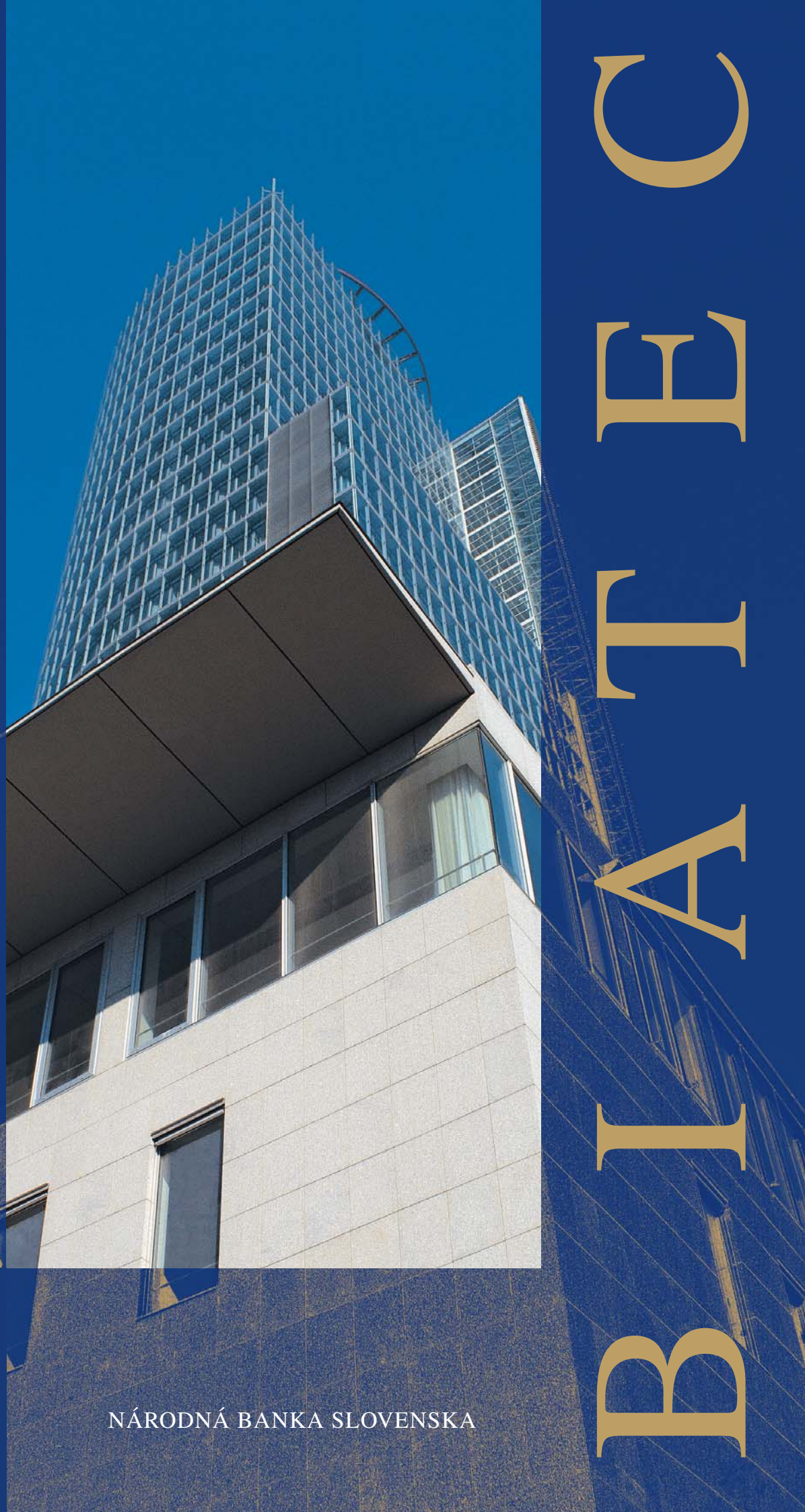


1

Január 2014
Ročník 22

ODBORNÝ
BANKOVÝ
ČASOPIS



C E T A T E C B



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA



Projekt SEPA vstupuje do fázy realizácie

Keďže 1. február, deň migrácie Slovenskej republiky na jednotnú oblasť platieb v eurách – známu pod skratkou SEPA – sa nezadržateľne blíži, Národná banka Slovenska zorganizovala dňa 20. januára tlačovú konferenciu venovanú aktuálnym otázkam súvisiacim s týmto projektom. Na tlačovej konferencii vystúpil člen Bankovej rady NBS a výkonný riaditeľ úseku pre operácie na finančných trhoch Karol Mrva a generálny riaditeľ odboru platobného styku NBS Peter Holička.



Foto: Igor Plávka

Člen Bankovej rady NBS Karol Mrva vo svojom úvodnom vystúpení zdôraznil, že ide o novú éru harmonizácie platobného styku, keď sa budú cezhraničné platby občanov, podnikov a organizácií v rámci 33 európskych krajín uskutočňovať za rovnakých podmienok a rovnako efektívne ako domáce platby.

Generálny riaditeľ odboru platobného styku NBS Peter Holička vo svojej prezentácii zrekapituloval najdôležitejšie zmeny, ktoré SEPA prináša. Poukázal na výhody, ku ktorým patrí jednotný súbor platobných nástrojov, jednotné postupy pri domáciach a cezhraničných platbách, rovnaký čas na vykonanie platieb a zavedenie cezhraničného inkasa. Upozornil tiež na zmeny, ktoré sa dotknú tak občanov, ako aj podnikov a organizácií. Zme-

na, ktorú budú klienti bánk asi najviac vnímať, je nový formát čísla účtu a spoločný dátový formát pre právnické osoby. V tejto súvislosti uviedol, že Slovenská republika sa rozhodla využiť dvojročné prechodné obdobie podľa platnej európskej legislatívy, čo znamená postupný prechod na tieto dve zmeny. Ďalšou zmenou, na ktorú sa však nevzťahuje prechodné obdobie, bude odlišný postup výkonu inkasa.

Projekt SEPA sa dátumom migrácie nekončí. Bude pokračovať ďalšími krokmi, medzi ktoré patrí ukončenie konverzie na IBAN pre fyzické osoby, ukončenie prechodného obdobia na dosiahnutie spoločného dátového formátu pre podniky a organizácie, ale aj rozvoj nových inovačných produktov v platobných službách.



BIATEC

Odborný bankový časopis
Január 2014

Vydavateľ:

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

Redakčná rada:

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

Redakcia:

Ing. Alica Polónyiová
tel.: 02/5787 2153
fax: 02/5787 1128
e-mail: biatec@nbs.sk

Počet vydaní: 10-krát do roka

Cena výtlačku pre predplatiteľov: 2 €

Ročné predplatné: 20 €

Poštovné hradí predplatiteľ.

Objednávky na predplatné v SR a do zahraničia, reklamácie, distribúcia:

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

Termín odovzdania rukopisov: 15. 1. 2014

Dátum vydania: 27. 1. 2014

Evidenčné číslo: EV 2817/08

ISSN 1335 – 0900

Grafický návrh: Bedrich Schreiber

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

Tlač: DOLIS, s.r.o.

Časopis je dostupný v elektronickej
forme na internetovej stránke
Národnej banky Slovenska:
<http://www.nbs.sk>

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

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

NEHNUTEĽNOSTI NA BÝVANIE

Niektoré možnosti hodnotenia úrovne cien bývania. 2
(Mikuláš Cár)

LEGISLATÍVA

Nové štandardy FATF a návrh 4. smernice EÚ v oblasti prevencie
legalizácie príjmov z trestnej činnosti a financovania terorizmu. 8
(Izabela Fendeková)

Koncepcia ochrany spotrebiteľov na finančnom trhu. 11
(Jana Dubeňová)

NÁRODOHOSPODÁRSKE OTÁZKY

Komparácia kvality podnikateľského prostredia v krajinách
Vyšehradskej štvorky s osobitným akcentom na dostupnosť
finančných zdrojov 12
(Ing. Katarína Belanová, PhD.)

POSTREHY – PODNETY

Liberalizácia čínskeho juanu 18
(Ivana Kurejová)

Trh so zlatom 22
(Juraj Zeman)

VÝZNAMNÉ OSOBNOSTI

Národohospodár Peter Zafko 27
(doc. Ing. Ivan Figura, CSc.)

BANKOVKY A MINCE

Predstavujeme novú 10-eurovú bankovku série Európa 30
(Gabriel Schlosser)

INFORMÁCIE

Ponuka podujatí Inštitútu bankového vzdelávania NBS, n. o.,
na február 2014. 26



Niektoré možnosti hodnotenia úrovne cien bývania

Mikuláš Cár
Národná banka Slovenska

Už krátky čas reálneho fungovania trhu s bývaním na Slovensku stačil na potvrdenie cyclickej jeho vývoja, pričom táto všeobecná črta platí aj pre trh s bývaním v rôznych lokalitách. Dĺžka cyklov a amplitúdy týchto cyklov sa môžu v jednotlivých geografických oblastiach, ako aj v čase výrazne odlišovať, odrážajúc možné rozdiely v podmienkach na ponukovej aj dopytovej stránke na lokálnych trhoch s bývaním.¹ Horšie a lepšie časy na trhu s bývaním sa automaticky prejavujú v zmenách cenových relácií. Súčasťou cyklického vývoja trhu s bývaním je aj nadhodnocovanie a podhodnocovanie cien domov a bytov, pričom identifikovať tzv. bod zlomu je vždy veľmi náročné nielen pre potenciálneho obstarávateľa bývania, ale aj pre odborníkov.

¹ Typický cyklus zvykne byť definovaný ako asymetrický s tým, že konjunktúra trvá zhruba 16 štvrťrokov, počas ktorých zaznamenajú ceny nehnuteľností rast o 37%, kým pokles zvykne byť časovo kratší, okolo 11 štvrťrokov, s amplitúdou -17%. Sú však zaznamenané aj extrémne, keď na jednej strane konjunktúra trvala 99 štvrťrokov (Belgicko) a ceny vzrástli štvornásobne (Ukrajina) a na druhej strane pokles trval 76 štvrťrokov (Japonsko) a ceny poklesli o viac ako 76% (Lotyšsko). Na určenie bodu obratu sú vypracované viaceré metódy, zjednodušene pre naše potreby však amplitúda predstavuje zmenu reálnych cien nehnuteľností z maxima na minimum, resp. naopak, a je vyjadrená v percentách. Blížšie pozri Igan, D. – Laugani, P.: Global Housing Cycles. IMF Working Paper 12/217.

² Hlavne v prípade investovania do nehnuteľností s cieľom ďalšieho obchodovania môže dôjsť aj k predraženým nákupom, ktoré sú založené na nerealistických očakávaniach investorov v otázke zhodnocovania domov a bytov v budúcnosti. To môže spôsobiť aj určitú deformáciu cien na trhu s bývaním a zároveň je to exemplárny príklad podnecovania vzniku reálnych cenových bublín. Tie totiž spôsobujú hlavne kupujúci s relatívne voľnými prostriedkami, ktorí sú ochotní zaplatiť aj tzv. inflačné ceny za bývanie v súčasnosti, pretože očakávajú vysoké zhodnotenie danej nehnuteľnosti v dlhšom časovom horizonte.

³ V podmienkach Slovenska ide o vyhlášku Ministerstva spravodlivosti SR č. 492/2004 Z. z. o stanovení všeobecnej hodnoty majetku, ktorá v prílohe 3 podrobne opisuje nielen základné postupy ohodnocovania nehnuteľností a stavieb, ale uvádza aj presné výpočty všeobecnej hodnoty stavieb, pozemkov a nájmov za pozemok. Stanovenie všeobecnej hodnoty nehnuteľnosti je východiskom pre znalecký posudok, v ktorom cenu nehnuteľnosti posudzuje súdny znalec z odboru stavebníctva.

Pri hodnotení stavu a vývoja cien nehnuteľností na bývanie nás vo všeobecnosti zaujíma súlad ich úrovne s úrovňou základných faktorov ovplyvňujúcich dopytovú a ponukovú stránku trhu s bývaním aj celkovú sociálno-ekonomickú situáciu v spoločnosti. Stanoviť primeranú cenu nehnuteľnosti nie je jednoduché práve preto, lebo je výsledkom pôsobenia mnohých faktorov. Ceny nehnuteľností pomerne citlivo reagujú nielen na zmeny základných fundamentov, ale sú ovplyvňované aj ďalšími náhodnými faktormi. Rastúce ceny bývania sú zvyčajne výsledkom dobre sa vyvíjajúcej ekonomickej situácie a s ňou spojenými pozitívnymi náladami a očakávaniami obyvateľstva do budúcnosti. Väčší dopyt po bývaní môže v takých situáciách vyvolať aj výraznejší rast cien domov a bytov, ale to ešte nemusí znamenať, že ceny bývania sú nadhodnotené.

Na zhodnotenie primeranej úrovne cien nehnuteľností na bývanie možno použiť viacero dostupných metód. Veľmi rýchlu informáciu o primeranosti cien bývania možno získať z jednoduchého grafického zobrazenia vývoja cien nehnuteľností na bývanie, z ktorého sa dajú identifikovať výraznejšie odchyľky v dlhšom časovom horizonte. Užitočné doplnujúce informácie možno získať pomocou relatívnych metrických na hodnotenie cien na trhu s bývaním, ako sú napr. relácie cena/nájomné, cena/príjem a pod. Tie však spravidla neodrážajú presne stav nákladov na bývanie, preto treba byť opatrný pri formulovaní konečných záverov, pokiaľ ide o primeranosť cien hodnotených nehnuteľností.

Každá krajina, ale aj jednotlivé regióny majú vlastnú históriu trhu s bývaním, ktorá by mala byť dôležitou súčasťou hodnotenia primeranosti úrovne cien domov a bytov v konkrétnom období. Na tento účel je nevyhnutné disponovať časovými radmi údajov, či už o cenách jednotlivých typov nehnuteľností na bývanie, alebo aj údajmi o určitých charakteristikách, na základe ktorých si možno vytvoriť predstavu o vývoji cien na trhu s bývaním. Ako doplnujúca informácia sa zvykne

používať napríklad aj tzv. imputované nájomné, ktoré predstavuje pomyselné náklady vlastníka na bývanie vo vlastnom dome. Je dosť zložitá uviesť, akú výšku musia dosiahnuť náklady na bývanie, aby sme ich mohli považovať už za neudržateľne vysoké. Pri existencii takých informácií za dlhšie časové obdobie však možno porovnať finančnú náročnosť bývania v súčasnosti vzhľadom na historické súvislosti.

S nehnuteľnosťou na bývanie môžeme vo všeobecnosti uvažovať ako s predmetom dlhodobej spotreby alebo ako s obchodovateľným aktívom. Kladenie dôrazu na jednu z uvedených foriem má za následok aj určité konzekvencie pre hodnotenie ceny konkrétnej nehnuteľnosti. V prípade domu či bytu ako predmetu dlhodobej spotreby sa nekladie taký dôraz napr. na návratnosť investície ako pri ich obstarávaní na účely ďalšieho obchodovania.²

NIEKTORÉ EMPIRICKÉ KRITÉRIÁ PRI HODNOTNÍ ÚROVNE CIEN NEHNUTEĽNOSTÍ NA BÝVANIE

Oceňovanie a hodnotenie nehnuteľností je pomerne komplikovaný proces, v rámci ktorého sa zohľadňujú nielen technické parametre, ale aj otázky subjektívneho vyhodnotenia vývoja a aktuálneho stavu trhu s bývaním. Z technického hľadiska je pre oficiálne ohodnotenie nehnuteľností určujúca legislatívna norma, ktorá pojednáva o stanovení všeobecnej hodnoty majetku.³ Napriek exaktne stanoveným postupom výpočtu všeobecnej hodnoty stavieb (bytov, domov) je v znaleckých posudkoch obsiahnutá aj určitá miera subjektívneho hodnotenia príslušnej nehnuteľnosti, čo môže viesť k rozdielnemu ohodnoteniu tej istej nehnuteľnosti rôznymi znalcami. Aj napriek potenciálnym nepresnostiam by mohla byť databáza cien nehnuteľností uvádzaných v znaleckých posudkoch veľmi dobrým doplnkovým zdrojom údajov pre úvahy o stanovení primeranej ceny jednotlivých typov nehnuteľností na bývanie. Zatiaľ však nie sú vytvorené potrebné



legislatívne podmienky na vytvorenie a naplnenie takej databázy súdnymi znalcami v odbore stavebníctva.

V súvislosti s hodnotením nehnuteľností na bývanie ako obchodovateľných aktív je vhodné čerpať aj nápady používané pri oceňovaní aktív na akciových trhoch. Hodnota akcie je jej čistá aktuálna hodnota, t. j. hodnota všetkých očakávaných budúcich výnosov danej akcie znížená o potenciálne riziko a finančné náklady v rámci procesu zhodnocovania vo zvolenom investičnom horizonte. Keďže riziká investovania do nehnuteľností sa ťažko odhadujú, je vhodné oprieť sa o určité empirické hodnotiace kritériá, ako je pomer ceny ku konštrukčným nákladom, porovnateľná cena, dostupnosť bývania, pomer ceny k príjmu, pomer ceny k prenájmu a pod. Kombináciou viacerých empirických charakteristík sa možno dopracovať k užitočnej informácii, pokiaľ ide o vhodnosť investovania do nehnuteľností na bývanie v jednotlivých fázach realitného cyklu.⁴

Kritérium porovnateľná cena

Vnútrotný trh Európskej únie je jednotný trh, v ktorom je zaručený voľný pohyb tovaru, služieb, kapitálu a osôb. Má to, samozrejme, vplyv aj na trh s bývaním v tom zmysle, že sa výrazne internacionalizuje. Prejavuje sa to v prvom rade na bilaterálnej úrovni v prihraničných oblastiach, kde dochádza k migrácii obyvateľstva z dôvodu hľadania výhodnejších podmienok na trhu s bývaním. Je prirodzené, že domácnosti majú tendenciu hľadať lacnejšie a lepšie alternatívy bývania, pričom dochádza nielen k vnútroštátnej, ale aj k medzištátnej migrácii osôb i celých domácností.

Aj keď boli posledné roky v Európe charakteristické pomerne výraznými aktivitami na národných trhoch s bývaním, ako aj aktivitami nadnárodného charakteru, objektívne je výber miesta pre život relatívne obmedzený v prvom rade kapacitou stavebných pozemkov, ale aj radom ďalších faktorov. Je všeobecne známe, že ceny bývania sú napr. v Belgicku, ale hlavne v Portugalsku relatívne podhodnotené, sú zhruba na úrovni cien nehnuteľností v strednej a východnej Európe, nižšie ceny však výraznejšie neovplyvňujú presídľovanie Európanov do týchto krajín.

Výraznejšie rezonovanie problematiky trhu s bývaním a postupne sa zvyšujúca dostupnosť orientačných a oficiálnych údajov o vývoji cien nehnuteľností na bývanie poskytuje záujemcom o bývanie možnosť porovnávať.

Kritérium cena/konštrukčné náklady

Predbežný odhad konštrukčných nákladov zaujíma investora ešte pred samotnou výstavbou nehnuteľnosti. Východiskom je výkaz výmer, ktorý je zvyčajne súčasťou projektovej dokumentácie. Výkaz výmer už spravidla obsahuje orientačné ceny, aby sa investor vedel zorientovať, koľko ho bude stavba stáť. Finálne konštrukčné náklady môžu byť objektívne vyššie alebo aj nižšie, ako je predbežne spracovaný rozpočet stavby. Závisí to od radu faktorov, ktoré súvisia s konkrétnym

miestom výstavby, terénom, s použitými stavebnými materiálmi a technológiami, s vývojom ich cien, ako aj so zvoleným spôsobom výstavby nehnuteľnosti. Vždy je potrebné počítať aj s určitými kritickými situáciami, ktoré môžu mať vplyv na konečné konštrukčné náklady.

Na funkčnom trhu s bývaním je cena nehnuteľnosti na bývanie objektívne vždy vyššia ako náklady na jej výstavbu, a to o primeraný zisk.⁵ Kritérium zisku je dôležité hlavne pre developérov, lebo čím sú ceny nehnuteľností na bývanie vyššie ako náklady na ich výstavbu (konštrukčné náklady), tým majú developéri väčšiu motiváciu stavať. Každá nová ponuka domov a bytov na trh s bývaním vyvoláva spravidla tlak na znižovanie cien bývania. Ak je relácia medzi cenami nehnuteľností na bývanie a konštrukčnými nákladmi na nové byty, resp. domy dlhodobo neprímerane vysoká, je to signál nerovnováhy a je reálny dôvod predpokladať postupné korigovanie cien bývania v nasledujúcich obdobiach.

Pomer ceny nehnuteľnosti ku konštrukčným nákladom je pre bežného záujemcu o bývanie zaujímavý aj v prípade, ak uvažuje o svojpomocnej výstavbe. Ceny stavebných materiálov sa v rámci realitného cyklu menia a ich nákup vo vhodnom čase môže prispieť k zníženiu celkových konštrukčných nákladov takto zrealizovanej výstavby.

Kritérium dostupnosti bývania (cena/príjem)

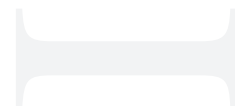
Medzi zadefinovaním potreby bývania a jej realizáciou sa vyskytuje proces vyhodnocovania finančných možností a reálnej schopnosti potenciálneho záujemcu zabezpečiť si bývanie z vlastných alebo úverových zdrojov. Dôležitým predpokladom reálneho obstarania nehnuteľnosti na bývanie je „mať na to“, a to či už finančnú hotovosť, alebo taký spoločenský status, ktorý záujemcovi umožní dostať sa k potrebným úverovým zdrojom.

Z globálneho pohľadu možno pri zjednodušenom hodnotení dostupnosti bývania vychádzať napr. z podielu HDP na obyvateľa a priemernej ceny metra štvorcového nehnuteľnosti na bývanie v krajine alebo regióne. Také porovnanie je založené na bonite krajiny a priemernej cenovej úrovni domov a bytov v danej lokalite. Z dôvodu výraznej diferenciácie krajín z pohľadu ich ekonomickej výkonnosti je vhodné používať vyššie zadefinované kritérium dostupnosti bývania len v rámci homogénnych skupín krajín. Nehnuteľnosti na bývanie majú v tzv. chudobnejších krajinách tendenciu byť relatívne drahé vzhľadom na lokálny životný štandard a naopak, v ekonomicky vyspelých krajinách sa zdajú nehnuteľnosti na bývanie relatívne lacné aj napriek ich výrazne vyšším cenám v absolútnom vyjadrení.

V súvislosti s dostupnosťou bývania možno uvažovať aj s ďalšími pomernými ukazovateľmi, ktoré sú založené na relácii medzi cenou nehnuteľnosti a dôchodkovou situáciou domácnosti. Takto sa dá uvažovať o relácii na celoštátnej, ale aj na regionálnej úrovni. Možno zistiť dostupnosť

⁴ Základné rady a kritériá, ako sa vyhnúť nákupu nehnuteľnosti na bývanie v nesprávnom čase, sú načrtnuté napr. v tomto blogu: <http://real-estatemarket.blogspot.sk/2007/08/housing-market-bubble.html>

⁵ Do cien stavebných prác možno podľa ustanovenia § 2 odseku 3 písmena b) zákona č. 18/1996 Z. z. o cenách zakalkulovať len tzv. primeraný zisk. Ide o zisk vychádzajúci z vývoja obvyklého podielu zisku tuzemského tovaru na ekonomicky oprávnených nákladoch s prihliadnutím na kvalitu tovaru, zvyčajné riziko výroby alebo obehu a vývoj dopytu na tuzemskom trhu. Obvykle je v cene zarátaný zisk, ktorý sa stanovuje percentuálnou prirážkou vo výške 10 až 20 % z predpokladaných nákladov a variuje v závislosti od možného rizika pri realizácii stavebných prác (viac pozri napr. v <http://stavebnictvo.sk/profiles/blogs/cena-v-stavebn-ctve-z-kladn-nosite-ka-inform-cie-o-rozsahu>). Základnou tézou právnej úpravy zákona o cenách je princíp voľnej tvorby cien medzi predávajúcim a kupujúcim. Povinnosť používania kalkulačných vzorcov pri stanovovaní trhových cien bola zákonom zrušená. Podľa ustanovenia § 547 Obchodného zákonníka je objednávateľ povinný zaplatiť zhotovovateľovi cenu dohodnutú v zmluve alebo určenú spôsobom stanoveným v zmluve. Ak cena nie je takto dohodnutá, je objednávateľ povinný zaplatiť cenu, ktorá sa väčšinou platí za porovnateľné dielo v čase uzavretia zmluvy za rovnakých obchodných podmienok.





6 Napr. výpočet Housing Affordability Index (HAI) podľa National Association of Realtors v USA je založený na tom, že pri kúpe nehnuteľnosti sú zložené vlastné prostriedky vo výške 20% jej kúpnej ceny a mesačná splátka hypotéky je maximálne vo výške 25% mediánového príjmu domácnosti. Pre výpočet HAI platí vzťah: $HAI = (\text{mediánový príjem domácnosti} / \text{primeraný príjem}) * 100$, kde primeraný príjem, resp. kvalifikovaný príjem (qualifying income) je závislý od ceny nehnuteľnosti, efektívnej úrokovej sadzby a vyššie uvedených podmienok o vložení vlastných prostriedkov a mesačnej splátky. Ak HAI nadobudne hodnotu 100, znamená to, že domácnosť s priemerným mesačným príjmom má presne taký primeraný príjem, ktorý jej umožní zaobarať si priemerne drahú nehnuteľnosť. Hodnota HAI vyššia ako 100 znamená lepšiu dostupnosť bývania a hodnota nižšia ako 100 zníženú dostupnosť bývania.

bývania napr. vo vzťahu k hrubému disponibilnému dôchodku domácností, hrubému peňažnému príjmu domácností a pod. Pri výpočte indexu dostupnosti bývania sa však zvyknú zohľadňovať aj ďalšie aspekty.⁶

Zvyčajne existuje vysoká korelácia medzi záujmom o obstaranie bývania a príjmovou situáciou. Zvýšený záujem o obstaranie vlastného bývania sa dá jednoznačne očakávať len v prípade, ak sa výrazne zlepšuje príjmová situácia domácnosti. Keď sú priemerné ceny nehnuteľností na bývanie v danom okamihu výrazne vyššie ako priemerný príjem typickej domácnosti v dlhšom časovom horizonte, môže sa to interpretovať ako nadhodnotenie cien bývania.

Kritérium cena/nájomné

Kritérium cena/nájomné je dôležitým východiskom pri rozhodovaní o spôsobe riešenia reálnej potreby bývania. Z daného pomeru zjednodušene vyplýva, za aké obdobie (obyčajne roky) sa z hodnoty prenájmu môže naakumulovať čiastka, ktorá by umožnila v danom čase obstaráť priemerné bývanie. V tejto súvislosti sa na Slovensku, ktorého obyvateľstvo je známe silnou túžbou po vlastnom bývaní, zvykne cena mesačného prenájmu intenzívne porovnávať s čiastkou mesačnej splátky prípadného úveru na bývanie. V prípade relatívnej rovnováhy mesačného prenájmu a mesačnej splátky úveru je vysoká pravdepodobnosť, že sa domácnosť rozhodne obstaráť si vlastné bývanie.

V súvislosti s hodnotením nehnuteľností podľa kritéria cena/nájomné (ročné), existujú určité všeobecné empirické hranice pre určenie miery ich objektívneho ohodnotenia. Takto možno dospieť k poznatku, že nehnuteľnosť možno považovať za spravodlivo ocenenú vtedy, ak pomer ceny a nájomného predstavuje hodnotu 14,2 roka. Tejto hodnote zodpovedá recipročná hodnota 7-percentného hrubého výnosu z prenájmu nehnuteľností na bývanie.

Ak je cena bývania vo vlastnom vo vzťahu k cene nájomného príliš vysoká, potenciálny záujemca o bývanie logicky uprednostní bývanie v podnájme. To zvyčajne znižuje dopyt po novej výstavbe a približuje cenu bývania k cene prenájmu. Ak pomer ceny bývania k cene prenájmu zo-

stáva dlhší čas vysoký, znamená to, že ceny bývania sú nastavené na nereálnych očakávaniach ich budúceho výrazného zhodnocovania v porovnaní s hodnotami primeraného prenájmu, a preto taká cena bývania bude pravdepodobne nadhodnotená. V prípade kritéria cena/nájomné je vhodné porovnávať nielen jeho samotnú úroveň, ale aj dynamiku, čo dokresľuje aj vývoj cien bývania. Reláciu cena/nájomné možno zaradiť k veľmi dôležitým ukazovateľom pri posudzovaní stability i prípadného prehrievania trhu s bývaním.

Na prvý pohľad sa zdá nelogické, aby sa záujemca o obstaranie domu či bytu zaoberal aj situáciou na trhu prenájmov. Je však viacero dôvodov, prečo by mali potenciálni účastníci trhu s bývaním venovať pozornosť okrem ceny aj ďalším hodnotiacim parametrom. Hodnota kritéria cena/nájomné pod 12,5 signalizuje podhodnotenie cien nehnuteľností na bývanie a podnecuje ku kúpe nehnuteľnosti – je výhodnejšie kúpiť, ako platiť nájomné. V takejto situácii sa oplatí kúpiť nehnuteľnosť aj s cieľom jej následného výhodného prenájmania. Na druhej strane hodnota kritéria cena/nájomné vyššia ako 20 znamená nadhodnotenie cien nehnuteľností na bývanie a náklady spojené s kúpou nehnuteľností sú vyššie ako náklady spojené s ich prenájomom. V takejto situácii sú akékoľvek nákupy nehnuteľností na bývanie nevýhodné.

Intervalu relatívne primeraných cien nehnuteľností na bývanie podľa kritéria cena/nájomné medzi hodnotami 12,5 až 20 zodpovedá recipročný interval podľa kritéria hrubého výnosu z prenájmu medzi hodnotami od 8% do 5%. Hodnoty kritérií z týchto intervalov znamenajú, že ceny hodnotených domov a bytov sú v medziach primeraného ohodnotenia. Ceny nehnuteľností na bývanie začínajú byť veľmi podhodnotené vtedy, ak je hodnota kritéria cena/nájomné menšia ako 6,7 a hrubý výnos z prenájmu presahuje 15%. Naopak ceny nehnuteľností na bývanie začínajú byť veľmi nadhodnotené vtedy, ak je hodnota kritéria cena/nájomné vyššia ako 40 a hrubý výnos z prenájmu nedosahuje 2,5%. Dôležitým predpokladom spoľahlivého posúdenia toho, či sú ceny nehnuteľností na bývanie nadhodnotené alebo podhodnotené, sú dostupné a spoľahlivé prvotné údaje o cenách nehnuteľností a prenájmov.

Realitné trhy majú cyklický vývoj v podstate vo všetkých krajinách, ale v niektorých krajinách môžu byť časovo posunuté a môžu sa prejavovať aj s rozdielnou intenzitou, čo je odrazom určitých národných špecifik. Závisí to v prvom rade od ekonomickej výkonnosti krajiny, značný vplyv na to môže mať aj menová politika prostredníctvom vývoja úrokových sadzieb a celková situácia na trhu s bývaním v danej krajine. Pokiaľ ide o výnosnosť v segmente nehnuteľností na bývanie, v posledných rokoch bola jej miera relatívne vysoká hlavne v krajinách strednej a východnej Európy, pričom ich atraktivita môže byť do určitej miery oslabovaná vyššou celkovou rizikovosťou ako v ostatnej časti kontinentu.

Hodnotiacia tabuľka pre nehnuteľnosti na trhu s bývaním

Pomer cena/nájomné	Hrubý výnos z prenájmu (%)	Všeobecné vyhodnotenie
6,7	15	Veľmi podhodnotené
10,0	10	Podhodnotené
12,5	8	Na hranici podhodnotenia
14,2	7	Spravodlivo ocenené
20,0	5	Na hranici nadhodnotenia
33,3	3	Nadhodnotené
40,0	2,5	Veľmi nadhodnotené

Zdroj: Global Property Guide (<http://www.globalpropertyguide.com/real-estate-school>).



Celkovo možno zovšeobecniť, že znižovanie hodnoty kritéria cena/nájomné, resp. zvyšovanie percenta hrubého výnosu z prenájmu znamená podhodnotené ceny domov a bytov a podnecuje k získavaniu nehnuteľností do vlastníctva a naopak, zvyšovanie hodnoty daného kritéria, resp. znižovanie percenta hrubého výnosu z prenájmu nehnuteľností znamená nadhodnotené ceny nehnuteľností na bývanie a vyvoláva tlak na ich znižovanie.

Pomer ceny a prenájmu (*price/rent ratio*), resp. hrubý výnos z prenájmu (*gross rental yield*) je paralelou k pomeru ceny a ziskovosti (*price/earnings ratio*) aktív. Znamená to teda, že poznatky o akciovom trhu možno úspešne aplikovať aj na trh s bývaním, aj keď s určitými odlišnosťami. Aktíva vo forme akcií sú totiž nepochybne flexibilnejšie a likvidnejšie ako vo forme nehnuteľností. Nehnuteľnosti však majú tendenciu prinášať o niečo menšie výnosy napr. aj preto, že sa v porovnaní s inými likvidnejšími aktívami odpisujú v menších sumách počas dlhšieho obdobia.

V praxi sa možno stretnúť aj s používaním kompozitných ukazovateľov na vyhodnocovanie rizika na realitnom trhu. Jedným z príkladov je index na určenie rizika cenovej realitnej bubliny⁷, ktorý sa vyhodnocuje tak na celoštátnej úrovni, ako aj na úrovni jednotlivých regiónov.

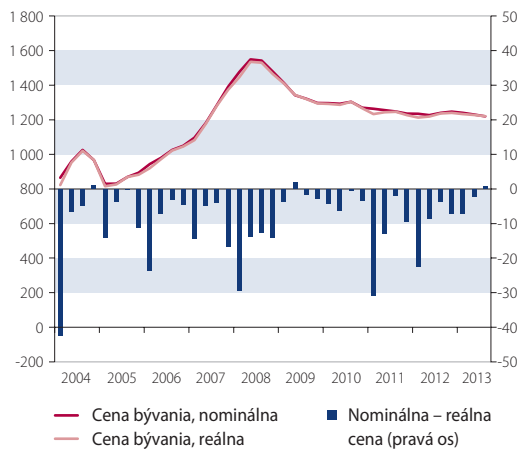
KVANTIFIKÁCIA VYBRANÝCH KRITÉRIÍ HODNOTENIA ÚROVNE CIEN BÝVANIA NA SLOVENSKU

Dostupnosť oficiálnych údajov na hodnotenie úrovne cien bývania podľa vyššie opísaných kritérií je často pomerne nízka. Existujú však rôzne zdroje údajov, ktoré sú síce založené na rozdielnych metodikách, umožňujú však utvoriť si aspoň orientačnú predstavu o reláciách cien domov a bytov, nájomného a ďalších charakteristík tak medzi krajinami, ako aj medzi určitými regiónmi.

Podľa jedného dostupného zdroja údajov možno získať orientačné porovnanie cien bývania v centrách najdôležitejších miest európskych krajín.⁸ Slovensko sa v rebríčku 38 krajín zaradilo na 29. miesto s priemernou cenou 2244 €/m². Hodnoty priemerných cien z použitého zdroja sa pohybujú od 965 €/m² v Moldavsku až po extrémnych 38774 €/m² v Monaku. Aj z tohto porovnania vyplýva, že ceny nehnuteľností na bývanie na Slovensku patria skôr k tým nižším v rámci Európy a z tohto pohľadu majú potenciál ďalšieho rastu aj napriek tomu, že už teraz ich naši obyvatelia považujú za neúmerne vysoké.

Z porovnania medziročného vývoja HDP a priemerných cien nehnuteľností na bývanie od začiatku roku 2005 možno zistiť pomerne významnú koreláciu medzi týmito ukazovateľmi. Preto možno uvažovať s determinovanosťou vývoja cien domov a bytov vývojom výkonnosti ekonomiky v celom tomto horizonte. Je zrejmé, že ceny bývania sú ovplyvňované aj radom ďalších faktorov na dopytovej aj ponukovej stránke trhu s bývaním. Kvantifikácia ich vplyvu je dôležitým predpokladom hodnotenia stavu a predvídaní

Graf 1 Vývoj priemernej nominálnej a reálnej ceny (v EUR/m²)



Zdroj: ŠÚ SR, NARKS, NBS.

možného vývoja priemerných cien nehnuteľností na bývanie v ďalšom období.

Z dostupných údajov vyplýva, že doterajší vývoj priemerných cien bývania (nominálnych aj reálnych) bol na Slovensku značne rôznorodý. Súvisí to do značnej miery s tým, že sa reálny trh s bývaním v našich podmienkach začal formovať až na prelome milénia a v období celosvetového realitného boomeru. Sprievodným znakom tohto obdobia bol aj na Slovensku výrazný rast cien bývania, ktorý dosiahol vrchol v druhom štvrtroku 2008, a objavili sa aj otázky o ich primeranej úrovni.

K značne asymetrickému vývoju cien domov a bytov na Slovensku v jednotlivých obdobiach prispeli aj určité špecifické udalosti, ktoré sa k nim viažu. Rok 2005 bol poznamenaný útlmom aktív na trhu s bývaním v dôsledku ich výrazného predchádzajúceho gradovania pred vstupom Slovenska do EÚ v máji 2004. V roku 2008 doznievalo vyvrcholenie celosvetového realitného boomeru a pre nasledujúce obdobie je zas charakteristická zásadná kryštalizácia trhu s bývaním.

Cenové turbulencie na realitných trhoch v prvej dekáde nového milénia prinútili aj relevantné medzinárodné inštitúcie k ich dôslednejšiemu monitorovaniu a prijímaniu opatrení, ktoré by mali predchádzať narušeniu makroekonomickej rovnováhy v národných ekonomikách i vo väčších regionálnych celkoch.⁹

Vzhľadom na všeobecné očakávania, že slovenská ekonomika sa môže začať mierne dynamizovať až v priebehu roku 2014, nemožno v najbližšom období predpokladať zásadné zmeny na trhu s bývaním. Medziročné zmeny cien bývania by sa mali v najbližších štvrtrokoch pohybovať v koridore doterajšej dlhodobej priemernej odchýlky od medziročných zmien HDP. Zjednodušene možno konštatovať, že cenová úroveň bývania by sa mala na Slovensku v najbližšom období vyvíjať v súlade s výkonnosťou reálnej ekonomiky.

Ako sme už uviedli, dostupnosť bývania možno hodnotiť podľa viacerých prístupov. Jedným z nich je napr. porovnanie priemernej ceny ne-

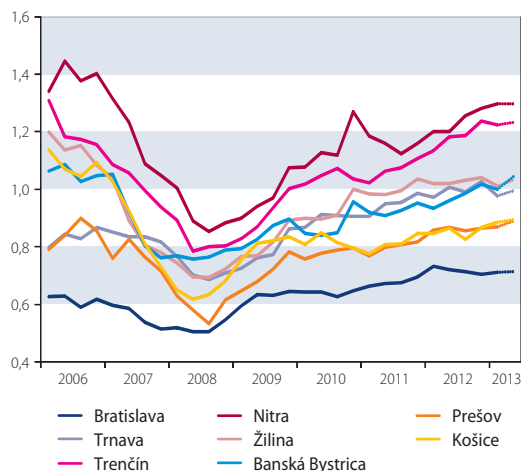
7 Index UBS Swiss Real Estate Bubble Index pozostáva zo šiestich subindexov, na základe ktorých sa sledujú také vzťahy, ako cena/nájomné, cena/príjem, cena/inflácia, hypotéka/príjem, výkon stavebníctva/HDP a žiadosti o úvery na bývanie takých klientov, ktorí nemienia v obstarávaných bytoch bývať, ale chcú s nimi podniknúť. Index nadobúda päť úrovní hodnôt, ktoré signalizujú: depresiu ($i < -1$), rovnováhu ($-1 < i < 0$), boom ($0 < i < 1$), riziko ($1 < i < 2$) a bublinu ($i > 2$). Viac na http://www.ubs.com/global/en/wealth_management/wealth_management_research/bubble_index.html.

8 Viac pozri na <http://www.globalpropertyguide.com/Europe/square-meter-prices>.

9 V tejto súvislosti je vhodné pripomenúť, že v súlade so smernicou 1176/2011 Európskeho parlamentu a Rady Európy zo 16. 11. 2011 o prevencii a korekcii makroekonomických nerovnováh bola 14. 2. 2012 prvýkrát zverejnená správa Európskej komisie o včasnom varovaní (Alert Mechanism Report – AMR). Tento mechanizmus je aktuálne založený na vybraných jedenástich ukazovateľoch, medzi ktorými figuruje aj index medziročných zmien cien nehnuteľností na bývanie (HPI) a je súčasťou identifikovania makroekonomických nerovnováh (Macroeconomic Imbalance Procedure) v krajinách EÚ. Ambíciou EK je spracúvať AMR v ročných intervaloch s cieľom vytypovať rizikové krajiny na základe prekročenia stanovených kritických hodnôt jednotlivých ukazovateľov. Pokiaľ ide o ukazovateľ HPI, v roku 2012 nesignalizoval riziko pre možné vyvolanie makroekonomickej rovnováhy v žiadnej krajine EÚ, keďže priemerné ceny nehnuteľností na bývanie na medziročnej báze nerástli nikdy výraznejšie ako o 6% (viac na http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/2-13112013-BP/EN/2-13112013-BP-EN.PDF).

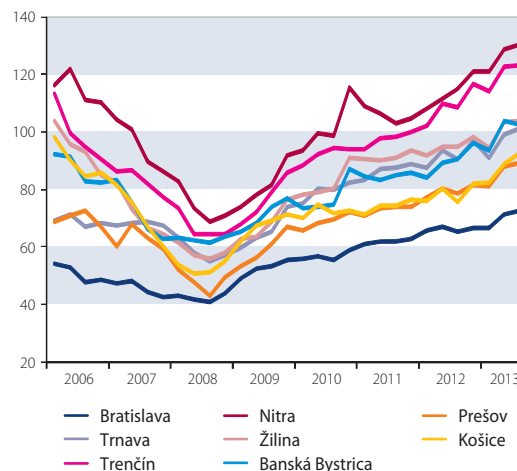


Graf 2 Vývoj dostupnosti bývania podľa regiónov, resp. koľko m² obytnej plochy sa dá kúpiť za priemernú hrubú mesačnú mzdu



Zdroj: ŠÚ SR, NBS.

Graf 3 Index dostupnosti bývania (HAI)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS.

10 Pri konštrukcii HAI v podmienkach Slovenska až na úroveň kraja možno vyjsť z predpokladu, že vo všetkých regiónoch budeme uvažovať o podlahovej ploche 60 m² priemerného bývania, jednotnej efektívnej úrokovej sadzbe na úvery na bývanie, rovnakom 30% podiele vkladu vlastných prostriedkov z kúpnej ceny nehnuteľnosti (vychádzajúc z priemerného reálneho LTV) a konštantnej dĺžke splácania úverov na bývanie 20 rokov.

hnuteľností na bývanie a priemerného príjmu, na základe ktorého zistíme, koľko priemerných príjmov treba na splatenie priemerného bývania, pričom je možné aj bližšie špecifikovať hlavne veľkosť priemerného bývania. Dostupnosť bývania si možno jednoducho zadefinovať podľa toho, akú veľkú obytnú plochu si možno kúpiť za priemerný príjem, sú však známe aj špecifické prístupy k tejto problematike. Pri voľbe ukazovateľa treba vychádzať predovšetkým z dostupnosti a spoľahlivosti potrebných údajov.

Ak úvahu o dostupnosti bývania založíme jednoducho na oficiálnych štvrťročných údajoch o priemernej hrubej mesačnej mzde v regiónoch a zverejňovaných priemerných cenách nehnuteľností na bývanie, zistíme, že dostupnosť bývania vo všetkých slovenských krajoch má zhruba od polovice roku 2008 mierne stúpajúcu tendenciu. Súvisí to pravdepodobne hlavne s trendom znižovania priemerných cien bývania po vyvrcholení realitného boomu. Zatiaľ sme však nezodpovedali otázku, či bývanie je alebo nie je dostupné.

Na posúdenie miery dostupnosti bývania použijeme index dostupnosti bývania.¹⁰ Grafické zobrazenie HAI má v podstate rovnaký tvar ako jednoduché porovnanie priemerného mesačného príjmu a priemernej ceny nehnuteľností na bývanie. Z porovnania grafov, ktoré zobrazujú dostupnosť bývania podľa dvoch prístupov je zrejme, že dostupnosť bývania sa od polovice roku 2008 zlepšuje, v jednotlivých regiónoch je pomerne diferencovaná, ale poradie krajov je dlhodobo relatívne stabilné. Už mnoho rokov je dostupnosť bývania v rámci Slovenska najpriaznivejšia v Nitrianskom kraji a najmenej priaznivá v Bratislavskom kraji.

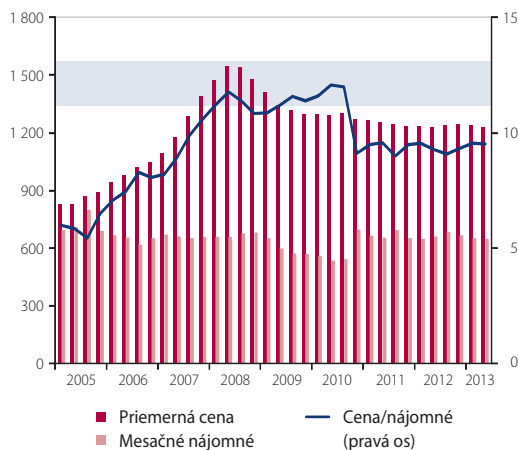
Konkrétna miera dostupnosti bývania v jednotlivých regiónoch aj v krajine ako celku do veľkej miery závisí od zvolených vstupných predpokladov. Vypočítané hodnoty indexov dostupnosti bývania a ich interpretovaný kontext by mali čo naj-

lepšie odrážať aj objektivizovanú verejnú mienku.

Kritérium cena/nájomné by mohlo poskytnúť veľmi užitočné informácie o primeranej cene bývania, ak by boli k dispozícii spoľahlivé údaje o cenách prenájmov. Zriedkavo dostupné reprezentatívne údaje o prenájmov, ale aj o cenách bývania všeobecne zvyknú byť komentované v tom zmysle, že v Európe je štatistika bývania stále neuspokojivá. Na hodnotenie relácie cien nehnuteľností a mesačných prenájmov použijeme orientačné údaje zo zahraničných a domácich zdrojov. Preto všetky naše zovšeobecnenia v tejto oblasti treba považovať len za informatívne.

Kritérium cena/nájomné nám zjednodušené hovorí, koľko ročných platieb nájomného je potrebných v danom čase na obstaranie priemerného bývania. Z už skôr použitého externého zdroja vyplýva, že hodnota tohto kritéria sa pohybuje v rámci Európy v posledných rokoch od 10 rokov (Moldavsko) až po 61 rokov (Monako). Slovensko

Graf 4 Vývoj priemernej ceny, mesačného nájomného a vzťahu cena/nájomné (v %)



Zdroj: NARCS, NBS.



sa s hodnotou 20 nachádza v zostupnom rebríčku v tretej desiatke spomedzi 35 krajín.¹¹

Za predpokladu, že za priemerné bývanie sa považuje byt s rozlohou 60 m², podľa dostupných údajov o cenách priemerného mesačného nájomného možno získať informáciu o orientačnom pomere ceny a nájomného v podmienkach SR. Ten dosahoval hodnoty od 6 rokov na začiatku roku 2005, viac ako 12 rokov v závere roku 2010 a v posledných rokoch sa pohybuje okolo úrovne 9,5 roka.

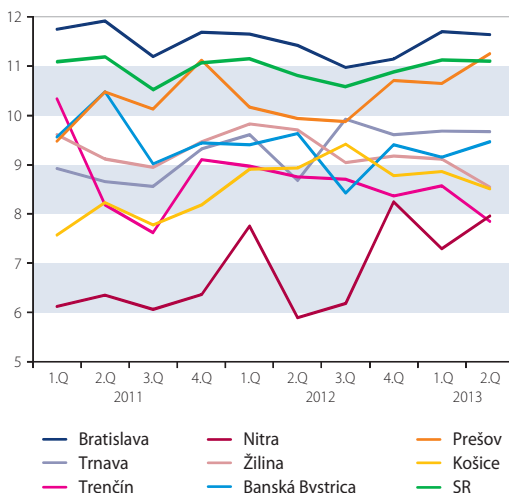
V závislosti od zvolenej rozlohy priemerného bývania sa môže hodnota kritéria cena/nájomné meniť.¹² Bez ohľadu na zvolený prístup, v posledných rokoch mal vývoj tohto kritéria v rámci celého Slovenska vlnovitý priebeh, ktorý bol pri relatívnej stagnácii až poklese priemerných cien domov a bytov ovplyvňovaný hlavne vývojom priemerného mesačného nájomného.

Z regionálneho pohľadu dosahuje kritérium cena/nájomné na Slovensku diferencované hodnoty, pričom sa v posledných rokoch rozdiel medzi jeho maximálnou a minimálnou hodnotou v rámci krajov znižuje. Na začiatku roku 2011 dosiahol toto kritérium najvyššiu hodnotu v Bratislavskom kraji (12 rokov) a najnižšiu hodnotu v Nitrianskom kraji (6 rokov). V súčasnosti sa hodnota tohto kritéria v Bratislavskom kraji nachádza mierne pod úrovňou 12 rokov a najnižšia hodnota pripadá na Trenčiansky kraj (takmer 8 rokov).

Počet priemerných ročných poplatkov za nájom na vykrytie ceny priemerného bývania sa zvýšil hlavne v Nitrianskom kraji (rast z hodnoty 6,1 rokov na 8 rokov) a v Prešovskom kraji (rast z hodnoty 9,5 rokov na 11,3 rokov) a naopak, relatívne menej priemerných ročných poplatkov za nájom na dosiahnutie hodnoty priemerného bývania je aktuálne potrebných najmä v Trenčianskom kraji (zníženie z hodnoty 10,3 rokov na 7,8 rokov) a v Žilinskom kraji (zníženie z hodnoty 9,6 rokov na 8,6 rokov). Nepriamo z toho vyplýva, že pri miernom znižovaní cien bývania vo väčšine slovenských krajov vzrástli ceny prenájmov najvýraznejšie v Trenčianskom kraji a Žilinskom kraji a najmenej v Nitrianskom kraji a Prešovskom kraji.

Kvantifikácia vybraných kritérií hodnotenia úrovne cien bývania na Slovensku poskytuje celý rad informácií, ktoré prispievajú k plastickému dokresleniu kvalitatívnej stránky trhu s bývaním na Slovensku. Ich spoľahlivosť je značne determinovaná dostupnosťou reprezentatívnych úda-

Graf 5 Vývoj vzťahu cena/nájomné podľa regiónov (v %)



Zdroj: NARKS, NBS.

jov a užitočnosť pre jednotlivých aktérov na trhu s bývaním je rozdielna.

ZÁVER

Poznanie teoretických možností na zhodnotenie primeranej úrovne cien nehnuteľností na bývanie a ich praktické využitie je nepochybne významným príspevkom k analýze kvalitatívnej stránky trhu s bývaním. Zároveň je to aj vhodná pomôcka pre jednotlivých aktérov na trhu s bývaním na vyhodnocovanie vhodnosti investovania do tohto segmentu, na zistenie primeranosti cenovej ponuky, ale aj na posúdenie výhodnosti obstarania, resp. prenajatia bývania.

Relatívne drahé bývanie naráža na zníženie bonity slovenských domácností aj v dôsledku spomaľovania výkonnosti ekonomiky v posledných rokoch, čo má následne vplyv aj na znížené možnosti zabezpečiť si vlastné bývanie. Stále pretrvávajúca potreba bývania núti jednotlivcov i domácnosti starostlivo zvažovať a hodnotiť primerané možnosti riešenia potreby bývania pomocou dostupných informácií.

Kvantifikáciou vybraných kritérií hodnotenia úrovne cien bývania na Slovensku boli získané určité poznatky, ktoré môžu byť nielen podnetom na ďalšiu diskusiu o primeranosti cien bývania na Slovensku, ale môžu mať aj praktické využitie pre aktérov na trhu s bývaním.

11 Viac pozri na <http://www.global-propertyguide.com/Europe/price-rent-ratio>. Pri cene priemerného bývania a nájomného sa uvažuje s bytom v centre významného mesta (hlavného) s rozlohou 120 m².

12 Ak by sme uvažovali s priemerným bývaním o rozlohe 120 m² podlahovej plochy, pomer ceny a nájomného by dosiahol hodnotu 19 rokov. Podľa iného, už uvádzaného externého zdroja údajov bola podobná hodnota zistená za posledné roky pre centrum Bratislavy.

Použitá literatúra:

- Andrews, D.-Sánchez, A. C.-Johansson, A.: Housing Markets and Structural Policies in OECD Countries. OECD Economics Department Working Paper, No 836, 2011.
- Himmelberg, C.-Mayer, Ch.-Sinai, T.: Assessing High House Prices: Bubbles, Fundamentals and Misperceptions. Journal of Economic Perspectives, No 4, Vol. 19, 2005.
- Igan, D.-Loungani, P.: Global Housing Cycles. IMF WP/12/217, August 2012.
- Ilavský, M.-Nič, M.-Majdúch, D.: Ohodnocovanie nehnuteľností. Mlpres, Bratislava 2012.
- Sommer, K.-Sullivan, P.-Vertrugge, R.: Run-up in the House Price-Rent Ratio: How Much Can Be Explained by Fundamentals? BLS, June 2011.



Nové štandardy FATF a návrh 4. smernice EÚ v oblasti prevencie legalizácie príjmov z trestnej činnosti a financovania terorizmu

Izabela Fendeková
Národná banka Slovenska

Tento článok voľne nadväzuje na niektoré prezentácie odborníkov z členských i nečlenských štátov Európskej únie, ktoré odzneli v rámci Medzinárodnej konferencie o dodržiavaní opatrení proti praniu špinavých peňazí v dňoch 9. – 10. decembra 2013 v Bratislave, uskutočnenej pod záštitou Inštitútu bankového vzdelávania Národnej banky Slovenska a v spolupráci s Bankovou asociáciou pre centrálnu a východnú Európu. Ide predovšetkým o predstavenie nových významných iniciatív v oblasti vymedzenia základných štandardov na presadzovanie opatrení na účinné zamedzenie rizík súvisiacich s rastúcou snahou kriminálnych živlov legalizovať finančné prostriedky a iný majetok prostredníctvom finančného aj nefinančného systému na globálnej a európskej úrovni. Článok sa zároveň zaoberá aj vplyvom nových požiadaviek v tejto oblasti na Slovensko ako členskú krajinu EÚ a MONEYVAL-u.

1 Dostupné na webovom sídle tejto organizácie www.fatf-gafi.org

Po niekoľkoročnej práci početných expertných skupín boli vo februári 2012 schválené a publikované nové medzinárodné štandardy v oblasti prevencie a represie legalizácie príjmov z trestnej činnosti, financovania terorizmu a podpory financovania zbraní hromadného ničenia zo strany Financial Action Task Force (FATF).¹ Ide už o tretiu revíziu odporúčaní od začiatku fungovania FATF (v r. 1989) vzhľadom na novovzniknuté hrozby v sledovaných oblastiach. Zároveň boli zohľadnené praktické skúsenosti a poznatky získané počas troch kôl vzájomných hodnotení členských krajín, ktoré poukázali na mnohé nedostatky pri presadzovaní právnych predpisov v praxi.

Nové odporúčania FATF identifikujú a definujú okrem už uvedených nových trendov a techník využívaných v globálnom meradle pri „prepieraní“ špinavých peňazí, financovaní teroristov a teroristických akcií a podpory vývoja a výroby zbraní hromadného ničenia aj nedostatočne určené požiadavky v pôvodných štandardoch. Zároveň sú zamerané na riešenie praktických problémov, ktoré sa vyskytli pri aplikácii predchádzajúcich 40 odporúčaní a 9 špeciálnych odporúčaní proti financovaniu terorizmu. Zmenilo sa základné členenie odporúčaní – pre lepšiu prehľadnosť a nadväznosť boli niektoré zlúčené, iné rozdelené a všetky špeciálne odporúčania boli včlenené do existujúcich. Výsledkom je logickejšie usporiadanie odporúčaní. Celkom nové sú dve odporúčania:

- odporúčanie č. 1 o identifikácii a hodnotení rizík na úrovni členského štátu a o následnom uplatňovaní rizikovo-orientovaného prístupu (s vysvetľujúcim komentárom a usmernením)
- odporúčanie č. 7 o cieľných finančných sankciách zameraných proti financovaniu zbraní

hromadného ničenia (s vysvetľujúcim komentárom).

Uplatňovanie rizikovo-orientovaného prístupu podľa odporúčania č. 1 sa premieta ako požiadavka do nasledujúcich troch oblastí:

- vypracovanie komplexného hodnotenia rizík na úrovni členského štátu (vo všetkých rezortoch, ktorých sa to týka) a zabezpečenie jeho pravidelnej aktualizácie,
- plnenie základných preventívnych povinností v priebehu uskutočňovania činností a poskytovania finančných produktov a služieb finančnými inštitúciami,
- výkon dohľadu nad dodržiavaním požiadaviek preventívneho právneho rámca finančnými inštitúciami a účinné presadzovanie zamedzenia zneužívania finančného systému na účely legalizácie príjmov z trestnej činnosti a financovania terorizmu (súčasťou je využitie sankcií a nápravných opatrení v prípadoch porušovania zákonných a podzákonných noriem).

Analýza rizík sa má vypracovať na národnej úrovni pod vedením príslušnej kompetentnej inštitúcie, ktorá je primárne zodpovedná za účinnú elimináciu rizík v tejto oblasti, za spolupráce všetkých rezortov, ktoré sú aktívne pri presadzovaní opatrení proti praniu špinavých peňazí, financovaniu terorizmu a proti podpore vývoja a výroby zbraní hromadného ničenia. Vzhľadom na to, že tento nový štandard je premietnutý aj v návrhu 4. smernice Európskeho parlamentu a Rady o predchádzaní využívaniu finančného systému na účely prania špinavých peňazí a financovania terorizmu (ďalej len návrh 4. smernice), bude aj pre SR závažné vypracovanie takejto rozsiahlej analýzy existujúcich rizík. Na Slovensku je nosným rezortom



ministerstvo vnútra; ďalšie významné inštitúcie sú ministerstvo spravodlivosti, generálna prokuratúra, Úrad špeciálnej prokuratúry, ministerstvo financií, ministerstvo hospodárstva, Národná banka Slovenska, Finančná správa SR a ďalšie. V súčasnosti je možné požiadať o spoluprácu pri vypracovaní tohto náročného projektu Svetovú banku alebo priamo FATF (náklady spojené s uskutočnením projektu si hradí každý štát samostatne). Členské a aj nečlenské štáty EÚ majú o takúto spoluprácu eminentný záujem – Svetová banka napr. eviduje v tomto a budúcom roku už aspoň sedem oficiálnych žiadostí o spoluprácu. Celý projekt je náročný na čas, ľudské zdroje a koordináciu. Napríklad v Srbsku si uskutočnenie projektu vyžiadalo takmer celý rok za účasti niekoľkých projektových tímov pod vedením srbskej finančnej spravodajskej jednotky. Jedným z problematických okruhov pri zisťovaní aktuálnych rizík na národnej úrovni je nedostatok, obmedzená porovnateľnosť a malá výpovedná hodnota štatistických údajov a prehľadov, ktoré sú v jednotlivých rezortoch k dispozícii. Uskutočnená analýza rizík má byť základným predpokladom na potrebné korekcie celého preventívneho a represívneho systému, tak aby sa dosiahla jeho účinnosť v čo najväčšom rozsahu.

V rámci nových FATF štandardov majú pre svoj doplňujúci charakter osobitnú pridanú hodnotu:

- vysvetľujúce komentáre k jednotlivým odporúčaniam (ich počet sa podstatne zvýšil),
- definície pojmov,
- zoznam použitých skratiek,
- príloha obsahujúca zoznam usmernení a prehľad odporúčaných praktických postupov.

Pokiaľ ide o záväznosť 40 odporúčaní, všetky členské štáty deklarovali, že jednotlivé štandardy sa napriek ich právne nezáväznému charakteru budú postupne zapracovávať do právneho poriadku upravujúceho oblasť prevencie a represie legalizácie príjmov z trestnej činnosti, financovania terorizmu, ako aj podpory financovania zbraní hromadného ničenia. FATF má v súčasnosti 36 členov a zahŕňa nielen Európu (členom je aj Európska komisia), Severnú a Južnú Ameriku, Austráliu, Nový Zéland, ale aj Áziu a Afriku. Na overovanie a vzájomné porovnávanie toho, do akej miery sú nové štandardy zapracované a účinne sa presadzujú v praxi členských štátov, slúži už zavedený monitorovací mechanizmus, ktorého základom je podrobná metodika na vzájomné hodnotenia členských krajín, prediskutovaná a schválená na plenárnom rokovaní vo februári 2013.² Hodnotenia prebiehajú priamo v členskej krajine za účasti expertov z iných členských krajín. Správy vypracované na základe analýzy právnych predpisov a získaných informácií o ich praktickom uplatňovaní sa prerokávajú a schvaľujú na plenárnych rokovaní FATF (trikrát ročne).³ Nové, v poradí už štvrté kolo vzájomných hodnotení sa začne začiatkom budúceho roka (pre Nórsko, Španielsko, Austráliu, Belgicko). Pre tie štáty a jurisdikcie, ktoré nie sú členmi FATF, boli od konca 90. rokov postupne vytvorené porovnateľné monitorovacie mechanizmy regionálneho charakteru – napr. Slovensko a ostatné nové

členské štáty EÚ nie sú členmi FATF, ale osobitného výboru Rady Európy s názvom MONEYVAL, ktorý bol založený v roku 1997.⁴ Okrem MONEYVAL-u pracuje v celosvetovom meradle ešte sedem takýchto regionálnych zoskupení, ktoré využívajú tie isté štandardy aj postupy pri monitorovaní uplatňovania opatrení na zabránenie legalizácii príjmov z trestnej činnosti, financovaniu terorizmu a podpore šírenia zbraní hromadného ničenia a ich členské štáty sa rozhodli pre implementáciu a účinné presadzovanie FATF štandardov. Predpokladá sa, že Slovensko bude hodnotené podľa nových FATF štandardov (a aj podľa 4. smernice, lebo s najväčšou pravdepodobnosťou bude dovtedy schválená) v priebehu roka 2015.

Všetky monitorovacie mechanizmy využívajú vo vzájomných hodnoteniach členských krajín aj opatrenia na nápravu v prípade, že hodnotiaca správa obsahuje príliš veľa nedostatkov a členský štát nepreukáže v určenom čase primeraný pokrok pri odstraňovaní zistených slabých miest. Jedným z najväčších nápravných opatrení je verejné vyhlásenie (Public Statement) na webovom sídle príslušného monitorovacieho mechanizmu.⁵ Ide v podstate o tzv. čierny zoznam krajín, ktoré predstavujú závažné riziko v oblasti prevencie a represie legalizácie príjmov z trestnej činnosti, financovania terorizmu, ako aj podpory financovania zbraní hromadného ničenia.

Na úrovni EÚ predstavuje ochrana vnútorného trhu pred nebezpečenstvom zneužitia na účely prania špinavých peňazí a financovania terorizmu jednu zo strategických priorít. Vzhľadom na komplexnosť sa tejto problematike venuje v rámci Európskej komisie niekoľko generálnych riaditeľstiev (pre vnútorný trh, pre vnútorné záležitosti a pre daňovú a colnú úniu), ktoré spolupracujú pri vytváraní spoločného rámca pre účinné zamedzenie šírenia nekalých praktík pri snahe legalizovať finančné prostriedky a iný majetok získaný neoprávnenými spôsobmi. Preto následne, po zverejnení nových FATF štandardov, ktoré reagujú nielen na vznik nových rizík, ale aj na existenciu doteraz neznámych metód a praktík používaných pri legalizácii príjmov z trestnej činnosti a pri financovaní terorizmu, sa začala práca na návrhu novej smernice zameranej na túto oblasť, iniciovaná Európskou komisiou. Návrh 4. smernice bol zverejnený vo februári 2013, je po rozsiahlom pripomienkovom konaní a zatiaľ sa plánuje jeho schválenie v prvej polovici roka 2014. Návrh 4. smernice však nepokrýva celý rozsah 40 odporúčaní FATF; niektoré sú na úrovni EÚ spracované v iných právne záväzných normách. Ide napr. o odporúčania č. 5 a 6, ktoré sa týkajú financovania terorizmu a aj financovania zbraní hromadného ničenia. Tieto odporúčania sú implementované osobitnými rozhodnutiami alebo nariadeniami EÚ. Ďalšie takéto osobitné odporúčanie je odporúčanie č. 14 upravujúce pravidlá činnosti a výkonu dohľadu nad poskytovateľmi platobných služieb, čo v rámci EÚ vymedzuje smernica o platobných službách (2007/64/ES), ktorej podstatná revízia z úrovne Európskej komisie sa už začala. Odporúčanie č. 16

2 Dostupná na <http://www.fatf-gafi.org/documents/documents/fatfissuesnewmechanismstostrengthenmoneylaunderingandterroristfinancingcompliance.html>.

3 Publikovaná v anglickom, resp. vo francúzskom jazyku na <http://www.fatf-gafi.org/topics/mutualevaluations/>.

4 Členskú základňu tvorí v súčasnosti 30 štátov a jurisdikcií; webové sídlo www.coe.int/moneyval.

5 Napríklad na <http://www.fatf-gafi.org/topics/high-riskandnon-cooperativejurisdictions/>.



stanovuje povinný rozsah údajov na platobnom príkaze, čo na európskej úrovni určuje nariadenie Európskeho parlamentu a Rady č. 1781/2006. Úprava tohto nariadenia sa pripravuje v nadväznosti na revíziu smernice o platobných službách.

Návrh 4. smernice vychádza z akceptácie nových FATF štandardov, ale premietajú sa v ňom aj závery a odporúčania na odstránenie zistených nedostatočne vymedzených povinností a právomocí, ktoré sú obsiahnuté v rozsiahlej analýze aplikácie 3. smernice (2005/60/ES) a smernice 2006/70/ES, uskutočnenej v členských štátoch v priebehu roka 2010 externou firmou Deloitte.⁶ Súčasťou návrhu sú štyri prílohy:

- č. 1 – informatívny prehľad indikátorov, ktoré sa majú využiť pri rozhodovaní, aký druh starostlivosti o klienta sa využije v závislosti od miery rizika,
- č. 2 – informatívny prehľad indikátorov, ktoré môžu znamenať nižšie riziko klienta,
- č. 3 – informatívny prehľad indikátorov, ktoré môžu znamenať vyššie riziko klienta,
- tabuľka zhody.

Nové sú aj splnomocňujúce ustanovenia pre tri Európske orgány dohľadu (European Supervisory Authorities – ESA's) nad bankovníctvom (European Banking Authority – EBA), poisťovníctvom (European Insurance and Occupational Pensions Authority – EIOPA) a cennými papiermi (European Securities and Markets Authority – ESMA) na vypracovanie:

- spoločného stanoviska v oblasti identifikácie a hodnotenia rizík na úrovni EÚ,
- usmernení, ktoré budú bližšie určovať, napr.:
 - za akých okolností sa môže použiť zjednodušená alebo zvýšená starostlivosť o klienta,
 - faktory, ktoré ovplyvňujú výkon rizikovo-orientovaného dohľadu kompetentnými orgánmi,
 - druhy administratívnych opatrení a sankcií, ako aj úroveň finančných pokút v prípade zisteného nedodržania zákonných požiadaviek povinnými osobami,
- regulačných technických štandardov upravujúcich napr. oblasť cezhraničného pôsobenia finančných subjektov mimo územia Európskeho hospodárskeho priestoru v prípade, že právne predpisy tretej krajiny sú menej prísne ako v členskom štáte.

Predpokladá sa, že všetky tieto vysvetľujúce dokumenty budú vypracované do dvoch rokov po nadobudnutí účinnosti 4. smernice vo výbore zameranom na uplatňovanie opatrení proti praniu špinavých peňazí (Anti-Money Laundering Committee – AMLC), ktorý pracuje v rámci spoločného výboru (Joint Committee – JC) troch Európskych orgánov dohľadu a združuje expertov z dohliadacích autorít členských štátov.

Ďalšia nová požiadavka v návrhu sa týka zdôraznenia rizikovo orientovaného prístupu k uplatňovaniu povinností vymedzených v navrhovanej smernici, a to najmä v týchto oblastiach:

1. hodnotenie rizík na úrovni členského štátu a zabezpečenie pravidelnej aktualizácie s cieľom presadzovať ich účinnú elimináciu,
2. plnenie základných preventívnych povinností v priebehu uskutočňovania činností a posky-

tovanie finančných produktov a služieb finančnými inštitúciami so zohľadnením rizikového profilu jednotlivých klientov,

3. uplatňovanie dohľadu nad dodržiavaním požiadaviek preventívneho právneho rámca finančnými inštitúciami s cieľom zamerať sa pri výkone dohľadu prednostne na tie povinné osoby, ktoré sa vo svojom podnikaní vystavujú neprimeraným rizikám.

Prísnejší ako doteraz je navrhovaný preventívny režim vo vzťahu k politicky exponovaným osobám (v súlade s novými odporúčaniami FATF). Znamená to, že uplatňovanie rizikového prístupu pri zisťovaní totožnosti, overovaní zistenej totožnosti a priebežnej povinnej starostlivosti o klienta okrem okruhu zahraničných politicky exponovaných osôb sa bude týkať aj domácich politicky exponovaných osôb. Skutočnosť, či ide o politicky exponovanú osobu, sa má preskúmať aj v rámci procesu určovania konečného užívateľa výhod.

Pri zisťovaní konečného užívateľa výhod ostávajú tie isté hraničné hodnoty ako v platnej smernici, ale od právnických osôb sa bude vyžadovať, aby viedli primeranú, presnú a aktuálnu evidenciu svojich konečných užívateľov výhod a aby takúto evidenciu včas sprístupnili povinným osobám a kompetentným orgánom dohľadu.

V návrhu je podrobne spracovaná oblasť povinností a právomocí na výkon dohľadu nad dodržiavaním základného preventívneho rámca na finančnom trhu. Okrem už uvedeného rizikovo orientovaného prístupu k povinným osobám návrh smernice vymedzuje minimálny rozsah porušení, ktoré, ak sú systematické, majú byť postihované administratívnymi sankciami. Je uvedený aj presný rozsah týchto sankcií, pričom sa v odôvodnených prípadoch bude vyžadovať, v prípade právnických osôb, ich uplatnenie aj voči členom manažmentu (alebo voči iným fyzickým osobám, ktoré zanedbaním svojich kompetencií spôsobili nedodržanie stanovených povinností). Všetky takto uložené sankčné postihy budú zverejňované kompetentnými orgánmi. Maximálna výška finančnej pokuty pre fyzickú osobu je podľa návrhu 5 miliónov EUR.

Okrem návrhu 4. smernice sa postupne novelizujú aj ostatné právne normy na úrovni Európskej únie, ktoré spoločne tvoria právny rámec prevencie legalizácie príjmov z trestnej činnosti a financovania terorizmu. Ako už bolo uvedené, ide o návrh úpravy nariadenia o povinnom rozsahu údajov na platobnom príkaze (1781/2006) a smernice o platobných službách (2007/64/ES), ktoré sú v štádiu pripomienkového konania od konca júla 2013.

O podstatnej zmene ďalších právnych úprav spoločného preventívneho rámca, ktorými sú nariadenie o kontrole peňažných prostriedkov v hotovosti (1889/2005) a nariadenia ES 2580/2001 a 881/2002 (zmrazovanie finančných aktív teroristov), sa zatiaľ neuvažuje.

V blízkej budúcnosti, po schválení uvedených navrhovaných zmien a doplnkov zákonného rámca na úrovni EÚ, bude potrebné zabezpečiť zapracovanie nových požiadaviek jednak do právneho



prostredia SR (ide predovšetkým o novelizáciu alebo vypracovanie návrhu nového znenia zákona NR SR č. 297/2008 Z. z. o ochrane pred legalizáciou príjmov z trestnej činnosti a o ochrane pred financovaním terorizmu) a jednak do predpisov a pravidiel, ktoré upravujú výkon kontroly a dohľadu nad dodržiavaním zákonných požiadaviek. V podmienkach NBS sa to týka výkonu dohľadu v rámci útvaru dohľadu nad finančným trhom,

pretože všetky finančné inštitúcie sú povinnými osobami v zmysle uvedeného zákona a centrálna banka je zodpovedná za dohľad nad dodržiavaním povinností určených zákonom. Navyše, aj po pripravovanom presune mnohých činností pri uskutočňovaní dohľadu nad bankami na Európsku centrálnu banku (október 2014), oblasť prevencie prania špinavých peňazí a financovania terorizmu na finančnom trhu ostáva kompetenciou NBS.

Koncepcia ochrany spotrebiteľov na finančnom trhu

Dňa 8. januára 2013 vláda SR schválila nelegislatívny materiál s názvom Koncepcia ochrany spotrebiteľov na finančnom trhu. Materiál obsahuje základné piliere, na ktorých by mala stáť účinnejšia ochrana finančných spotrebiteľov:

1. zriadenie jednotného kontaktného miesta pre prijímanie podaní klientov všetkých finančných inštitúcií,
2. zabezpečenie výkonu inšpekčnej činnosti nad doteraz dohliadanými subjektmi, ako aj rozšírenie dohľadu a zlepšenie výkonu inšpekčnej činnosti nad subjektmi doteraz nedohliadanými,
3. zabezpečenie efektívneho a transparentného fungovania mimosúdneho riešenia sporov zo zmluvných vzťahov medzi finančnými inštitúciami a ich klientmi,
4. vytvorenie modelu systematického a celoplošného finančného vzdelávania,
5. zefektívnenie činnosti spotrebiteľských združení vrátane systému ich financovania.

Jedným zo spolupredkladateľov tohto materiálu bola aj Národná banka Slovenska, pričom jej ingerencia spočíva v plnení úloh podľa prvých dvoch bodov. Úloha zriadiť jednotné kontaktné miesto je už splnená, keďže od 10. júna 2013 Národná banka Slovenska túto funkciu vykonáva, čiže prijíma podania klientov všetkých finančných inštitúcií týkajúce sa všetkých finančných produktov. Podania, na vybavenie ktorých Národná banka Slovenska nie je vecne príslušná, odstupuje na priame vybavenie iným inštitúciami. Ide predovšetkým o podania vo veci spotrebiteľských úverov, na vybavenie ktorých je vecne príslušná Slovenska obchodná inšpekcia, a to bez ohľadu na to, či spotrebiteľský úver poskytuje banka alebo nebanková inštitúcia, o podania týkajúce sa produktov, pri ktorých sa poskytuje štátny príspevok, alebo o podania vo veci anonymných vkladných knížiek, ktoré centrálna banka postupuje na priame vybavenie Ministerstvu financií SR.

Úloha týkajúca sa inšpekčnej činnosti vychádza z reálneho stavu – v súčasnosti nie sú dostatočné kapacity na dôsledný výkon inšpekčnej činnosti nad finančnými subjektmi. Túto činnosť by mala

na seba prevziať od 1. januára 2015 Národná banka Slovenska. Zároveň by mala na seba prevziať zodpovednosť za všetkých poskytovateľov spotrebiteľských úverov, teda aj tých, ktorí dnes podnikajú bez povolenia Národnej banky Slovenska. Všetci poskytovatelia spotrebiteľských úverov by mali podnikáť výlučne na základe povolenia Národnej banky Slovenska a všetci budú podliehať dohľadu aj inšpekčnej činnosti.

Ambície zlepšiť ochranu finančného spotrebiteľa boli aj v predchádzajúcich rokoch. Najbližšie k splneniu tohto cieľa bol návrh zákona o ochrane spotrebiteľa na finančnom trhu predložený na rokovanie vlády SR v roku 2009. Podľa tohto zákona sa mala zriadiť samostatná inštitúcia, Úrad na ochranu finančného spotrebiteľa, ktorý mal v rámci kompetencií vybavovať podania finančných spotrebiteľov, vykonávať inšpekčnú činnosť a zabezpečovať finančné vzdelávanie v rozsahu odborného finančného vzdelávania, ako aj vzdelávania pre verejnosť. Tento koncept však nezískal dostatočnú podporu.

Odvtedy sa však zmenila aj situácia v európskom meradle. Zriadením európskych orgánov dohľadu od roku 2011 sa dostala do ich pôsobnosti aj kompetencia v oblasti ochrany finančného spotrebiteľa (prispievať k zvyšovaniu ochrany klientov), čím ochrana finančných spotrebiteľov nadobudla nový rámec. Dnes je situácia v rámci kompetencií jednotlivých orgánov dohľadu a orgánov ochrany finančného spotrebiteľa v rámci Európskej únie rôzna. Niekde je ochrana finančného spotrebiteľa integrovaná pod orgány dohľadu, inde patrí medzi kompetencie centrálnej banky, a v niektorých krajinách existujú aj samostatné orgány na ochranu finančného spotrebiteľa. Rozdelenie týchto kompetencií sa však aj mení. Ako príklad možno uviesť Veľkú Britániu, kde ochranu finančného spotrebiteľa najskôr zastrešovala FSA (orgán dohľadu nad finančným trhom), no po prevzatí kompetencií v oblasti dohľadu centrálnou bankou FSA zanikla a bol vytvorený nový orgán ochrany finančného spotrebiteľa, Financial Conduct Authority (FCA).

Jana Dubeňová, Národná banka Slovenska



Komparácia kvality podnikateľského prostredia v krajinách Vyšehradskej štvorky s osobitným akcentom na dostupnosť finančných zdrojov

Ing. Katarína Belanová, PhD.
Ekonomická univerzita v Bratislave

Kvalitné podnikateľské prostredie je základným predpokladom dlhodobej konkurencieschopnosti a rastu každej trhovej ekonomiky. V posledných rokoch vzniklo v rozličných krajinách množstvo organizácií, ktoré kvalitu podnikateľského prostredia merajú. Okrem toho zostavujú rebríčky ekonomík a porovnávajú postavenie príslušnej krajiny v danom časovom úseku. Predmetom článku je komparácia kvality podnikateľského prostredia krajín Vyšehradskej štvorky (V4) prostredníctvom jedného globálneho indexu konkurencieschopnosti a troch indexov bližšie zameraných na hodnotenie podmienok priaznivých pre výkon podnikateľských aktivít. Osobitná pozornosť je pritom venovaná ukazovateľu dostupnosti úverových zdrojov, keďže prístup k finančným zdrojom sa často označuje ako kľúčová bariéra rozvoja malých a stredných podnikov, ale aj podnikov všeobecne. Ako dokumentujú výsledky komparácie, indexy poskytujú významnú informáciu o vývoji jednotlivých komponentov konkurencieschopnosti krajiny.

Podnikateľské prostredie vo svojom najširšom ponímaní odráža kvalitu hospodárskych podmienok a predpokladov ekonomickej činnosti podnikateľských subjektov. Kvalitné podnikateľské prostredie vytvárajúce podmienky na dlhodobo udržateľné dosahovanie ekonomickeho rastu je základným predpokladom rozvoja podnikania a zvyšovania konkurencieschopnosti ekonomiky krajiny v medzinárodnom meradle.

Podrobnú informáciu o viacerých aspektoch konkurencieschopnosti z pohľadu atraktivity krajiny ako cieľovej destinácie pre zahraničné investície poskytujú medzinárodne porovnateľné výsledky, tzv. rebríčky konkurencieschopnosti, ktoré predstavujú spôsob multikriteriálneho hodnotenia konkurencieschopnosti krajiny.

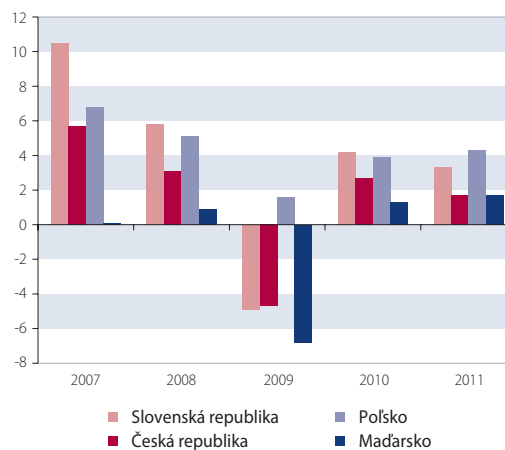
Indexy, na základe ktorých sa rebríčky zostavujú, majú rôznu konštrukciu, využívajú rôzne údaje a rôzne zdroje údajov, rôzne premenné veličiny. I keď je zřejmé, že celkové umiestnenie krajiny závisí od kompozície a váhy indikátorov daného hodnotenia, syntéza poznatkov z podrobnejšej analýzy jednotlivých ukazovateľov poskytuje určitý pohľad na silné a slabé stránky danej ekonomiky.

V článku je uskutočnená komparácia kvality podnikateľského prostredia krajín V4, keďže ide o krajiny s podobnými východiskovými podmienkami, prostredníctvom štyroch indexov užšie zameraných na hodnotenie podmienok priaznivých pre výkon podnikateľských aktivít. Prvým je index

celkovej konkurencieschopnosti prezentovaný v rámci správy o globálnej konkurencieschopnosti vydávanej Svetovým ekonomickým fórom, ďalším index Doing Business od Svetovej banky a index ekonomickej slobody realizovaný jednak americkou nadáciou The Heritage Foundation, ako i kanadským inštitútom Fraser.

Z grafov 1 až 4 je zřejmé, že ekonomiky Slovenskej republiky a Českej republiky vychádzali v predkrízovom období zo silných makroekonomických fundamentov. Vysoké tempá rastu

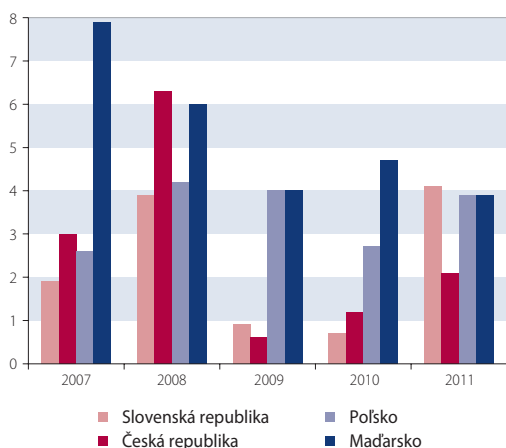
Graf 1 Rast HDP v krajinách V4 (v %)



Zdroj: Eurostat.

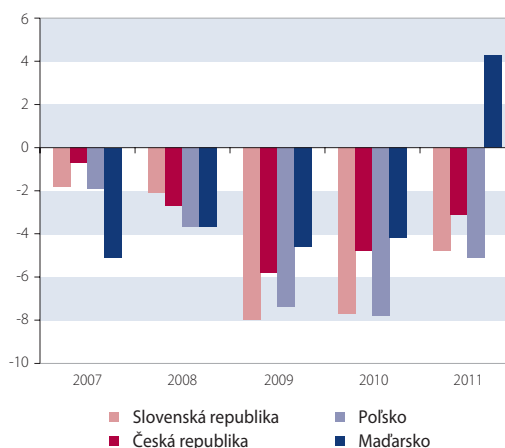


Graf 2 Inflácia (HICP) v krajinách V4 (v %)



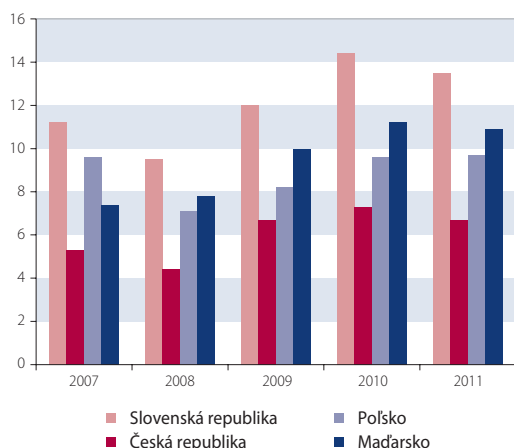
Zdroj: Eurostat.

Graf 4 Deficit rozpočtov v krajinách V4 (v % HDP)



Zdroj: Eurostat.

Graf 3 Nezamestnanosť v krajinách V4 (v %)



Zdroj: Eurostat.

dosahovali obe ekonomiky pri relatívne nízkej inflácii, rastúcej produktivite práce, nízkom deficite verejných financií a bez potreby zásadnejšieho zvyšovania verejného dlhu. V horšej východiskovej pozícii sa nachádzala maďarská ekonomika, ktorej tempo rastu či produktivita práce klesali už v predkrízovom období. Navyše súkromný i verejný sektor bol vo väčšej miere závislý od externého financovania. Menší dosah mala kríza na Poľsko, ktoré je v porovnaní s ostatnými štátmi V4 relatívne uzavretejšou ekonomikou s veľkým vnútorným trhom. Všetky krajiny V4 pocítili dôsledky svetovej krízy v podobe poklesu exportu a priemyselnej produkcie, spomalenia prílevu priamych zahraničných investícií a rastu nezamestnanosti.

I tieto skutočnosti sú dôvodom, prečo dnes nadobúda čoraz viac na význame vytvorenie priaznivého podnikateľského prostredia, ktoré sa považuje za predbežnú podmienku zdravého ekonomického rastu.

INDEX CELKOVEJ KONKURENCIESCHOPNOSTI
Pravdepodobne najstarším ročne aktualizovaným indexom konkurencieschopnosti krajín je index

konkurencieschopnosti prezentovaný v rámci správy o globálnej konkurencieschopnosti (Global Competitiveness Report). Svetové ekonomické fórum (World Economic Forum) vydáva túto správu od roku 1979.¹

Index konkurencieschopnosti vypovedá o perspektíve krajiny dosahovať udržateľný hospodársky rast v strednodobom horizonte. Hodnotí kvalitu verejných inštitúcií, vládne politiky a iné faktory, ktoré podmieňujú úroveň produktivity v krajine. Podľa výsledkov správy o globálnej konkurencieschopnosti 2013 – 2014 sa Slovensko umiestnilo na 78. mieste zo 148 hodnotených krajín. Oproti predchádzajúcemu roku si pohoršilo o sedem priečok. Pozícia Slovenska sa v tomto rebríčku zhoršuje už siedmy rok za sebou a 78. miesto je historicky najhorším umiestnením Slovenska v rebríčku konkurencieschopnosti. Slovensko sa dostalo do pozície druhej najmenej konkurencieschopnej krajiny EÚ, keď nižšie v rebríčku sa nachádza už len Grécko (91. miesto).

Na vrchole rebríčka sa piatykrát po sebe umiestnilo Švajčiarsko. Singapur si udržal druhú priečku a Fínsko je na treťom mieste.

¹ Do roku 1989 spolupracoval na tvorbe správy o globálnej konkurencieschopnosti so Svetovým ekonomickým fórom aj Inštitút pre rozvoj manažmentu. Pre nezhody týkajúce sa definovania a merania konkurencieschopnosti od tohto roku začína Inštitút pre rozvoj manažmentu vydávať ročenku celosvetovej konkurencieschopnosti (World Competitiveness Yearbook), kde prezentuje vlastný celosvetový index konkurencieschopnosti (World Competitiveness Index).

Tab. 1 Postavenie krajín V4 podľa aspektov sledovaných v ôsmom pilieri indexu celkovej konkurencieschopnosti

Aspekt	Umiestnenie krajiny			
	SR	ČR	PL	HU
Rozsah ponúkaných finančných produktov a služieb	41	59	53	65
Dostupnosť finančných služieb	37	86	44	110
Financovanie prostredníctvom miestneho akciového trhu	112	93	60	110
Dostupnosť úverov	49	58	97	123
Dostupnosť venture kapitálu	64	74	104	122
Spoľahlivosť bánk	32	33	54	89
Regulácia búrzných cenných papierov	93	50	35	42
Index zabezpečovacích práv	12	65	12	42

Zdroj: The Global Competitiveness Report 2013 – 2014.



2 Najnovšia správa Doing business 2014. DB 2014 zahŕňa aj oblasť zamestnávania ľudí, z ktorej však len vyplývajú podmienky zamestnávania v jednotlivých krajinách. Svetová banka túto oblasť nehodnotí, neporovnáva a nezostavuje rebríček svetových ekonomík.

Lídrom v regióne krajín V4 sa po prvýkrát stalo Poľsko, ktoré si medziročne pohoršilo o jednu priečku a obsadilo 42. miesto. Česká republika klesla o sedem miest a skončila na 46. priečke. Maďarsko kleslo o tri miesta a obsadilo 63. pozíciu.

Index hodnotí konkurencieschopnosť krajiny prostredníctvom 12 pilierov, pričom dostupnosťou finančných zdrojov sa zaoberá ôsmy pilier s názvom vyspelosť finančného trhu. V rámci tohto piliera respondenti odpovedali na osem otázok, z ktorých bol následne vytvorený rebríček krajín. Zhrnutie záverov z prieskumu so zameraním sa na krajiny V4 je v tabuľke 1.

PROJEKT SVETOVEJ BANKY DOING BUSINESS

Svetová banka (SB) každoročne porovnáva v prieskume Doing Business (DB) reguláciu podnikateľského prostredia vo svetových ekonomikách. Výsledné hodnotenie krajiny sa stanoví na základe ukazovateľov počas rôznych fáz životného cyklu malých a stredných podnikov: od založenia spoločnosti cez získanie stavebného povolenia, bankových úverov, až po vymáhanie zmlúv a ukončenie podnikania. Cieľom je poskytnúť objektívny základ na pochopenie a zlepšenie právneho prostredia pre podnikanie. Navyše sa prieskum DB snaží poukázať na špecifikáciu predpisov alebo regulačných postupov, ktoré môžu byť vhodné na uskutočnenie reforiem.

Výhodou prieskumu DB je dobrá porovnateľnosť medzi krajinami, pretože väčšina vstupných dát sú údaje získané aplikáciou konkrétnych prípadových štúdií. Prieskum však neskúma ďalšie podstatné faktory vplyvajúce na podnikanie (napr. veľkosť trhu, kvalitu ľudského kapitálu, infraštruktúru) a vzťahuje sa iba na jednu právnu formu podnikania – spoločnosť s ručením obmedzeným, preto nemusí byť reprezentatívny pre ostatné formy podnikania (napr. živnostníkov).

Prvá správa Doing Business, publikovaná v roku 2003, pokrývala päť indikátorov a 133 ekonomík

sveta. Doing Business 2014 skúmal 11 indikátorov v 189 krajinách sveta.²

V aktuálnom rebríčku DB 2014, hodnotiacom stav podnikateľského prostredia k 1. júnu 2013, skončil na prvom mieste Singapur, na druhom Hongkong a na treťom Nový Zéland. SR, ktorá mala po minulé roky dlhodobo najlepšie hodnotenie spomedzi krajín V4, sa umiestnila na 49. priečke. Svoju pozíciu si zlepšilo Poľsko, ktoré sa posunulo na celkovo 45. pozíciu, čím sa stalo krajinou s najlepším umiestnením v rámci krajín V4 (podľa prieskumu DB 2013 Poľsko spomedzi všetkých 185 krajín najviac zlepšilo podmienky na podnikanie). Česká republika za posledný rok podľa správy vykázala pokrok v dvoch z celkovo 10 sledovaných oblastí: v zahraničnom obchode a v riešení platobnej neschopnosti. V siedmich sledovaných kategóriách si však pohoršila. Najväčší pokles pritom zaznamenala v kategórii registrácia nehnuteľností a v kategórii zakladanie firmy. Česká republika je na 75. mieste a Maďarsko na 54. mieste.

Ako vyplýva z tabuľky 2, Slovensko dopadlo najhoršie v kategórii ochrany investorov (115. miesto) a najväčší pokles zaznamenalo v kategórii zakladanie firmy (o 28 miest). Najvyššie, na 11. mieste, sa SR umiestnila v kategórii registrácia nehnuteľností.

Index DB obsahuje dva druhy inštitúcií a systémov, ktoré uľahčujú prístup k finančným zdrojom a zlepšujú ich alokáciu: úverové registre, resp. úverové spoločnosti, a zabezpečovacie práva dlžníkov a veriteľov v zabezpečených transakciách a zákonoch o bankrote. Tieto inštitúcie a systémy najlepšie pôsobia vo vzájomnej súčinnosti. Zdieľanie informácií prostredníctvom úverových registrov alebo spoločností pomáha veriteľom odhadnúť bonitu klientov (i keď to nie je jediný nástroj na hodnotenie rizika), kým zabezpečovacie práva môžu uľahčiť využívanie kolaterálu a vymáhanie pohľadávok v prípade platobnej neschopnosti.

Práva veriteľov a insolvenčné režimy majú zásadný význam pre vytvorenie zdravého investičného prostredia a môžu prispieť k podpore podnikania a ekonomického rastu.

Tab. 2 Umiestnenie krajín V4 v hodnoteniach všetkých oblastí prieskumu Doing Business 2014

Ukazovateľ	SR	ČR	HU	PL	Najlepšie umiestnenie
Kvalita podnikateľského prostredia	49	75	54	45	Singapur
Začatie podnikania	108	146	59	116	Nový Zéland
Licenčné konania	53	86	47	88	Hongkong
Prístup k elektrickej energii	65	146	112	137	Island
Registrácia majetku	11	37	45	54	Gruzínsko
Dostupnosť úverových zdrojov	42	55	55	3	Veľká Británia*
Ochrana investorov	115	98	128	52	Nový Zéland
Daňové povinnosti firiem	102	122	124	113	Spojené arabské emiráty
Cezhraničné obchodovanie	108	68	70	49	Singapur
Vymáhateľnosť zmlúv	65	75	15	55	Luxembursko
Riešenie platobnej neschopnosti	38	29	70	37	Japonsko

Poznámka: * Dve, prípadne viac krajín sa delí o najlepšie umiestnenie.
Zdroj: Databáza Doing Business.



Tab. 3 Postavenie krajín V4 podľa indikátora dostupnosť úverových zdrojov

Ukazovateľ	SR	ČR	HU	PL	Najlepšie umiestnenie
Dostupnosť úverových zdrojov	42	55	55	3	Veľká Británia (1)*
Index zabezpečovacích práv (0 – 10)	8	6	9	7	Malajzia (10)*
Index úverových informácií (0 – 6)	4	5	6	4	Veľká Británia (6)*
Pokrytie verejných úverových registrov (v % dospelých)	2,7	6,4	0,0	0,0	Portugalsko (100,0) *
Pokrytie súkromnými spoločnosťami (v % dospelých)	61,6	76,0	82,8	73,2	Veľká Británia (100,0)*

Poznámka: * Dve, prípadne viac krajín sa delí o najlepšie umiestnenie.
Zdroj: Databáza Doing Business 2014.

Tieto dva druhy inštitúcií sú merané dvoma radmi indikátorov. Index zabezpečovacích práv analyzuje právny rámec zabezpečených transakcií, pričom skúma, do akej miery kolaterál a zákony o bankrote umožňujú úverovanie. Nadobúda hodnoty 0 – 10, pričom vyššie hodnoty naznačujú, že takéto zákony sú lepšie navrhnuté pre zvyšovanie prístupu k financiam. Index úverových informácií skúma pokrytie, rozsah a kvalitu úverových informácií dostupných prostredníctvom úverových registrov a úverových spoločností. Nadobúda hodnoty 0 – 6, pričom vyššie hodnoty naznačujú vyššiu dostupnosť úverových informácií od verejných úverových registrov a súkromných spoločností.

Postavenie krajiny podľa indikátora dostupnosti úverových zdrojov je postavené na súčte sily indexu zabezpečovacích práv a hĺbky indexu úverových informácií. Hodnotenie jednotlivých krajín V4 podľa tohto indikátora je predmetom tabuľky 3. Ako vidieť, Poľsko malo spomedzi krajín V4 najlepšie umiestnenie v tomto ukazovateli a takisto najlepšie hodnotenie v rámci oboch sledovaných indexov.

INDEX EKONOMICKEJ SLOBODY

Medzinárodným porovnávaním ekonomickej slobody sa zaoberá viacero inštitúcií. Pod názvom Index of Economic Freedom (Index ekonomickej slobody, IES) ho každoročne vypracúva Heritage

Foundation.³ Veľmi podobné poradie krajín v oblasti ekonomickej slobody zostavuje aj kanadský Fraser Institute pod názvom Economic Freedom of the World Index.

Z porovnania výsledkov indexu ekonomickej slobody s inými štúdiami vyplýva, že prosperita jednotlivých krajín sa do značnej miery odvíja od stupňa ich ekonomickej slobody. Index vyhodnocuje 10 širších okruhov ekonomickej slobody, krajiny sú v jednotlivých kategóriách hodnotené od 0 po 100, kde 100 predstavuje maximálnu slobodu. Spriemerovaním všetkých desiatich kritérií sa dosiahne konečný bodový zisk ekonomiky.

V roku 2013 sa spomedzi 177 hodnotených krajín stal najslobodnejšou ekonomikou sveta Hongkong, ktorý si tento titul udržiava už od roku 1995. Okrem neho popredné miesta získali Singapur, Austrália, Nový Zéland a Švajčiarsko.⁴

Podľa metodiky zvolenej autormi indexu dosiahlo Slovensko ekonomickej slobody na úrovni 68,7, čo predstavuje hodnotu vyššiu ako svetový priemer (59,6) a mierne vyššiu ako regionálny priemer (66,4). V porovnaní s predchádzajúcim rokom sa celkové hodnotenie ekonomickej slobody našej krajiny zlepšilo o 1,7%, vďaka čomu sme v rebríčku postúpili o deväť priečok. Ani tento výsledok však nevyrovnal predchádzajúci prepád o celých 14 priečok.

V porovnaní s krajinami V4 sa Slovensko umiestnilo pred 57. Poľskom a 48. Maďarskom a s istým

3 Index of Economic Freedom každoročne vypracúva prestížna americká organizácia The Heritage Foundation v spolupráci s redakciou denníka The Wall Street Journal. Analýza je publikovaná každoročne od roku 1995. Slovenským partnerom štúdie je Nadácia F. A. Hayeka v Bratislave.
4 Zozbierané dáta sú za rok 2011, ich zber bol ukončený v septembri 2012.

Tab. 4 Hodnotenie krajín V4 podľa jednotlivých okruhov indexu ekonomickej slobody

Okruh IES	SR (42. – 68,7)	PL (57. – 66,0)	ČR (29. – 70,9)	HU (48. – 67,3)
Vlastnícke práva	50,0	60,0	70,0	65,0
Miera korupcie	40,0	55,0	44,0	46,0
Podnikateľské prostredie	71,0	64,0	65,8	79,1
Trh práce	72,2	62,9	85,5	64,4
Menová stabilita	79,1	77,7	81,7	77,1
Štátne výdavky	58,0	43,0	43,5	29,7
Daňové zaťaženie	84,7	76,0	82,0	79,7
Medzinárodný obchod	86,8	86,8	86,8	86,8
Podmienky na investovanie	75,0	65,0	70,0	75,0
Finančný sektor	70,0	70,0	80,0	70,0

Zdroj: Heritage Foundation.



odstupom za 29. Českou republikou. Tá patrí k piatim európskym krajinám s významnými zmenami v postavení, stala sa „skôr slobodnou ekonomikou“ ako jediná z krajín V4. Ostatné krajiny V4 patria medzi „mierne slobodné ekonomiky“. Za zmienku stojí, že poľská ekonomika zaznamenala 10. najvyššie zvýšenie skóre v IES 2013.

Hodnotenie Slovenska v rámci jednotlivých okruhov indexu ekonomickej slobody, ako i porovnanie s ostatnými krajinami V4 zachytáva tabuľka 4.

Zlepšené hodnotenie za rok 2011 tvorcovia indexu odôvodnili najmä konsolidačným úsilím minulej vlády a novelizáciou zákonníka práce, ktorú minulá vláda prijala. Naopak zhoršenú známku sme pre problematickú situáciu v eurozóne dostali za menovú stabilitu. Slabé hodnotenie si SR odniesla i za ešte stále vysokú úroveň korupcie.

Posledný uvedený indikátor – finančný sektor (finančná sloboda) – meria efektívnosť bánk, ako i nezávislosť finančného sektora od vlády a jej zásahov. Štátne vlastníctvo bánk a ďalších finančných inštitúcií (napr. poisťovní) a kapitálových trhov znižuje konkurenciu a všeobecne vedie k nižšej dostupnosti finančných služieb.

Index skúma finančnú slobodu v rámci nasledujúcich širších oblastí:

- miera vládnej regulácie finančných služieb,
- stupeň zásahov štátu do činnosti bánk a iných finančných inštitúcií prostredníctvom priameho a nepriameho vlastníctva,
- stupeň rozvoja finančného a kapitálového trhu,
- vplyv vlády na pridelovanie úverov,
- otvorenosť zahraničnej konkurencii.

Týchto päť oblastí sa berie do úvahy pri hodnotení celkovej úrovne finančnej slobody krajiny, ktorá zabezpečuje ľahký a efektívny prístup k finančným možnostiam pre jednotlivcov a podniky v krajine. Celkové skóre v rozsahu 0 – 100 sa prideluje finančnej slobode ekonomiky zrážkami z ideálneho skóre 100.

Čo sa týka krajín V4, najvyššie skóre dosahuje Česká republika (80,0), čo podľa indexu ekonomickej slobody predstavuje nominálny vplyv vlády (*nominal government interference*). Štátne vlastníctvo finančných inštitúcií zaberá malý podiel na celkových aktívach sektora. Finančné inštitúcie nečelia takmer žiadnym obmedzeniam vo svojej schopnosti ponuky finančných služieb. Ostatné krajiny majú rovnaké skóre – 70,0, t. j. obmedzený vládny vplyv (*limited government interference*). Pridelovanie úverov je ovplyvňované vládou a súkromné pridelovanie úveru nečelí takmer žiadnym reštrikciám. Početné je štátne vlastníctvo finančných inštitúcií. Zahraničné finančné inštitúcie podliehajú niekoľkým reštrikciám.

Okrem nadácie Heritage Foundation publikuje index ekonomickej slobody aj kanadský inštitút Fraser, ktorý takto vedie 75 mimovládnych organizácií z celého sveta združených pod hlavičkou Economic Freedom Network.

Economic Freedom of the World Index (Svetový index ekonomickej slobody) sa zverejňuje od

roku 1996. Zverejnené údaje vychádzajú z dát z roku 2011. Index sa skladá z piatich ukazovateľov, ktoré sa týkajú veľkosti štátneho sektora, úrovne právneho štátu, medzinárodného obchodu alebo celkovej regulácie. Ďalším faktorom je menové prostredie danej krajiny a inflačné prostredie. V rámci týchto piatich hlavných ukazovateľov je 24 komponentov, z ktorých väčšina pozostáva z ďalších čiastkových komponentov. Zostavovanie indexu sa riadi základným princípom, že pravidlá, ktoré umožňujú vyšší rozsah osobnej slobody, dobrovoľnej výmeny, konkurencie na otvorenom trhu, vymáhateľnosti práva a ochrany súkromného vlastníctva, vedú k vyššiemu hodnoteniu ekonomickej slobody v danej krajine.

Najslobodnejšou krajinou sveta je podľa najnovšieho rebríčka Hongkong, najmenej slobodná je Venezuela. Okrem Hongkongu sa na popredných miestach umiestnili aj Singapur, Nový Zéland, Švajčiarsko, Spojené arabské emiráty, Maurícius, Fínsko, Bahrajn a Kanada.

Podľa údajov z roku 2011 sa Slovensko umiestnilo na 36. mieste spomedzi 152 porovnávaných krajín. Oproti poslednému porovnávanému roku 2010 sa hodnotenie Slovenska zlepšilo o 0,04 bodu. Spomedzi krajín V4 bolo v tomto prieskume najlepšie hodnotené Maďarsko (24. miesto). Poľsko sa umiestnilo na 52. a Česká republika na 54. mieste.

Najlepšie umiestnenie dosiahlo Slovensko v oblasti menovej stability, keď sa umiestnilo na 15. priečke spomedzi všetkých hodnotených štátov v rebríčku. Vysoké bodové hodnotenie získalo Slovensko aj za slobodu medzinárodného obchodu, kde skončilo na 17. mieste. Naopak najhoršie hodnotenie získalo v oblasti súdnictva a ochrany vlastníckych práv, kde sa umiestnilo na 63. mieste.

Dostupnosť finančných zdrojov je v prieskume prezentovaná práve ukazovateľom menového a inflačného prostredia. Tento ukazovateľ sa bližšie člení na štyri komponenty, z ktorých tri sú stanovené na meranie konzistentnosti menovej politiky (resp. inštitúcií) s dlhodobou cenovou stabilitou. Ďalším komponentom je slobodný prístup k vlastným zahraničným bankovým účtom. Ak chce krajina získať vysoké hodnotenie v tejto oblasti, musí prijať opatrenia, ktoré vedú k nízkym (a stabilným) mieram inflácie a vyhnúť sa opatreniam, ktoré obmedzujú schopnosť využívania alternatívnych mien. V rámci tohto ukazovateľa malo z krajín V4 lepšie hodnotenie ako Slovensko len Maďarsko (10. miesto). Ostatné krajiny V4 sa umiestnili za Slovenskom, konkrétne Poľsko na 20. a Česká republika na 24. mieste.

ZÁVER

Celkové hodnotenie výkonnosti jednotlivých ekonomík sveta v porovnaní s inými krajinami nevytvára podrobne o podnikateľskom prostredí danej krajiny, ale je dôležitým ukazovateľom pre tvorcov politiky, ktorí podnikateľské prostredie do značnej miery ovplyvňujú.

V článku bola uskutočnená komparácia kvality podnikateľského prostredia prostredníctvom jed-



ného globálneho indexu konkurencieschopnosti a troch indexov bližšie zameraných na hodnotenie podmienok priaznivých pre výkon podnikateľských aktivít. Ako vyplýva zo správy Svetového ekonomického fóra o globálnej konkurencieschopnosti 2013 – 2014, Slovensko je druhou najmenej konkurencieschopnou krajinou EÚ.

Vysoké hodnotenie ekonomiky podľa Doing Business znamená priaznivé prostredie vytvorené vládou danej krajiny pre podnikateľskú činnosť. Na druhej strane absolútne hodnoty ukazovateľov podrobne odhaľujú nedostatky v podobe veľkého počtu procedúr, neprimerane dlhých čakacích dôb alebo vysokých nákladov na jednotlivé úkony. Detailným mapovaním týchto procedúr možno pripraviť opatrenia, ktoré budú viesť k skráteniu lehôt, zníženiu počtu procedúr, resp. k zníženiu nákladov na dané úkony v oblasti podnikania. Porovnanie súčasných ekonomických ukazovateľov s predchádzajúcimi rokmi môže poukázať na pretrvávajúce problémy a zároveň aj na úspešný pokles regulačného zaťaženia.

Postavenie Slovenska v rebríčku Svetovej banky sa za posledný rok zhoršilo, v dôsledku čoho stratilo dlhodobu najlepšiu pozíciu z krajín V4. Index Doing Business v súčasnosti hodnotí 189 krajín sveta s rôznym typom ekonomík a politických kultúr. V rámci takého množstva krajín nie je objektívnym a relevantným spôsobom možné porovnávať desať rôznych oblastí podnikateľského cyklu, od začatia podnikania až po jeho ukončenie. Porovnávanie navyše sťažuje aj rôzny prístup jednotlivých krajín k metodike Svetovej banky pri vyplňaní dotazníkov Doing Business.

Relevantne porovnávať a hodnotiť krajiny je možné v rámci jedného regiónu, resp. krajiny s rovnakým typom ekonomiky a podobnými geopolitickými podmienkami. Najlepším príkladom porovnateľného regiónu sa javí zoskupenie Vyšehradskej štvorky, kde Slovensko v porovnaní so svojimi partnermi zaujalo prvú pozíciu v troch z desiatich oblastí výskumu Doing Business, a to v oblasti prístupu k elektrickej energii, registrácie majetku a daňových povinností.

Najlepšie umiestnenie v rebríčku Doing Business 2014 spomedzi krajín V4 zaznamenalo Poľsko.

Slovensko stagnuje i vo svetových rebríčkoch ekonomickej slobody. Napriek tomu, že v porovnaní s minulým rokom sa celkové hodnotenie ekonomickej slobody našej krajiny podľa nadácie Heritage Foundation zlepšilo o 1,7%, ani tento výsledok nevyrovnal predchádzajúci prepad o celých 14 priečok. Podobne podľa Svetového indexu ekonomickej slobody zostavovaného kanadským inštitútom Fraser sa hodnotenie SR oproti poslednému porovnávanému roku 2010 zlepšilo o 0,04 bodu, na posun vyššie v rebríčku to však nestačilo.

Indikátorom dostupnosti finančných zdrojov, na ktorý sme sa v článku zamerali, sa v indexe konkurencieschopnosti zaoberá ôsmy pilier s názvom vyspelosť finančného trhu, kde Slovensko dosahuje medzi krajinami V4 prvenstvo v šiestich z ôsmich sledovaných aspektov.

V prieskume Doing Business je dostupnosť finančných zdrojov obsiahnutá v indikátore dostupnosť úverových zdrojov, pričom najlepšiu pozíciu obsadilo z krajín V4 Poľsko.

Index ekonomickej slobody od Heritage Foundation obsahuje indikátor finančná sloboda, ktorý meria bankovú efektívnosť, ako i nezávislosť bánk od vládnej kontroly a zasahovania do finančného sektora. Skóre tohto indikátora je najvyššie v prípade Českej republiky a nižšie, a pritom rovnaké v ostatných krajinách V4.

Dostupnosť finančných zdrojov je v prieskume inštitútu Fraser prezentovaná ukazovateľom menového a inflačného prostredia. V rámci tohto ukazovateľa malo z krajín V4 lepšie hodnotenie ako Slovensko len Maďarsko (10. miesto). Ostatné krajiny V4 sa umiestnili za Slovenskom, konkrétne Poľsko na 20. a Česká republika na 24. mieste.

Je zrejme, že indexy skutočne poskytujú dôležité informácie o prístupe k finančným zdrojom v porovnávaných krajinách. Ako výsledné hodnoty naznačujú, prístup k finančným zdrojom v krajinách V4 je podobný a porovnateľný s ostatnými európskymi štátmi. Nemal by sa teda považovať za kritickú prekážku v rozvoji spoločnosti. Pre podnikovú sféru je relevantnejšie sústrediť sa na efektívne využívanie dostupných finančných zdrojov, t. j. nielen klasických komerčných úverov, ale napríklad aj alternatívnych zdrojov financovania.

Literatúra

1. Belanová, K.: Teória a politika podnikateľských financií. Bratislava: EKONÓM, 2010.
2. Svetová banka: Doing business 2013, dostupné na www.doingbusiness.org
3. Eurostat. dostupné na <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>
4. Heritage Foundation: Index of Economic Freedom 2013, dostupné na www.heritage.org
5. Svetové ekonomické fórum: The Global Competitiveness Report 2013 – 2014, dostupné na www.weforum.org
6. Fraser: Economic Freedom of the World Index 2013, dostupné na www.freetheworld.com

Liberalizácia čínskeho juanu

Ivana Kurejová
Národná banka Slovenska

Súčasnú usporiadanú svetových ekonomických veľmocí stále poukazuje na pokračujúcu silnú pozíciu USA ako lídra. Kríza na hypotekárnom trhu v USA a s tým súvisiace dôsledky poklesu ekonomiky nastolili otázku toho, či má byť americká ekonomika indikátorom ekonomického zdravia a americký dolár naďalej hlavnou rezervnou menou. Do popredia sa v posledných rokoch dostáva pozícia čínskeho juanu, resp. renminbi (kód kurzu na devízovom trhu je CNY)¹. Jedným z problémov však je, že obchodovanie s čínskym juanom bolo a je kontrolované čínskou vládou, ktorá reguluje akýkoľvek presun likvidity v juane do a z Čínskej ľudovej republiky (ďalej len Čína). Pokrok nastal najmä v posledných rokoch, keď čínska vláda vytvára priaznivejšie podmienky na obchodovanie s juanom. Cieľom článku je poukázať na viaceré aktuálne kroky čínskej vlády vedúce k liberalizácii domácej meny.

¹ Oficiálny názov čínskej menovej jednotky je renminbi (CNY). Obchodovanie sa však odlišuje v dôsledku kapitálových kontrol v Číne na juan obchodovaný onshore (v Číne), kód tohto kurzu na devízovom trhu je CNY a juan obchodovaný offshore (mimo Číny, najmä v Hongkongu a Taiwane), kód tohto kurzu je CNH. Kurz CNY je ovplyvňovaný intervenciami na devízovom trhu a kurz CNH je voľne konvertibilný, ovplyvňovaný dopytom a ponukou investorov držiacich CNH. Pre zjednotenie sa v texte uvádza kód CNY.

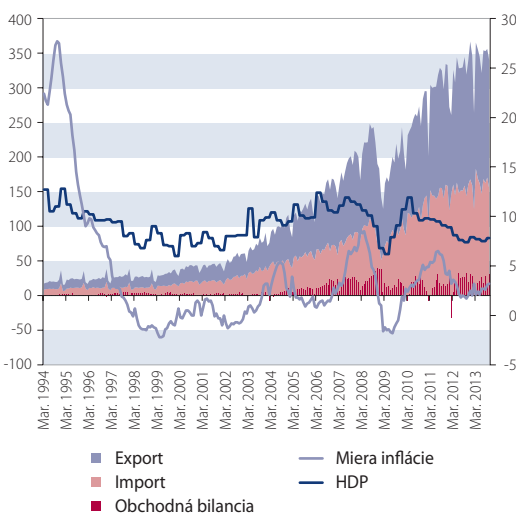
STAV ČÍNSKEJ EKONOMIKY

Čínska ekonomika dlhodobo vykazuje rast nad 6%, pričom hranica 6% sa v prípade Číny považuje za slabé, nízke číslo. Kríza hypotekárneho trhu v USA v roku 2008 sa globálne presunula aj na iné trhy, čo čiastočne zasiahlo aj Čínu. V súčasnosti je opäť najrýchlejšie rastúcou ekonomikou sveta, za september minulého roka vzrástla v medziročnom porovnaní o 7,8%, nasledujú za ňou len iné východoázijské ekonomiky. Na porovnanie ekonomika USA rástla o 1,6%. Miera nezamestnanosti v Číne sa aktuálne nachádza na úrovni 4% a miera inflácie na úrovni 3,2% pri ciele 3,5%. V krízových rokoch 2008 a 2009 inflácia klesala, pričom v roku 2009 sa počas obdobia šiestich mesiacov nachádzala dokonca v deflačnom pásme. V tom čase čínska vláda rýchlo zareagovala a poskytla ekonomike stimulačný balík ekonomických opatrení.

VÝVOJ KURZU ČÍNSKEHO JUANU

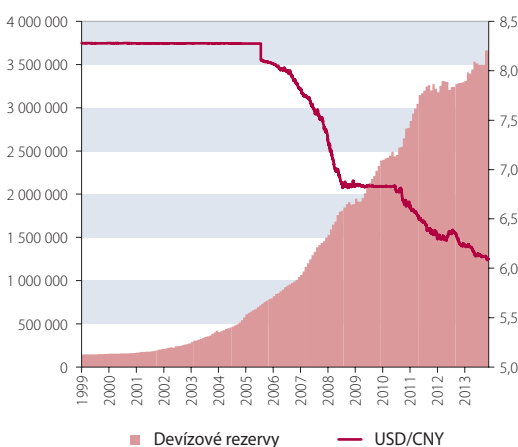
Od roku 1997 do roku 2005 sa kurz juanu viazal (pegged) na americký dolár na úrovni 8,28 USD/CNY a neskôr revalvoval na úroveň 8,11 USD/CNY. Následne čínska centrálna banka uskutočnila úpravu viazanosti nielen na americký dolár, ale aj na menový kôš (americký dolár, euro, japonský jen a juhokórejský won). V auguste 2005 čínska vláda rozhodla o nastavení systému menového kurzu s riadenou pohyblivosťou (*managed float*), to znamená, že kurz juanu môže fluktuovať v rámci určenej dolnej a hornej hranice. Čínska centrálna banka viackrát upravila fluktuatívne pásmo akceptovateľného pohybu meny. Pôvodne bolo stanovené pre menový pár USD/CNY na úrovni +/- 0,3%, neskôr upravené +/- 0,5% a ku koncu roka 2005 bolo pásmo opäť upravené na +/- 1%. Na porovnanie oproti ruskému rubľu má juan možnosť fluktuovať v pásme +/- 5% a oproti iným zahraničným menám +/- 3%. Čína udržuje kurz juanu intervenciami na devízovom trhu, predajom juanu a následným nákupom najmä amerického dolára. China Foreign Exchange Tra-

Graf 1 Obchodná bilancia Číny, vývoj HDP a miery inflácie (v mld. USD)



Zdroj: Bloomberg.

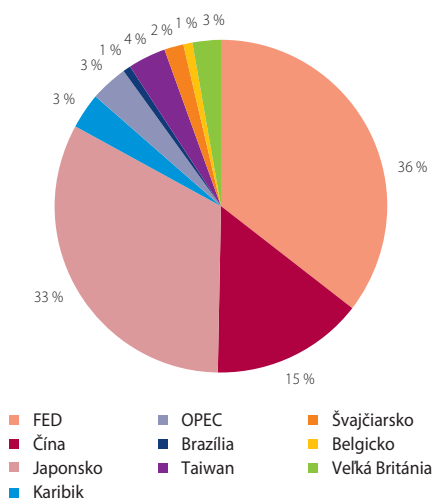
Graf 2 Devízové rezervy Číny (v mil. USD)



Zdroj: Bloomberg.

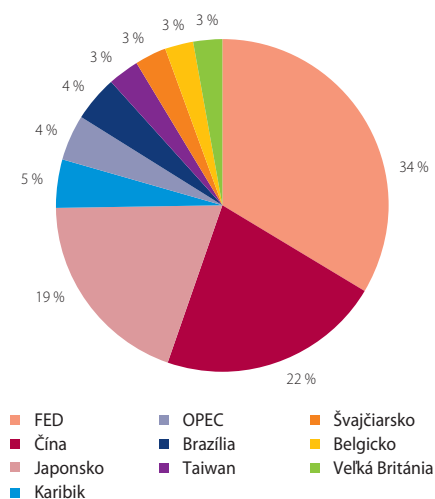


Graf 3 Veritelia US dlhu k júnu 2005



Zdroj: Bloomberg.

Graf 4 Veritelia US dlhu k júlu 2013



Zdroj: Bloomberg.

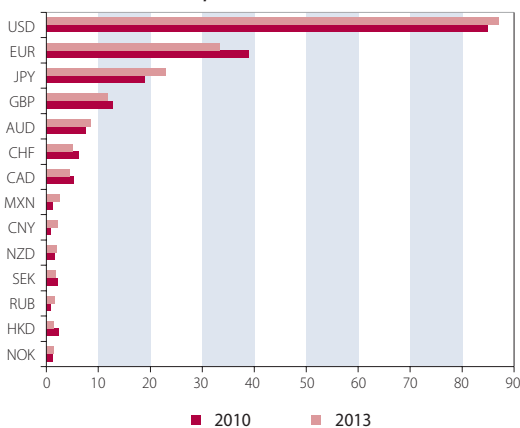
de System zverejňuje každý deň centrálnu paritu výmenného kurzu juanu oproti iným menám. Denná centrálna parita juanu oproti doláru je váženým priemerom cien daným tvorcami trhu, pričom najvyššia a najnižšia cena sú z kalkulácie vyňaté. V dôsledku intervencií vzrástli devízové rezervy čínskej centrálnej banky na aktuálnych 3,7 bilióna USD.

Silný ekonomický rast krajiny predurčuje k zhodnocovaniu aj samotný čínsky juan, ktorý sa zhodnotil oproti doláru v porovnaní s júlom 2005 už o 37 %. Kurz čínskeho juanu sa však stále považuje za podhodnotený oproti americkému doláru a iným menám, hlavne v dôsledku intervencií vykonávaných čínskou centrálnou bankou. Reálny kurz meny by bol pravdepodobne oveľa viac zhodnotený, a to by mohlo zásadne ohroziť potrebnú exportnú politiku.

Čínski investori na druhej strane investujú veľké množstvo dolárových prostriedkov do rôznych aktív, pričom významným aktívom sú investície do amerického dlhu. Na porovnanie Čína aktuálne vlastní 22 % dlhu USA, v roku 2005 tento podiel predstavoval len 15 %. Spomedzi troch najvýznamnejších veriteľov USA (Fed, Čína a Japonsko) vzrástol podiel Číny v rámci tohto obdobia najviac, o 329 %. Okrem toho sa tiež čínski investori v posledných rokoch významne angažujú aj v investíciách na realitných trhoch v zahraničí.

Podľa Banky pre medzinárodné zúčtovanie (BIS) sa v posledných rokoch zmenil aj záujem o obchodovanie s juanom. Priemerný denný obrat obchodovania s juanom sa aktuálne nachádza na deviatom mieste spomedzi škály najviac obchodovaných mien. Pohybuje sa v okolí 120 mld. USD, v porovnaní so sedemnástym miestom v roku 2010 (34 mld. USD) a takmer tridsiatym miestom v roku 2004. Celkový priemerný denný obrat menového páru USD/CNY je 2,1 % z celového obratu na devízovom trhu. Najaktívnejšou formou obchodovania s juanom sú menové swa-

Graf 5 Priemerný denný obrat obchodovania na devízovom trhu k aprílu 2013 (v %)



Zdroj: BIS.

Poznámka: Keďže v každej transakcii sú zastúpené dve meny, súčet percentuálnych podielov mien je 200 % namiesto 100 %.

py, ktoré tvoria až 35 % obchodov, nasledujú spotové obchody, významné miesto majú aj menové opcie.

KROKY VEDÚCE K PLNEJ KONVERTIBILITE JUANU

Čínske autority sa v posledných rokoch snažia uvoľňovať podmienky na obchodovanie s čínskym juanom. Postupne odbúravajú prísne kontroly viažuce sa na domicil a typ investorov, ako aj na spôsoby realizovania obchodov. Už v roku 2002 čínska vláda rozhodla o vytvorení nástroja QFII (The Qualified Foreign Institutional Investor), ktorý umožňuje inštitucionálnym investorom investovať do cenných papierov kótovaných na čínskych burzách. Od roku 2005 čínska centrálna banka zvyšuje svoje dolárové rezervy, v polovici októbra tohto roka sa s juanom obchodovalo blízko úrovne 6,1 USD/CNY, čo je najsilnejšia hodnota za 20 rokov, po tom, čo čínska centrálna banka zvýšila centrálnu paritu na maximum. V roku 2007



Swapové linky uzatvorené čínskou centrálnou bankou

Krajina	Uzatvorenie	mld. CNY	Krajina	Uzatvorenie	mld. CNY
Kórea	december 08	180	Thajsko	december 11	70
Hongkong	január 09	200	Pakistan	december 11	10
Argentína	marec 09	70	UAE	január 12	35
Indonézia	marec 09	100	Japonsko	marec 02/ opak. júl 07	20
Bielorusko	marec 09	20	Turecko	február 12	1,6
Malajzia	február 09	80	Austrália	marec 12	200
Island	jún 10	3,5	Ukrajina	jún 12	15
Singapur	júl 10	150	Brazília	marec 13	190
Nový Zéland	apríl 11	25	Veľká Británia	jún 13	200
Uzbekistan	apríl 11	0,7	Maďarsko	september 13	10
Mongolsko	máj 11	z 3,5 na 10	Albánsko	september 13	2
Kazachstan	jún 11	7	Eurozóna	október 13	350

Zdroj: Internetové stránky centrálnych bánk, čínska centrálna banka.

čínska vláda oznámila, že prostredníctvom čínskej rozvojovej banky (v plnom vlastníctve čínskeho ministerstva financií) umiestnila na trh dlhopisy v sume 5 mld. CNY v Hongkongu, čo bola prvá emisia dlhopisov v juane mimo Číny. Dlhopisy sa označujú ako tzv. dim sum dlhopisy a emitujú sa v domácej mene – v čínskom juane, ale na zahraničných trhoch. V nasledujúcich rokoch sa realizovali ďalšie emisie, dokonca aj na európskom trhu. Čínska stavebná banka realizovala emisiu takýchto dlhopisov v Londýne. Tieto emisie sú však z hľadiska veľkosti skôr minoritnými, čo potvrdzuje aj fakt, že emisie dim sum dlhopisov v roku 2010 tvorili len 1 % z celkového dlhu Číny (145 mld. USD). Okrem toho od roku 2008 čínske vládne orgány uzatvárajú prostredníctvom čínskej centrálnej banky bilaterálne swapové linky, ktorých hlavným účelom je podpora bilaterálneho obchodu. Do dnešného dňa Čína uzatvorila viac ako dve desiatky swapových liniek, pričom väčšinu tvoria ázijské krajiny. V roku 2013 pribudlo niekoľko liniek aj s európskymi krajinami, pričom linku s najvyššou možnou čerpatelnou sumou uzatvorila s Európskou centrálnou bankou. Dohodnutá suma linky s ECB je 350 mld. CNY, resp. 45 mld. EUR, a jej platnosť je tri roky. Z pohľadu ECB sa však definícia linky mierne odlišuje. Linka bude akýmsi zabezpečovacím nástrojom v prípade neschopnosti protistrán získať na trhu čínsku menu.

Čína tiež uzatvorila priamu obchodnú linku s USA, Japonskom a Austráliou. Zámerom je vytvoriť priamu finančnú linku aj s Veľkou Britániou, čo pravdepodobne povedie k vytvoreniu európskeho centra obchodovania s juanom. Veľká Británia tiež plánuje povoliť čínskym bankám otvárať pobočky v Londýne a recipročne Čína povolí prístup londýnskych inštitúcií na čínsky akciový a dlhopisový trh. V roku 2009 čínske vládne orgány vytvorili pilotný program zúčtovania cezhraničných obchodných transakcií, ktorý umožňuje zúčtovanie obchodov čínskych firiem v domácej mene. Jeho funkcie boli revidované v júni 2010

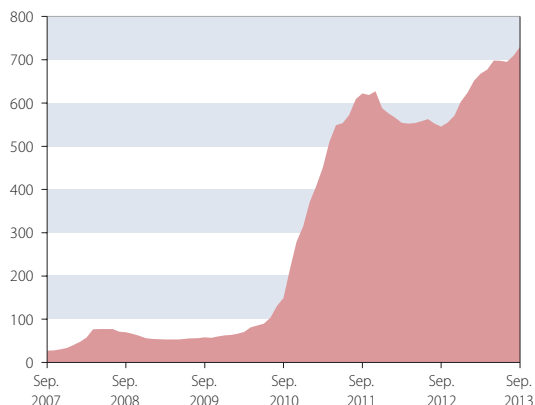
a potom v auguste 2011, odkedy sa umožnilo zúčtovanie transakcií časti podnikov sídliačich v Číne, ako aj niektorým spoločnostiam mimo krajiny. V rokoch 2011 a 2012 čínske vládne orgány rozhodli o výraznejšej liberalizácii kontroly obchodovania s juanom, čomu vyjadrili aj silnú politickú podporu. Kontroly boli do značnej miery uvoľnené pri cezhraničnom obchode, pretrvávajú však pri kapitálových útoch.

Počas roku 2012 Čína uskutočnila reformy v štyroch oblastiach:

- a) voľná konvertibilita meny pre importérov a exportérov so zámerom zefektívnenia formalít pri importe a exporte,
- b) prístup ku konvergencii úrokových sadziieb na onshore a offshore trhu s cieľom zníženia ich rozdielov,
- c) liberalizácia zahraničných investícií plynúcich do Číny – Čína kontroluje investičné toky do krajiny dvoma kvótami:
 1. QFII – kvóta bola v roku navýšená z 30 mld. USD na 80 mld. USD,
 2. RQFII (*The Ruan Qualified Foreign Institutional Investor*) – v platnosti od decembra 2011, povoľuje sa ňou investorom z Hongkongu obchodovať na čínskom trhu. V novembri 2012 Čína indikovala zámer zvýšiť kvótu na rok 2013 z pôvodných 70 mld. USD na 270 mld. USD,
- d) podpora vyrovnaní a zúčtovania transakcií na oboch trhoch, onshore aj offshore. Čínska centrálna banka v apríli 2012 oznámila zámer vytvoriť zúčtovací systém – CIPS (*China International Payments System*), ktorý by mal nahradiť existujúci zúčtovací systém CNAPS (*China National Advanced Payment System*). Funkčný bude 16 hodín denne, čím sa pokryjú hlavné obchodné centrá v Ázii, Londýne a New Yorku. Začiatok fungovania sa odhaduje na rok 2014. Čína ďalej rozhodla o vytvorení prvého offshore centra na zúčtovanie v juane, a to v Hongkongu. Rozhodnutie vyplynulo zo silného nárastu zúčtovania transakcií práve v Hongkongu, na aktu-



Graf 6 Transakcie zúčtované v renminbi v Hongkongu (v mld. CNY)



Zdroj: Bloomberg.

álnych 730 mld. CNY (28 mld. CNY v roku 2009). Záujem o vytvorenie ďalšieho offshore centra má Londýn, iniciatíva na vytvorenie tohto centra vznikla už v apríli minulého roka. Až 62% obchodov realizovaných mimo Číny a Hongkongu sa vykonáva práve v Londýne.

Čínska vláda okrem toho rozhodla o podpore prístupu k prostriedkom v juanoch, a to prostredníctvom exportno-importnej banky Číny a čínskej rozvojovej banky, ktorá v roku 2010 denominovala v tejto mene takmer polovicu pôžičiek v Južnej Amerike. Okrem toho sa orientuje aj na pôžičky denominované v juanoch pre malé a stredné podniky v afrických krajinách. Čínska komunistická strana uskutočnila v novembri tohto roka stretnutie, na ktorom definovala plán ekonomických reforiem s cieľom ich implementácie do roku 2020. Reformy sa týkajú oblasti bankového sektora (povolí sa vytváranie malých a stredných súkromných bánk, očakáva sa vytvorenie systému garancie vkladov v bankách a tiež mechanizmu riešenia

problémov finančných inštitúcií, posilnenie výkonu dohľadu), medzinárodného obchodu (zlepšenie prístupu k zahraničným investíciám), výkonu verejnej správy (schvalovacie postupy a administratívne požiadavky budú minimalizované a ich realizácia bude presunutá z centrálného riadenia na nižšie úrovne štátnej správy) a oblasti súdnicva (posilnenie právneho systému vylepšovaním rovnakých podmienok pre všetkých trhových účastníkov).² Zároveň čínska centrálna banka plánuje postupne nahradiť riadený floating voľným floatingom. Mohlo by to znamenať obmedzenie až zastavenie denných intervencií na domácom devízovom trhu.

ZHRNUTIE

Vplyv postupov, ktoré sú predmetom článku, sa môže odzrkadliť na postupnom prechode čínskej domácej meny k plnej konvertibilitate. Čínska centrálna banka uzatvorila na podporu obchodovania swapové linky s viacerými krajinami. Okrem toho čínska vláda uvoľňuje podmienky súvisiace s nadobudnutím juanu a s jeho obchodovaním na offshore trhoch. Rýchly presun obchodovania s juanom na devízových trhoch až na deviate miesto v škále najviac obchodovaných mien poukazuje na jej silnejúci význam.

Presun k systému voľného floatingu, čiže systému založenému na trhovom dopyte a ponuke, ukončí realizovanie intervencií na oslabenie juanu, ktoré pravidelne denne uskutočňuje čínska centrálna banka, čo však nevylučuje uskutočňovanie intervencií na báze ad hoc. Následne sa pravdepodobne preukáže skutočná hodnota juanu. Dá sa očakávať, že sa kurz čínskej meny výrazne posilní, čo obmedzí v súčasnosti silnú exportnú politiku a pravdepodobne spôsobí iné rozloženie stavu obchodných bilancií viacerých krajín. Dá sa tiež predpokladať, že pozícia Číny sa zmení na dovoznú a súčasne môže nastať problém s umiestnením jej produkcie na svetových trhoch.

² *Medium-term prospects for China's economy and the internationalisation of the renminbi. Monthly Bulletin, ECB, January 2014.*

Zdroj:

1. BIS, Monetary and Economic Department. September 2013. Triennial Central Bank Survey, Foreign exchange turnover in April 2013: preliminary global results.
2. Bank of Finland, Institute for Economies in Transition. May 2013. China's CNY bilateral swap agreements: What explains the choice of countries? ISSN: 1456-5889.
3. The City of London Corporation, Bourse Consult, January 2013. London CNY business volumes: January-June 2012. Policy Practitioner Paper.



Trh so zlatom

Juraj Zeman
Národná banka Slovenska

Zlato je špecifická komodita. Nemá významné použitie vo výrobnjej sfére. V priemysle či zdravotníctve, kde sa používa, existujú jeho plnohodnotné náhrady. Určitú hodnotu má ako spotrebný tovar vo forme šperkov, keďže mnohí oceňujú jeho stálosť, trblietavý lesk, vysokú hmotnosť a ďalšie vlastnosti. Z historických dôvodov však má medzi ostatnými alternatívami výsostné postavenie uchovávateľa hodnoty. Vo väčšine významných civilizácií v minulosti používali zlato ako prostriedok výmeny tovarov a služieb a tiež ako bezpečnú investíciu. Tento štatút získalo zlato jednak pre svoje fyzikálne vlastnosti – stálosť, neznížitelnosť, deliteľnosť, ako aj pre jeho obmedzenú ponuku, vyplývajúcu zo skutočnosti, že jeho ťažba, následné spracovanie a uskladnenie sú veľmi nákladné.

ZLATO AKO AKTÍVUM

Všeobecne sa dá povedať, že zlato nemá takmer žiadnu vnútornú hodnotu ani ako výrobný, ani ako spotrebný tovar a je príkladom tzv. fiat komodity používanej podobne ako obeživo na všeobecnú výmenu tovarov a služieb. Na rozdiel od peňazí, ktoré sú vyhlásené ako zákonné platidlo, získalo zlato toto postavenie spontánne, bez záahu vlády.

Zlato sa dá považovať za komoditnú formu peňazí, ktorého produkcia je na rozdiel od ostatných peňazí limitovaná vysokými výrobnými nákladmi. Preto sa považuje za uchovávateľa hodnoty, za bezpečnejšiu investíciu, obzvlášť v časoch recesie, keď je väčšia pravdepodobnosť, že vlády a centrálné banky budú preferovať politiku tzv. lacných peňazí na boj s krízou. Cena zlata preto v krízových časoch zvyčajne rastie.

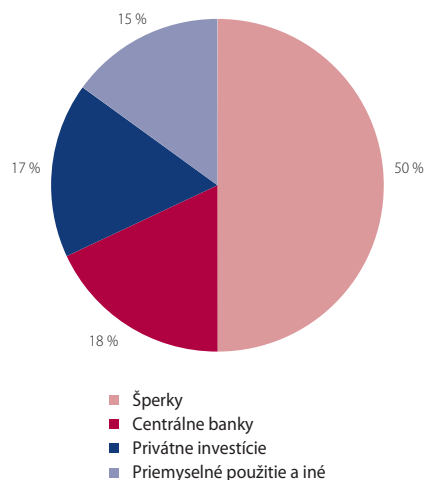
ZLATO V PORTFÓLIU CENTRÁLNYCH BÁNK

Podľa odhadov World Gold Council sa počas celej histórie ľudstva vyťažilo okolo 174 000 ton zlata a v poslednom období sa toto množstvo zväčšuje o pomerne stabilné ročné prírastky vyťaženého

zlata v objeme okolo 2 800 ton. Keďže zlato sa v podstate neznehodnocuje, dá sa predpokladať, že takéto množstvo zlata sa na svete v súčasnosti aj nachádza. Ako je znázornené na grafe 1, najväčšia časť tohto množstva – 50 % – sa nachádza vo forme šperkov, 35 % predstavujú verejné a súkromné zlaté investície a zvyšných 15 % sa využíva na priemyselné a iné účely. Dá sa však predpokladať, že veľká, ak nie prevažná časť zlatých šperkov v skutočnosti predstavuje privátne investície do zlata.

Najväčšími vlastníkmi zlata vo svete sú centrálné banky. Hoci zlato v súčasnosti nezohráva významnú úlohu v menovopolitických rozhodnutiach centrálnych bánk, banky si ho ponechávajú vo svojich rezervách (hlavne z historických dôvodov). Úhrnné množstvo zlata v rezervách všetkých centrálnych bánk je 31,9 tisíc tony¹, čo predstavuje okolo 13 % z hodnoty ich celkových devízových rezerv (vyjadrené v cene 1 348 USD/oz² platnej v septembri 2013). Najväčšími držiteľmi zlata sú USA, Nemecko, MMF, Taliansko a Francúzsko. Najvyšší podiel zlata na rezervách vykazuje Portugalsko 84,2 %, Grécko 76,3 %, USA 69,8 %, Nemecko 66,3 % a Venezuela 65,6 %. Priemer za eurozónu predstavuje 56,0 %. Národná banka Slovenska v súčasnosti spravuje 31,8 tony zlata, čo predstavuje približne 52,8 % jej celkových devízových rezerv.

Graf 1 Rozdelenie svetových zásob vyťaženého zlata (v %)



Zdroj: World Gold Council.

FAKTORY OVPLYVŇUJÚCE CENU ZLATA

Potenciálne výnosy z držby zlata ako aktíva sa v prevažnej miere odvíjajú od vývoja jeho ceny, pretože z jeho držby neplynú ani dividendy (ako v prípade akcií), ani nezaručuje fixné platby (ako dlhopisy). Z historického hľadiska môžeme považovať zlato skôr za nízko výnosné aktívum (tabuľka 2) aj keď v poslednom období sa jeho výnosnosť podstatne zvýšila, čo súvisí s rastom ceny zlata v poslednom období, obzvlášť od vypuknutia finančnej krízy v roku 2008.

Názory na ďalší vývoj ceny zlata, ako aj na to, ktoré faktory túto cenu ovplyvňujú, sú veľmi rôznorodé. Kritická analýza najrozšírenejších názorov o zlate je uvedená v rozsiahlej štúdií Erb, Harvey, 2013, v ktorej sú podrobené analýze nasledujúce tvrdenia:

¹ World official gold holdings, august 2013.

² 1 oz. (trójska unca) = 31,103g, 1t zlata teda stojí 41,1 mil. USD (okt. 2013).



Tabuľka 1 Zlaté rezervy a ich podiel na celkovom objeme devízových rezerv

Krajina	v tonách	v %	Krajina	v tonách	v %
USA	8 134	69,8	Slovensko	31,8	52,8
Nemecko	3 391	66,3	Česko	11,0	1,0
Švajčiarsko	1 040	7,8	Maďarsko	3,1	0,3
Japonsko	765	2,4	Poľsko	102,9	3,7
IMF	2 814	–	Slovinsko	3,2	14,4
ECB	502	26,8	Lotyšsko	7,7	3,9

Zdroj: World Gold Council, jún 2013.

Tabuľka 2 Reálne výnosy amerických aktív (v % p. a.)

Obdobie	Zlato	Striebro	Akcie	Štátne pokladničné poukážky	10-ročné dlhopisy
1836 – 2011	1,12	1,23	7,40	0,98	2,87
1975 – 2011	3,98	5,11	7,53	1,34	4,50

Zdroj: Barro, 2013.

- 1 Zlato poskytuje zábezpeku proti inflácii v USA.
- 2 Zlato poskytuje zábezpeku proti pohybu výmenného kurzu.
- 3 Zlato je atraktívna alternatíva aktív s nízkym reálnym výnosom.
- 4 Zastúpenie zlata v portfóliách investorov je poddimenzované.

1. Zlato ako zábezpeka proti inflácii v USA

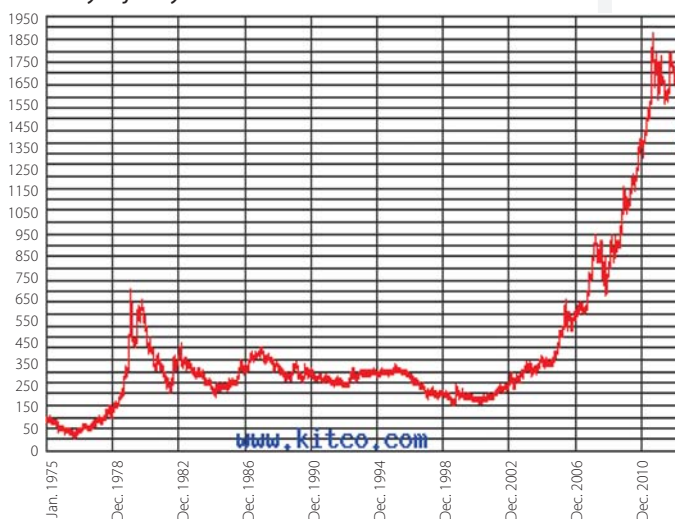
Zlato ako spoľahlivá zábezpeka proti inflácii by znamenalo, že inflácia v USA je dobrým indikátorom ceny zlata v krátkodobom horizonte. Konkrétne údaje však toto tvrdenie nepodporujú. Dokonca ani v strednodobom horizonte (okolo 10 rokov) nie je zlato spoľahlivou zábezpekou proti inflácii, keďže priemerné výnosy zlata vykazujú oveľa väčšiu variabilitu než priemerná inflácia v danom období. Dá sa z nich ale usúdiť, že v dlhodobom horizonte má reálna cena zlata tendenciu vracieť sa k svojmu priemeru. Na grafe 3 je znázornený priebeh reálnej ceny zlata (cena zlata v USD/CPI_US) za posledných vyše 200 rokov.

Celé obdobie možno rozdeliť na tri základné periódy.

- 1791–1933 je obdobím, v ktorom zlato bolo všeobecne konvertibilnou menou. Priemerná inflácia v tomto období bola 0,3 % ročne.
- 1933–1971 bolo zlato oficiálne konvertibilnou menou. Priemer za toto obdobie je nižší ako dlhodobý priemer a priemerná ročná inflácia bola 3 %.
- V období od roku 1971 po súčasnosť hlavná svetová mena, dolár, nie je nijako naviazaná na zlato. Priemerná ročná inflácia v tomto období dosahovala hodnotu 3,8 %.

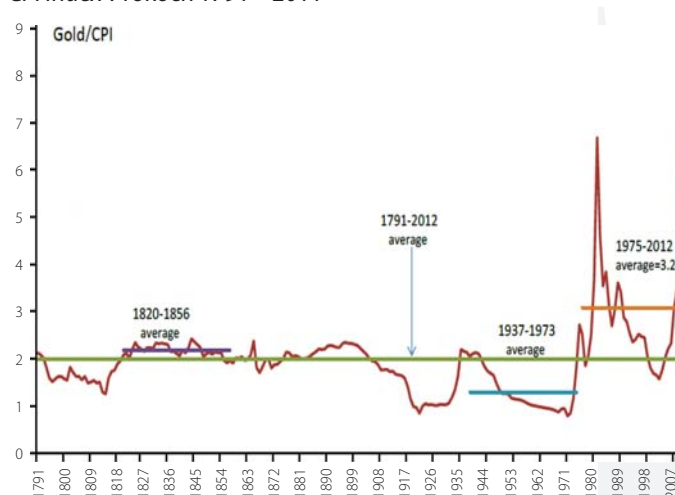
Na grafe 4 je znázornený vývoj reálnej ceny zlata od roku 1791 po súčasnosť s mesačnou frekvenciou údajov; priemer za toto obdobie je 3,37, smerodajná odchýlka 1,56. Na konci augusta 2013 mala reálna cena hodnotu 5,96.

Graf 2 Vývoj ceny zlata v USD



Zdroj: Kitco.

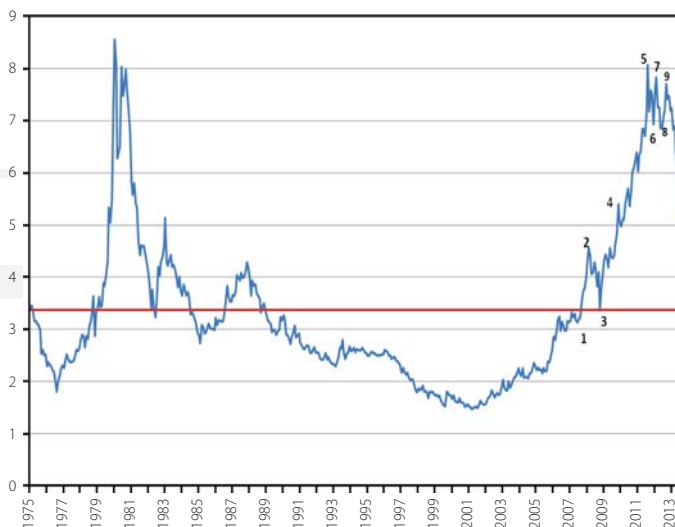
Graf 3 Reálna cena zlata = cena zlata v USD/US CPI index v rokoch 1791 – 2011



Zdroj: Erb, Harvey, 2013.



Graf 4 Reálna cena zlata = cena zlata v USD / US CPI index v období 1975 – 2013



Zdroj: FRED, vlastný výpočet.

Legenda:

USA: 1 – (jún 2007) – prasknutie realitnej bubliny v USA; 2 – (marec 2008) – poskytnutie pomoci Bear Stearns; 3 – (október 2008) – krach Lehman Brothers
Eurozóna: 4 – (máj 2010) – prvý grécky balíček; 5 – (august 2011) – iniciovanie druhého gréckeho balíčka; 6 – (november 2011) – návrh gréckeho premiéra na vypísanie referenda o zotrvaní v eurozóne; 7 – (február 2012) – finalizácia druhého gréckeho balíčka; 8 – (máj 2012) – nemecké úvahy o grexite; 9 – (september 2012) – OMT

3 Tento fakt sa obvyčajne zdôvodňuje existenciou tzv. momentum investorov, ktorí pri raste ceny zlata vsádzajú na jej ďalší rast.

Posledné obdobie tohto vývoja je konfrontované s udalosťami odohrávajúcimi sa v USA po vypuknutí finančnej krízy a v eurozóne počas dlhovej krízy. Body zvratu sa na ± 1 mesiac zhodujú s danou udalosťou. To, samozrejme, nedokazuje, že práve tieto udalosti spôsobili daný vývoj.

Reálna cena zlata sa javí byť dominantným faktorom určujúcim nominálnu cenu zlata; ak je reálna cena zlata nad dlhodobým priemerom, má tendenciu klesať a opačne.

2. Zlato ako zábezpeka proti pohybu výmenného kurzu

Zlato nie je a ani nemôže byť spoľahlivou zábezpekou proti pohybu výmenného kurzu. Ak by aj zlato hedžovalo výmenný kurz jednej meny, nemohlo by hedžovať výmenné kurzy ostatných mien. Navyše variabilita reálnej ceny zlata je oveľa vyššia než variability výmenných kurzov.

3. Zlato ako atraktívna alternatíva aktív s nízkym reálnym výnosom

V súvislosti s názorom, že zlato je atraktívna alternatíva voči ostatným aktívam, sa v údajoch pozorovala silná negatívna korelácia medzi reálnou cenou zlata a reálnymi výnosmi 10-ročných vládnych US dlhopisov. Na základe toho sa však nedá usúdiť, že nízke reálne výnosy zapríčiňujú zvyšovanie reálnej ceny zlata, keďže nie je zrejme kauzalita tohto vzťahu. Môže existovať iná ekonomická veličina, ktorá riadi obe tieto premenné. Takouto veličinou môže byť napríklad vyššia inflácia spôsobená znížením agregátnej ponuky, ktorá súčasne znižuje reálnu úrokovú

mieru. Nedostatok investičných príležitostí spôsobený nízkou reálnou úrokovou mierou robí zlato atraktívnou investíciou, čím jeho nominálna cena rastie.

4. Poddimenzovanie zastúpenia zlata v portfóliách investorov

Úvahy založené na analýze ponuky a dopytu po zlate indikujú, že cena zlata by mala dlhodobo rásť. Ponuka zlata je značne obmedzená, zatiaľ čo dopyt by mal rásť z nasledujúcich dôvodov. Hodnota investičného zlata predstavuje asi 2 % zo súčasnej kapitalizácie globálnych akcií a dlhopisov. Zastúpenie zlata v portfóliách väčšiny investorov nedosahuje túto úroveň a všeobecný trend približuje sa k tejto hodnote by spôsobil zvýšený dopyt po zlate. Z údajov navyše vyplýva, že so stúpajúcou cenou sa dopyt po zlate zvyšuje.³ Okrem toho centrálné banky veľkých rozvojových krajín (BRICS) začali v poslednom období diverzifikovať portfólio svojich devízových rezerv od dolárových a eurových aktív k zlatu. Ak by sa týmto trendom chceli aspoň čiastočne priblížiť k portfóliu rozvinutých krajín, museli by značne zvýšiť svoje zlaté rezervy. Dopyt po zlate by v nasledujúcom období mal prevyšovať ponuku a cena zlata by teda mala rásť.

CENTRÁLNE BANKY A ÚROKOVÁ MIERA ZO ZLATÝCH DEPOZITOV

Okrem aktívnej investičnej politiky (kúpa/predaj) so zlatom, ktorá pre centrálnu banku môže predstavovať potenciálne vysoké výnosy (ale aj stratu, v závislosti od pohybu cien zlata), existujú bezpečnejšie druhy obchodov, poskytujúce výnos:

Zlatý depozit – centrálna banka požičia zlato protistrane, ktorou je obvyčajne banka patriaca do asociácie zlatých bánk (London Bullion Market Association – LBMA) na určité vopred dohodnuté obdobie, po uplynutí ktorého dlžník vráti zlato spolu s vopred dohodnutým výnosom centrálny banky. Tento výnos sa nazýva úroková miera zo zlatého depozitu (Gold Lease Rate – GLR). Centrálna banka je vystavená kreditnému riziku počas celej doby a v celej výške objemu operácie.

Zlatý swap (v podstate REPO obchod) – centrálna banka poskytne protistrane zlato a zinkasuje hotovosť. Táto hotovosť môže byť následne investovaná na finančnom trhu (minimálne za výnos LIBOR). Po uplynutí doby swapu centrálna banka odkúpi zlato za vopred dohodnutú cenu poskytujúcu výnos (Gold Forward Rate – GOFO). GOFO je vlastne úroková miera inkasovaná za hotovostnú pôžičku kolateralizovanú zlatom. Zlatý swap teda znižuje kreditné riziko, ktorému je centrálna banka vystavená. Z arbitrážnej podmienky vyplýva nasledujúci vzťah:

$$GLR = LIBOR - GOFO$$

Na rozdiel od GLR miery, ktorá je odvodená na základe vyššie uvedeného vzťahu, GOFO miera (podobne ako LIBOR) je priemerom mier deklarovaných bankami LBMA ako tvorcami trhu. GOFO



miera teda nastavuje aktuálnu situáciu na trhu so zlatom a je to vlastne pozorovateľný signál od zúčastnených bánk. Ak je GOFO miera nastavená tak, že diferenciál na pravej strane výrazu je veľký, banky LBMA sú ochotné poskytovať hotovosť kolateralizovanú zlatom (požičiavať si zlato). Táto situácia nastáva pri vysokom dopyte po fyzickom zlate. GLR miera teda môže byť považovaná za proxy pre agregátny dopyt po fyzickom zlate alebo tiež za mieru výhodnosti držby fyzického zlata oproti držbe tzv. papierového zlata (možnej držbe fyzického zlata v budúcnosti).

TRH SO ZLATOM

Trh so zlatom sa za posledných 10 rokov radikálne zmenil. V minulosti na ňom prevládali komerční investori, ktorých hlavnou aktivitou bolo hedžovanie zabezpečujúce forwardový predaj budúcej produkcie. V súčasnosti je hedžovanie na ústupe a do popredia sa tlačia špekulatívne aktivity nekomerčných investorov, ktorí udržiavajú otvorené pozície, či už na forwardový nákup alebo predaj zlata. Zlato zohráva skôr úlohu investičného aktíva ako komodity.

ASOCIÁCIA ZLATÝCH BÁNK – LBMA

LBMA predstavuje ďaleko najväčší trh so zlatom (veľkoobchod so zlatom), na ktorom môžu obchodovať len veľké „zlaté“ banky, retailoví obchodníci sú vylúčení. Obchody sa neuzatvárajú na burze, ale vzájomnou dohodou dvoch protistrán (*over-the-counter*). Obchoduje sa len so zlatými tehľami v štandardizovanej forme, minimálny objem kontraktu je 1000 oz. Až 95 % týchto obchodov sa uskutočňuje formou nealokovaného zlata. Nealokované zlato predstavuje pre vlastníka všeobecnú a nezabezpečenú poukážku na fond zlata danej banky. Ak sa banka stane nesolventnou, vlastník nealokovaného zlata môže prísť o časť alebo aj o celú investíciu, má nižšiu mieru ochrany ako vlastník bežného účtu. Z tohto dôvodu je dôležitá otázka, aké množstvo fyzického zlata zabezpečuje obchody uskutočňované v rámci LBMA. Na prekvapenie tento údaj, podobne ako prevažná väčšina iných údajov o obchode so zlatom, nie je k dispozícii. Z dostupných údajov a pomocou rôznych odhadov (skôr konzervatívnych) bolo odhadnuté⁴, že priemerný objem denných obchodov v rámci LBMA je 2 134 ton zlata a že maximálny možný objem fyzického zlata, ktorým by tieto transakcie mohli byť kryté, je 15 000 ton. Ak by každá transakcia bola plne krytá zlatom, každý deň by zmenilo majiteľa 14 % globálnych súkromných zlatých zásob. Za 7 dní by všetky zásoby súkromného investičného zlata (štandardizované zlaté tehly) obmenili majiteľa. Tento fakt však nie je reálny.

BURZA COMEX

COMEX je najväčšou svetovou burzou, na ktorej sa obchoduje so zlatom. Cena zlata kótovaná na tomto trhu je svetová spotová cena zlata. Na tomto trhu sa však obchoduje s tzv. papierovým zlatom, t. j. so zlatými futures. V princípe investori

Graf 5 Vývoj úrokovej miery zo zlatých depozitov



Zdroj: www.sharelynx.com

môžu žiadať dodávku fyzického zlata v čase splatnosti kontraktu, prevažná väčšina investorov však likviduje kontrakt ešte pred vypršaním splatnosti a k dodávke fyzického zlata nedochádza. Objem papierového zlata na tomto trhu vysoko preyšuje objem fyzického zlata, ktorým sú futures obchody kryté. Na ilustráciu, objem všetkých kontraktov od mája do augusta 2013 predstavoval 31 mil. oz zlata, z ktorého iba 5 % by mohlo byť aj fyzicky dodané. Odhaduje sa (oficiálne štatistiky nie sú k dispozícii), že papierového zlata je až 100-násobne viac ako fyzického, a teda leverage v prípade zlata je vyššia než v prípade peňazí.

Na burze obchodujú tri kategórie investorov – komerční (*commercials*), nekomerční (*non-commercials*) a ostatní (*non-reporting*). Medzi komerčných investorov patria napr. firmy produkuje zlato, medzi nekomerčných patria hedžové fondy a veľké banky – špekulanti so zlatom. V článku Barone et.al je ukázané, že čistá pozícia nekomerčných investorov má významný vplyv na dynamiku cien zlata; zvyšujúca sa čistá predajná pozícia má tendenciu zvyšovať cenu zlata.

Natíska sa otázka, či môžu nekomerční investori manipulovať s cenou zlata vo svoj prospech. Namiesto odpovede uvedme niekoľko faktov:

- Napriek prevládajúcemu (a neustále podporovanému) názoru, že trh so zlatom je rajom pre špekulantov, 90 % investorov so zlatom vykazuje straty.
- Trh so zlatom je veľmi slabo regulovaný a je jedným z najmenej transparentných.
- Na iniciovanie kontraktu stačí veľmi nízky, len 5-percentný depozit a v prípade, že cena zlata sa vyvíja v neprospech investora, broker môže žiadať jeho navýšenie v priebehu 24 hodín, inak sa môže kontrakt zlikvidovať.
- V apríli 2013 klesla cena zlata najviac za posledných 33 rokov potom, čo neznáma entita forwardovo predala 400 ton zlata (The Telegraph⁵).

4 <http://www.gata.org/files/Thunder-RoadReport-10-15-2009.pdf>
 5 "It's rather odd," said Mr Hambro, "Gold is streaming into the Far East. Russians are still buying; the Chinese are buying. There's no secret. It's in the international statistics. Where the selling came from that knocked the gold price down, I really don't know. It was such a very strange thing... Fractional reserve banking in gold is responsible for a lot of the strange things going on. You can set yourself up as a hedge fund and nobody knows who you are."



ZHRNUTIE

Reálny výnos zo zlata je historicky nízky a vykazuje vysokú volatilitu, a preto sa zlato nejaví ako vhodné aktívum na dlhodobú investíciu. Potenciálne najvyššie výnosy zo zlata ako aktíva plynú z jeho kúpy alebo predaja, čo závisí od vývoja jeho ceny, keďže z jeho držby neplynú ani dividendy (ako v prípade akcií), ani nezaručuje fixné platby (ako dlhopisy).

Predvídať vývoj ceny zlata je veľmi náročné, pretože nie je celkom jasné, ktoré faktory ho ovplyvňujú. Z historického vývoja za posledných viac ako 200 rokov sa dá odpozorovať pomerne všeobecne akceptovaný fakt, že v dlhodobom horizonte má reálna cena zlata (cena v USD deflovaná americkým indexom spotrebiteľských cien) tendenciu vracat' sa k svojmu dlhodobému priemeru, a preto sa zdá byť dominantným faktorom určujúcim nominálnu cenu zlata; ak je reálna cena zlata nad dlhodobým priemerom, má tendenciu klesať a opačne. Obdobie od roku 1971, t. j. odkedy sa prerušila väzba amerického dolára na zlato, je charakteristické dramatickým zvýšením volatili-

ty ceny zlata; cena dvakrát prekročila priemer o tri štandardné odchýlky smerom nahor.

Centrálne banky by sa mohli zbaviť tohto málo výnosného aktíva prostredníctvom derivátov, a to forwardovým predajom alebo kúpou opcie. V čase uzavretia kontraktu by nedošlo k fyzickému prevodu zlata. Je to dôležitý aspekt transakcie, keďže široká verejnosť vníma zlato ako faktor zabezpečujúci stabilitu a dôveryhodnosť meny.

Krátkodobé pohyby ceny zlata sú však ešte menej predvídateľné ako dlhodobé. Prípadná snaha zvýšiť výnosy zlata pomocou derivátových obchodov je podľa nášho názoru riskantná, keďže cena zlata sa zdá byť náchylná na manipuláciu zo strany veľkých hráčov so zlatom v ich prospech.

Vzhľadom na fakt, že likvidita fyzického zlata, ktoré zabezpečuje obchody s tzv. papierovým zlatom je veľmi nízka, držba fyzického zlata sa môže stať v budúcnosti veľmi výhodnou.

Okrem aktívnej investičnej politiky (kúpa/predaj) so zlatom môže centrálna banka získať určitý výnos zo zlatých depozitov alebo swapov.

Literatúra:

1. Árendáš, M., Šuster, M.: Význam zlata v centrálnych bankách a ich budúca perspektíva v devízových rezervách, 2006.
2. Barone-Adesi, G., Geman, H., Theal, J.: On the Lease Rate, Convenience Yield and Speculative Effects in the Gold Futures Market, Swiss Finance Institute, Research Paper Series No 09-07.
3. Barro, R., Misra, S.: Gold returns, NBER Working Paper 18759, 2013.
4. Erb, C., Harvey, C.: The Golden Dilemma, 2013 at <http://ssrn.com/abstract=2078535>

I N F O R M Á C I E

Ponuka podujatí Inštitútu bankového vzdelávania NBS, n. o., na február 2014



Názov vzdelávacieho podujatia	Dátum konania
Cenné papiere domáce a zahraničné I	4. 2. 2014
Školenie pre používateľov APS STATUS_DFT	5. 2. 2014
Skúška sprostredkovateľov – vyšší stupeň	11. 2. 2014
Skúška sprostredkovateľov – stredný stupeň	12. 2. 2014
Zákon o platobných službách a európska legislatíva – nariadenie EP 260/2012, dopad na platobné služby	12. 2. 2014
Obchodno-právne vzťahy a platné normy medzi bankou a klientom (právne minimum pre úverových pracovníkov)	12. – 13. 2. 2014
Riadenie firmy a finančné vykazovanie podľa slovenských a medzinárodných štandardov (čo potrebujú vedieť manažéri o svojej firme)	18. – 19. 2. 2014
Ako komunikovať na sociálnych sieťach	18. 2. 2014
SEPA – ako po 1. februári 2014 firma zvládne SEPA	19. 2. 2014
Discover Qlik View	20. 2. 2014
Komoditné trhy a reálne investície	26. 2. 2014
Platobný styk I	26. 2. 2014
Školenie pre používateľov IS SIPS	27. 2. 2014



Národohospodár Peter Zaťko

doc. Ing. Ivan Figura, CSc.

S časovým vzdalovaním sa čoraz viac vynikajú hodnoty osobností histórie. Platí to v plnej miere o poprednom slovenskom národohospodárovi Petrovi Zaťkovi, ktorý sa narodil pred 110 rokmi v hornoliptovskej obci Vavrišovo 17. októbra 1903. Čoraz viac vynikajú jeho smelé aktivity v hospodárskej politike ako podnetný príklad pre súčasných činiteľov a myšlienky obsiahnuté v jeho publikáciách sa stávajú inšpiratívnym zdrojom pre dnešné ekonomické myslenie.

Na obchodnej akadémii v Martine maturoval v roku 1923 a Vysokú školu obchodnú v Prahe ukončil v decembri 1926 s diplomom komerčného inžiniera, ktorý v tom čase na Slovensku vlastnili iba niekoľkí.

Už počas štúdia podnikol svoje prvé – a nie nemeslé – kroky v ekonomickej publicistike. V roku 1926 uverejnil v denníku Slovenský národ príspevok *Úver na movitý záloh*, zaoberajúci sa uľahčením hypotekárneho úveru roľníkom, a krátko na to článok *Zákon o stabilizačných bilanciách* s pripomienkami k návrhu zákona. O tri mesiace neskôr publikoval v mesačníku Prúdy k tejto problematike aj jeho rovesník Imrich Karvaš.

Zaťkove prvé pracovné pôsobenie bolo v rokoch 1927 až 1929 v Československo-maďarskej obchodnej komore v Budapešti. Popri plnení úradníckych povinností publikoval o československo-maďarských hospodárskych vzťahoch v maďarskom hospodárskom časopise *Magyar közgazdaság* a zároveň svojimi *Dopismi z Budapešti* oboznamoval aj československú verejnosť s hospodárskymi opatreniami maďarskej vlády v pražskom ekonomickom týždenníku *Hospodárska politika*, do ktorého prispel aj niekoľkými analytickými článkami.

Tvorivým výsledkom jeho „maďarských rokov“ sa stala štúdia *Industrializačná politika Maďarska a jej výsledky* vydaná knižne v Bratislave v roku 1930. Túto politiku, najmä v období Uhorska, pokladal za výnimočnú a doslova o nej napísal: „...sotva by sme našli ešte jeden taký zaujímavý prípad industrializácie, ako je práve tento“. Išlo v nej o to, že uhorské vlády, ktoré nemohli v rámci rakúsko-uhorskej monarchie podporovať industrializáciu svojej krajiny colnými bariérami chrániacimi rodiaci sa priemysel pred konkurenciou rakúskych výrobcov, pomáhali mu tvorivo daňovými výhodami, subvenciami, štátnymi objednávkami a dokonca aj umožňovaním vyvlastnenia pozemkov. Zaťko podal výstižný ucelený obraz historického vývoja uplatňovania týchto nástrojov, pričom neskôr z nich čerpal poučenie aj pre industrializačnú politiku na Slovensku.

SLOVENSKO V RÁMCI ČESKOSLOVENSKA

Po návrate na Slovensko pracoval v rokoch 1929 až 1936 ako prednosta obchodno-politického

oddelenia Obchodnej a priemyselnej komory v Bratislave. Súčasne bol aj tajomníkom Zväzu kameňolomov Slovenska, generálnym tajomníkom Zväzu drevárskeho priemyslu na Slovensku, tajomníkom Výboru pre hospodárske otázky Slovenska a Podkarpatskej Rusi.

V roku 1931 vyšla jeho kniha o doplnkovom zdroji príjmov slovenských roľníkov *Domácka výroba najmä na Slovensku a na Podkarpatskej Rusi*, ktorú môžeme pokladať nielen za najlepší slovenský spis o tejto oblasti ekonomiky, ale aj za jedno z vrcholných diel slovenskej ekonomickej literatúry tridsiatych rokov minulého storočia. Zaťko úspešne prenikol do skúmanej problematiky, čomu predchádzalo nielen štúdium početnej literatúry, ale aj rozsiahly štatistický prieskum, ktorý zorganizoval. Zároveň prišiel s konkrétnymi námetmi, ako domácku výrobu podporiť.

Zaťko predložil knihu ako vedeckú dizertáciu na získanie doktorátu obchodných vied a po obhajobe bol v Prahe 9. februára 1935 promován. Stal sa prvým nositeľom titulu *Rerum commercialium doctor (RCDr.)* nielen na Slovensku, ale spolu s M. Hornom aj v ČSR.

V roku 1931 s Imrichom Karvašom inicioval vznik dvojtýždenníka *Politika*, nezávislého od politických strán, poskytujúceho priestor najmä pre názory tej časti slovenskej inteligencie, ktorej išlo o záujmy Slovenska, ale nebola spätá s politickými stranami.

Zaťkov článok *Ako vyzerá tá agrárnosť Slovenska*, uverejnený v tom istom roku v *Politike*, rozvíril hladinu názorov na koncepciu vtedajšej hospodárskej politiky, že Slovensko s poľnohospodársky zameraným obyvateľstvom sa má rozvíjať ako agrárna časť a české kraje ako priemyselná časť Československa. Zaťko kritizoval tento prístup a napísal, že Slovensko nie je poľnohospodárskym preto, že by pre túto výrobu malo zvlášť výhodné prirodzené podmienky, ale preto, že takým byť musí, lebo možnosti odlivu obyvateľstva z poľnohospodárstva do iných výrobných odvetví sú nepatrné. Podľa neho ani intenzifikácia poľnohospodárskej výroby nemohla pre populačné prírastky zabezpečiť udržanie existujúcej životnej úrovne. Riešenie, ktoré potom sústavne v ďalších rokoch prebojoval, videl v industrializácii Slovenska.



1 Vyše štyroch stovák jeho mladých účastníkov rôznej politickej orientácie búrlivo odmietlo koncepciu československého národa, vyjadrilo nespokojnosť s nerovnoprávnym postavením Slovenska v ČSR a vyslovilo zdrvivú kritiku pražského centralizmu, čo vyvolalo prudkú odozvu v celej vtedajšej tlači.

2 Na jeho váhanie prijať túto funkciu spomínal popredný politik Ján Ursíny: „...navštívil ma dr. Peter Zaťko so správou, že nemieni prijať navrhovanú kandidatúru za poslanca, že mu je to trápne... Na moje naliehanie kandidatúru prijal. Podľa môjho názoru ho navrhli preto, že mali málo činiteľov, ktorí sa vyznali v našej hospodárskej problematike.“

Spolu s Imrichom Karvašom sa Peter Zaťko zapísal do histórie slovenského ekonomického myslenia ako predstaviteľ regionalizmu, pod ktorým rozumel „snahu o hájenie a uplatňovanie špeciálnych záujmov jednotlivých častí určitého celku v rámci záujmov tohto celku“, čo v Československu podľa neho malo viesť k „vyrovnaníu podmienok hospodárskeho, sociálneho a kultúrneho vývoja na Slovensku s podmienkami v krajinách českých“. Ostro kritizoval pražský centralizmus, ale odmietal aj radikálny slovenský autonomizmus.

Bol predsedom prípravného výboru, ktorý zvolal Zjazd mladej slovenskej generácie na 25. a 26. júna 1932 do Trenčianskych Teplíc, kde ho zvolili za predsedu samotného zjazdu, ojedinelého podujatia novodobej slovenskej histórie, pretože sa na ňom v záujme Slovenska zjednotili diverzované, až protirečivé sily názorového spektra.¹

JEDEN Z MÁLA TÝCH, KTORÍ SA VYZNALI

Od roku 1936 zastával Zaťko významnú funkciu generálneho tajomníka Ústredného združenia slovenského priemyslu. Vďaka jeho aktivitám si ho vážili nielen v hospodárskych kruhoch, ale aj v širšej verejnosti ako vynikajúceho odborníka známeho dôsledným obhajovaním záujmov Slovenska v rámci Československa, ktoré pokladal za domovinu Slovákov.

Predseda vlády ČSR Milan Hodža ho – hoci neustraníka – požiadal, aby sa zúčastnil 5. a 6. októbra 1938 na rokovaní slovenských politických strán v Žiline o autonómii Slovenska v rámci ČSR. Neskôr sa stal poslancom snemu autonómnej Slovenskej krajiny, ktorý sa po osamostatnení Slovenska zmenil na Slovenský snem.²

Pri rokovaní o zostavení prvej vlády Slovenskej republiky 14. marca 1939 ho oslovil Alexander Mach s prosbou, aby prijal funkciu ministra hospodárstva. Zaťko odmietol, ale i tak zohral významnú úlohu v hospodárskej politike nového štátu najmä ako člen Komitétu hospodárskych ministrov, ale aj ako predseda Najvyššieho úradu hospodárskeho, neskôr Ústredne pre hospodárstvo surovinové a priemyselné. Významne prispel k formovaniu hospodárskej politiky, ktorá priniesla slovenskému obyvateľstvu počas vojny relatívne priaznivejšie materiálne zabezpečenie, než mali občania okolitých krajín. Mal zásluhy na viacerých rozvojových opatreniach, medzi inými na prijatí zákona o podpore výstavby priemyslu. Neodmysliteľnú úlohu zohral v úspešnom vytváraní prekážok pre nemeckú exploatáciu ekonomiky Slovenska.

Pozoruhodné sú jeho názory na rozpočtovú politiku, ktoré vyjadril ako spravodajca rozpočtového výboru Slovenského snemu. Štátny rozpočet nechápal iba ako nástroj rozdeľovania národného dôchodku, ale videl v ňom aj dôležitý nástroj rozvoja ekonomiky. Na konkrétnych údajoch dokazoval prínos daňových úľav pre rast investícií

v priemysle, keď štát „aj s malými obeťami vhodne volenými, môže vyvolať veľký súkromný investičný ruch“ a už počas vojny myslel na to „aby sme obstáli v povojnovej konkurencii“.

V súvislosti s príjmovou stránkou štátneho rozpočtu o priamych daniach, ktoré patrili na Slovensku medzi najvyššie v Európe, uviedol, že „ich prípadné ďalšie zvyšovanie mohlo by mať už aj nepriaznivé následky vo finančných príjmoch štátu“, pretože by odrádzalo „od snahy dosiahnuť zárobku, ktorý by prevyšoval určitú hranicu“, teda to, čo sa dnes znázorňuje Lafferovou krivkou. Pre nepriaznivé sociálne následky odmietal tiež zvyšovanie priamych daní, pretože sa prejaví v cenovej hladine.

Pokiaľ išlo o výdavkovú stránku, súhlasil s požiadavkou, až dodnes opakovanou, dosiahnuť úspory znižovaním počtu úradníkov. Zároveň však zdôraznil potrebu „zlepšiť ich honorovanie“, pretože s menším počtom, ale lepšie honorovaných, sa dá dosiahnuť viac.

Osobitnú kapitolu v Zaťkovom živote tvorí Slovenské národné povstanie. Už v januári 1944 sa stal členom ilegálnej Slovenskej národnej rady. Úspešne splnil zverenú úlohu zabezpečiť Povstanie po hospodárskej stránke a na povstaleckom území pôsobil ako člen prezidiálnej rady poverenictva financií a najmä ako zástupca SNR v Rade na obranu Slovenska. Za účasť v povstaní ho na príkaz Nemcov 3. januára 1945 osobitný revízny senát Najvyššieho súdu v Bratislave odsúdil v neprítomnosti na trest smrti.

Vtedy sa však Zaťko, ktorý ešte koncom októbra 1944 odletel s delegáciou SNR do Kyjeva, vracal v januári 1945 z tejto cesty na východné Slovensko oslobodzované od nemeckej armády a dostal na oslobodenom zemí na starosť zásobovanie, obchod a priemysel.

Po návrate do Bratislavy sa ujal vedenia Ústredného združenia slovenského priemyslu a pomáhal znárodneným podnikom. V auguste 1945 bol vyznamenaný Radom SNP I. tr. Keď sa v tom období SNR uzniesla na zriadení Štátneho plánovacieho a štatistického úradu, stal sa jeho podpredsedom.

Po politických zmenách vo februári 1948 odmietol vstúpiť do komunistickej strany a napriek ochote pomáhať hospodárskemu rozvoju sa musel vzdať tejto funkcie. V roku 1952 ho s rodinou vysídliť z Bratislavy a v roku 1958 zaistili a nespripravodlivo odsúdili na tri roky väzenia. V rámci amnestie 9. mája 1960 ho prepustili, v roku 1964 čiastočne rehabilitovali, ale rozsudok súdu zrušili až v roku 1968. Zostal invalidným dôchodcom a presťahoval sa späť do Bratislavy. K práci národohospodára sa už nedostal. Slovenská ekonomika stratila schopnosti jedného z tých, „ktorí sa vyznali v našej hospodárskej problematike“.

Peter Zaťko zomrel 10. januára 1978. V roku 1991 mu prezident Česko-Slovenskej republiky udelil Rad T. G. Masaryka IV. tr., in memoriam.

Literatúra:

Zaťko, P.: *Industrializačná politika Maďarska a jej výsledky*. Bratislava 1930.

Zaťko, P.: *Domácka výroba najmä na Slovensku a na Podkarpatskej Rusi*. Bratislava 1931.

Zaťko, P.: *Ako vyzerá tá agrárnosť Slovenska*. Politika, I/1931, č. 13, s. 152-154, č. 16, s. 184-185.

Zaťko, P.: *O podstate regionalizmu*. Politika, II/1932, č. 3, s. 28-29.

Teren, Š. (zost.): *Národohospodár Peter Zaťko spomína*. Liptovský Mikuláš, Transcius 1994.

Ursíny, J.: *Spomienky na Slovenské národné povstanie*. Liptovský Mikuláš, Transcius 1994.

Snem Slovenskej republiky (1939 – 1945). Spoločná Česko-slovenská digitálna parlamentná knižnica.



Predstavujeme novú 10-eurovú bankovku série Európa

Gabriel Schlosser
Národná banka Slovenska

Nová bankovka 10 € je v poradí druhou bankovkou série Európa. Do obehu bude uvedená v celej eurozóne dňa 23. septembra 2014, takže všetky zainteresované strany budú mať dostatok času pripraviť sa na jej plynulé zavedenie. Podobne ako bankovka 5 € tejto série obsahuje niekoľko nových ochranných prvkov, ktorých účelom je sťažiť falšovanie týchto bankoviek a uchovať dôveru obyvateľov Európy v eurové bankovky.



Lícna a rubová strana bankovky 10 € série Európa

Od 1. januára 2002 používa eurové bankovky a eurové mince viac ako 334 miliónov obyvateľov v osemnástich členských štátoch eurozóny vrátane Slovenska. V obehu je dnes viac ako 15 miliárd eurových bankoviek v celkovej nominálnej hodnote viac ako 900 miliárd €. Eurosystem – Európska centrálna banka a národné centrálné banky štátov eurozóny – bude postupne aktualizovať všetky eurové bankovky. Prvá bankovka z novej série Európa – bankovka 5 € – je v obehu už od 2. mája 2013.

Hoci sa nová bankovka 10 € podobá na bankovku prvej série vydanú v roku 2002, má vynovený dizajn a obsahuje niekoľko nových a zdokonalených ochranných prvkov. Základný dizajn a hlavná (prevládajúca) farba bankovky však zostali v podstate nezmenené. Bankovky 5 € a 10 € série Európa sú vďaka nánosu ochrannej vrstvy odolnejšie. To znamená, že ich nebude potrebné

vymieňať tak často, čím sa znížia náklady a nepriaznivý vplyv na životné prostredie. Tak ako nová bankovka 5 €, aj táto bankovka má vo vodoznaku a v holograme portrét Európy, postavy z gréckej mytológie, po ktorej bol pomenovaný náš kontinent.

Rovnako ako eurové bankovky prvej série, aj nová bankovka 10 € sa bude dať veľmi ľahko overiť hmatom, pohľadom a naklonením. Na overenie pravosti nie sú potrebné žiadne nástroje. Popri portréte Európy v holograme a vodoznaku bankovky obsahujú aj smaragdové číslo, ktoré pri naklonení mení farbu zo smaragdovozelenej na tmavomodrú.

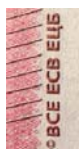
OVERENIE HMATOM

Bankovkový papier vyrobený z bavlny je pevný a pružný.



Hĺbkotlač

Pri pravom a ľavom okraji lícnej strany bankovky je možné nahmatať vystupujúce krátke šikmé linky. Okrem toho sa v ľavej časti nachádza hĺbkotlačou vytlačený text „BCE ECB ELĀ EZB EKP EKT EKB BCE EBC 2014“ (skratky Európskej centrálnej banky). Hĺbkotlačou je vytlačený aj hlavný obrazec, veľké hodnotové číslo.



Hĺbkotlač – detail ľavej časti lícnej strany bankovky so šikmými vystupujúcimi linkami a časťou textu tvoreného skratkou ECB v rôznych jazykových variantoch.

OVERENIE POHLADOM

Pri pohľade na bankovku v priehľade proti svetlu je prvou významnou zmenou portrét vo vodoznaku. Vodoznak je súčasťou bankovkového papiera. Tvorí ho papier na vybraných miestach tenší alebo hrubší a hra svetla a tieňa vytvára v priehľade proti svetlu plastický obraz portrétu. Tenšie časti sú svetlejšie, hrubšie sú tmavšie.

Druhý vodoznak je vytvorený výrazným stenčením papiera v tvare nominálnej hodnoty bankovky.



Detail oboch vodoznakov – portrét Európy a vpravo hore hodnotové číslo bankovky

Ochranný prúžok

V priehľade proti svetlu ochranný prúžok vyzerá ako tmavá čiara. V prúžku je bielym mikropísmom

Na celom svete sú portréty tradičným motívom bankoviek. Výskum ukazuje, že ľudia tváre rozpoznávajú intuitívne. V prípade nových eurových bankoviek bol portrét Európy zvolený pre jeho spojitosť s európskym kontinentom, pričom bankovky zároveň vďaka nemu získavajú ľudský rozmer. Tento konkrétny obraz Európy bol prevzatý z vázy starej viac ako 2 000 rokov, ktorá bola nájdená v južnom Taliansku a v súčasnosti je vystavená v parížskom múzeu Louvre. V gréckej mytológii Európu, dcéru fenického kráľa, zviazol boh Zeus v podobe býka a uniesol ju na Krétu. Starovekí Gréci sa týmto príbehom nechali inšpirovať a začali slovo Európa používať ako zemepisný pojem.



Ochranný prúžok



Detail ochranného prúžka

uvedený znak € a hodnota bankovky 10 tak, aby sa dali prečítať z lícnej aj z rubovej strany. V priehľade proti svetlu je možné v častiach hologramu vidieť rôzne obrazce vytvorené z veľmi malých bodiek: text „10 EURO“, hodnotové číslo 10, dva zvislé texty „10 EURO“ a v poslednej časti hologramu je vidieť symbol €, text „10 EURO“ a tri poloblúky.

OVERENIE NAKLONENÍM

Holografický prúžok je umiestnený v pravej časti lícnej strany bankovky a je zložený zo štyroch častí. Pri naklonení (zmene uhla dopadu a odrazu svetla) sa v každej z týchto častí dynamicky mení iný obrazec: v prvej časti sa mení hodnotové číslo 10 na symbol €, v druhej časti možno vidieť zmenšený portrét Európy, v tretej časti zmenšený portrét, text „EURO“ a symbol €, a vo štvrtnej časti je to hodnotové číslo 10. Spoločnou charakteristickou vlastnosťou celého hologramu je dúhová zmena farby hologramu pri nakláňaní.



Detail hologramu – portrét Európy



Kolmý pohľad na holografický prúžok



Pohľad na sklopený holografický prúžok



Smaragdové číslo s rôznymi farebnými odtieňmi

Smaragdové hodnotové číslo

Charakteristickým ochranným prvkom novej série eurových bankoviek je smaragdové číslo. Trblietavé hodnotové číslo v ľavom dolnom rohu líčnej strany bankovky vytvára svetelný efekt, ktorý sa pohybuje nahor a nadol. Číslo zároveň mení farbu zo smaragdovozelenej na tmavomodrú.

Ďalšie ochranné prvky na novej 10 € bankovke je možné overiť iba s pomocou vhodných technických pomôcok – lupy, zdroja ultrafialového svetla či zdroja infračerveného svetla. Tieto ochranné prvky slúžia na overovanie pravosti bankoviek pokladníkom.

Zvláštnosťou novej série eurových bankoviek je sériové číslo bankovky, ktoré je umiestnené na rubovej strane bankovky. Vododorovné sériové číslo bankovky je vytlačené čiernou farbou – ide o kombináciu dvoch písmen a 10 číslic. Zvislé číslo je vytlačené hlavnou farbou bankovky danej nominálnej hodnoty a pozostáva z posledných šiestich číslic sériového čísla.

V porovnaní s prvou sériou eurových bankoviek došlo k zmene aj v počte skratiek Európskej centrálnej banky. Bankovky série Európa obsahujú deväť trojpísmenových skratiek ECB. Skratky sú uvedené v súlade s protokolom EÚ o poradí názvov štátov:

- BCE: Belgicko, Španielsko, Francúzsko, Taliansko, Luxemburg, Portugalsko, Rumunsko
- ECB: Česko, Dánsko, Írsko, Lotyšsko, Litva, Holandsko, Slovinsko, Slovensko, Švédsko, Veľká Británia
- ЕЦБ: Bulharsko
- EZB: Nemecko, (Luxembursko), Rakúsko
- EKP: Estónsko, Fínsko
- EKT: Grécko, Cyprus
- EKB: Maďarsko
- BCE: Malta
- EBC: Poľsko

Na nových bankovkách série Európa si možno všimnúť aj zväčšené hodnotové číslo bankovky na líčnej a rubovej strane. Tento prvok by mal čiastočne pomôcť zrakovo hendikepovaným občanom v identifikácii bankoviek.

Bankovky oboch sérií budú spočiatku v obehu súbežne. Postupne sa však budú bankovky prvej série (2002) z obehu prirodzeným spôsobom sťahovať až napokon prestanú byť zákonným platidlom. Presný dátum ukončenia ich platnosti bude oznámený v dostatočnom predstihu. Bankovky prvej série si však stále zachovávajú svoju hodnotu a v národných centrálnych bankách krajín eurozóny ich bude možné vymieňať bez časového obmedzenia.

Viac informácií je k dispozícii napr. na stránke <http://www.ecb.europa.eu>. Súčasťou tejto stránky je náučný modul *Euro Cash Academy*, ktorý zábavným spôsobom približuje nové bankovky 5 € a 10 €, ako aj ostatné eurové bankovky. Informácie sa dajú získať aj na stránke www.nbs.sk alebo www.nove-eurobankovky.eu. Ďalším zdrojom informácií budú letáky o novej bankovke 10 €, ktoré sa budú na distribuovať do bánk, obchodov a do ďalších podnikov v celej eurozóne postupne v prvej polovici roku 2014. Európska centrálna banka plánuje dať do obehu 4,5 miliardy kusov bankovky 10 € série Európa.

Eurosystém podniká kroky na podporu adaptácie zariadení na spracovanie hotovosti a overovanie pravosti bankoviek pred septembrovým termínom zavedenia. Majiteľom takýchto zariadení sa v rámci príprav na novú bankovku 10 € odporúča čo najskôr kontaktovať ich dodávateľov a výrobcov (viac informácií na stránke <http://www.nove-eurobankovky.eu/Priamy-pristup/Partneri>).

Národná banka Slovenska sa spolu s Európskou centrálnou bankou a ostatnými národnými centrálnymi bankami štátov eurozóny zúčastňuje na partnerskom programe, ktorý má príslušným stranám pomôcť pri efektívnejšom šírení informácií o nových bankovkách a pri včasnom prispôbobeňí strojov a zariadení na spracovanie bankoviek. Okrem seminárov organizovaných Európskou centrálnou bankou ide o ponuku Národnej banky Slovenska dodávateľom zariadení na spracovanie bankoviek a na overovanie ich pravosti a ostatným tretím stranám (pobočkám zahraničných bánk, spracovateľom peňazí) otestovať svoje zariadenia s novými bankovkami. Ide o tri možnosti:

1. vykonať testovanie zariadení na spracovanie a overovanie bankoviek s novými bankovkami v priestoroch Národnej banky Slovenska,
2. zapožičať si nové bankovky formou výpožičky so zábezpekou,
3. preskúšať nastavenie softvéru na bankovky 10 € série Európa vo svojich zariadeniach podľa spoločných testovacích postupov Eurosystému v priestoroch Národnej banky Slovenska.

Národná banka Slovenska predpokladá, že táto technická príprava, ako aj informačná kampaň – najmä v prvom polroku 2014 – umožní širokej aj odbornej verejnosti včas sa oboznámiť s novou bankovkou 10 € série Európa, jej ochrannými prvkami a pripraviť sa na 23. september 2014, začiatok emisie novej bankovky tak, aby sa v čo najväčšej miere odstránili možné problémy pri overovaní pravosti nových bankoviek.

Zdroj: www.euro.ecb.europa.eu
www.nbs.sk, www.nove-eurobankovky.eu

**OPTIONS FOR ASSESSING HOUSING PRICE LEVELS**

Mikuláš Cár
Národná banka Slovenska

Housing market is mostly influenced by house and apartment prices. The final realisation price of residential property is based on housing needs and related demand on the one side and residential property supply on the other side. Setting a "fair" residential property price is not easy. However, there are certain criteria for considering reasonable price levels, which are useful to be known. Housing market participants may purposefully apply them, although their application may be impeded by limited availability of necessary information and its reliability. (p. 2)

NEW FATF STANDARDS AND A PROPOSAL OF THE FOURTH EU AML/CFT DIRECTIVE

Izabela Fendeková
Národná banka Slovenska

This article loosely follows some presentations of experts from the EU Member States and other countries made at the International Anti-Money Laundering Compliance Conference. The conference organised by the NBS Institute of Banking Education in cooperation with the Banking Association for Central and Eastern Europe was held in Bratislava between 9 and 10 December 2013. The article highlights significant new benchmark-setting initiatives for the enforcement of effective countermeasures against the escalation of criminal efforts to launder money and other assets through financial and non-financial systems at the global and EU levels. The article also analyses new related requirements for Slovakia as an EU and MONEYVAL member. (p. 8)

COMPARING BUSINESS ENVIRONMENT QUALITY IN THE VISEGRAD FOUR COUNTRIES AND IN PARTICULAR THE AVAILABILITY OF FUNDING

Ing. Katarína Belanová, PhD.
University of Economics, Bratislava

Organisations measuring business environment quality have been established in several countries in recent years. Their activities also include ranking economies and comparing the positions of specific

countries at given periods of time. This article compares the quality of the business environment in the Visegrad Four (V4) countries using one global competitiveness index and three indices that provide a more detailed picture of conditions conducive to business activities. Special attention is paid to the availability of credit, since restricted access to funding is often cited as a key barrier to business development, especially in small and medium-sized enterprises. (p. 12)

LIBERALISATION OF CHINESE YÜAN

Ivana Kurejová
Národná banka Slovenska

The current redistribution of world economies underlines the continued U.S. leadership. The crisis in the U.S. mortgage market and its consequences have raised the question of whether the U.S. economy should be an indicator of economic health and the U.S. dollar a major reserve currency. The article considers the issue of whether the Chinese yüan (renminbi) could become one of the major reserve currencies. Trading in yüan is restricted by the Chinese government, which controls yüan liquidity inflows in, and outflows from, the People's Republic of China. However, progress has been made, particularly in recent years when the Chinese government has created favourable conditions for trading in the currency. The objective of this document is to point out the current practices of the Chinese government aimed at liberalising yüan. (p. 18)

GOLD MARKET

Juraj Zeman
Národná banka Slovenska

Gold has always been considered as a safe store of value rather than commodities. In this article, we describe the role it plays in portfolios of central banks. Potential profits from holding gold as an asset stem from gold price dynamics, which are very difficult, if at all possible, to predict, especially in the short run. We try to identify factors that affect gold prices in the long run. Gold owners can also earn low income from gold deposits or swaps. The gold market has radically changed. While gold trading on the spot market dominated the last two decades, recently it has been replaced with trading in gold futures and options on the derivative market. (p. 22)



Vo Frankfurte bola odhalená nová bankovka 10 €

Člen Výkonnej rady Európskej centrálnej banky Yves Mersch dňa 13. januára slávnostne odhalil novú bankovku 10 € a oznámil, že bude uvedená do obehu 23. septembra 2014.



Foto: © Európska centrálna banka

Yves Mersch pri tejto príležitosti uviedol: „Dvanásť rokov po zavedení eurových bankoviek a mincí je ľahké považovať ich za samozrejmosť a zabudnúť na to, akým ambicióznym či dokonca odvážnym projektom zavedenie eura vlastne bolo. Jednotná mena pomohla spojiť milióny Európanov so všetkými našimi osobitnosťami a eurové bankovky a mince sa stali hmatateľným symbolom nášho odhodlania podporovať Európsku úniu. Keď hovoríme: „euro, naša mena“, tak to tak naozaj myslíme!“

Nová bankovka 10 € sa bude dať ľahko rozpoznať, pretože sa podobá bankovke 10 € prvej série. Dizajn bankovky využíva pokrok dosiahnutý v technológii výroby bankoviek, vďaka čomu je bankovku ešte ťažšie sfalšovať. Zároveň bude aj trvácnejšia. Rovnako ako nová bankovka 5 €, aj táto bankovka má vo vodoznaku a holograme portrét Európy, postavy z gréckej mytológie, po ktorej bol pomenovaný náš kontinent.

Počas slávnostného odhalenia Yves Mersch tiež uviedol: „Dnešný deň je zároveň príležitosťou vyzdvihnúť dôležitosť zachovania dôvery obyva-



teľov v euro. Jedným z hlavných dôvodov na zavedenie novej série bankoviek je zabezpečiť, aby ich všetci ľudia mohli aj naďalej používať s úplnou dôverou.“

Z tlačovej správy ECB (13. 1. 2014)

