a sformuloval maastrichtské kritériá, ktorých splnenie je ekonomickou podmienkou vstupu do HMÚ a zavedenia eura. Od 1. januára 1994 do 30. júna 1997 bol prezidentom Európskeho menového inštitútu vo Frankfurte nad Mohanom. Úlohou inštitútu bolo vytvoriť operačné podmienky pre jednotnú menovú politiku a založiť Európsku centrálnu banku.

Výbor ministrov financií Európskej komisie (Ecofin) ho v júli 2000 vymenoval do čela Výboru múdrych mužov (Committee of Wise Men), ktorého cieľom bolo pripraviť rámec pre fungovanie jednotného finančného trhu EÚ a systém jeho regulácie.

Napriek náročným úlohám, ktorými bol poverovaný v hospodársko-politickej oblasti, sa nepretržite venoval pedagogickej a vedeckej činnosti. V akademickom roku 1961 a 1962 prednášal na Yale University a počas celého svojho profesionálneho života aj na The Catholic University v Louvaine, od roku 1975 ako mimoriadny profesor. Od roku 2003 bol členom výskumného tímu na Inštitúte európskych štúdií v Louvain-la-Neuve. Je autorom, resp. spoluautorom viacerých kníh, vedeckých prác, článkov a vystúpení na medzinárodných konferenciách v mnohých krajinách sveta. Bol externým členom Maďarskej akadémie vied, členom korešpondentom Inštitútu francúzskej akadémie vied a nositeľom viacerých významných vyznamenaní.



Foto: Európska centrálna banka

Alexandre Lamfalussy zomrel 9. mája 2015 vo veku 86 rokov.

Ako uviedla Európska centrálna banka vo svojej tlačovej správe, meno Alexandra Lamfalussyho zostane navždy nerozlučne späté s jednotnou menou a Európskou centrálnou bankou. V správe sa ďalej uvádza: „Ako zakladajúci prezident Európskeho menového inštitútu, predchodcu ECB, usmerňoval rozsiahle a bezprecedentné prípravné práce súvisiace so založením ECB v júli 1998 a zavedením jednotnej meny v januári 1999. Pod jeho vedením sa položili základné stavebné kamene eura a jeho centrálnej banky: definovala sa stratégia menovej politiky ECB a navrhli sa nástroje potrebné na jej uplatňovanie v menovej únii; položili sa technické a infraštrukturálne základy, ako je paneurópsky platobný a zúčtovací systém; pripravili sa rozhodnutia o budúcom názve, vzhľade a kvalite eurových bankoviek. Pod jeho predsedníctvom v rade EMI sa spolupráca medzi národnými centrálnymi bankami rozvinula do jednotnej politiky vykonávanej spoločne v rámci Eurosystemu, systému centrálnych bánk krajín, ktoré prijali euro.“

Ako autor systému integrovanej tvorby pravidiel finančných trhov EÚ, ktorý nesie jeho meno, predvídala nevyhnutnú potrebu spojenia finančnej integrácie v Európe s menovou integráciou a aktívne podporoval napredovanie tohto procesu. Mnoho aspektov toho, čo dnes poznáme ako bankovú úniu a o čo sa Európa usiluje v rámci iniciatívy na vytvorenie únie kapitálových trhov, pramení z pôvodnej analýzy Alexandra Lamfalussyho.

Jeho prenikavý intelekt, prívetivosť a osobné čaro, ako aj neúnavný zápal pre zjednotenie Európy nám budú veľmi chýbať. Navždy však budeme k Alexandrovi Lamfalussymu cítiť úprimnú náklonnosť a hlboký obdiv ako k otcovi eura.“



### EFFECTS OF INFLATION ON WAGES IN SLOVAKIA

Peter Tóth, Národná banka Slovenska

*According to the results of the Wage Dynamics Survey, only a minority of businesses allow for inflation to be reflected in wages of their employees. Instead, they concentrate on their own profitability as the most important determinant of their operation. This makes wages more dependent on the margin between consumer and producer prices. The survey result is in line with our macro-level estimates, which show a positive effect of profit margins on employees' compensations. From the point of view of recent developments in the Slovak economy, our results suggest that about one third of nominal compensations growth in 2014 can be explained by a temporary drop in producer prices. (p. 2)*

### EURO AREA LABOUR MARKETS RESPOND TO THE CRISIS

Marek Mičúch, Národná banka Slovenska

*In February 2015, the ECB published a research paper 'Comparison and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets' elaborated by an ad hoc team of the European System of Central Banks as part of the ECB Occasional Paper Series. Národná banka Slovenska actively participated in this process and contributed to its content. The article summarizes the general findings of the research paper and presents some interesting details about the Slovak labour market in the euro area context. (p. 6)*

### CURRENCY CIRCULATION IN THE SLOVAK REPUBLIC IN 2014

Milada Vlnková, Národná banka Slovenska

*Currency circulation in the Slovak Republic in 2014 was characterised by persistent demand for cash. The issue of the new series of euro banknotes continued and the second in row was the €10 banknote launched on 23 September 2014. The article evaluates developments in the basic indicators of currency circulation in Slovakia with emphasis on the fact that over six years after the introduction of the euro in the Slovak Republic, the volume of euro banknotes in circulation has been growing despite an increase in non-cash payments, although the pace of growth gradually slows. (p. 8)*

### IMPLEMENTATION OF ESA 2010 IN QUARTERLY FINANCIAL ACCOUNTS

Tomáš Eder, Radoslav Peter, Národná banka Slovenska

*The European System of National and Regional Accounts (ESA) 2010 is the newest internationally compatible EU accounting framework for a detailed description of the economy. The structure of the ESA 2010 is consistent with the guidelines on national accounting set out in the methodology for the System of National Accounts (SNA 2008). The new ESA 2010 methodology was implemented on 1 September 2014. Quarterly financial accounts offer comprehensive information on the income, expense, financing and portfolio investments of institutional sectors, based on which they should be fully integrated with non-financial accounts. For this integration process it is essential that these data are compiled in accordance with the statisti-*

*cal standards. The main change in the implementation of ESA 2010 into quarterly financial accounts involves the expanded reporting of individual sectors and financial instruments. (p. 10)*

### THE PRINCIPLE OF CALCULATION OF ANNUITIES FROM PILLAR II

(Based on facts, not on impressions and feelings)

*The current system of pension payments from Pillar II identifies three basic types of pensions: annuities, temporary pensions (paid by insurance companies) and scheduled payments (paid by pension funds management companies). The annuity represents the main type of pension as the priority of the pension system is to ensure regular lifelong pension payments for pensioners. This type of pension and factors affecting its final amount are dealt with in the article by the Slovak Insurance Association (SLASPO) prepared in cooperation with the representatives of the insurance companies which participate in the system of pension payments from Pillar II (Allianz-Slovenská poisťovňa, Generali and Union). (p. 15)*

### CROWDFUNDING – NEW OPPORTUNITIES AND REGULATORY IMPLICATIONS

Zdeněk Husták, of Counsel BBH, advokátní kancelář, s.r.o.

University of Economics, Prague (VŠE)

*In recent years, crowdfunding has become a very frequent word in the financial world. Factually, it simply means the raising of funds from a wider group of people, which is nothing of novelty either in terms of regulation or from an investment and financial market point of view – if we consider, for example, fundraising for the construction of the Prague's National Theatre in the 19th century. What is new, however, is the way of fundraising, namely the use of internet, social networks and online marketing. It entails not only a wide range of new business and investment opportunities but also risks. And exactly these issues are discussed in the contribution. (p. 19)*

### REMARKABLE EXHIBITION OF MEDALS AND COUNTERS COMMEMORATING BRATISLAVA CORONATIONS (1563-1830) IN KREMNICA MUSEUM OF COINS AND MEDALS

Daniel Haas Kianička

*The NBS Museum of Coins and Medals in Kremnica currently hosts an international (Slovak–Hungarian) exhibition entitled Coronatus Posonii... Bratislava coronation medals and counters (1563-1830). After the Turkish occupation of Buda in 1541, Bratislava became the capital of the Hungarian Empire. At that time, between 1563 and 1830, almost all Hungarian kings were crowned there. To promote and commemorate these coronations, medals and counters were minted. They were not only used during coronation ceremonies, but also presented as prestigious presents and thrown around to participating crowds. Made by prominent authors of the period they depicted sovereigns and showed allegorical pictures. Many medals were minted in Vienna, Nuremberg, Augsburg, as well as in Kremnica. The outstanding Kremnica medal makers of that period were Lukáš Richter, Michal Sock, Hans Guet and Daniel Warou. (p. 25)*

