BIATEC

7

September 2011
Ročník 19

ODBORNÝ
BANKOVÝ
ČASOPIS

NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA

Strieborná zberateľská minca

Ján Cikker – – 100. výročie narodenia

Ing. Dagmar Flaché
Národná banka Slovenska

Pri príležitosti 100. výročia narodenia skladateľa Jána Cikkera, jedného z najvýznamnejších predstaviteľov slovenskej hudby, vydala Národná banka Slovenska striebornú zberateľskú mincu.

Autorom striebornej zberateľskej mince je PhDr. Kliment Mitura. Odborná porota navrhla na realizáciu kombináciu jeho dvoch návrhov, averzu a reverzu.

Ján Cikker (29. 7. 1911 – 21. 12. 1989) svojou rozsiahlou kompozičnou a pedagogickou prácou mimoriadne obohatil kultúru Slovenska. Jeho dielo patrí k tomu najlepšiemu, čo Slovensko v oblasti kultúry a umenia môže ponúknuť svetu.

Cikkerov talent a invencia boli základom pre dielo veľkej umeleckej hodnoty, inšpirujúce ďalšie skladateľské generácie. Jeho tvorba zasahuje takmer do všetkých žánrov, základ však tvoria opery – Juro Jánošík, Beg Bajazid, Mister Scrooge, Vzkriesenie, Hra o láske a smrti, Coriolanus, Obliehanie Bystrice, Rozsudok, Zo života hmyzu, s ktorými dosiahol úspechy na doskách najvýznamnejších operných domov. Popri operách však písal klavírne a symfonické skladby, ako aj oratórium Óda na radosť na verše M. Rúfusa a tiež početné zborové skladby a piesňové cykly.

Výnimočné boli aj Cikkerove ľudské vlastnosti. Protest proti fašizmu vyjadril účasťou v Slovenskom národnom povstaní a jeho skladba Pochod povstalcov sa stala legendárnou. Za humanizmus a etické princípy v tvorbe mu Viedenská univerzita udelila cenu Gottfrieda von Herdera (1966). Okrem titulu národný umelec získal v roku 1979 aj Cenu UNESCO za hudbu. Štátne vyznamenanie Rad Ľudovíta Štúra I. triedy dostal v roku 2001 in memoriam .

Národná banka Slovenska vyhlásila na výtvarný návrh mince verejnú anonymnú súťaž. Pri jej príprave úzko spolupracovala s Múzeom Jána Cikkera v Bratislave. Do súťaže predložilo šestnásť autorov spolu deväťnásť výtvarných prác.

Komisia ku všetkým návrhom vzniesla pripomienky, a to z hľadiska ich obsahu, kompozície alebo stvárnenia portrétu Jána Cikkera. Preto odporučila na realizáciu kombináciu averzu a reverzu dvoch návrhov, ktoré v súťaži získali zníženú druhú cenu. Autorom oboch návrhov je PhDr. Kliment Mitura.

Na realizáciu averzu bol schválený návrh, ktorý komisiu oslovil výstižnou obsahovou hodnotou a vyváženou kompozíciou. Odborní poradcovia ocenili najmä zobrazenie budovy Slovenského národného divadla a ďalších zahraničných operných domov, pretože pre Jána Cikkera bola ťažisková operná tvorba, ktorá je v medzinárodnom

(Pokračovanie na 3. str. obálky)

Strieborná zberateľská minca

Ján Cikker – 100. výročie narodenia

(Pokračovanie z 2. str. obálky)

Porota udelila dve druhé znížené ceny. Prvú získal za dva návrhy Kliment Mitura.

Autorom druhého návrhu je Miroslav Rónai.

meradle najznámejšia a predstavil sa ňou na mnohých svetových javiskách. V zmysle pripomienok komisie autor z návrhu averzu odstránil nominálnu hodnotu, ktorá je uvedená aj na reverze vybranom na realizáciu a upravil umiestnenie štátneho znaku. Na reverze stvárnený portrét komisia nepovažovala za výstižný a hodnotila ho ako neproporčný k ostatným prvkom kompozície.

Na vybranom reverze komisia ocenila portrét, ktorý vyhodnotila ako najlepšie vystihujúci podobu i osobnosť Jána Cikkera. Vyzdvihla inovatívnu štylizáciu portrétu, ako aj inovatívnosť celej kompozície. Skonštatovala, že averz tohto návrhu nedosahuje úroveň reverzu, nekorešponduje s jeho výtvarným a kompozičným riešením a nenaplnil ani požadovanú obsahovú stránku.

Zníženú druhú cenu získal aj autor Miroslav Rónai. Jeho návrh zaujal vyváženou kompozíciou averzu i reverzu. Na averz si autor vybral motívy viacerých hudobných nástrojov a notového zápisu, portrét na reverze doplnil faksimile podpisu skladateľa a notovým zápisom. Prvá ani tretia cena neboli v súťaži udelené.

Strieborná zberateľská minca s priemerom 34 mm a hmotnosťou 18 g bola vyrazená zo striebra s rýdzosťou 900/1000 v Mincovni Kremnica. Na hrane je uvedený nápis do hĺbky HUDBA – UNIVERZÁLNA REČ ĽUDSTVA. Vyrazených bolo 7 900 kusov mincí v bežnom vyhotovení a 8 900 kusov mincí v proof vyhotovení.

Foto: Štefan Fröhlich

BIATEC
Odborný bankový časopis
September 2011

Vydavateľ:
Národná banka Slovenska

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

Redakcia:
Ing. Alica Polónyiová
tel.: 02/5787 2153
alica.polonyiova@nbs.sk
PhDr. Dagmar Krištofičová
tel.: 02/5787 2150
dagmar.kristoficova@nbs.sk

Adresa redakcie:
NBS, redakcia BIATEC
Imricha Karvaša 1, 813 25 Bratislava
fax: 02/5787 1128
Objednávky na inzerciu prijíma redakcia:
tel.: 02/5787 2150, e-mail: biatec@nbs.sk

Počet vydaní: 10-krát do roka
Cena výtlačku pre predplatiteľov: 2 €
Ročné predplatné: 20 €
Poštovné hradí predplatiteľ.

Objednávky na predplatné v SR a do zahraničia, reklamácie, distribúcia:
VERSUS, a. s., Expedičné stredisko,
Pribinova 21, 819 46 Bratislava
tel.: 02/5728 0368, fax: 02/5728 0148
e-mail: expedicia@versusprint.sk
Termín odovzdania rukopisov: 14. 9. 2011
Dátum vydania: 26. 9. 2011
Evidenčné číslo: EV 2817/08
ISSN 1335 – 0900

Grafický návrh: Bedrich Schreiber
Typo & lito: AEPress, s.r.o.
Tlač: DOLIS, s.r.o.

Časopis je dostupný v elektronickej forme na internetovej stránke Národnej banky Slovenska:
http://www.nbs.sk
Od roku 2011 obsahujú články abstrakt v anglickom jazyku a niektoré materiály sú publikované v inom ako slovenskom jazyku.

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.

Obsah

Úroková politika bánk

Úrokové sadzby na dlhodobé úvery na bývanie: zmeny a vplyv konkurencie a cien nehnuteľností 2
(František Hajnovič, Ján Klacso)

Nehnuteľnosti

Aktuálna situácia na trhu komerčných nehnuteľností 8
(Mikuláš Cár)

Cenový vývoj

Dopad januárového zvýšenia DPH na spotrebiteľské ceny 15
(Michal Doliak)

Vývoj verejných financií

Vplyv finančnej krízy na pozíciu verejných financií 18
(Anna Strachotová)

Finančná regulácia

Efektívne zdanenie finančného sektora 25
(Tomáš Tőzsér)

Recenzia

František Palko: Európsky menový a fiškálny vývoj v kontexte Slovenska 30
(doc. Ing. Viera Sysáková, CSc.)
Rajmund Mirdala: Monetárna makroanalýza 31
(doc. Ing. Václav Dufala, CSc.)

Informácie

Inštitút bankového vzdelávania NBS, n.o. 7
Pozvánka na vedecké kolokvium 14
Analýza súčasnej slovenskej legislatívy v poistnom sektore z pohľadu smernice o Solventnosti II 14
Súťaž pre študentov Generácia €uro 32

Úrokové sadzby na dlhodobé úvery na bývanie: zmeny a vplyv konkurencie a cien nehnuteľností

František Hajnovič, Ján Klacso
Národná banka Slovenska

Influenced by the economical and financial crisis, the ECB decided to gradually decrease its base rates. This decrease was accompanied with a decrease in the inter-bank EURIBOR rates as well as with a gradual decrease in the interest rates on housing loans for households in majority of euro area countries. As the Slovak Republic became a member of the euro area on 1 January 2009, the decrease was expected also in Slovakia. However, different developments in lending rates for households in Slovakia and in majority of euro area countries aroused a special attention . In this article, these different developments in interest rates are characterised by means of a simple analysis and main factors are identified that could influence the interest rate policy of Slovak banks. The article analyses interest rates on new housing loans for households, i.e. loans for new projects or loans for refinancing of previous loans in case of decreasing money market interest rates. A special attention is paid to the impact of competition in the banking sector on housing loans interest rates. Finally, the article identifies the impact of real estate price increases on these interest rates.

1 Je to jeden príklad účinkov spoločnej meny – toho, ako spoločná mena umožňuje porovnanie cien.
2 Príspevok predstavuje upravenú a skrátenú verziu Prílohy č. 3 Správy o finančnej stabilite za rok 2010.

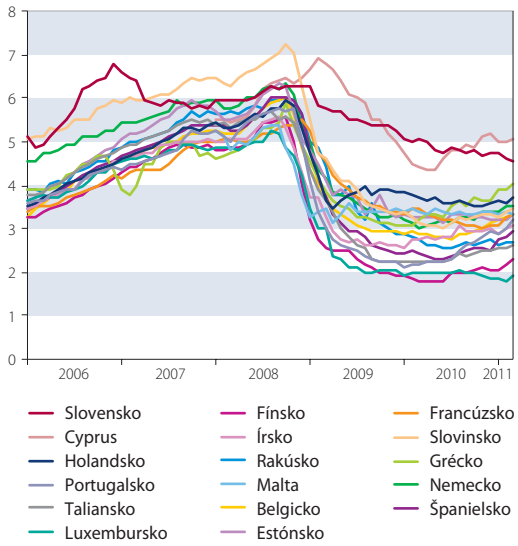
Úvod

Rozdielny vývoj úrokových sadzieb na úvery obyvateľstvu na Slovensku a vo väčšine ostatných členských štátov je zrejmý už aj z jednoduchého grafického porovnania (graf 1 a 2). Na to, aby bolo možné posúdiť vývoj úrokových sadzieb na bývanie v SR, treba najprv:

- identifikovať rozdielny vývoj nielen graficky (opticky), ale tento rozdiel aj zrozumiteľne popísať,
- identifikovať príčiny, poznať rozhodnutia a určiť faktory, ktoré v minulosti ovplyvňovali výšku týchto úrokových sadzieb,
- charakterizovať zmeny v úrokovej politike bánk, ktoré spôsobili rozdielny vývoj klientskych sadzieb a určiť vplyv jednotlivých faktorov na rozdielny vývoj.

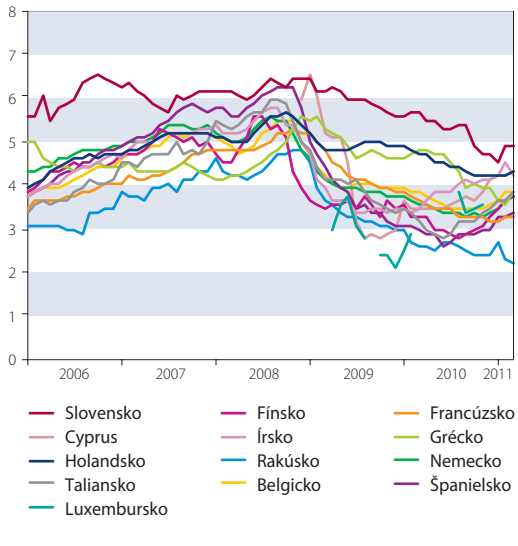
Ako podklad na posúdenie rozdielneho vývoja nám poslúži jednoduchá analýza. Našim cieľom nie je skonštruovať model, ktorý zahrnie všetky faktory, ktoré v minulosti mohli vplývať na výšku úrokových sadzieb úverov na bývanie – na Slovensku alebo v eurozóne. V centre našej pozornosti bude vzťah týchto klientskych sadzieb

Graf 1 Úrokové sadzby na nové úvery obyvateľstvu na bývanie s fixáciou do 1 roka (%)



Zdroj: ECB.

Graf 2 Úrokové sadzby na nové úvery obyvateľstvu na bývanie s fixáciou od 1 do 5 rokov (%)



Zdroj: ECB.

k sadzbám a výnosom na finančnom trhu v SR a v eurozóne a určenie vplyvu vybraných faktorov, ktoré mohli mať na Slovensku významný vplyv na klientske sadzby a môžu poskytnúť čiastočné vysvetlenie o zistenom rozdiele v ich vývoji. Aj preto sa v príspevku nevenujeme rozsiahlej literatúre o transmisii sadzieb peňažného trhu do klientskych sadzieb a prednosť dávame empirickému jednotnému popisu úrokovej politiky bánk na základe zjednodušeného modelu.

Budeme analyzovať úrokové sadzby na nové úvery na bývanie pre obyvateľstvo – teda úvery na nové projekty, alebo úvery, ktorými sa pri poklese úrokových sadzieb na peňažnom trhu refinancujú skôr poskytnuté úvery. Konkrétne budeme analyzovať vývoj úrokových sadzieb na nové úvery na bývanie s fixáciou do 1 roka a úvery s fixáciou (od 1) do 5 rokov. Tieto dve skupiny úverov predstavujú na Slovensku rozhodujúcu časť všetkých úverov na bývanie pre obyvateľstvo. Úvery s fixáciou dlhšou ako 5 rokov sa Slovensku poskytujú a žiadajú len v menšej miere.

Práca nadväzuje na skôr publikovanú[3] Analýzu slovenského finančného sektora za rok 2010.[4] J. Klacso v nej na základe posúdenia grafického vývoja úrokových sadzieb pre úvery s fixáciou do 1 roka konštatoval, že ich vývoj sa po vstupe do eurozóny na Slovensku značne odlišoval od vývoja v ostatných krajinách eurozóny. Následne identifikoval pomocou modelu vzťah medzi úrokovými sadzbami na úvery s fixáciou do 1 roka a výnosmi slovenských vládnych dlhopisov do 2 rokov. Ukázal tiež, že uvedené klientske úrokové sadzby sú ovplyvnené likviditou na trhu vládnych dlhopisov. V Analýze finančného sektora sa uvádza, že vo 4. štvrťroku 2010 došlo k výraznému poklesu úrokových sadzieb v porovnaní s očakávaním na základe uvedeného modelu. Tento pokles sa podľa poznatkov z trhu pripisoval vyššej konkurencii na trhu poskytovania dlhodobých úverov obyvateľstvu – banky, ktoré predtým tieto úvery poskytovali menej, zvýšili svoj trhový podiel poskytovaním úverov za nižšie úrokové sadzby.

V tejto analýze sme argumenty spresnili a doplnili. Naše konštatovanie o rozdielnom správaní bánk na Slovensku v období, ktoré predchádzalo prejavom finančnej krízy a po ňom, ktorého hranica sa približne zhoduje s obdobím, kedy sa rozhodlo o našom vstupe do eurozóny, opierame o výsledky panelovej regresie. Rozdielne správanie následne charakterizujeme pomocou jednoduchých modelov pre úroky na bývanie za obdobie pred a po vstupe do eurozóny. Zvláštnu pozornosť venujeme určeniu vplyvu konkurencie v bankovom sektore na výšku úrokov na úvery na bývanie. Na záver identifikujeme vplyv rastu cien nehnuteľností na výšku týchto úrokov.

1 Faktory, ktoré ovplyvňovali vývoj úrokových sadzieb dlhodobých úverov na bývanie v SR

Keďže úrokové sadzby na úvery poskytnuté retailu slovenskými bankami vo väčšine prípadov nie sú priamo spojené s trhovou sadzbou (napr. EURIBOR), je možné len nepriamo odhadnúť, ktoré trhové faktory a špecifiká slovenského bankového sektora sa odzrkadľujú na vývoji týchto úrokových sadzieb. Medzi hlavné faktory, ktoré môžu slúžiť ako vysvetľujúce, patria:

- Medzibankové úrokové sadzby (EURIBOR, predtým BRIBOR): tieto úrokové sadzby vyjadrujú cenu, za ktorú môžu získať banky zdroje na medzibankovom trhu.
- Výnosy štátnych dlhopisov: domáce štátne dlhopisy predstavujú alternatívnu formu investície pre banky s relatívne nižším rizikom v porovnaní či už s retailovými, alebo podnikovými úvermi.
- Strmosť výnosovej krivky: fixácia úrokových sadzieb na úvery na bývanie je zvyčajne kratšia ako splatnosť týchto úverov. Očakávaný rast úrokových sadzieb znamená vyššiu budúcu nákladovosť zdrojov, ktorými sú úvery kryté. Tieto vyššie budúce náklady môžu banky premietnuť do úrokových sadzieb na úvery.
- Kreditné riziko klientov, ktoré sa mohlo zmeniť v dôsledku zmien konjunktúry, nezamestnanosti, zavedením eura.
- Stupeň konkurencie: čím je konkurencia pri získavaní klienta väčšia, tým by mali byť úrokové sadzby nižšie, až po nejakú hraničnú hodnotu. Z poznatkov z trhu vyplýva, že konkurencia sa výraznejšie prejavila na úverovej politike vybraných bánk počas posledného štvrťroka 2010 (Analýza slovenského finančného sektora za rok 2010).
- Vývoj kurzu: aj keď slovenské banky sa financujú a poskytujú úvery prevažne v domácej mene, vývoj výmenného kurzu mohol mať vplyv na úrokovú politiku bánk.
- Zmeny cien nehnuteľností: rýchlo rastúce ceny nehnuteľností znižujú reálnu výšku úrokových sadzieb, vplývajú na očakávania, dopyt a následne na klientske sadzby.
- Dôležité sú však aj inštitucionálne faktory – vymožiteľnosť práva, náklady a časové oneskorenie pri realizácii záruk, legislatívne riešenie vzťahov veriteľa a dlžníka a ochrana ich práv, straty z realizácie nesplácaných úverov.

1.1 Vývoj koncentrácie na trhu dlhodobých úverov obyvateľstvu

Hodnotenie konkurenčného prostredia možno uskutočniť rôznymi spôsobmi. Vychádzali sme z predpokladu, že stupeň konkurencie v danom segmente bankového podnikania má vzťah (je nepriamo úmerný) ku stupňu koncentrácie v tomto segmente. Koncentráciu na trhu dlhodobých úverov obyvateľstvu sme charakterizovali kumulatívnymi podielmi najvýznamnejších bánk na tomto trhu. Graf 3 vyjadruje, ako sa táto koncentrácia vyvíjala od januára 2004.[5]

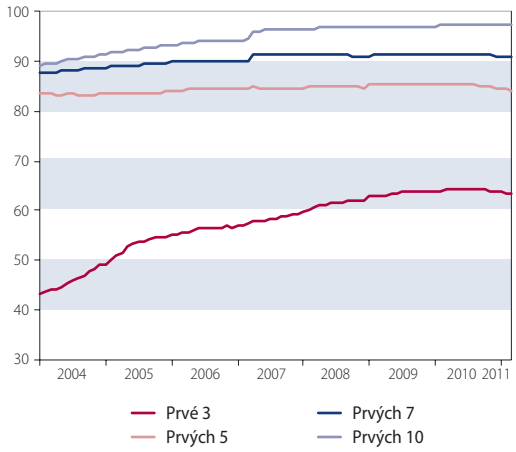
Z grafu 3 vyplýva, že v období od roku 2004 postupne rástol trhový podiel troch a piatich najvýznamnejších bánk na trhu dlhodobých úverov obyvateľstvu, pričom rast sa spomaľoval a v polovici roka 2010 došlo k miernemu poklesu ich trhových podielov. Tento obrat signalizuje vzra-

3 Klacso, Ján: Analýza úrokových sadzieb na retailové úvery na nehnuteľnosti s fixáciou do 1 roka. BIATEC, august 2010.

4 NBS: Analýza slovenského finančného sektora. NBS, Bratislava 2010, http://www.nbs.sk/sk/publikacie/publikacie-nbs/analyzy-slovenskeho-financneho-sektora

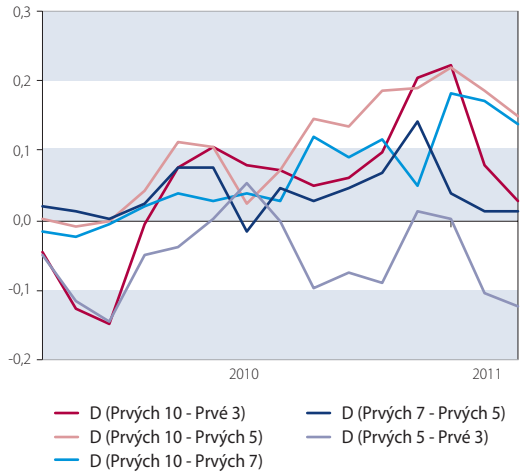
5 Poradie najvýznamnejších bánk na trhu sme určili na základe ich podielu na trhu novoposkytnutých dlhodobých úverov v súčasnosti (v marci 2011). Súčtom trhových podielov pre 3 (5, 7, 10) najvýznamnejšie banky na trhu sme určili ukazovatele koncentrácie Prvé 3, Prvých 5, Prvých 7, Prvých 10.

Graf 3 Vývoj koncentrácie úverov na nehnuteľnosti pre obyvateľstvo



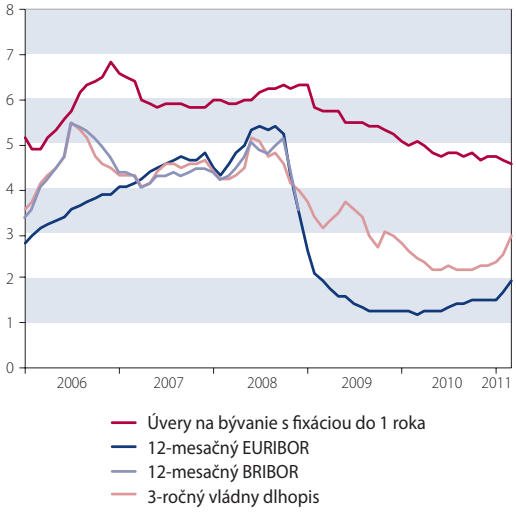
Zdroj: NBS.

Graf 4 Dynamika koncentrácie úverov na nehnuteľnosti pre obyvateľstvo



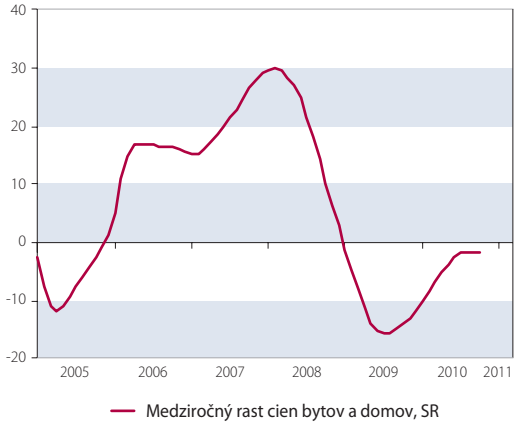
Zdroj: NBS.

Graf 5 Vývoj klientskych a medzibankových sadzieb a výnosov vládnych dlhopisov SR



Zdroj: NBS, ECB.

Graf 6 Vývoj cien nehnuteľností. Medziročné tempo rastu (v %)



Zdroj: NBS, NARKS, vlastný prepočet.

stajúcu konkurenciu skupiny menej významných poskytovateľov dlhodobých úverov obyvateľstvu. Dokumentuje to rast ich trhového podielu – napríklad rozdiel (Prvých10 – Prvých 5).

Názornejšie dokumentuje vzrastajúcu konkurenciu menších poskytovateľov dlhodobých úverov obyvateľstvu graf 4, z ktorého je zrejmý najmä rýchly rast trhového podielu bánk, ktoré zaujímali na trhu nových dlhodobých úverov obyvateľstvu 5. až 10. miesto.

1.2 Vplyv cien nehnuteľností na úrokové sadzby úverov na bývanie

V období pred vstupom do eurozóny a prejavmi globálnej finančnej krízy v ekonomike SR ceny nehnuteľností na bývanie na Slovensku rýchlo rástli. Faktory, ktoré tento rast spôsobovali, boli predovšetkým rast dopytu, spôsobený aj priaznivým vývojom úrokových sadzieb a dostupnosť (ponuka) úverov na bývanie. Medzi cenami nehnuteľností a úrokovými sadzbami existujú aj spätné väzby – vysoké tempo rastu cien nehnuteľností spôsobuje nielen zníženie reálnych úrokových sadzieb na nehnuteľnosti, ale dokonca ich záporné hodnoty a akceleruje dopyt po úveroch na nehnuteľnosti. To potom vytvára bankám priestor na zvýšenie úrokových sadzieb.[6]

2 Rozdiely vo vývoji úrokových sadzieb na bývanie pre obyvateľstvo s fixáciou do 1 roka v rámci eurozóny

Porovnanie vývoja úrokových sadzieb na retailové úvery na nehnuteľnosti medzi jednotlivými členskými štátmi eurozóny možno urobiť pre úrokové sadzby na úvery s fixáciou do 1 roka. Tie sú dostupné vo všetkých štátoch eurozóny. Pohľad na ich vývoj v grafe 1 naznačuje, že od polovice roka 2008 sa tieto sadzby na Slovensku (a na Cypre) vyvíjali rozdielne od ostatných krajín eurozóny. Kým pre ostatné krajiny sa tieto sadzby podstatne znížili, na Slovensku (a na Cypre) zaznamenali len mierny pokles a medzera v sadzbách oproti

6 *Ceny nehnuteľností na bývanie sa na Slovensku systematicky sledujú od roku 2002, najprv v ročnej a neskôr vo štvrťročnej periodicite, a to na základe ponukových cien, ktoré spoločne spracováva Národná asociácia realitných kancelárií a NBS. Aby sme mohli analyzovať ich vplyv v mesačnej periodicite, urobili sme ich interpoláciu pomocou metódy Cardinal spline v E-views.*

ostatným krajinám eurozóny predstavovala 1 až 3 percentuálne body.

Pre lepšiu interpretáciu a pochopenie pozadia rozdielov sme pomocou panelovej regresie odhadli jednoduchý popisný model pre už uvedené úrokové sadzby jednotlivých členských krajín. V modeli sa predpokladá, že medzi klientskymi úrokovými sadzbami a medzibankovými sadzbami existuje istý dlhodobejší vzťah, pričom na zmenu klientskych sadzieb bude vplývať prípadná krátkodobá odchýlka od tohto vzťahu (korekcia), resp. bezprostredná zmena medzibankových sadzieb. Výsledky sú uvedené v tab. 1.

Vo viacerých členských krajinách je pomerne veľký podiel úverov na bývanie s fixáciou do 1 roka poskytnutý s úrokovou sadzbou priamo prepojenou na medzibankové sadzby, t. j. úverové zmluvy určujú úrokovú sadzbu klienta vo forme EURIBOR+prirážka. Ako vysvetľujúcu premennú sme preto použili 12-mesačný EURIBOR. Pre Slovensko sme použili do konca roka 2008 úrokovú sadzbu BRIBOR.

Z výsledkov odhadu vyplýva, že klientske úrokové sadzby na bývanie s fixáciou do 1 roka v eurozóne sa počas analyzovaného obdobia (od januára 2006 do marca 2011) takmer úmerne menili so zmenami medzibankových sadzieb (parameter 0,813). V období približne od júla 2008 však v úrokovej politike bánk pozorujeme určité zmeny. Po prvé, reakcia na zníženie medzibankových úrokových sadzieb bola pomalšia, a teda potom aj zníženie klientskych sadzieb na bývanie bolo pomalšie a postupné. Banky v eurozóne tým zrejme vyjadrovali určitú opatrnosť vo vzťahu k vývoju medzibankových sadzieb. Po druhé, odhady dodatočnej prirážky uvedené v tab. 1[7] potvrdili to, čo je zrejmé z grafického rozpisu klientskych sadzieb na Slovensku a v ostatných krajinách eurozóny – výrazne vyššiu úroveň úrokových sadzieb na Slovensku. Ukázali, že po našom vstupe do eurozóny sa na Slovensku uplatňovala dodatočná „fixná" prirážka 1,837 percentuálneho bodu. Tá bola vyššia v porovnaní s ostatnými štátmi eurozóny (okrem Cypru) a zvýšila sa aj v porovnaní s predošlým obdobím (0,338).

Tab. 1 Rozdiely v úrokových sadzbách na bývanie s fixáciou do 1 roka. Panelový odhad pre eurozónu

Parametre modelu	2006:1-2008:6	2008:7-2011:3
Parameter korekcie	-0,202	-0,115
Spoločná prirážka k úrokovým sadzbám pre eurozónu, p. b.	1,637	1,921
12 mesačný EURIBOR (t-3)	0,813	0,813
Dodatočné prirážky pre jednotlivé krajiny eurozóny, p. b.		
AT	0,161	-0,332
BE	-0,096	-0,175
CY	0,260	2,106
DE	0,610	0,111
ES	-0,021	-0,496
ET	0,317	0,113
FI	-0,453	-1,197
FR	-0,471	0,229
GR	-0,384	0,376
IR	-0,256	-0,439
IT	0,091	-0,783
LU	-0,382	-1,339
MT	-0,700	-0,001
NL	-0,029	0,429
PT	-0,198	-0,657
SK	0,338	1,837
SL	1,128	0,217
R^2	32,88 %	58,34 %
Upravený R^2	29,47 %	56,76 %
Durbin-Watson štatistika	1,96	1,74

Zdroj: NBS, vlastný výpočet.

3 Spresnenie výsledkov pre úvery na bývanie za Slovensko: úloha konkurencie a rastu cien nehnuteľností

Spresnenie uvedenej súvislosti pre úvery s fixáciou úrokov do 1 roka na základe údajov za Slovensko ukázalo, že v období od júla 2008 do marca 2011 sa vplyv medzibankovej sadzby na klientske sadzby pravdepodobne zmenšil. Potvrdilo sa tiež, že na zníženie medzibankových sadzieb reagovali klientske sadzby pomalšie, s odstupom. A, rovnako ako v analýze za eurozónu, sa ukázalo, že banky na Slovensku v tomto období klientske sadzby „zafixovali" vyššou úrokovou prirážkou. Ukázalo sa tiež, že na klientske sadzby na bývanie s fixáciou do 1 roka má vplyv aj výška výnosov vládnych dlhopisov SR (najvýznamnejší vplyv sa preukázal v prípade 3 ročných vládnych dlhopisov). Vplyv bol od júla 2008 dokonca významnejší ako vplyv medzibankových sadzieb a prispôsobenie klientskych sadzieb zmenám vo výnosoch vládnych dlhopisov bolo rýchlejšie.[8]

Z toho usudzujeme, že banky v tomto (druhom) období brali pri stanovovaní klientskych sadzieb úverov na bývanie do úvahy nielen náklady na financovanie (medzibankové sadzby), ale aj možné výnosy z alternatívneho umiestnenia svojich zdrojov (do vládnych dlhopisov).

Najpodstatnejšia zmena v úrokovej politike bánk, ktorú sme zistili analýzou údajov za Slovensko, je však snaha zafixovať úroky vyššou fixnou úrokovou prirážkou.

Druhou podstatnou skutočnosťou, ktorú sme identifikovali, bol významný vplyv konkurencie menších poskytovateľov dlhodobých úverov obyvateľstvu. Napríklad ich zvýšený konkurenčný tlak na trhu dlhodobých úverov s fixáciou od 1 do 5 rokov, spolu so zvýšením ich podielu na trhu dlhodobých úverov (najmä na konci roku 2010) spôsobil zníženie úrokových sadzieb aj na trhu s fixáciou do 1 roka. Vplyvom tohto konkurenčného tlaku došlo počas roka 2010 postupne k zníženiu úrokových sadzieb s fixáciou do 1 roka o približne 0,4 – 0,7 percentuálneho bodu.

Zistený vplyv konkurencie na trhu úverov na bývanie s fixáciou úrokov do 1 roka chápeme ako sekundárny, ako dôsledok čiastočného prenese-

7 Technicky tieto dodatočné prirážky predstavujú tzv. fixné efekty (country effects).

8 Zistený vplyv výnosu trojročného vládneho dlhopisu čiastočne vyjadruje aj vplyv zmien likvidity. Tá mohla hrať úlohu v období, kedy sa prejavila kríza. Zohľadnenie zmien výmenného kurzu SKK/EUR výrazne nezlepšilo odhad.

Tab. 2 Výsledky analýzy úrokových sadzieb úverov na bývanie s fixáciou do 1 roka s vyjadrením vplyvu konkurencie

Error-correction model	2006:01-2008:06		2008:07-2011:03	
Parameter error-correction	-0,21	**	-0,41	***
Prirážka (fixná marža), p. b.	1,22		3,33	***
Výnos 3-ročného vládneho dlhopisu, t-2	1,12	***	0,60	***
Výnos 3-ročného vládneho dlhopisu, zmena t-1	0,38	***	0,16	**
Koncentrácia, zmena (prvých 10 – prvých 5)	-0,29	***		
Koncentrácia, zmena (prvých 7 – prvých 5)			-0,41	***
R^2	61,81 %		56,84 %	
Upravený R^2	55,70 %		50,67 %	
Durbin-Watson štatistika	1,86		1,91	

Zdroj: NBS. Odhad error-correction modelu.
*Poznámka: Hviezdičky označujú, na akej hladine významnosti boli odhady koeficientov signifikantné: *signifikantné na 10 % hladine významnosti, ** signifikantné na 5 % hladine významnosti, *** signifikantné na 1 % hladine významnosti.*

Tab. 3 Výsledky analýzy úrokových sadzieb úverov na bývanie s fixáciou do 1 roka s vyjadrením vplyvu konkurencie

Error-correction model	2006:01-2008:06		2008:07-2011:03	
Parameter error-correction	-0,99	***	-0,41	***
Prirážka (fixná marža), p. b.	4,25	***	4,40	***
Výnos 3-ročného vládneho dlhopisu, t-2	0,42	***	0,44	***
Koncentrácia, zmena (prvých 10 – prvých5)	-0,60	***	-1,37	**
R^2	63,70 %		34,12 %	
Upravený R^2	57,90 %		24,70 %	
Durbin-Watson štatistika	2,00		1,99	

Zdroj: NBS. .
*Poznámka: Hviezdičky označujú, na akej hladine významnosti boli odhady koeficientov signifikantné: *signifikantné na 10 % hladine významnosti, ** signifikantné na 5 %- hladine významnosti, *** signifikantné na 1 % hladine významnosti.*

nia konkurenčného tlaku z trhu s dlhšou fixáciou (spillover). Konkurencia menších poskytovateľov dlhodobých úverov v roku 2010 sa totiž zamerala prevažne na trh úverov s fixáciou od 1 do 5 rokov. Vyplývalo to z faktu, že o úvery s dlhšou fixáciou vzrástol záujem aj medzi obyvateľstvom – aktuálne nízke úrokové sadzby a očakávaný budúci rast úrokových sadzieb spôsobili, že sa domácnosti snažili o „fixovanie" týchto relatívne nízkych úrokových sadzieb na dlhšie obdobie.

Aj v analýze úrokových sadzieb na nové úvery na bývanie s fixáciou od 1 do 5 rokov za Slovensko sme, podobne ako v predchádzajúcom prípade, identifikovali vplyv výnosu trojročných vládnych dlhopisov SR. Znamená to, že aj pri stanovení týchto úrokových sadzieb banky prihliadali na výšku výnosu alternatívnej investície. Na rozdiel od úverov s fixáciou do 1 roka sme v tomto prípade nezistili zmenu vo vzťahu medzi klientskymi sadzbami a výnosmi dlhopisov (parameter 0,42-0,44) ani zmeny vo fixnej úrokovej prirážke (4,25 – 4,4 percentuálneho bodu). Podstatnejšia zmena nastala v tom, že sa klientske sadzby výrazne pomalšie prispôsobili poklesu výnosov z dlhopisov.

Významný vplyv na úroky s fixáciou od 1 do 5 rokov malo však meniace sa konkurenčné prostredie. Parametre vplyvu konkurencie menších poskytovateľov sú pri tomto druhu úverov násobne vyššie, ako to bolo pri úveroch s fixáciou do 1 roka. Navyše, parameter vplyvu konkurencie na úrokové sadzby vzrástol po júli 2008 na dvojnásobok – z hodnoty 0,6 na hodnotu 1,37. Konkurenčný tlak počas roka 2010, podľa výsledkov odhadu, spôsobil zníženie úrokových sadzieb pri tomto type úverov o približne 1,5 percentuálneho bodu.[9]

Vplyv rastu cien nehnuteľností na bývanie na zmeny úrokových sadzieb sme analyzovali zaradením medziročného tempa rastu cien nehnuteľností do modelov pre úrokové sadzby nových úverov na bývanie pre obyvateľstvo s fixáciou do 1 roka a s fixáciou od 1 do 5 rokov.[10] Vplyv cien nehnuteľností na úrokové sadzby úverov na bývanie sa ukázal významný. V období rýchleho rastu cien nehnuteľností spôsobil zvýšenie úrokových sadzieb o niekoľko desatín (0,2-0,5) percentuálneho bodu. Treba si uvedomiť, že ceny nehnuteľností rástli (a potom klesali) rýchlo – o desiatky percent medziročne.

Záver

Jednoduchá analýza ukázala, že približne v období po júni 2008 existovali niektoré odlišnosti v stanovovaní úrokových sadzieb na Slovensku a v ostatných členských štátoch eurozóny a úroková politika bánk pri stanovení úrokových sadzieb na dlhodobé úvery na bývanie pre obyvateľstvo sa oproti minulosti zmenila. Kým vo

9 *Podobne ako v predchádzajúcom prípade, zahrnutie zmien výmenného kurzu SKK/EUR malo istú vysvetľovaciu silu do konca prvého polroka 2008, výrazne však nezlepšilo odhady. Celkovo však je možné povedať, že na úrokové sadzby mali významný vplyv aj iné, ako nami zohľadnené faktory.*

10 *Oneskorenie v pôsobení cien nehnuteľností na úrokové sadzby sme odhadli na 5 mesiacov.*

viacerých krajinách eurozóny existovalo prepojenie úrokových sadzieb úverov obyvateľstvu na nehnuteľnosti na vývoj medzibankových sadzieb, na Slovensku bolo toto prepojenie slabšie. V úrokovej politike vzrástla úloha (fixnej) prirážky k úrokovým sadzbám. Zmeny (zníženie) trhových sadzieb a výnosov sa premietali do (poklesu) klientskych sadzieb menej, s odstupom. Kým banky v ostatných členských krajinách premietali do klientskych sadzieb predovšetkým cenu zdrojov, slovenské banky zohľadňovali, zdá sa, (aj) výnos alternatívnych investícií vo forme výnosu vládnych dlhopisov. Úlohu hrali aj zmeny v konkurencii zo strany menších poskytovateľov dlhodobých úverov na bývanie. Identifikovali sme tiež určitý vplyv rýchlo sa meniacich cien nehnuteľností.

Pri stanovení úrokových sadzieb na úvery s fixáciou do 1 roka sa v uvedenom období výraznejšie zvýšila úloha fixnej prirážky k úrokovým sadzbám a znížila sa väzba na úrokové sadzby peňažného trhu a výnosy vládnych dlhopisov. Vplyv konkurencie na tieto úrokové sadzby bol skôr nepriamy, a preto nebol veľký, keďže konkurencia menších poskytovateľov sa zamerala viac na trh s fixáciou od 1 do 5 rokov.

Zmenené správanie bánk pri stanovovaní úrokových sadzieb je možné pozorovať aj pri úveroch s fixáciou úrokov od 1 do 5 rokov. Zvýšila sa fixná prirážka k úrokovým sadzbám a počas roka 2010 sa v tomto type úverov prejavil významne vplyv konkurencie menších poskytovateľov úverov na bývanie.

Inštitút bankového vzdelávania NBS, n.o.

Inštitút bankového vzdelávania NBS, n.o. (IBV NBS, n.o.) poskytuje zvyšovanie kvalifikácie a zručností pracovníkov finančného sektora.

IBV NBS, n.o. ponúka pestrú škálu kurzov zameraných na bankový systém, účtovníctvo bánk, bankovú reguláciu, platobný styk, finančné trhy, ale aj manažérske a jazykové vzdelávanie. Ministerstvo školstva, vedy, výskumu a športu Slovenskej republiky schválilo programy kontinuálneho vzdelávania v oblasti finančnej gramotnosti pre učiteľov základných a stredných škôl.

NBS poverila IBV NBS, n.o. zabezpečovaním odborných skúšok finančných sprostredkovateľov a finančných poradcov pre stredný stupeň odbornej spôsobilosti a výhradne pre vyšší stupeň odbornej spôsobilosti podľa platných zákonov o finančnom sprostredkovaní a finančnom poradenstve a zároveň aj organizáciou skúšok aktuára.

Viac informácií nájdete na internetovej stránke www.ibv-nbs.sk v časti Program vzdelávacích podujatí. IBV NBS, n.o. poskytuje aj možnosť zabezpečenia ubytovania a stravy v sídle inštitútu.

Prehľad podujatí na október 2011

*4. 10. 2011	*Zákon o platobných službách a európska integrácia platobných služieb
5. 10. 2011	Právny systém Slovenskej republiky
*4. – 5. 10. 2011	*Solvency II insurence, Reinsurence, Bancassurance (kurz je v angl. jazyku)
6. – 7. 10. 2011	Trhové riziko v rámci Basel II.
*6. 10. 2011	*Vyšetrovanie zručnosti
10. – 13. 10. 2011	Základné deriváty FT – ocenovanie a účtovanie
11. – 12. 10. 2011	5. 10. 2011 – Vybavovanie reklamácií a sťažností
12. – 13. 10. 2011	Školenie správcov a administrátorov IS EURO SIPS
12. 10. 2011	Odborná skúška – vyšší stupeň (BA)
13. 10. 2011	Nové výzvy v riadení útvaru IA
17. – 19. 10. 2011	Peňažné kapitálové trhy
18. – 19. 2011	Osobitné finančné vzdelávanie (sektor (PaZ)
19. 10. 2011	Školenie pre používateľov IS EURO SIPS
19. – 21. 10. 2011	Komunikácia so zahraničným partnerom v anglickom jazyku
20. 10. 2011	Školenie pre správcu APS RBUZ – prístup cez klienta Lotus Notes
20. – 21. 10. 2011	Osobitné finančné vzdelávanie sektor (Úvery)
24. – 26. 10. 2011	Stratégie riadenia aktív a pasív I.
24. – 26. 10. 2011	Forenzná analýza prakticky
24. 10. 2011	Odborná skúška – vyšší stupeň (ZA)
25. 10. 2011	Odborná skúška – vyšší stupeň (BB)
*26. 10. 2011	*Workshop – Manažérske riziká v bankovníctve
31. 10. 2011	Zabezpečovanie pohľadávok v obchodných vzťahoch

*Poznámka: *Novinka v študijnom programe.*

Aktuálna situácia na trhu komerčných nehnuteľností

Mikuláš Cár
Národná banka Slovenska

The article presents a brief characteristic of commercial property, outlines its position in the real estate market and underlines the need for monitoring and analysing the data with regard to potential marked influence of commercial property on the price and financial stability. It explains the current situation as to real estate market monitoring in the euro area and in Slovakia. Since the increasing need for information on commercial property is in contradiction with its current availability, relevant international institutions actively find their individual and collective solutions. One of the objectives is to create a commercial property price index. At present, the main segments of the Slovak commercial property market are developing with differing intensities and the basic information is usually offered by private advisory companies in their regular quarterly reports. A collection of internationally comparable data on commercial property prices and creation of indicators based on a common pan-European methodology, as well as for separate countries, present a challenge for the coming years.

Trh s nehnuteľnosťami do značnej miery odzrkadľuje stav celej ekonomiky, môže indikovať pozitívne impulzy. Vznik výraznejších nerovnováh na ňom môže tiež prispieť k narušeniu finančnej stability nielen na národnej úrovni, ale môže sa to prejaviť aj v širších regionálnych súvislostiach. Vo všeobecnosti vývoj trhu s nehnuteľnosťami veľmi úzko súvisí s vývojom výkonnosti ekonomiky, takže zvykne mať aj cyklický charakter. Ambícia uvažovať o možných vplyvoch či už trhu s nehnuteľnosťami na bývanie, alebo trhu s komerčnými nehnuteľnosťami na reálnu ekonomiku a na finančnú stabilitu, predpokladá mať dostatok hodnoverných informácií o týchto trhoch aj o ich jednotlivých segmentoch.

Koncom roku 2003 sa uskutočnil zásadný krok na definovanie potreby sledovať vzťah medzi nehnuteľnosťami a finančnou stabilitou[1]. Opatrnosť finančných inštitúcií a centrálnych bánk voči rizikám možného negatívneho vplyvu vývoja realitných trhov na cenovú a finančnú stabilitu sa výrazne zvýšila v posledných rokoch hlavne po vzniku problémov na americkom hypotekárnom trhu, ale zvýšená pozornosť sa permanentne venuje aj jednotlivým segmentom komerčných nehnuteľností. Pre makroprudenciálne analýzy sú nevyhnutné údaje o cenách nehnuteľností, pretože úverové inštitúcie sa zvyčajne dosť výrazne angažujú na trhu s nehnuteľnosťami, ktorý môže byť nepriaznivo ovplyvňovaný potenciálnou volatilitou cien a prípadným poklesom kolaterálu. Vzhľadom na to, že volatilitu cien nehnuteľností ovplyvňuje aj celý rad dopytových a ponukových faktorov, je vhodné mať k dispozícii aj údaje o ďalších dôležitých premenných na realitnom trhu.

Trh s nehnuteľnosťami sa začal na Slovensku z rôznych dôvodov reálne prejavovať a spoločensky výrazne rezonovať v podstate až v poslednej dekáde. Takto časovo oneskorený reálny trh s nehnuteľnosťami možno vnímať a hodnotiť aj ako „dvojrýchlostný". Slovenský trh s nehnuteľnosťami na bývanie sa začal v ostatných rokoch formovať operatívnejšie a rýchlejšie a následne sa začali intenzívnejšie aktivizovať investori a developeri aj v jednotlivých segmentoch na trhu s komerčnými nehnuteľnosťami.

Cieľom príspevku je celkovo sa zorientovať na trhu s nehnuteľnosťami, ako aj v problematike stavu v oblasti zisťovania cien, načrtnúť hlavné charakteristiky komerčných nehnuteľností a priblížiť potrebu dôslednejšieho sledovania vývoja na trhu komerčných nehnuteľností[2]. Zámerom je tiež poukázať na problémy s dostupnosťou relevantných údajov a stručne priblížiť aktuálnu situáciu sledovania trhu komerčných nehnuteľností v eurozóne a na Slovensku, ako aj aktivity, zamerané na konštrukciu indexu cien komerčných nehnuteľností.

Vybrané charakteristiky komerčných nehnuteľností

Nehnuteľnosť[3] predstavuje dlhodobé aktívum, ktoré môže byť aj predmetom kúpy a predaja. Trh nehnuteľností tvoria dva relatívne samostatné subsektory, a to trh s nehnuteľnosťami na bývanie a trh komerčných nehnuteľností, ktorý pozostáva z viacerých segmentov. Názorné členenie nehnuteľností uvádzame v schéme.

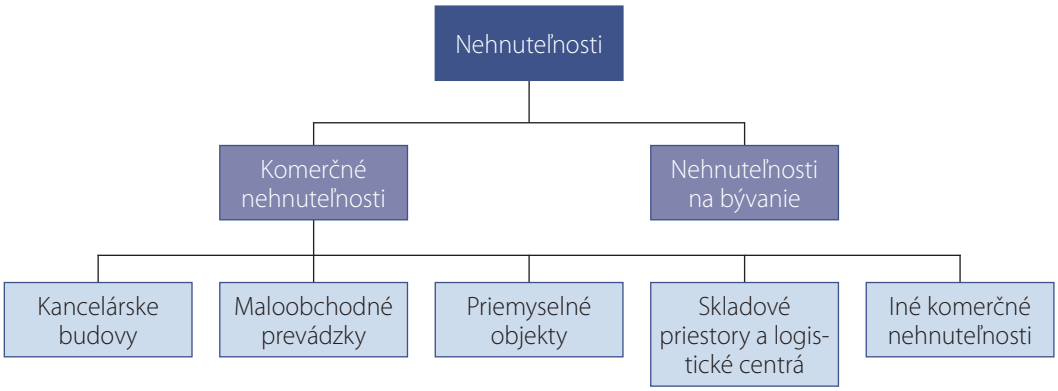
Komerčné nehnuteľnosti sú obyčajne definované ako nehnuteľnosti produkujúce príjem. Možno k nim zaradiť kancelárske budovy, maloobchodné prevádzky, priemyselné objekty, skladové priestory, logistické centrá, objekty určené na rekreáciu a regeneráciu, hotely, reštaurácie a pod. Podľa definície Európskej centrálnej banky (ECB) sú za komerčné nehnuteľnosti považované aj nehnuteľnosti na bývanie, ktoré sú vlastnené

1 *V októbri 2003 sa uskutočnila vo Washingtone D. C. spoločná konferencia MMF a BIS, na ktorej sa riešili otázky skúmania vzťahu medzi nehnuteľnosťami a finančnou stabilitou, a teda aj potreba zisťovať údaje a konštrukcie ukazovateľov o nehnuteľnostiach. Viaceré podnety v rámci diskusie na tejto konferencii boli premietnuté aj do deviatej kapitoly spracovaného návodu na zostavovanie ukazovateľov finančného zdravia (Financial Soundness Indicators – Compilation Guide), ktorá má názov: Real Estate Price Indicators. V tejto kapitole sú obsiahnuté hlavné zásady zisťovania cien nehnuteľností a konštrukcie cenových indexov. V súvislosti s konštrukciou indexov cien komerčných nehnuteľností je uvedené, že platia rovnaké princípy ako pri nehnuteľnostiach na bývanie, ale je poukázané aj na určité špecifické črty, ktoré môžu komplikovať úlohu zostavovania indexov cien komerčných nehnuteľností.*

2 *Veľa podnetných myšlienok k danej problematike obsahuje napr. materiál Commercial property markets – Financial Stability Risks, Recent Developments and EU Banks' Exposures. ECB, December 2008.*

3 *V Občianskom zákonníku č. 40/1964 Zb. v § 119 ods.2 sa pri definovaní pojmu "nehnuteľnosť" uvádza, že: „Nehnuteľnosťami sú pozemky a stavby spojené so zemou pevným základom". Pričom:*
- *Pojem pozemok je upravený v §3 ods.1 zák. č. 162/1995 Z.z. o katastri nehnuteľností a o zápise vlastníckych a iných práv k nehnuteľnostiam.*
- *Stavbou je každý objekt, ktorý je stavaný a následne skolaudovaný podľa príslušných stavebnoprávnych predpisov. Predmetom právnych vzťahov môžu byť aj rozostavané stavby, ktorých zápis do katastra nehnuteľností umožňuje*

Schéma 1 Členenie nehnuteľností



Zdroj: autor.

alebo postavené na komerčné účely (napr. ubytovacie zariadenia developera, alebo napr. nehnuteľnosti v obytnom komplexe prenajaté na administratívne účely developerov a investorov).

Celková hodnota komerčných nehnuteľností je len odhadovaná[4], pretože trh komerčných nehnuteľností je značne fragmentovaný a vo väčšine krajín zatiaľ neexistujú o jednotlivých segmentoch spoľahlivé informácie.

Podľa štúdie International Investment Atlas Summary 2011 spoločnosti Cushman & Wakefield (C&W), ktorá sleduje investičné toky do komerčných nehnuteľností v 56 krajinách, objem svetových investícií do komerčných nehnuteľností vzrástol v roku 2010 medziročne o 42 % na 564 mld. USD, čo predstavuje tretí najvyšší rast za posledných desať rokov. Najviac investícií prilákala Ázia, kam už druhý rok za sebou smerovala takmer polovica svetových obchodov. Lídrom v regióne bola Čína s investíciami v objeme takmer 200 mld. USD. Ďalšími významnými lokalitami boli USA (necelých 100 mld. USD), Veľká Británia (vyše 50 mld. USD), Nemecko a Japonsko (okolo 25 mld. USD). Pokiaľ ide o mestá, tak najviac investícií tieklo v roku 2010 do Londýna (vyše 20 mld. USD), Tokia (vyše 15 mld. USD), New Yorku a Paríža (okolo 12 mld. USD). Pokiaľ ide o jednotlivé segmenty, tak dominantnú pozíciu si udržiavajú kancelárske priestory, aj keď v roku 2010 investičné toky týmto smerom skôr stagnovali a rastúci trend signalizovali investície do maloobchodných priestorov a priemyselných objektov. V roku 2011 by podľa C&W mali globálne investície do komerčných nehnuteľností stúpnuť o 5 až 10 % na 485 mld. €, keď vedúcim regiónom bude Severná Amerika a pre investorov zostávajú atraktívne aj rozvíjajúce sa trhy v Latinskej Amerike a východnej Európe[5].

Komerčné nehnuteľnosti sú na rozdiel od rezidenčných nehnuteľností skôr čistým investičným aktívom a ich hodnota je determinovaná diskontnou hodnotou budúcich prenájmov. Obstarávacia hodnota komerčných nehnuteľností je spravidla nižšia ako v prípade rezidenčných nehnuteľností, v dôsledku ich nižšej spotrebnej hodnoty. Na druhej strane, prevádzkové náklady na komerčné nehnuteľnosti sú obyčajne vyššie ako v prípade nehnuteľností na bývanie. Komerčné nehnuteľnosti majú celkovo tendenciu citlivejšie reagovať na makroekonomické podmienky, a preto je počas ekonomického poklesu pravdepodobnejší výraznejší pokles nominálnych cien komerčných nehnuteľností ako nehnuteľností na bývanie.

Sektor nehnuteľností ako dôležitá súčasť ekonomiky môže byť aj zdrojom vzniku cenovej nerovnováhy i finančnej nestability. Nehnuteľnosti môžu na ekonomiku vplývať prostredníctvom rôznych kanálov, a to napr. prostredníctvom poskytovania možností na efektívne investovanie, podieľaním sa na vytváraní efektu bohatstva a tým aj prostredníctvom podnecovania konečnej spotreby.

Nehnuteľnosť je významné investičné aktívum v ekonomike. V situáciách, keď sú ceny nehnuteľností, resp. potenciálne výnosy z prenájmov vyššie ako náklady na ich výstavbu, sú investície do nehnuteľností ziskové pre developera a ďalšie nefinančné inštitúcie, ktoré sa podieľajú na výstavbe nových budov. Podnecuje to rozvoj sektora stavebníctva, zvyšuje zamestnanosť a dopyt v sektoroch spojených s nehnuteľnosťami. Dopad cien nehnuteľností na stavebníctvo závisí od dôležitosti sektoru nehnuteľností v ekonomike ako celku a elasticity ponuky nehnuteľností a úverových podmienok v krajine, pričom stavebný boom je pravdepodobnejší vo finančne liberalizovaných ekonomikách. Empirické zistenia naznačujú, že vplyv finančných podmienok na investičné rozhodovanie je výraznejší vo finančne slabších firmách. Vyššie ceny nehnuteľností totiž „vylepšujú" kapacity týchto firiem, čo vytvára predpoklad na potenciálne ďalšie investovanie.

Okrem komerčných nehnuteľností v podobe tradičných fyzických aktív sa na trhu nehnuteľností stretávame čoraz častejšie aj s finančnými aktívami spojenými s nehnuteľnosťami. Medzi hlavných nepriamych investorov do komerčných nehnuteľností patria banky, poisťovacie spoločnosti, dôchodkové fondy, nadácie a hedžové fondy, ktoré vystupujú najčastejšie vo forme rôznych realitných fondov.[6] Takto je tradičný trh doplňovaný trhom, kde investori môžu investovať nepriamo do fon-

katastrálny zákon. Zapisovanie rozostavaných stavieb bolo umožnené hlavne z dôvodu ich použitia ako predmetu záložného práva v prospech bánk a následného čerpania finančných prostriedkov z úverov na ich dostavbu.

4 Celosvetová hodnota komerčných nehnuteľností predstavovala približne pred piatimi rokmi okolo 17 triliónov € (trilión=1018), pričom na Európu pripadá 38 %, na Severnú Ameriku 33 %, Áziu 24 % a na Latinskú Ameriku okolo 5 %. Viac informácii obsahuje materiál Commercial property markets – Financial Stability Risks, Recent Developments and EU Banks' Exposures. ECB, December 2008.

5 Viac v: International Investment Atlas Summary 2011, Cushman & Wakefield.

6 Obyčajne združených v trustoch (ako napr. real estate investment trusts / REITs), založených na cenných papieroch (commercial mortgage--backet securities / CMBSs,) a ďalších realitných derivátoch.

7 Podľa prieskumu vo vybraných európskych bankách pripadalo na konci roku 2007 na poskytnuté úvery spojené s komerčnými nehnuteľnosťami zhruba 5,4 % celkových aktív skúmaných bánk a 11,6 % celkovo poskytnutých úverov.

8 Uvedené vymedzenie komerčných nehnuteľností pre účely analýz finančnej stability je v súlade s tým, čo používa aj MMF v rámci systému ukazovateľov finančného zdravia (FSI).

dov, zastrešujúcich rôzne typy nehnuteľností alebo do ďalších produktov na finančnom trhu, ktoré sú spojené s nehnuteľnosťami. Podstata investovania do realitných fondov spočíva v rozkladaní rizika spojeného s úverovaním komerčných nehnuteľností na ďalších účastníkov realitného trhu.

Efekt bohatstva je aj v prípade nehnuteľností založený na hypotéze permanentného príjmu v modeli životného cyklu. Podľa tejto hypotézy je úroveň spotreby domácnosti determinovaná stálym príjmom, ktorý predstavuje súčasnú hodnotu všetkých budúcich príjmov domácnosti. Obydlie a akcie sú dve najdôležitejšie finančné aktíva v priemernej domácnosti v mnohých vyspelých krajinách. Ak rastú ceny nehnuteľností na bývanie, tak potom z toho vyplýva, že rastie aj bohatstvo domácnosti. Teoreticky môže vlastník nehnuteľnosti zredukovať svoje úspory a môže zvyšovať výdavky. Sila celkového efektu bohatstva závisí od viacerých faktorov a je v jednotlivých krajinách pomerne diferencovaná, napr. aj podľa podielu nehnuteľností na bývanie v osobnom vlastníctve. Jedným z najčastejších spôsobov, ako domácnosti realizujú efekt bohatstva z nehnuteľností, je mechanizmus požičiavania si peňazí vo výške aktuálnej hodnoty vlastnenej nehnuteľnosti (*the mortgage equity withdrawal / MEW*), najmä na refinancovanie predchádzajúcich, menej výhodných úverov.

Realitný trh je výsledkom aktivít viacerých odvetví a prostredníctvom pohybu cien nehnuteľností ovplyvňuje tak konečnú spotrebu, ako aj celú reálnu ekonomiku. Sektor komerčných nehnuteľností má väčší dopad na reálnu ekonomiku ako sektor nehnuteľností na bývanie, aj vzhľadom na ich rozsah. S tým súvisí aj potreba väčšej zodpovednosti pri investičných rozhodnutiach a vytváraní finančných podmienok pre firmy na trhu komerčných nehnuteľností ako na trhu s bývaním.

Trh komerčných nehnuteľností má v porovnaní s trhom nehnuteľností na bývanie určité odlišnosti. Pre komerčné nehnuteľnosti je obyčajne charakteristický dlhší čas výstavby, dlhodobé prenajímanie a volatilné príjmové toky, čo spôsobuje, že cykly rezidenčných a komerčných nehnuteľností môžu mať rozdielne schémy. V závislosti od miery dopytu, elasticity ponuky, metód financovania a ďalších podmienok výstavby, môžu mať jednotlivé segmenty komerčných nehnuteľností rôznu dynamiku. Cykly komerčných nehnuteľností môžu byť tiež asynchrónne – tak medzi regiónmi, ako aj medzi sektormi.

Vývoj na trhu komerčných nehnuteľností môže vplývať na finančnú stabilitu prostredníctvom viacerých kanálov, pričom medzi najdôležitejšie možno považovať nasledujúce:

1. Veľký podiel bankových aktív je prostredníctvom úverov použitý ako investícia do komerčných nehnuteľností, čo sa môže realizovať rôznymi formami (vlastnenie podielov na realitných aktivách, kolateralizované úvery na nákup nehnuteľností, poskytnutie úverov developerom a stavebným firmám a pod.).[7]
2. Úvery na investície do komerčných nehnuteľností majú tendenciu byť viac volatilné ako mnoho iných typov úverov z celkového úverového portfólia v bankách. Spôsobuje to jednak vyššia pravdepodobnosť nesplácania úverov na komerčné nehnuteľnosti ako na úvery na bývanie pre domácnosti, ale aj to, že ceny komerčných nehnuteľností majú tendenciu mať výraznejšie výkyvy ako ceny nehnuteľností na bývanie.
3. Zmeny cien komerčných nehnuteľností sú dôležitým indikátorom fungovania reálnej ekonomiky a nepriamo vplývajú aj na súvahy bánk. V tzv. dobrých časoch je relatívny dostatok aj krytých úverových zdrojov v bankách, avšak v prípade klesajúcich cien nehnuteľností sa znižuje hodnota kolaterálu a môže dôjsť k určitým pnutiam v úverových inštitúciách, čo môže viesť až k narušeniu finančnej stability. Z výskumov vyplýva, že z krátkodobého hľadiska zvyknú mať ceny nehnuteľností pozitívny vplyv na úvery aj HDP. Z dlhodobého hľadiska však ceny nehnuteľností pozitívne vplývajú na HDP, ale negatívne na úvery. Platí tiež opačný dominantný vplyv HDP na ceny komerčných nehnuteľností a na bankové úvery.
4. Inštitucionálni investori, ako napr. poisťovacie spoločnosti, dôchodkové fondy, hedžové fondy a kapitálové skupiny realizujú niekedy značné priame aj nepriame investície na trhoch s komerčnými nehnuteľnosťami. Uvedené inovatívne formy investovania na jednej strane pomáhajú diverzifikovať riziko, ale zároveň predstavujú mnohé riziká najmä pre pomernú zložitosť a neprehľadnosť týchto foriem investovania, čo sťažuje aj vyhodnocovanie ich možnej rizikovosti.

Komerčné nehnuteľnosti sú predmetom záujmu analýz hlavne pre sledovanie ich vplyvu na finančnú stabilitu a konkrétnejšie pre hodnotenie úverového rizika zainteresovaných bánk. Toto riziko je iné, keď sú hypotéky poskytované domácnostiam na nákup domov a bytov, alebo investorom, či developerom vlastniacim alebo stavajúcim bytové domy. Nehnuteľnosti na bývanie zvyčajne predstavujú nižšie úverové riziko pre banky, pretože domácnosti s vyššou pravdepodobnosťou zostanú v zakúpenej nehnuteľnosti a budú splácať úver dokonca aj v prípade, že budú čeliť určitým finančným ťažkostiam.[8]

Dostupnosť informácií pre konštrukciu indexu cien

V minulosti bola zameraná pozornosť hlavne na trh s bývaním, ale v dôsledku finančnej a ekonomickej krízy sa situácia postupne mení. V posledných rokoch už viaceré relevantné medzinárodné finančné inštitúcie dôraznejšie poukazujú na dôležitosť trhu komerčných nehnuteľností pre menovú politiku a finančnú stabilitu. V dôsledku uvedomovania si rastúceho rizika z angažovania sa bánk v expozíciách, spojených s komerčnými nehnuteľnosťami, aj rizík pre finančnú stabilitu vôbec, zvyšuje sa zainteresovanosť relevantných

inštitúcií do hľadania vhodných zdrojov informácií o procesoch na trhoch s komerčnými nehnuteľnosťami[9].

Ceny komerčných nehnuteľností sú dôležité pre také národné aj nadnárodné centrálne inštitúcie, ktoré sledujú a vyhodnocujú situáciu vo finančnom sektore a podnikajú kroky kroky na eliminovanie možných systémových rizík pokiaľ ide o celkovú finančnú stabilitu.[10] Banky čeliace stratám pri poskytovaní úverov na komerčné nehnuteľnosti a zraniteľnosť finančných inštitúcií spojených s koncentráciou úverových expozícií do obchodov s komerčnými nehnuteľnosťami sú dôležitými výzvami na hľadanie efektívneho riešenia. Vhodné zdroje údajov sú nevyhnutným predpokladom objektívneho poznania trhu s komerčnými nehnuteľnosťami a taktiež včasného identifikovania prípadných problémov.

Otázka potenciálnych zdrojov údajov a metodológie zisťovania o trhu komerčných nehnuteľností sa dostáva do popredia aj v centrálnych bankách. Prostredníctvom dotazníkovej akcie v rámci krajín EÚ sa zmapovali zdroje údajov a ich dostupnosť, periodicita zisťovania, dĺžka časových radov, včasnosť údajov, geografické pokrytie, samotné koncepty oceňovania komerčných nehnuteľností, ako aj kvalita údajov.

Na základe dostupných informácií je možné vytvoriť si len orientačnú predstavu o vývoji na národnom trhu s komerčnými nehnuteľnosťami (ceny a zásoby). Vo väčšine krajín existuje viac ako jeden zdroj informácií o komerčných nehnuteľnostiach. Ako hlavné zdroje údajov boli identifikované hlavne veľké realitné firmy a špecializovaní komerční poskytovatelia údajov. Prístup k potrebným informáciám je v jednotlivých krajinách pomerne diferencovaný a zdroje údajov sú značne heterogénne.

Vo väčšine krajín sa zisťujú hlavne informácie o kancelárskych budovách, maloobchodných prevádzkach a priemyselných budovách[11]. Relatívne zriedkavejšie sú zisťované informácie o rezidenčných nehnuteľnostiach vlastnených alebo vytvorených na komerčné účely a o ďalších kategóriách komerčných nehnuteľností.

Periodicita zisťovania je buď mesačná, keď sú údaje za príslušný referenčný mesiac dostupné asi do nasledujúceho mesiaca, štvrťročná (vrátane Slovenska), s dostupnosťou do dvoch mesiacov po referenčnom štvrťroku, polročná a ročná s dostupnosťou údajov približne do 12 mesiacov. Znamená to, že v niektorých krajinách robia aj viaceré zisťovania s rozdielnou periodicitou. Dĺžka časových radov je v jednotlivých krajinách veľmi rôznorodá.

Vo väčšine krajín EÚ sú k dispozícii informácie o komerčných nehnuteľnostiach za celú krajinu, ale vo vybraných krajinách (medzi ktoré sa zaraďuje aj Slovensko) sú k dispozícii len údaje za hlavné mestá.

Pokiaľ ide o použité koncepty na meranie vývoja cien na národných trhoch komerčných nehnuteľností, tak vychádzajú z vlastných metodík a len v niektorých krajinách sa vychádza z predaných cien. Koncepty vo väčšine krajín sú založené na ohodnocovaní, a to buď podľa:

- hodnoty prenájmu (vrátane Slovenska),
- hodnoty celkového výnosu, definovaného ako ročná miera, zložená z mesačného zhodnotenia kapitálu plus zo získaného mesačného čistého príjmu, ktorý predstavuje percento z kapitálu použitého v príslušnom mesiaci,
- hodnoty rastu kapitálu, definovaného ako ročný rast zložený z mesačných hodnôt, vyjadrený ako percento použitého kapitálu každý mesiac,
- výkonnosti portfólia, definovanej ako príjmy získané ako percento z kapitálovej hodnoty v rovnaký deň,
- iných konceptov vrátane odhadovaného ohodnocovania.

Vo väčšine európskych krajín sú údaje o cenách komerčných nehnuteľností dostupné predovšetkým od súkromných organizácií a sú založené prevažne na orientačnom oceňovaní. Použitie takýchto údajov je často obmedzené len na jednoduchšie hodnotenia parciálnych otázok a sú len ťažko medzinárodne porovnateľné. Treba mať na zreteli aj skutočnosť, že dostupné údaje vo väčšine európskych krajín nepochádzajú zo štatisticky reprezentatívneho výberu a aj to limituje ich bezproblémové masové využívanie.

Na meranie vývoja zásob komerčných nehnuteľností na realitnom trhu je možno použiť aj niektoré údaje, ktoré sú už aj teraz zisťované národnými štatistickými úradmi. V súlade s metodikou národných účtov sú to napr. údaje o hrubej tvorbe fixného kapitálu podľa aktív ESA kódu AN.1112 a informácie o kapitálových zásobách podľa celkových konštrukčných prác. Hlavne zo strany Eurostatu je evidentná snaha podporiť výraznejšie vytváranie potrebných databáz na základe rôznych už existujúcich administratívnych zdrojov údajov.

Popri otázkach zdrojov údajov o trhu komerčných nehnuteľností, sú zatiaľ len v počiatočnom štádiu práce na príprave metodiky konštrukcie harmonizovaných národných indexov cien komerčných nehnuteľností (*Commercial Property Price Index / CPPI*), ktoré by mali slúžiť ako vstup pri zostavovaní štvrťročného CPPI za eurozónu. V tomto smere sa budú môcť do určitej miery využiť aj doterajšie skúsenosti Eurostatu v rámci prípravy metodiky konštrukcie indexu cien nehnuteľností na bývanie (*Residential Property Price Index / RPPI*)[12]. V súvislosti s prípravou metodiky o cenách komerčných nehnuteľností však bude potrebné riešiť aj určité špecifické metodologické otázky.

Perspektívnym zámerom relevantných európskych inštitúcií je konštruovať minimálne v pravidelných štvrťročných intervaloch medzinárodne porovnateľný index cien komerčných nehnuteľností na základe transakčných cien, podobne ako je to v prípade nehnuteľností na bývanie. Vzhľadom na nepravidelné obchodovanie s komerčnými nehnuteľnosťami (ide o dosť nelikvidné trhy) a značnú rozdielnosť ich jednotlivých segmentov (často ide aj o unikátne typy nehnuteľností), bude

9 *Dôležitý krokom v tomto smere bol už analytický materiál ECB z konca roku 2008 o angažovaní sa vybraných európskych bánk v expozíciách súvisiacich s komerčnými nehnuteľnosťami. Bližšie pozri: Commercial property markets – Financial Stability Risks, Recent Developments and EU Banks' Exposures. ECB, December 2008. Následne napr. na stretnutí ministrov financií G-20 a guvernérov centrálnych bánk v St. Andrews, v Škótsku v novembri 2009, bolo schválené odporúčanie ohľadom vývoja včasnejších a spoľahlivých štatistík o trhu komerčných nehnuteľností, ktoré majú významný vplyv na rozvoj bankového sektora. Bližšie pozri opatrenie 19 v správe The Financial Crisis and Information Gaps: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_100510.pdf*
Problematika dostupnosti a kvality informácií o trhoch s komerčnými nehnuteľnosťami pomerne silno rezonuje aj v pracovnej skupine pre všeobecné štatistiky (WGGES) v rámci ECB.

10 *Jednou z takých inštitúcií je napr. Európsky výbor pre systémové riziká (European Systemic Risk Board / ESRB), ktorý vznikol na základe nariadenia Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 1092/2010 z 24. novembra 2010 a je súčasťou Európskeho systému finančného dohľadu (European System of Financial Supervisors / ESFS). ESRB oficiálne vznikol k 16. decembru 2010 so sídlom v nemeckom Frankfurte. Nemá právnu subjektivitu a úlohy spojené s plnením jeho poslania zabezpečuje Európska centrálna banka (ECB) na základe nariadenia Rady (EÚ) č.1096/2010 zo 17. novembra 2010, ktorým sa Európskej centrálnej banke udeľujú osobitné úlohy týkajúce sa fungovania ESRB. Poslaním ESRB je prispievať k predchádzaniu alebo zmierňovaniu systémových rizík pre finančnú stabilitu v EÚ, ktoré vyplývajú z vývoja v rámci finančného systému, a to pri zohľadnení makroekonomického vývoja tak, aby sa zabránilo vzniku rozsiahlych finančných otrasov.*

11 *Do uvedených troch segmentov smerovali v posledných rokoch aj rozhodujúce podiely nových investícií. Podrobnejšie pozri napr.: International investment atlas summary 2011. Cushman & Wakefield Research.*

12 *Bližšie pozri: Handbook on Residential Property Price Indices (RPPI). Eurostat, May 2011.*

pomerne zložité získať priamo cenový index založený na transakčných cenách za celý komplex tak rôznorodých skupín komerčných nehnuteľností.

Vychádzať z transakčných cien – to by mala byť jedna zo základných požiadaviek pri konštrukcii štvrťročného indikátora o cenách komerčných nehnuteľností. Ako prechodné, dočasné riešenie bude však pravdepodobne založené len na odhadoch cien komerčných nehnuteľností. Zámerom je, aby sa CPPI dal dezagregovať aj podľa jednotlivých kategórií komerčných nehnuteľností, ako kancelárske budovy, maloobchodné prevádzky, priemyselné nehnuteľnosti, nehnuteľnosti na bývanie vytvorené na komerčné účely a pod. Z pohľadu geografického pokrytia by bolo vhodné rozlišovať komerčné nehnuteľnosti, ktoré sa nachádzajú: v hlavnom meste, mimo hlavného mesta, vo veľkých a malých mestách. Avšak so zreteľom na dostupnosť vhodných zdrojov údajov, je pravdepodobné, že získavanie viac štruktúrovaných údajov o komerčných nehnuteľnostiach bude až dlhodobejšou ašpiráciou.

Skúsenosti z konštrukcie reprezentatívnych indexov cien nehnuteľností sú v jednotlivých krajinách zatiaľ minimálne. Je to dôsledok tak nedostatočného záujmu o taký druh údajov v minulosti, ale sú za tým aj určité organizačno-technické problémy a tiež finančné nároky. V súčasnosti je CPPI vo väčšine európskych krajín prakticky nezostaviteľný prostredníctvom národných inštitúcií. V dlhšom horizonte by mal byť taký index konštruovaný podľa harmonizovaných metód a konceptov a v jednotlivých krajinách by sa mohol stať súčasťou pravidelných štatistických výstupov, avšak tieto práce sú v súčasnosti ešte len na začiatku. Pri ďalších krokoch prípravy konštrukcie CPPI by bolo účelné využiť predovšetkým doterajšie skúsenosti Eurostatu, ale aj zintenzívniť spoluprácu s ďalšími zainteresovanými inštitúciami v záujme zabezpečenia maximálne možnej synergie a ušetrenia nákladov.

Stručná charakteristika trhu na Slovensku

Trh s komerčnými nehnuteľnosťami má na Slovensku relatívne krátku históriu a jeho reálny vznik a následný vývoj bol podobne ako trh s bývaním v rozhodujúcej miere determinovaný meniacou sa ekonomickou situáciou. Postupne rastúca výkonnosť ekonomiky od prvých rokov nového tisícročia zdynamizovala aj slovenský trh s nehnuteľnosťami. Celosvetová finančná kríza a ekonomická depresia však dosť zásadne pribrzdili aktivity na trhu s bývaním aj na trhu s komerčnými nehnuteľnosťami. Dianie na slovenskom realitnom trhu obvykle kopíruje trendy v západných krajinách, ale približne s polročným až ročným oneskorením.

Miera pozornosti venovaná jednotlivým lokalitám v rámci strednej a východnej Európy je značne diferencovaná. Najžiadanejšou destináciou, najmä v oblasti kancelárskych priestorov, zostáva naďalej Varšava. Ďalšími sú Kyjev, Praha, Moskva, Bukurešť a záujem neopadáva ani v prípade pobaltských metropol (Riga, Tallin, Vilnius). Pokiaľ ide o juh, ten sa zväčša berie iba ako ich druhotná voľba a investorom imponujú Sofia, Ľubľana, Belehrad či Atény. Slovensko sa nachádza skôr mimo hlavného zorného poľa hlavných inštitucionálnych a súkromných investorov do komerčných nehnuteľností[13]. Podľa odborníkov sa v poslednom štvrťroku 2010 trh komerčných nehnuteľností v krajinách strednej Európy odrazil od dna, ale v súvislosti s rokom 2011 sa neočakáva výraznejšia expanzia. Očakávané nižšie ekonomické rasty vo väčšine krajín evokujú skôr opatrnosť investorov aj bánk.

Na Slovensku neexistujú žiadne oficiálne zdroje údajov o trhu komerčných nehnuteľností. Súkromné konzultačné spoločnosti zhromažďujú údaje o počtoch, plochách a cenách prenájmov hlavne pokiaľ ide o kancelárske priestory, maloobchodné prevádzky a priemyselné objekty najmä v Bratislave a vo väčších mestách, pričom kvalita dostupných informácií je determinovaná aj zvoleným prístupom. NBS má určité informácie o trhu s komerčnými nehnuteľnosťami od spoločností CB Richard Ellis a King Sturge, ktoré sa zvyknú používať pri makroprudenciálnych analýzach. Problematike komerčných nehnuteľností sa venuje aj zoskupenie Bratislava Research Forum (BRF), ktoré združuje tri konzultačné spoločnosti v oblasti realitného poradenstva: Cushman & Wakefield, CB Richard Ellis a Colliers International[14].

Podľa štúdie spoločnosti Cushman & Wakefield sa do segmentov komerčných nehnuteľností na Slovensku v roku 2010 investovalo viac ako rok predtým, ale predstavovalo to len zlomok investícií v okolitých krajinách. Pritom výnosnosť investícií do hlavných segmentov komerčných nehnuteľností je na Slovensku výhodnejšia ako vo väčšine okolitých krajín[15].

Oživenie trhu komerčných nehnuteľností na Slovensku v 2. polovici 2010 by mohlo podľa odborníkov pokračovať aj v roku 2011. Oživenie by sa však malo týkať hlavne kvalitnejších kancelárskych priestorov kategórie A a skôr vo väčších mestách. Očakáva sa len minimálny prírastok nových plôch, čo sa môže prejaviť na rastúcom dopyte. Mohlo by to viesť k miernemu posilneniu pozície prenajímateľov a pozície nájomcov pri dohadovaní ceny môžu oslabnúť.

Na základe informácií poradenských spoločností bolo v Bratislave v roku 2010 celkovo 1,37 mil. m^2 kancelárskych plôch. Počas roka 2010 pribudlo vyše 56 tis. m^2 nových priestorov, avšak oproti roku 2009 to predstavovalo až 58 percentný pokles. Najvyššie mesačné nájomné sa pohybovalo na úrovni 14 až 17 €/m^2 a okrajové časti mesta ponúkali prenájom za 8 až 10 €/m^2. Celková miera neobsadenosti sa pohybovala do 10 %, čo znamenalo zlepšenie oproti roku 2009.

Kým v 1. štvrťroku 2011 pribudlo v Bratislave aspoň necelých 12 tis. m^2 kancelárskych priestorov v nových a zrekonštruovaných objektoch, tak v 2. štvrťroku 2011 nepribudli žiadne nové kancelárske priestory, a tak ich celková ponuka zostala na nezmenenej úrovni takmer 1,4 mil. m^2.

13 Vyplýva to z prieskumu spoločnosti Colliers International Global Investor Sentiment Survey, na ktorom sa v 3. štvrťroku 2010 zúčastnilo vyše 200 hlavných inštitucionálnych a súkromných investorov. Viac pozri napr.: http://www.stavebne-forum.sk/sk/article/18226/brf-historicky--prvy-nulovy-prirastok-kancelarii-v--bratislave/

14 Bratislavská kancelária Cushman & Wakefield je pobočkou zastúpenia spoločnosti v Českej republike a ponúka konzultačné služby v oblasti investičných predajov a nadobúdaní v jednotlivých segmentoch komerčných nehnuteľností, venuje sa aj výskumu, oceňovaniu aj správe nehnuteľností (viac http://www.cushwake.com/cwglobal/jsp/localHome.jsp?Country=-ca5500243&Language=EN). CB Richard Ellis pôsobí na Slovensku od júna 2005. Poskytuje služby v oblastiach investičného poradenstva, prieskumu trhu, oceňovania nehnuteľností, poradenstva v oblasti priemyslu, retailu, kancelárskych priestorov a v rezidenčnej oblasti (viac http://www.cbre.sk/sk_sk). Colliers International pôsobí na Slovensku od roku 2003 a zameriava sa na poskytovanie odborných konzultačných služieb o nehnuteľnostiach. Pravidelne spracováva správy o ponuke kancelárií, retailu, priemyslu, pozemkov, investičných obchodov, ako aj ekonomickej situácie na Slovensku (viac http://www.colliers.com/Markets/Bratislava/).

15 Viac v: International Investment Atlas Summary 2011. Cushman & Wakefield, s. 14-16.

Zhruba 60 % z ponúkaných priestorov predstavuje najvyšší štandard. Miera neobsadenosti kancelárskych priestorov sa oproti prvému kvartálu 2011 znížila len nepatrne a aktuálne predstavuje 9,5 %. Očakáva sa, že do konca roka by mohlo pribudnúť približne ďalších zhruba 35 tis. m^2 nových kancelárskych plôch v dokončovaných projektoch. Transakcie s kancelárskymi priestormi dosiahli v 2. štvrťroku 2011 celkovú výmeru vyše 30 tis. m^2, čo je takmer trojnásobný rast oproti predchádzajúcemu štvrťroku, ale v porovnaní s relatívne silným 2. štvrťrokom 2010 to znamená pokles o skoro 32 %. Dominantným nájomcom kancelárskych priestorov je stále IT sektor. Kancelárske priestory predstavujú významný, relatívne stabilný a pomerne perspektívny segment v rámci trhu s komerčnými nehnuteľnosťami.

Segment obchodných priestorov dosiahol na Slovensku ku koncu roku 2010 celkový objem 934-tisíc m^2, z toho 372 tis. m^2 v Bratislave. Vlani pribudlo 121 tisíc m^2 obchodných priestorov a na rok 2011 sú naplánované projekty v objeme 179 tisíc m^2. V 1. polroku 2011 nepribudli žiadne významnejšie maloobchodné priestory, ale vo výstavbe je vyše 100 tisíc m^2, z čoho najväčšiu časť tvorí Aupark v Košiciach s 31 tis. m^2 prenajímateľnej plochy.

Slovenský trh s maloobchodnými priestormi začína dosahovať hodnoty nasýtenia, ktoré sú podobné vyspelým ekonomikám. Rýchlosť nasýtenia trhu maloobchodnými priestormi v mestách a regiónoch predbehla rast príjmov obyvateľstva. Rastúca konkurencia núti prenajímateľov nielen pružne reagovať na požiadavky nájomníkov, ale zvyšuje tiež nároky na atraktivitu a celkovú kvalitu existujúcich nákupných centier. Priemerná cena za m^2 maloobchodného priestoru v Bratislave je 40 €/m^2. V roku 2011 sa čakáva stabilizácia trhu s maloobchodnými priestormi, čo umožní aj nájomníkom rokovať o výhodnejších nájmoch[16].

Trh priemyselných nehnuteľnosti zaznamenal v 1. polroku 2011 znaky oživenia. Celková rozloha priemyselných nehnuteľností dosiahla na Slovensku v závere polroka vyše 1 mil. m^2, pričom priemerná miera neobsadenosti bola na úrovni len 2,5 %, čo predstavuje najnižšiu hodnotu v celej strednej Európe. Je to aj vďaka tomu, že väčšina priemyselných priestorov sa v poslednom období stavia na kľúč pre konkrétnych nájomcov. Najvyššie nájomné sa v prípade priemyselných priestorov pohybuje na úrovni 3,20 až 5,50 €/m^2 za mesiac v závislosti od lokality a kvality daných nehnuteľností[17].

Ani nie rok od začatia výstavby spoločnosť Dachser otvorila koncom júna 2011 v priemyselnom parku v Lozorne logistické centrum pre strednú a východnú Európu, takzvaný Eurohub Bratislava. Na ploche 64 tis. metrov štvorcových bude centrum poskytovať klientom logistické riešenia šité na mieru v oblasti pozemnej prepravy a skladovania.[18]

Vývoj slovenského trhu s komerčnými nehnuteľnosťami v prvom polroku 2011 charakterizovala predovšetkým dominancia bratislavského regiónu a pomerná diferencovanosť v jednotlivých segmentoch. Pokračoval trend rastu investičných aktivít a celkový objem investícií v roku 2011 by mohol podľa odborníkov prekonať aj predpovede zo začiatku roka. Opatrne sa aktivizujú domáci investori a pozitívne je hodnotený najmä návrat zahraničných investorov. Zároveň však treba dodať, že celkové transakčné aktivity na trhu komerčných nehnuteľností stále nedosahujú päťročný priemer.

Orientačná mozaika slovenského trhu s komerčnými nehnuteľnosťami bola zložená hlavne z dostupných parciálnych správ jednotlivých súkromných poradenských a konzultačných spoločností o štvrťročnom vývoji jednotlivých segmentov komerčných nehnuteľností.

Záver

Realitný trh je pomerne silno determinovaný ekonomickou výkonnosťou, a to predurčuje jeho cyklický vývoj. V čase konjunktúry trh nehnuteľností významným spôsobom podnecuje rast výkonnosti celej ekonomiky. Výraznejšie pozitívne impulzy pre ekonomický rast zvykne vydávať trh s komerčnými nehnuteľnosťami ako trh s nehnuteľnosťami na bývanie aj vzhľadom na jeho relatívne vyššiu váhu na trhu s nehnuteľnosťami. Na druhej strane sú však s trhom komerčných nehnuteľností spojené relatívne vyššie riziká pre finančnú stabilitu ako s trhom nehnuteľností na bývanie. Uvedené porovnania naznačujú, že zvýšená pozornosť, ktorú problematike trhu komerčných nehnuteľností začínajú venovať relevantné medzinárodné inštitúcie, je opodstatnená.

Rastúca spoločenská objednávka na informácie o komerčných nehnuteľnostiach však naráža na absenciu dostupných, spoľahlivých a medzinárodne porovnateľných údajov o jednotlivých segmentoch na trhu komerčných nehnuteľností. Európske inštitúcie vyvíjajú významnú iniciatívu na zmapovanie aktuálneho stavu a hľadania efektívneho riešenia na získanie potrebných údajov aj pre konštrukciu spoločného ukazovateľa o vývoji cien komerčných nehnuteľností. V roku 2010 vznikol projekt, ktorý má za cieľ v prvom kroku vytvoriť štvrťročný index cien komerčných nehnuteľností (CPPI) za eurozónu. Z dlhodobého hľadiska je cieľom položiť základy na pravidelné zostavovanie harmonizovaných národných CPPI (založených na transakciách) podľa jednotlivých krajín eurozóny. Skúsenosti z konštrukcie reprezentatívnych indexov cien nehnuteľností sú v jednotlivých krajinách zatiaľ minimálne a na Slovensku v podstate žiadne.

V podmienkach Slovenska zatiaľ neexistujú žiadne oficiálne zdroje údajov o trhu komerčných nehnuteľností. Agenda komerčných nehnuteľností je predmetom záujmu viacerých súkromných poradenských a konzultačných spoločností, ktoré zhromažďujú hlavne údaje o plochách a cenách prenájmov hlavne pokiaľ ide o kancelárske priestory, maloobchodné prevádzky a priemyselné objekty najmä v Bratislave a vo väčších mestách. Rozsah a kvalita dostupných informácií je determinovaná

16 Podrobnejšie pozri: http://www.stavebne-forum.sk/sk/article/19472/vo-vystavbe-je-140-tisic-m2-nakupnych-centier/

17 Viac pozri napr. http://www.stavebne-forum.sk/sk/article/19754/trh-priemyselnych-realit-v-prvom-polroku-2011-ozil/

18 V novom logistickom centre sa nachádza prekládková hala pre priemyselné tovary s rozlohou 3 565 metrov štvorcových a administratívna budova s rozlohou 1 800 metrov štvorcových využiteľnej podlahovej plochy. Bratislavský Eurohub je druhým v rámci pozemnej prepravnej siete spoločnosti Dachser a vytvára priame spojenie do 14 krajín prostredníctvom 19 importných a exportných služieb a je priamo napojený na Eurohub Überherrn v Nemecku. V auguste 2011 k týmto dvom eurohubom pribudne tretí vo francúzskom Clermont-Ferrande.

Literatúra:

1. Commercial property markets – Financial Stability Risks, Recent Developments and EU Banks' Exposures. ECB, December 2008.
2. Financial Soundness Indicators – Compilation Guide, IMF, March 2006.
3. Haibin Zhu: The importance of property markets for monetary policy and financial stability. BIS, 2003.

aj zvoleným prístupom konkrétneho referujúceho subjektu.

V procese hľadania vhodného zdroja potrebných údajov o trhu komerčných nehnuteľností v európskom priestore môžu byť užitočné aj rôzne podnety z jednotlivých krajín na vhodné typy zdrojov údajov a tiež využitie doterajších skúseností BIS, ktorá už rieši projekt s podobným zameraním. Získavanie medzinárodne porovnateľných údajov o cenách komerčných nehnuteľností a konštrukcia ukazovateľov na základe jednotnej celoeurópskej metodiky aj za jednotlivé krajiny je proces, ktorý bude pravdepodobne trvať ešte niekoľko rokov.

Pozvánka na vedecké kolokvium

Ekonomická fakulta Univerzity Mateja Bela v Banskej Bystrici a Univerzita Nancy 2 organizujú 12. októbra 2011 vedecké kolokvium s názvom **Vplyv posilneného bankového dohľadu na banky a investorov v kontexte krajín eurozóny**.

Vedecké kolokvium sa koná pod záštitou Národnej banky Slovenska a Francúzskeho veľvyslanectva na Slovensku. Otvorí ho francúzsky atašé pre vedeckú, technickú a univerzitnú spoluprácu prof. Rachid Makhloufi, úvodné prednášky prednesú guvernér Národnej banky Slovenska doc. Ing. Jozef Makúch, PhD., a prof. Alain Buzelay z Univerzity Nancy 2. V popoludňajšej časti vedeckého kolokvia vystúpia domáci a zahraniční experti z praxe i z akademickej pôdy. Toto kolokvium sa uskutoční pri príležitosti inštitucionalizácie Francúzsko-slovenského univerzitného inštitútu v Banskej Bystrici a otvorenia spoločného študijného programu „Finančné riadenie a európsky priestor" na Ekonomickej fakulte UMB.

Viac informácií o podujatí možno získať od tajomníčky podujatia Ing. Žanety Lacovej, PhD., na adrese zaneta.lacova@umb.sk a na webovej stránke fakulty www.ef.umb.sk.

Analýza súčasnej slovenskej legislatívy v poistnom sektore z pohľadu smernice o Solventnosti II.

Národná banka Slovenska vypracovala analýzu súčasného stavu regulácie poistného sektora z perspektívy smernice o Solventnosti II. Hlavnými cieľmi tejto analýzy bolo najmä identifikovať:

- možnosti vnútroštátnej úpravy niektorých aspektov podnikania v poisťovníctve,
- potrebné legislatívne zmeny súvisiace s transpozíciou nových ustanovení smernice o Solventnosti II,
- rekodifikované ustanovenia smernice o Solventnosti II, ktoré bude potrebné dôslednejšie transponovať do slovenskej legislatívy a
- právne normy, ktoré budú tvoriť nové regulačné prostredie.

Plné znenie analýzy, ktorú Banková rada Národnej banky Slovenska dňa 23. augusta 2011 zobrala na vedomie, je zverejnené na internetovej stránke NBS: http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Dohlad/ORM/Poistovnictvo/Analyza_sucasnej_slovenskej_legislativy_z_pohladu_Solventnosti_II.pdf.

Dopad januárového zvýšenia DPH na spotrebiteľské ceny

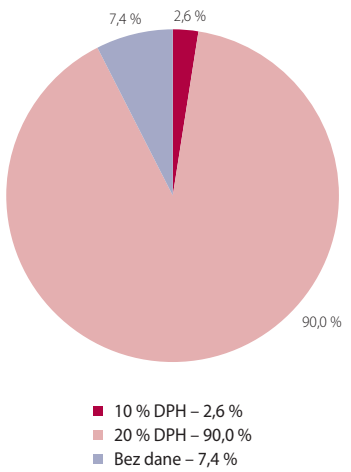
Michal Doliak
Národná banka Slovenska

The pass-through of changes in excise duties to consumer prices is influenced by many factors which may have different impact on different products and services in the market. Such factors are for example cost structure of market participants, demand elasticity, price expectations as well as competition in the market. In practice, it is difficult to separate and measure the impact of changes in excise duties from the effect of normal seasonal developments or developments arising from factors influencing the growth of prices, e.g. commodity prices. Therefore, the result has to be viewed in the context of many simplifications. The calculated pass-through of the VAT change to non-regulated consumer prices of industrial goods, excluding energy, services and processed food, was lower than the original NBS projection. Based on the results of the analysis, the rise in VAT thus contributed by approximately 0.4 to 0.5 percentage point to the growth of consumer prices as measured by HICP in January 2011.

Miera prenosu zmien nepriamych daní do spotrebiteľských cien závisí od mnohých faktorov, ktoré môžu mať rôzny dosah na rôzne produkty a služby na trhu. Takéto faktory sú napríklad nákladová štruktúra firiem, elasticita dopytu, cenové očakávania, ako aj konkurencia na trhu. Problémom môže byť aj načasovanie prenosu zmien nepriamych daní do spotrebiteľských cien. Výška nových daní je známa s určitým časovým predstihom a tak sa predajcovia môžu rozhodnúť, či prenesú túto novú daň do cien už pred termínom jej platnosti alebo až neskôr. V praxi je zložité oddeliť a zmerať vplyv zmeny nepriamych daní od normálneho sezónneho vývoja alebo vývoja spôsobeného faktormi ovplyvňujúcimi cenový rast, ako sú ceny komodít, teda ropa a agrokomodity, mzdy, ceny výrobcov. Výsledok predloženej analýzy je preto potrebné vnímať v kontexte mnohých zjednodušení a prijatých zjednodušených predpokladov.

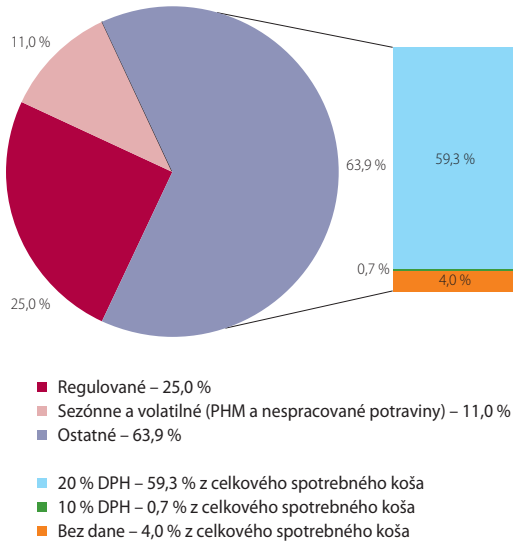
Od januára 2011 sa novelou zákona o dani z pridanej hodnoty (ďalej len DPH) zvýšila základná sadzba z 19 % na 20 %. Zároveň sa zrušila 6 % sadzba na predaj potravín z dvora. Odhad dopadu uplatňovania týchto sadzieb na spotrebiteľské ceny je zjednodušený tým, že sa pozerá na priamy dopad na ceny a nie na nepriamy dopad. Priamy dopad predstavuje zmena spotrebiteľskej ceny po zavedení vyššej sadzby DPH a nepriamy dopad predstavuje vplyv na spotrebiteľské ceny po zvýšení DPH cez zmeny v rozhodovaní účastníkov trhu (domácností, firiem a verejných inštitúcií). Napríklad domácnosti sa môžu rozhodnúť vzhľadom na vyššie ceny tovarov a služieb a nízky rast príjmov obmedziť svoju spotrebu, čo následne zníži agregátny dopyt a môže spomaliť rast spotrebiteľských cien.

Graf 1 Podiel jednotlivých sadzieb DPH na spotrebnom koši HICP v roku 2011 (v %)



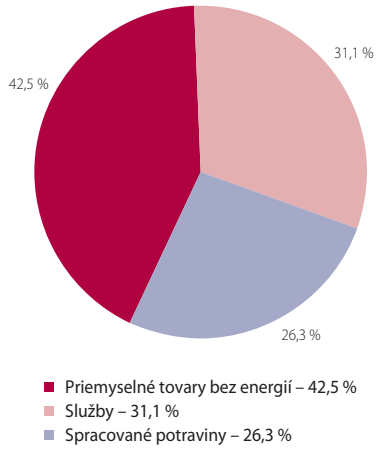
Zdroj: Výpočty NBS na základe údajov ŠÚ SR.

Graf 2 Podiel jednotlivých sadzieb DPH na spotrebnom koši HICP v roku 2011 (v %)



Zdroj: Výpočty NBS na základe údajov ŠÚ SR.

Graf 3 Podiel jednotlivých skupín spotrebného koša na analyzovanej vzorke (v %)



Zdroj: Výpočty NBS na základe údajov ŠÚ SR.

Pri predpoklade plného prenosu by zmena DPH z 19 % na 20 % predstavovala príspevok 0,76 percentuálneho bodu k celkovej inflácii, keď rast dane z 19 % na 20 % predstavuje nárast o 0,84 %, ale podiel položiek s 20 % daňou na spotrebnom koši predstavuje asi 90 %. Zvyšok predstavujú položky, pri ktorých sa uplatňuje 10 % DPH, alebo sa daň neuplatňuje vôbec (graf 1).

Pri výpočte, resp. odhade skutočného dopadu je potrebné najskôr uvažovať, kde by sa zmena DPH mohla určite prejaviť a kde by sa zmena vplyvom iných faktorov nemusela prejaviť. Preto bol spotrebný kôš rozdelený na regulované položky, sezónne a volatilné položky (nespracované potraviny a pohonné látky) a ostatné položky (graf 2). V prípade regulovaných cien a sezónnych a volatilnych položiek je predpoklad, že sa tu prejaví celá zmena DPH, teda prenos do cien bude okamžitý a 100-percentný. Z ostatných položiek, ktoré tvoria takmer 64 % spotrebného koša, boli vybrané tie položky, kde je základná sadzba DPH (t. j. 20 %) a túto skupinu (približne 60 % spotrebného koša) tvorili tri hlavné skupiny: neregulované priemyselné tovary bez energií, služby a spracované potraviny (graf 3). V rámci týchto položiek sa testovala miera prenosu zvýšenej DPH do cien v prvých mesiacoch roku 2011.

Na zistenie, resp. odhad skutočného dopadu zvýšenia DPH na vývoj spotrebiteľských cien boli použité tri rôzne prístupy.

Prvý prístup bol založený na predpoklade normálneho (sezónneho) rastu cien v danom období. Vyšší ako tento predpokladaný nárast (tzv. reziduum) je považovaný za vplyv zvýšenia DPH.

Druhý prístup bol založený na jednoduchom jednorozmernom (univariate) modeli (ARMA) pre jednotlivé podskupiny, pomocou ktorého sa porovnal skutočný nárast v daných podskupinách s predpokladaným nárastom z týchto jednoduchých modelov a mohol sa tak identifikovať „mimoriadny" nárast spôsobený zavedením vyššej sadzby DPH.

Tretí prístup bol založený na používanom modeli na tvorbu predikcie, ktorý odráža aj vývoj faktorov ovplyvňujúcich cenový rast (cena ropy a ostatných komodít, mzdy, výmenný kurz a pod.). Aj v tomto prípade je očakávaný dopad založený na predpoklade, že iný rast cien ako rast z tohto modelu je spôsobený zmenou DPH.

Každý z týchto prístupov má svoje výhody aj nevýhody, preto bol výsledný dopad vypočítaný aritmetickým priemerom týchto troch prístupov pre každú skupinu analyzovanej vzorky.

Výsledný vplyv zvýšenia DPH na celkovú infláciu sa vypočítal pomocou váženého priemeru sledovaných subagregátov. Výsledky sú v tabuľke 1.

V uvedenej tabuľke si treba všimnúť stĺpec „Odhadovaná miera prenosu v %", ktorý je výsledkom analýzy (priemer všetkých troch postupov v každom subagregáte) a ktorý hovorí o tom,

Tabuľka 1 Odhad dopadu zmeny DPH

	Váha na spotrebnom koši v %	Odhadovaná miera prenosu v %	Dynamika spôsobená zmenou DPH v %	Príspevok v p. b.
Priemyselné tovary bez energií (neregulované, 20 % DPH)	25,2	8,7	0,07	0,02
Služby (neregulované, 20 % DPH)	18,5	43,1	0,36	0,07
Spracované potraviny	15,6	77,0	0,65	0,10
Spolu (vážený priemer alebo súčet)	59,3	37,4	0,31	0,19
Zvyšná časť koša s 20 % DPH (pohonné látky, regulované ceny, nespracované potraviny)	30,8	100	0,84	0,26
Spolu zmena DPH z 19 % na 20 % (vážený priemer alebo súčet)	90,1	58,8	0,49	0,45

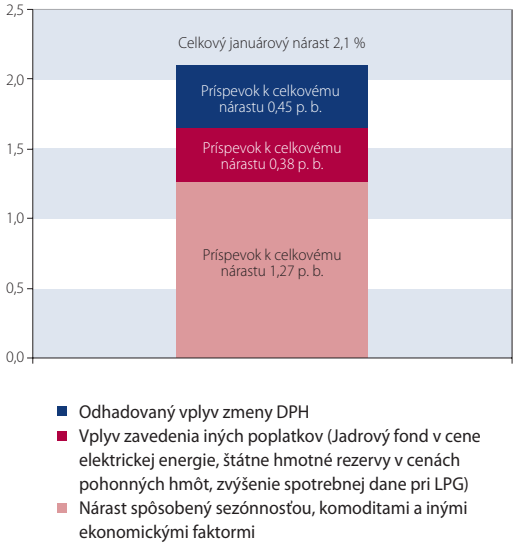
Zdroj: Výpočty NBS.

akou mierou (pomerom, podielom) sa preniesla zmena DPH do uvedených spotrebiteľských cien. Napríklad v prípade neregulovaných cien priemyselných tovarov bez energií sa zvýšenie DPH z 19 % na 20 % prejavilo v januári 2011 len na úrovni 8,7 %. Takáto miera prenosu spôsobila, že dynamika cien priemyselných tovarov bez energií (neregulovaných s 20 % DPH) sa zvýšila v januári o 0,07 % (stĺpec „Dynamika spôsobená zmenou DPH v %"), čo je v porovnaní s nárastom ceny o 0,84 % pri plnom prenose do tejto skupiny tovarov výrazne menej. Príspevok k celkovej inflácii tak predstavoval 0,02 percentuálneho bodu.

Odhadovaná miera prenosu pre analyzovanú skupinu subagregátov bola vypočítaná ako vážený priemer odhadnutých mier prenosu pre každý komponent a váh týchto komponentov. Na základe minulého vývoja NBS predpokladala v strednodobej predikcii P4Q-2010, že prenos zvýšenej DPH do cien nebude v januári 2011 plný, ale len na úrovni 56 % (v rovnakých skupinách ako v tejto analýze, t. j. v neregulovaných cenách priemyselných tovarov bez energií, v neregulovaných službách a spracovaných potravinách). Vypočítaný prenos zmeny DPH do neregulovaných spotrebiteľských cien priemyselných tovarov bez energii, služieb a spracovaných potravín predstavoval 37,4 %, a je teda nižší ako pôvodný predpoklad NBS. Za týmto vývojom môže byť napríklad vplyv konkurencie na trhu, slabý spotrebiteľský dopyt a pod. Nárast DPH tak na základe výsledkov analýzy prispel k nárastu spotrebiteľských cien približne na úrovni 0,4 až 0,5 percentuálneho bodu (odhad jednotlivých faktorov na celkovom januárovom náraste spotrebiteľských cien je v grafe 4). Takmer celý nárast sa uskutočnil v januári, keď v nasledujúcich mesiacoch (február, marec, apríl) bol zaznamenaný veľmi nízky „mimoriadny" rast cien, resp. v niektorých prípadoch aj ich „mimoriadny" pokles.

Na záver ešte jedna poznámka. Štatistický úrad Slovenskej republiky (ŠÚ SR) pri zverejnení januárovej (CPI) inflácie uviedol, že dopad zvýšenia DPH predstavoval 0,54 percentuálneho bodu.

Graf 4 Vplyv jednotlivých faktorov na januárový rast HICP (v %)



Zdroj: Výpočty NBS na základe údajov ŠÚ SR.

Toto číslo však predstavuje príspevok zmien nepriamych daní v neregulovaných cenách, takže nepredstavuje plný dopad zmien. Ďalším dôležitým faktom je, že ŠÚ SR pri očisťovaní a výpočte jadrovej inflácie (inflácie očistenej od vplyvu zmien nepriamych daní a regulovaných cien) automaticky prenesie celú zmenu dane. Neskúma, či došlo skutočne k prenosu týchto daní do konečných spotrebiteľských cien. Napríklad cena čierneho čaju sa v januári 2011 oproti decembru 2010 takmer nezmenila (z dôvodu konkurencie, dopytu a pod.), ŠÚ SR však automaticky očistil januárovú cenu od vyššej DPH a vypočítal, že jadrová cena poklesla (pri nezmenenej cene odpočítal vyššiu daň a to vedie k poklesu). Takáto situácia len potvrdzuje výsledok analýzy, že prenos zmeny DPH nebol plný. Rozdiel je aj v tom, že ŠÚ SR očisťuje infláciu počítanú na základe indexu CPI, pričom táto analýza bola urobená na harmonizovanom indexe spotrebiteľských cien (HICP).

Vplyv finančnej krízy na pozíciu verejných financií

Anna Strachotová
Národná banka Slovenska

The article identifies channels through which financial and economic crisis exerted influence on the public sector debt position developments in Slovakia and in selected euro area countries. It concentrates mainly on the influence of growth of economy, inflation and public finance deficit on the debt position sustainability.

V dôsledku finančnej a hospodárskej krízy fiškálny deficit a dlh sektora vlády v krajinách EÚ výrazne vzrástol. V rozvinutých ekonomikách sa do rastúceho zadlženia premietla podpora agregátneho dopytu a kľúčových odvetví protikrízovými stimulmi a preberanie záväzkov finančných a nefinančných spoločností. V nových členských krajinách rast dlhu súvisel viac s výpadkom príjmov v súvislosti s poklesom ekonomickej aktivity.

Okrem výrazného rastu dlhu bol v krajinách EÚ zaznamenaný bezprecedentný rast rizikovej prirážky dlhodobých cenných papierov suverénnych štátov. Nedôvera trhov si vyžiadala zásah EÚ a medzinárodných organizácií[1] na podporu ohrozených členských štátov. V periférnych ekonomikách eurozóny sa počas roka 2010 rozvinula dlhová kríza.

Možno predpokladať, že dlhy suverénnych krajín v najbližších rokoch ešte porastú, kým krajiny začnú účinne napĺňať konsolidačné ciele. Vzhľadom na negatívne dopady vysokého zadlženia na rast potenciálu ekonomiky a menovú a finančnú stabilitu je potrebné, aby fiškálna politika realizovala stratégiu, ktorá by stabilizovala dlhový pomer na aktuálnej úrovni a následne v strednodobom horizonte normalizovala rozpočtovú a bilančnú pozíciu sektora verejnej správy. V prípade viacerých krajín to znamená výraznejšiu konsolidáciu než iba návrat na predkrízové hodnoty.

Otázka udržateľnosti dlhovej pozície štátov je umocňovaná problémom starnutia európskej populácie, ktorý si do budúcnosti vyžaduje zahrnutie značných nákladov do bilancie verejných financií.

Význam sektora vlády pre finančnú stabilitu

Dlhová pozícia verejného sektora je dôležitou súčasťou makroekonomických fundamentov a finančnej politiky. Vzhľadom na schopnosť verejných financií generovať stabilné príjmy v budúcnosti, nesú vládne cenné papiere nízke riziko defaultu, riziko oddialenia splatnosti a sú vysoko likvidné. Vládne cenné papiere majú teda vhodné vlastnosti na to, aby slúžili ako etalón finančným trhom na ocenenie rizikovosti ostatných finančných aktív v ekonomike.

Zadlženosť sektora verejných financií sa odvíja najmä od rozhodnutí o fiškálnej politike, ale aj od menovopolitického rámca. Do bilancie sektora sa môžu prenášať nerovnováhy z bilancií súkromného sektora (implicitné záväzky a záruky finančným a nefinančným podnikom) a dopady interakcií medzi finančnými bilanciami sektorov ekonomiky (Allen, 2002). Vzťah medzi verejnými financiami a finančnou stabilitou ovplyvňuje charakter fiškálnej politiky (výška dosahovaných príjmov), výška dlhu, jeho štruktúra (typy dlhových nástrojov a ich splatnosť), investorská základňa, stupeň rozvoja kapitálového trhu a inštitucionálne faktory (Das, 2010). V tomto príspevku sa zameriame iba na riziká plynúce z celkovej výšky dlhu.[2]

Fiškálna udržateľnosť

Fiškálna solventnosť si podľa ekonomickej teórie vyžaduje, aby vláda bola schopná generovať v budúcnosti prebytky primárnej bilancie, ktoré pokryjú platby nesplateného dlhu (t. j. súčasná diskontovaná hodnota budúcich primárnych prebytkov sa musí rovnať hodnote existujúceho verejného dlhu). Nedostatkom teoretického konceptu udržateľnosti je jeho prílišná všeobecnosť a nemožnosť použiť ho v rozhodovaní o charaktere fiškálej politiky, keďže hovorí len toľko, že dlh musí byť splatený niekedy v budúcnosti.

Prakticky sa najčastejšie ako benchmark odlišujúci udržateľné politiky od neudržateľných používa kritérium nerastúceho dlhového pomeru (zvyčajne hrubý dlh verejného sektora v pomere k HDP). V najužšom zmysle znamená fiškálna udržateľnosť dosahovanie takej rozpočtovej bilancie, ktorá stabilizuje deficit verejných financií a dlh na určitej špecifikovanej úrovni. Všeobecne známe a pre krajiny EÚ záväzné je maastrichtské kritérium pre dlh verejných financií, podľa ktorého by dlhový pomer nemal presiahnuť 60 % HDP alebo by mal v prípade vyššieho dlhového pomeru k tomuto limitu konvergovať. Vývoj v poslednom období však naznačuje, že len jednoduchý numerický cieľ nie je dostatočný, ale vhodnejšie by bolo pri hodnotení udržateľnosti dlhu zohľadňovať špecifiká konkrétnej krajiny (napr. výška a volatilita príjmov rozpočtu, kompozícia dlhu).

1 Grécko prijalo program MMF zahŕňajúci stabilizačné opatrenia vrátane sprísnenia fiškálnej politiky v máji 2010, Írsko prijalo pomoc EÚ v novembri 2010 a Portugalsko v máji roku 2011.
2 Rôzne charakteristiky štruktúry dlhu 23 krajín EÚ sú uvedené v práci Eminescu (2010).

Box 1

Matematický aparát pre výpočet dynamiky dlhu

Účtovnú identitu rozpočtu konsolidovaného sektora vlády možno všeobecne vyjadriť:

$$G_t + i_t D_{t-1} = T_t + (D_t - D_{t-1}) \qquad \text{(b1)}$$

G – nominálne primárne výdavky vlády
i – nominálna implicitná úroková sadzba dlhu D, počítaná ako pomer platených úrokových nákladov k dlhu na konci predchádzajúceho roka
T – príjmy rozpočtu vlády
$D_t - D_{t-1}$ – emisia nového dlhu

Rovnica (b1) znamená, že vládne výdavky G a náklady na obsluhu dlhu akumulované v predchádzajúcom období D_{t-1} musia byť nižšie alebo rovné súčtu daňových príjmov T a emisie nového dlhu $D_t - D_{t-1}$.

Po vyjadrení v podieloch nominálneho HDP je zmena verejného dlhu:

$$d_t - d_{t-1} = \frac{i_t - y_t}{1+y_t} d_{t-1} - pb_t \qquad \text{(b2)}$$

kde *i* je nominálna implicitná úroková sadzba, *y* je rast nominálneho HDP a *pb* je primárna bilancia rozpočtu, alebo

$$d_t - d_{t-1} = \frac{r_t - g_t}{1+g_t} d_{t-1} - pb_t \qquad \text{(b3)}$$

kde *r* je reálna implicitná úroková sadzba a *g* je rast reálneho HDP.

Podmienka pre zachovanie konštantného dlhového pomeru

Ak sa dlhový pomer vo vzťahu (b3) nemení, $d_t - d_{t-1} = 0$, potom

$$\frac{pb_t}{d_{t-1}} = \frac{r - g}{1+g} \qquad \text{(b4)}$$

Primárna bilancia v pomere k dlhu musí byť identický rozdielu medzi reálnym výnosom dlhu a reálnym rastom outputu.

Primárna bilancia, s ktorou možno dosiahnuť plánovaný dlhový pomer v konečnom časovom horizonte

Ak sa udržiava konštantná primárna bilancia *pb**, možno dosiahnuť cieľový dlhový pomer, keď:

$$pb_t^* = \frac{\lambda}{(1+\lambda)^{-N} - 1}\left((1+\lambda)^{-N} d_N^* - d_0\right) \qquad \text{(b5)}$$

kde d_0 počiatočný dlhový pomer
d^*_N plánovaný dlhový pomer, ktorý má byť dosiahnutý za N časových období $\lambda = \frac{r-g}{1+g}$

Dekompozícia rastu dlhového pomeru vrátane zosúladenia dlhu a deficitu

Ak predpokladáme, že vývoj dlhu je ovplyvnený aj finančnými operáciami, vzťah (b2) bude rozšírený o zosúladenie dlhu a deficitu

$$d_t - d_{t-1} = \frac{i_t - y_t}{1+y_t} d_{t-1} - pb_t + sfa_t \qquad \text{(b6)}$$

kde *sfa* je zosúladenie dlhu a deficitu.

Úloha úrokových sadzieb, inflácie a rastu ekonomiky pre dynamiku dlhu

Vývoj dlhového pomeru *d* charakterizuje vzťah[3]:

$$d_t - d_{t-1} = \frac{r_t - g_t}{1+g_t} d_{t-1} - pb_t \qquad (1)$$

Kde *d* je dlhový pomer, *r* sú reálne implicitné úrokové platby (upravené o reálny rast ekonomiky *g*) a *pb* je primárna bilancia.

Zmena dlhového pomeru je podmienená nákladmi na obsluhu dlhu z minulosti a primárnou bilanciou rozpočtu verejných financií. Zo vzťahu (1) vyplýva, že výška dlhu ovplyvňuje ako silne pôsobí efekt rastu reálneho HDP na znižovanie dynamiky dlhu. Pri zmene diferenciálu úrokových sadzieb a rastu (poklese reálneho rastu g a raste reálnych úrokových sadzieb r) je potrebné v závislosti od dlhového pomeru intenzívnejšie konsolidovať (primárny prebytok potrebný na stabilizáciu dlhu musí byť vyšší). Krajiny s vysokým dlhovým bremenom sú preto citlivejšie na pokles rastu, ako aj na vplyv inflácie na reálne náklady dlhu.

Rozdiel medzi reálnymi úrokovými platbami a reálnym rastom HDP – diferenciál $(r_t - g_t)$[4] je zásadným parametrom, ktorý ovplyvňuje vývoj dlhového pomeru. Pre rozvinuté trhové ekonomiky je v dlhom časovom období diferenciál $(r_t - g_t)$ pozitívny vzhľadom na dosahované vyššie reálne úrokové sadzby ako je reálny rast. Negatívny diferenciál sa pokladá za dočasný fenomén[5] a dosahujú ho najmä rozvíjajúce sa ekonomiky s vysokým ekonomickým rastom a vyššou mierou inflácie, ako to bolo v prípade nových členských krajín EÚ. Dosahovali ho aj periférne ekonomiky eurozóny, ktorým sa v období po vstupe do eurozóny výrazne znížili úrokové sadzby.

Ekonomiky s negatívnym diferenciálom majú možnosť dosahovať primárne deficity (do určitej úrovne) a pritom zároveň udržiavať dlhový pomer na nezmenenej úrovni. Pokiaľ by sa dlhodobo udržal negatívny diferenciál $(r_t - g_t)$, existuje určitý maximálny primárny deficit konzistentný s nerastúcim dlhovým bremenom.[6]

Vývoj dlhovej pozície sektora verejných financií vo vybraných ekonomikách

Vývoj dlhovej pozície sektora verejných financií budeme porovnávať v skupine krajín tvorených Slovenskom a ďalšími piatimi krajinami eurozóny

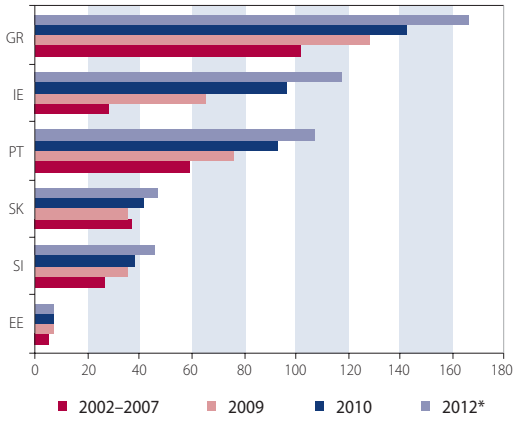
3 Matematický aparát pre výpočty dynamiky dlhu je uvedený boxe.
4 Kvôli zjednodušeniu používame v ďalšom texte označenie (rt -gt) pre celý vzťah (rt – gt)/(1+ gt).
5 Escolano, 2010.
6 Podľa vzťahu (b4) v boxe.

Tab. 1 Konsolidácia verejných financií (% HDP)

	Dlhový pomer				Primárna bilancia	
	2002	Zmena 2002–2007	Zmena 2008–2010	Zmena 2010–2012*	2010	Štrukturálna PB
Estónsko	5,7	-2,0	2,0	0,4	0,3	2,6
Írsko	32,1	-7,1	51,8	21,7	-29,2	-27,0
Grécko	101,7	3,8	32,0	23,4	-4,9	-2,7
Portugalsko	53,7	14,4	21,4	14,4	-6,1	-5,8
Slovinsko	28,0	-4,8	16,1	8,0	-4,0	-1,4
Slovensko	43,4	-13,8	13,2	5,8	-6,6	-6,1

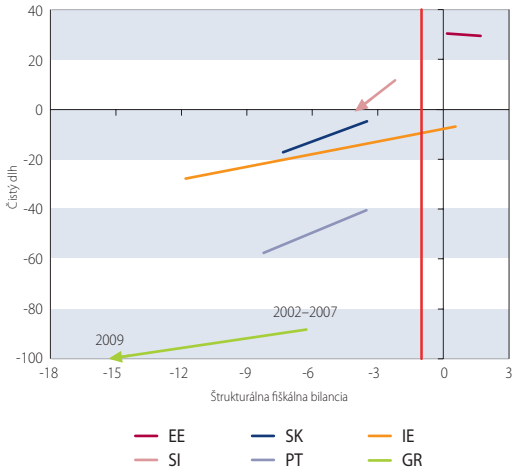
*Zdroj: EK, máj 2011, * prognóza EK.*
Štrukturálna bilancia – primárna bilancia očistená o vplyv cyklických faktorov.

Graf 1 Hrubý dlh, (% HDP)



Zdroj: EK.
** Prognóza EK.*

Graf 2 Čistý dlh a fiškálna bilancia (% HDP)



Zdroj: EK, Eurostat, prepočty NBS.
V priemere za 2002 – 2007 v porovnaní s r. 2009.

– Gréckom, Írskom, Portugalskom, Slovinskom a Estónskom. Tieto krajiny sú z hľadiska bilančnej pozície verejných financií pomerne heterogénne. Grécko a Portugalsko akumulovali vysoké dlhy už dlhodobo, ostatné krajiny zaznamenali rast dlhu v súvislosti s finančnou krízou (Írsko) a po prenesení do reálnej ekonomiky. Pred krízou mali krajiny okrem Grécka dlhový pomer v rámci maastrichtského kritéria. Veľmi nízke zadlženie verejného sektora v Estónsku bolo do veľkej miery podmienené preferovaním fixného kurzového režimu.

Rozdiely vo výške dlhového pomeru v období pred krízou a jeho nasledujúci rast ilustruje graf 1. V súčasnosti a v horizonte do roku 2012 Európska komisia (EK) predpokladá vo všetkých krajinách ďalší rast dlhového pomeru.

Pozíciu verejného sektora možno posudzovať aj na základe vývoja čistého dlhu. Čistá dlhová pozícia (pasíva mínus finančné aktíva) vypovedá nakoľko sú záväzky sektora kryté finančnými aktívami, ktoré môžu byť (pomerne rýchlo) použité na splatenie dlhu. V pozícii čistého veriteľa boli pred krízou Estónsko a Slovinsko. Estónsko spolu s Írskom vykazovali pred krízou aj prebytkové rozpočtové hospodárenie, takže neakumulovali dlh dodatočnými fiškálnymi tokmi. Najvyššia relatívna zadlženosť bola akumulovaná – podobne ako v prípade hrubého dlhu – aj z hľadiska úrovne čistého dlhu v Grécku a Portugalsku.

Rozpočtová pozícia (očistená o jednorazové a cyklické vplyvy) v grafe 2 dopĺňa informáciu o tom, nakoľko krajiny akumulovali zadlžovanie dodatočnými fiškálnymi tokmi. Revidovaný Pakt stability a rastu ukladá krajinám ako strednodobý cieľ dosiahnuť štrukturálny deficit maximálne do 1 % HDP. Túto požiadavku okrem Estónska a Írska pred krízou sledovaná skupina krajín nespĺňala a v súčasnosti sa od tohto etalónu ešte viac vzdialila (okrem Estónska).

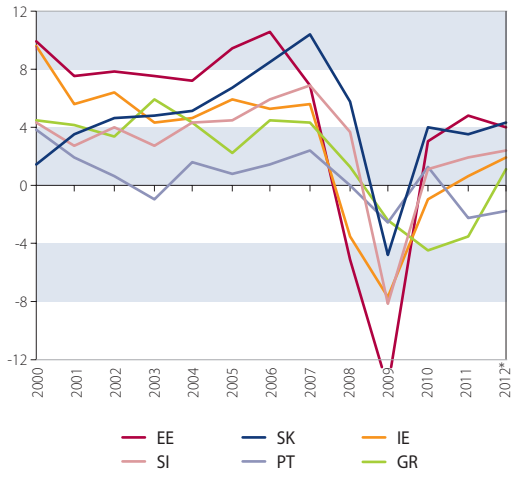
Vývoj HDP

V predkrízovom období dosahovali krajiny vysoký rast, ktorý pomáhal zmierňovať dynamiku dlhu. Od roku 2008 sa prenos problémov z finančných trhov do reálnej ekonomiky prejavoval spomaľovaním rastu až recesiou. V roku 2010 nastalo vo väčšine krajín opätovné oživenie. V horizonte do roku 2012 však EK nepredpokladá návrat rastu na predkrízové hodnoty.

Vývoj úrokových sadzieb

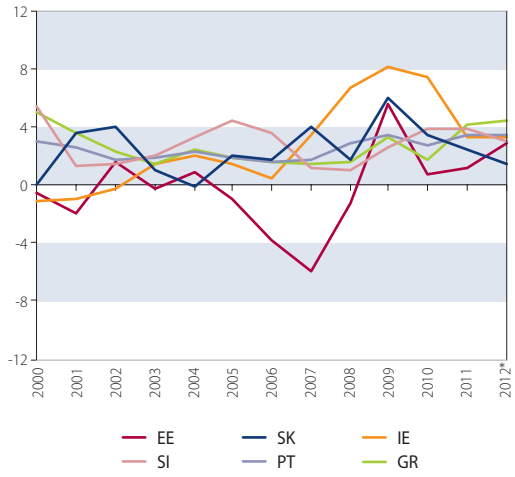
Implicitné úrokové sadzby dlhu sú tvorené sumou úrokových nákladov platených v danom roku v pomere k celkovému dlhu v predchádzajú-

Graf 3 Reálny HDP, (medziročná zmena v %)



Zdroj: EK máj 2011.
** Prognóza EK.*

Graf 4 Reálne implicitné úrokové sadzby (%)



Zdroj: EK máj 2011.
** Prognóza EK.*

com období. Výška úrokových nákladov je určená rozhodnutiami prijatými v minulosti a je závislá od kompozícii a splatnosti dlhu. Po odpočítaní miery inflácie v ekonomike, meranej deflátorom HDP získame informáciu o reálnych úrokových sadzbách (graf 4).

V období rokov 2000 – 2007 boli priaznivé podmienky na konsolidáciu dlhu aj z hľadiska nízkych a klesajúcich reálnych úrokových sadzieb. Pred krízou boli všeobecne reálne úrokové sadzby nízke, na trhoch bol dostatok likvidity a rizikové prémie boli nízke. Nové členské krajiny boli trhmi oceňované veľmi priaznivo a dosahovali nízke rizikové prirážky v porovnaní s ostatnými rozvíjajúcimi sa ekonomikami. (Luengnaruemitchai, 2007).

Po zmene parametrov (poklese HDP aj inflácie) implicitné sadzby výrazne vzrástli. Rast úrokových sadzieb bol pravdepodobne ovplyvnený aj rizikovými faktormi ako vývoj očakávanej inflácie, zhoršenie fiškálnej pozície a očakávaný pohyb kurzu.[7]

Celkový vplyv krízy na diferenciál (r-g) a očakávaný vývoj do roku 2012 ilustruje graf 5.

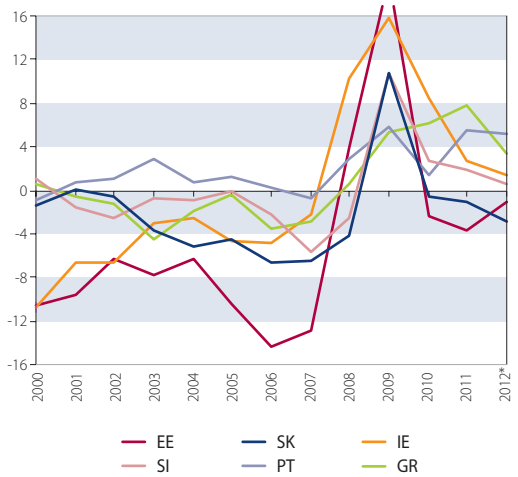
Vývoj bilancie verejných financií

Obdobie krízy znamenalo zhoršenie fiškálnej bilancie, ktorá však už v čase rýchleho rastu bola okrem Estónska a Írska pomerne slabá. Základný ukazovateľ fiškálnej pozície, používaný EK, je cyklicky upravené primárne saldo, ktoré indikuje, aké by bolo rozpočtové saldo, ak by neexistovali cyklické výkyvy a ekonomika by sa nachádzala na svojej potenciálnej/trendovej úrovni.

Dôsledkom hospodárskej krízy potenciálny produkt poklesol. Časť jeho straty môže byť trvalá, čo by znamenalo stratu časti príjmov (súvisiacich napr. s realitným boomom). Ďalším dôsledkom poklesu potenciálneho outputu je zhoršenie štrukturálneho deficitu verejnej správy, ktorý bol tak v čase boomu ešte horší než sa pôvodne predpokladalo.

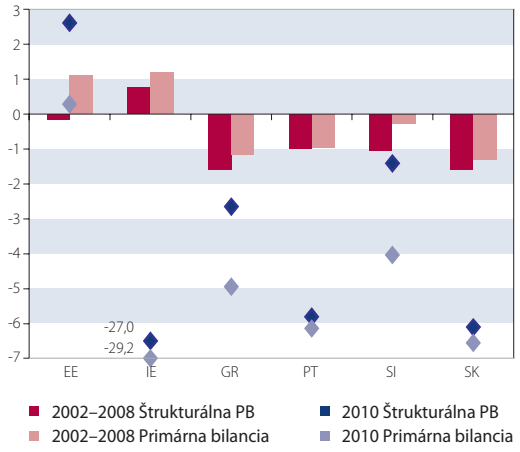
7 Literatúra o determinantoch vývoja úrokových sadzieb na vládne cenné papiere v prípade nových členských krajín zatiaľ neprináša jednoznačné závery. Konštatuje sa, že premenné, ktoré vysvetľujú pohyby spreadov v prípade rozvinutých trhových ekonomík, fungujú v prípade NČK podstatne slabšie.

Graf 5 Diferenciál (r-g) (%)



Zdroj: EK máj 2011, prepočty NBS.
** Prognóza EK.*

Graf 6 Primárna bilancia, (% HDP)



Zdroj: EK máj 2011, prepočty NBS.
** Prognóza EK.*

8 Vzťah (b4) v boxe.
9 Vzťah (b4) v boxe.

Spolupôsobenie rozpočtovej pozície a makroekonomických parametrov ekonomiky

Spolupôsobenie rozpočtovej pozície a diferenciálu (r-g) dokumentujú grafy 7 a 8. Na to, aby sa dlhový pomer nezhoršoval, primárna bilancia v pomere k hrubému dlhu musí byť vyššia alebo rovná diferenciálu (r-g).[8] Túto pozíciu indikuje 45 stupňová priamka. Krajina, ktorá sa nachádza na tejto priamke (alebo nad ňou) má dlhový pomer stabilný (resp. klesajúci).

V období pred krízou väčšina porovnávaných ekonomík mala síce primárne bilancie deficitné, ale s výnimkou Portugalska dlh stabilizoval priaznivý (t. j. negatívny) diferenciál (r-g). Celkovo priaznivý výsledok tak zakrýval skutočnosť, že fiškálna politika neprispievala dostatočne k udržateľnosti verejných financií a dlh stabilizovalo najmä „automatické" pôsobenie makroekonomických parametrov.

Po rozvinutí krízy a zmene parametrov sa tento problém odhalil a nasledoval presun pozície fiškálnej politiky na neudržateľnú trajektóriu. Do roku 2012 by mala podľa prognózy EK z mája 2011 nastať určitá korekcia, vzhľadom na obnovenie rastu ekonomík. Na dosiahnutie udržateľnosti verejných financií je však potrebné najmä výrazné zlepšenie štrukturálnej primárnej bilancie.

Primárna bilancia stabilizujúca dlhový pomer

Na zhodnotenie toho, do akej miery sa aktuálna fiškálna pozícia odchyľuje od udržateľnej úrovne[9] uvádzame v tab. 2 v poslednom stĺpci etalónovú výšku primárnej bilancie, ktorú krajina potrebuje dosahovať na to, aby udržiavala dlhový pomer na aktuálnej úrovni.

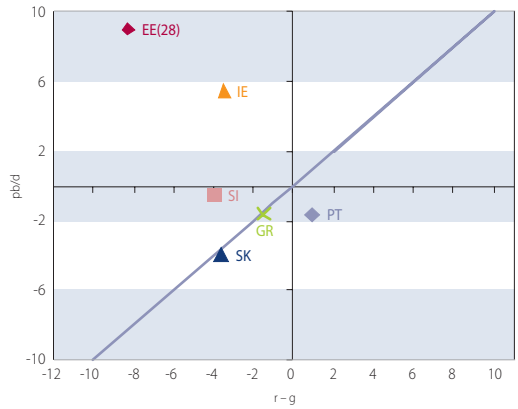
Okrem Estónska mali krajiny v roku 2010 horšiu pozíciu primárnej bilancie, než by bolo potrebné na stabilizáciu dlhu na aktuálnej úrovni. Vzhľadom na zmenu diferenciálu (r-g) zo zápornej hodnoty na kladnú, na stabilizáciu dlhového pomeru nepostačuje primárny deficit, ale je potrebné dosahovať primárne prebytky (s výnimkou Estónska a Slovenska).

Zosúladenie dlhu a deficitu

V predchádzajúcej dekompozícii dynamiky dlhu sme predpokladali, že na rast dlhu majú vplyv len toky z rozpočtu a pôsobenie makroekonomických parametrov. V praxi je však potrebné zohľadňovať aj vplyvy finančných operácií, ktoré sa premietajú do vývoja dlhového pomeru.

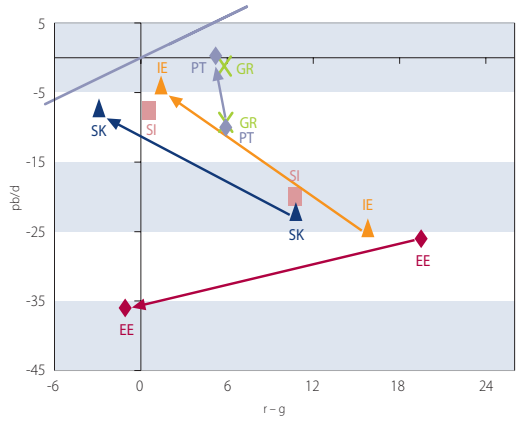
Tieto operácie označované termínom zosúladenie dlhu a deficitu zahŕňajú akumuláciu finančných aktív, rozdiely medzi hotovostnými a aktuálnymi tokmi, vplyv kurzových zmien na hodnoty dlhu denominovaného v cudzích menách a ostatné štatistické úpravy, vrátane reali-

Graf 7 Diferenciál r-g a primárna bilancia v priemere za 2002–2008



Zdroj: EK máj 2011, prepočty NBS.

*Graf 8 Diferenciál r-g a primárna bilancia 2009, 2012**



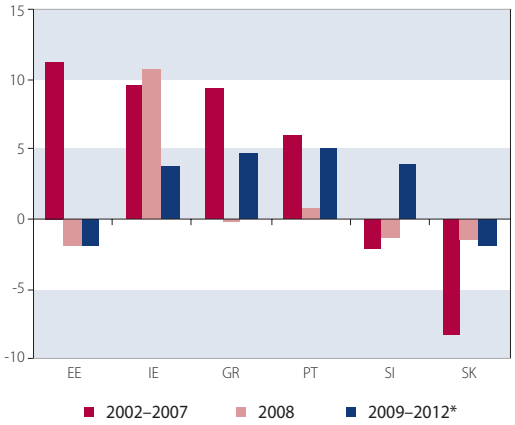
Zdroj: EK máj 2011, prepočty NBS..
** Prognóza EK.*

Tab. 2 Primárna bilancia stabilizujúca dlhový pomer v roku 2010

	Reálna implicitná úroková miera (r)	Reálny rast (g)	r-g	Dlhový pomer	Primárna bilancia	Dlh stabilizujúca primárna bilancia
Estónsko	0,8	3,1	-2,3	6,6	0,3	-0,1
Írsko	7,4	-1,0	8,4	96,2	-29,2	8,2
Grécko	1,8	-4,5	6,2	142,8	-4,9	9,3
Portugalsko	2,7	1,3	1,4	93,0	-6,1	1,3
Slovinsko	3,9	1,2	2,7	38,0	-4,0	1,0
Slovensko	3,5	4,0	-0,6	41,0	-6,6	-0,2

Zdroj: EK, máj 2011, prepočty NBS.

Graf 9 Zosúladenie dlhu a deficitu (% HDP))



Zdroj: EK máj 2011, prepočty NBS.
** Prognóza EK.*
Pozn.: kladná hodnota znamená príspevok k rastu dlhu.

zácie záruk a preberania záväzkov súkromného sektora.

Dynamika dlhu bola v rôznej miere ovplyvnená zosúladením dlhu a deficitu v rôznej miere (graf 9). Podieľala sa na raste dlhu v Írsku, Estónsku a Grécku. Konsolidujúce krajiny (Slovensko a Slovinsko) pomocou príspevku zo zosúladenia dlhu a deficitu dlh znižovali.

Udržateľné zadlženie

Rast verejného dlhu v súčasnosti je v historickom porovnaní vysoký. Je problematické stanoviť optimálnu výšku dlhu (ekonomická teória v tomto nie je nápomocná). Keďže neexistuje jednotný názor, aká je optimálna miera zadlženia, predpokladajme, že na návrat na predkrízovú úroveň dlhu je minimálne potrebná korekcia (aj keď je zrejmé, že Grécky dlhový pomer bol už v predkrízovom období veľmi vysoký. Na druhej strane napríklad Estónsko nemusí nevyhnutne znižovať dlhový pomer ani v súčasnosti).

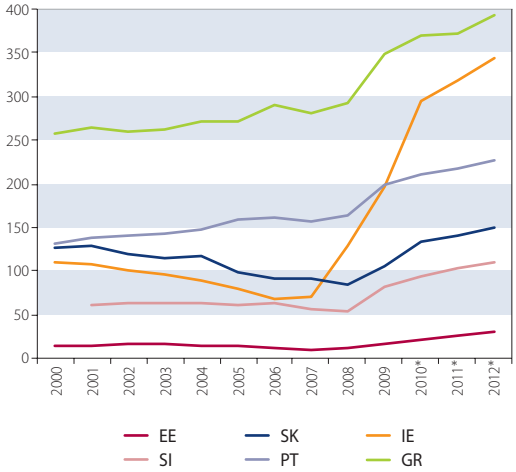
Rozsah potrebnej nápravy ilustruje tab. 3 so scenárom znižovania dlhového pomeru na predkrízovú úroveň v horizonte 5, respektíve 10 rokov. Predpokladáme, že reálne implicitné úrokové sadzby pre krajiny budú na úrovni roku 2012 a reálny rast ekonomík bude na úrovni prognózy EK[10] na rok 2012. EK predpokladá pre Írsko, Grécko a Portugalsko pozitívny diferenciál rastu – teda pozíciu náročnejšiu na konsolidáciu. Ostatné krajiny by mohli využívať výhodu negatívneho diferenciálu.

Výsledky scenára 1 dokumentujú náročnosť konsolidácie. Pre krajiny s vysokým pozitívnym diferenciálom (r-g) by bola konsolidácia v uvažovanom rozsahu a stanovenom čase veľmi náročná, keďže by si pri zvolených predpokladoch vyžadovala veľmi vysokú úroveň primárnych prebytkov.[11]

Scenár 2 ilustruje, ako potrebný rozsah konsolidácie ovplyvní hodnota diferenciálu rastu a úrokových sadzieb. Ak by sme predpokladali, že krajiny budú počas konsolidácie dosahovať rovnaký diferenciál (r-g) na úrovni 1 % (implicitné úrokové sadzby budú o 1 % vyššie ako reálny rast), najviac zadlžené ekonomiky môžu primárny prebytok znížiť a krajiny s negatívnym diferenciálom by museli konsolidáciu zintenzívniť.

Pokiaľ krajina stratí výhodu negatívneho diferenciálu (r-g), konsolidácia sa stáva náročnejšou. Na stabilizáciu dlhového pomeru je potrebné dosahovať vyšší prebytok primárnej bilancie, čiže vláda by mala získavať stabilne vysoké príjmy.

Graf 10 Dlh v pomere k príjmom (%)



Zdroj: EK, prepočty NBS.
** Prognóza EK.*

Tab. 3 Primárna bilancia potrebná na zníženie dlhového pomeru, (% HDP)

	Zníženie na predkrízovú úroveň Scenár 1			Zníženie na predkrízovú úroveň Scenár 2		
	5 rokov	10 rokov	r-g*	5 rokov	10 rokov	r-g*
Estónsko	0,4	0,2	-1,1	0,5	0,3	1
Írsko	15,9	8,5	1,4	15,6	8,2	1
Grécko	15,8	10,2	3,3	12,5	6,9	1
Portugalsko	13,3	9,0	5,2	9,3	5,1	1
Slovinsko	4,9	2,6	0,6	5,1	2,7	1
Slovensko	2,7	0,9	-2,9	4,2	2,3	1

Zdroj: EK, prepočty NBS.
** Prognóza EK, rok 2012, v percentách.*

10 EK (2010).
11 Za realizovateľnú možno pokladať konsolidáciu s primárnou bilanciou do 3% HDP ročne, úroveň 6% HDP dosahovali v minulosti napr. Belgicko, Bulharsko v období redukcie nadmerného zadlženia. MMF v programe pre Grécko predpokladá, že krajina bude konsolidovať aj s pomocou príjmov z privatizácie.

Schopnosť verejného sektora generovať príjmy ilustruje indikátor dlhu voči príjmom (graf 10).

Vysoká úroveň dlhu voči príjmom naznačuje nepomer medzi získavaním zdrojov na financovanie verejného sektora a výškou (akumulovaných) záväzkov, ktoré je potrebné splácať, často naznačuje potenciálne problémy s udržateľnosťou dlhu. Pre rozvíjajúce sa ekonomiky, ktoré zaznamenali default od roku 1998 v priemere dosahoval tento indikátor 350 %, v prípade rozvinutých, nedefaultujúcich ekonomík bol v priemere na úrovni 250%.[12]

Graf 10 naznačuje, že v tomto smere je problematickou najmä pozícia Grécka a Írska, ktoré majú nepriaznivý a zvyšujúci sa pomer zadlženia verejného sektora voči príjmom rozpočtu. Pozícia nových členských krajín je v tomto smere podstatne lepšia, aj keď od nástupu krízy evidentný trend zhoršovania sa pomeru si tiež vyžaduje nápravu.

Vplyv finančnej a hospodárskej krízy

Obdobie krízy všeobecne znamenalo zhoršenie fiškálnej pozície, rast reálnych nákladov na financovanie dlhu vplyvom rastu úrokových sadzieb a poklesu inflácie. Udržateľnosť pozície verejných financií sa súhrou týchto nepriaznivých faktorov zhoršila. V zmenených podmienkach vzniká potreba zmeniť stratégiu riadenia/redukovania dlhu.

Pre budúci vývoj bude kľúčové, do akej miery sa obnoví rast potenciálu ekonomiky. Pomalší rast môže byť spojený s nízkou mierou inflácie, čo by sa premietlo do zvýšenia reálnych úrokových nákladov. Vzhľadom na zvýšenie oceňovania rizika finančnými trhmi možno predpokladať zvýšenie nákladov na financovanie dlhu. Deficit verejných financií je v porovnávaných krajinách do veľkej miery štrukturálnym problémom. Znamená to, že opätovné oživenie môže pomáhať znižovať deficit v obmedzenej miere. Straty daňových príjmov môžu byť trvalé, resp. dlhodobé, keďže napríklad daňové príjmy z finančných aktív a nehnuteľností v čase boomu nadhodnocovali príjmovú stránku rozpočtu.

Ak by sa rast potenciálu spomalil, stabilizovanie dlhových pomerov sa stáva náročnejším. Bude dôležité, aby bola redukcia dlhu dosahovaná príspevkami primárnej bilancie a platbou úrokov[13]. Otázne je, nakoľko by boli vlády ochotné a schopné takto zmeniť fiškálnu politiku – najmä tam, kde s takto prísnou fiškálnou politikou nemajú z minulosti skúsenosti.

Záver

Porovnávané krajiny mali v predkrízovom období priaznivé makroekonomické podmienky, ktoré pomáhali znižovať dlhový pomer verejného sektora. Priaznivá dynamika dlhu nebola razantnejšie využitá na konsolidáciu verejných financií. Naopak, prostredie nízkych reálnych úrokových sadzieb vytváralo podnety aj pre súkromný sektor, aby preferoval zadlžovanie. Obdobie krízy znamenalo modifikáciu úrovne inflácie, úrokových sadzieb a outputu. V zmenených podmienkach sa zvýraznila potreba zmeniť stratégiu znižovania dlhového pomeru. V budúcnosti bude kľúčové, či sa obnoví rast potenciálu ekonomiky na predkrízovú úroveň. Pomalší rast môže znamenať aj pokles inflácie, čo by znamenalo vyššie reálne úrokové sadzby. Pokiaľ by sa rast potenciálu dlhodobo spomalil, redukcia dlhu bude musieť byť dosahovaná príspevkami primárnej bilancie a platbou úrokov.

Slovensko v rámci eurozóny patrí ku krajinám s najnižším zadlžením, ale ako malá ekonomika s nižšou ekonomickou úrovňou musí zohľadňovať fakt, že trhy môžu prehodnotiť fiškálne riziká a efekt na úrokové spready sa môže prejaviť aj pri nižších úrovniach dlhu než je maastrichtské kritérium. Tieto efekty sú pritom nelineárne a môžu byť veľmi destabilizujúce.

12 World Economic Outlook, 2003.
13 Reakciu primárnej bilancie verejných financií na zadlženie analyzuje (Hajnovič, 2011).

Literatúra:

Allen, M., Rosenberg, Ch. B., Keller, Ch., Setser, B., Roubini, N., A Balance Sheet Approach to Financial Crisis, IMF WP/02/210, 2002.

Chalk N., Hemming R., Assessing fiscal sustainability in theory and practice IMF WP/00/81, 2000.

Das S. U., Papapioannou M., Pedras G., Ahmed F., Surti J., Managing Public Debt and Its Financial Stability Implications, IMF 2010.

Eminescu S. J., Structure of Government Debt in Europe in 2009, Eurostat, statistics in focus 3/2011.

Escolano J., A Practical Guide to Public Debt Dynamics, Fiscal Sustainability, and Cyclical Adjustment of Budgetary Aggregates, IMF 2010.

European Economy May 2011, EK.

Hajnovič F., Zeman J., Žilinský J. Konsolidačné úsilie a kritická hranica vládneho zadlženia v krajinách EÚ, NBS 2011.

Luengnaruemitcha P., Schadler S., Do Economists and Financial Markets Perspectives on New Members of the EU differ?, IMF WP/07/65, 2007.

WEO, Public debt in Emerging Markets: Is it too high? World Economic Outlook September 2003,IMF.

Efektívne zdanenie finančného sektora

Tomáš Tőzsér[1]

The modern methods of financing can be a serious threat for financial stability of countries, as was very explicitly proved by the recent global financial and economic crisis. A changed attitude towards regulation of the financial sector and a revision of state safety networks can provide a sustainable solution.[2] *Besides current global changes in this area, some countries – mainly those with public finance heavily burdened with saving insolvent banks – have started to impose additional taxes and levies on financial corporations. These efforts prevailingly concentrate on at least partial refunding of public resources spent in saving private banks. Additional taxes for the financial sector may also contribute to strengthening financial stability by means of changes in the safety networks. The article deals with the most efficient ways of financial institutions additional taxation with regard to both purposes.*

Priame a nepriame náklady na záchranu finančných inštitúcií

Medzinárodný menový fond (MMF) odhadol priemerné čisté fiškálne náklady priamej podpory finančného sektora vo vyspelých krajinách G20 ku koncu roka 2009 na 2,8 % HDP (tab. 1). Podľa Deutsche bank konečná výška priamych nákladov daňovníkov na podporu finančných sektorov nepresiahne vo väčšine vyspelých krajín 1 % HDP.[3] Priame fiškálne náklady na záchranu bánk môžu byť nakoniec relatívne nízke, v porovnaní s počiatočným objemom verejných zdrojov vyhradených na záchranu finančného sektora. Avšak nepriame náklady pre daňovníkov sú veľmi vysoké. Nepria-

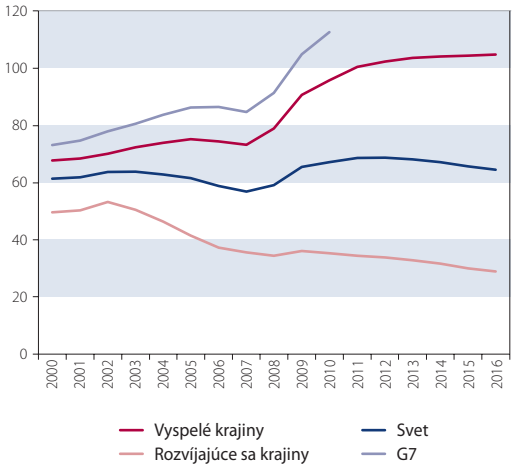
1 *Prezentované názory sú názormi autora a nevyjadrujú oficiálne stanovisko Národnej banky Slovenska.*
2 *Alessandri, P., Haldane, A. G.: Banking on the state. Bank of England, november 2009.*
3 *Schildbach, J.: Direct fiscal cost of the financial crisis. Deutsche Bank Research, 14. máj 2010.*

Tab. 1 Splatená pomoc a čisté priame náklady na podporu finančného sektora v roku 2009 (% HDP)

	Priama podpora			Čisté priame náklady
	Prisľúbená	Čerpaná	Splatená	
Priemer G20	4,0	2,2	0,4	1,8
Vyspelé ekonomiky	6,2	3,5	0,8	2,8
v mld. USD	*1 976*	*1 114*	*237*	*877*
Rozvíjajúce sa ekonomiky	0,8	0,3	-	0,3
v mld. USD	*108*	*43*	-	*43*

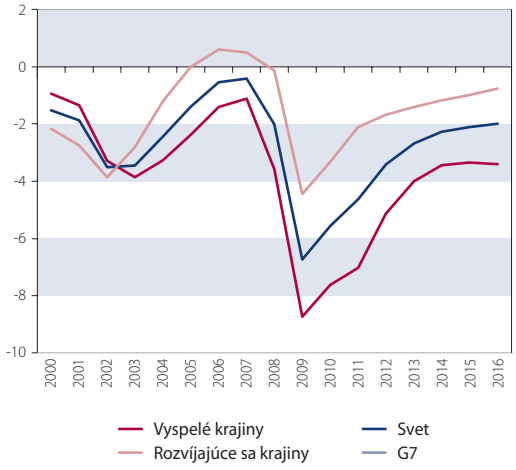
Zdroj: MMF: A fair and substantial contribution by financial sector. Final report for the G-20, jún 2010.
Poznámka: Priame fiškálne náklady predstavujú sumu zdrojov určených na zvýšenie kapitálu, nákup aktív a pôžičky z verejných zdrojov.

Graf 1 Verejný dlh (% HDP)



Zdroj: MMF, World Economic Outlook, apríl 2011.
Poznámka: Údaje za roky 2011 až 2016 sú prognózy.

Graf 2 Fiškálne saldo (% HDP)



Zdroj: MMF, World Economic Outlook, apríl 2011.
Poznámka: Údaje za roky 2011 až 2016 sú prognózy.

Literatúra:

Alessandri, P., Haldane, A. G.: Banking on the state. Bank of England, november 2009.
European banking federation comments on the European commission's Consultation paper on financial sector taxation. www.ebf-fbe.eu, apríl 2011.
Financial Stability Board: Progress in the Implementation of the G20 Recommendations for Strengthening FinancialStability. http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_110219.pdf, február 2011.
FT Reporters: European states braced for tax backlash. www.ft.com, 11 januára 2011.
Keen, M., Krelove, R., Norregaard, J.: The Financial Activities Tax. In: Financial sector taxation: The IMF's report to the G-20. september 2010.
Laznia, M.: Systém krízového riadenie bánk: nástrahy návrhu. Biatec, apríl 2011.
Matheson, T.: Taxing Financial Transactions: Issues and Evidence. In: Financial sector taxation: The IMF's report to the G-20. september 2010.
MMF: A fair and substantial contribution by financial sector. Final report for the G-20, jún 2010.
Schildbach, J. : Direct fiscal cost of the financial crisis. Deutsche Bank Research, 14. máj 2010.
Shin, H. S.: Macroprudential policies beyond Basel III. Policy memo, Princeton University, 22. november 2010.

me náklady súvisia napr. s nižšími daňovými príjmami verejných rozpočtov a vyššími výdavkami štátnych rozpočtov. Jedným z dôvodov je hospodárska recesia vyvolaná finančnou krízou. Nepriame náklady súvisia aj s vyššími nákladmi na obsluhu štátnych dlhov, kvôli rastu úrokových sadzieb a úrovni dlhov. MMF odhaduje rast dlhu verejnej správy v pomere k HDP pre vyspelé krajiny G20 v období 2008 – 2015 až o takmer 40 percentuálnych bodov, pričom rast z podstatnej časti súvisí s krízou. Zrejmý je aj dlhodobý charakter následkov finančnej krízy pokiaľ ide o reálnu ekonomiku, ale najmä verejné financie (grafy 1 a 2).

Zdanenie finančných inštitúcií – užitočný nástroj obozretných politík[4]

Dane a poplatky sa bežne používajú na riešenie externalít v oblasti ochrany životného prostredia, zdravia a bezpečnosti. Naproti tomu, s rôznymi zlyhaniami trhu v sektore finančného sprostredkovania (asymetria informácií, externality z obmedzeného ručenia, nadmerná volatilita finančných trhov) sa takmer výlučne vyrovnávame pomocou finančnej regulácie. Platí to predovšetkým pre oblasť regulácie obozretného podnikania individuálnych inštitúcií (mikroobozretná regulácia). Finančná kríza podnietila potrebu zaviesť kvalitnú makroobozretnú reguláciu finančného sektora, ktorá sa orientuje na systémové riziko. Ide o endogénne riziko finančného systému, ktoré vyplýva z kolektívneho procyklického správania sa bánk a súvisí aj s prítomnosťou komplexných a silno previazaných finančných inštitúcií. Zdokonalený globálny regulačný štandard pre banky Bazilej III sa orientuje aj týmto smerom – zavádza dodatočnú proticyklickú kapitálovú požiadavku a dodatočnú kapitálovú požiadavku pre systémovo významné finančné inštitúcie. Zmeny vo finančnej regulácii sa týkajú komplexu ďalších oblastí (likvidita bánk, odmeňovanie, účtovné pravidlá a i.).[5] Zlyhania na strane dohľadu a finančnej regulácie vo vzťahu k obmedzeniu systémového rizika s následnými značnými škodami v oblasti verejných financií vyvolali záujem aj o využitie daní ako nástroja obozretných politík vo finančnom sektore.

Teoreticky, vo svete bez neistoty a s úplnými informáciami, existuje medzi zdanením a kapitálovou reguláciou ekvivalencia z hľadiska cieľa obmedzenia systémového rizika. V skutočnosti však môže byť zavedenie dane výhodnejšie. Napr. korekčnú daň možno uvaliť priamo na aktivitu finančnej inštitúcie, ktorá je spoločensky neželaná, pretože je zdrojom systémového rizika. Dosiahnutie rovnakého cieľa prostredníctvom zvýšenia kapitálovej požiadavky by si vyžadovalo odhad nákladov banky na kapitál,[6] čo môže byť komplikované vzhľadom na ich premenlivosť v čase a naprieč inštitúciami. Dane tiež predstavujú pre banky časom spojité a z hľadiska úrovne vyhladenejšie náklady v porovnaní s dodatočnou kapitálovou požiadavkou. Značnou výhodou daní z pohľadu štátov je tvorba zdrojov, ktoré vytvárajú dodatočný priestor na riešenie zlyhaní bánk, najmä ak súčasne existuje efektívny systém na riešenie krízovej situácie bánk (*resolution framework*). Uvalenie dane alebo odvodu je tiež jednoduchšie, rýchlejšie a menej nákladné než (nevyhnutné) zavedenie harmonizovanej regulácie takých finančných inštitúcií a aktivít, ktoré doteraz nespadali pod reguláciu (tzv. tieňové bankovníctvo).[7] Ďalšou nespornou výhodou zdanenia je jeho automatická podstata, čo je v kontraste so známymi problémami politickej ekonómie spojenými s rozhodovaním regulátorov o preventívnych opatreniach v čase boomu.

Naopak, výhodou dodatočnej kapitálovej požiadavky na systémové riziko v porovnaní s uvalením dane je možnosť lepšej medzinárodnej koordinácie dodatočnej kapitálovej požiadavky, keďže už existuje globálny regulačný štandard a inštitúcia v podobe Bazilejského výboru pre bankový dohľad. Tým, že dodatočná kapitálová požiadavka zväčšuje vankúš proti stratám, na rozdiel od daní, priamo znižuje pravdepodobnosť úpadku banky, čo je výhodou najmä v prípade systémovo významných inštitúcií. Dodatočná kapitálová požiadavka môže mať silnejší nápravný účinok v prípade, že dodatočné zdanenie nebude dostatočne citlivé na riziko. V takom prípade môže byť zdanenie dokonca kontraproduktívne.

Pre úplnosť treba doplniť, že ako regulácia, tak aj zdaňovanie využívajú niektoré podobné problémy. Ide o problematiky subjektu konečného dopadu (incidencia), predmetu zdanenia/regulácie, kalibrácie (zhodnotenie prínosov a nákladov/nežiaducich efektov) a medzinárodnej koordinácie (v súčasnosti dôležitá z hľadiska efektívnosti opatrení).

Celkovo z toho vyplýva, že zdanenie bánk môže predstavovať užitočný doplnok makroobozretnej regulácie.

Nejednotný prístup k zdaneniu finančných inštitúcií v EÚ

Politická dohoda na úrovni G20 o zavedení jednotnej bankovej dane v júni 2010 zlyhala, keď viaceré krajiny na čele s Kanadou (krajiny, ktoré nemuseli vynaložiť verejné zdroje na záchranu svojich bánk) odmietli akékoľvek dodatočné zdanenie svojich bánk. Naopak USA, Veľká Británia, Nemecko a Francúzsko boli najsilnejšími zástancami dodatočného zdanenia bánk. Európska rada sa na svojom stretnutí 17. júna 2010 dohodla, že „súhlasí s tým, že členské štáty by mali zaviesť režim odvodov a daní pre finančné inštitúcie, aby sa zabezpečilo spravodlivé rozdelenie záťaže".[8] Tieto odvody a dane majú byť súčasťou systému na riešenie úpadku bánk. Európska komisia má v pláne predstaviť legislatívny návrh komplexného systému krízového riadenia EÚ vo finančnom sektore v lete 2011. Viacero krajín EÚ však jednostranne rozhodlo o zavedení vlastných systémov dodatočného zdanenia bánk (tab. 2). Niektoré krajiny zaviedli aj zdanenie bonusov vyplatených zamestnancom bánk.[9] Nevýhodou takéhoto nekoordinovaného riešenia je nerovnomerný dopad v rôznych častiach EÚ. Problémom môže byť naj-

4 Táto časť vo veľkej miere čerpá z MMF: A fair and substantial contribution by financial sector. Final report for the G-20, Jún 2010.

5 Bližšie napr. vo Financial Stability Board: Progress in the Implementation of the G20 Recommendations for Strengthening FinancialStability. http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_110219.pdf, február 2011.

6 Dodatočná kapitálová požiadavka * náklady na kapitál = daň.

7 Príkladom je napr. dlhá príprava a implementácia dodatočnej proticyklickej kapitálovej požiadavky a dodatočnej kapitálovej požiadavky pre systémovo významné finančné inštitúcie v rámci Bazileja III. Ich implementácia sa očakáva až v horizonte roku 2019. Dlhšie obdobie na prispôsobenie sa bánk novej regulácii je nevyhnutné vzhľadom na rozsah a finančnú náročnosť zmien.

8 http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/SK/ec/115368.pdf

9 Dočasnú daň na bonusy zamestnancom zaviedli v roku 2009 Anglicko (banky a stavebné sporiteľne) a Francúzsko (úverové inštitúcie a investičné firmy okrem správcovských spoločností). V Taliansku vstúpila od 1. 1. 2010 do platnosti permanentná daň na bonusy a odmeny vo forme opcií na akcie platené manažérom a nezávislým profesionálom zamestnaným vo finančnom sektore.

Tab. 2 Európske bankové dane/odvody

	Sadzba	Základ dane/odvodu	Dátum zavedenia	Odhadovaný výnos
Belgicko	0,15 %	bankové vklady domácností a podobné poistné produkty	2010	ročne 700 mil. €
Nemecko	0,02 % zo základu do 10 mld. €; 0,03 % zo základu od 10 mld. € do 100 mld. €; 0,04 % zo základu nad 100 mld. €	pasíva nemeckých bánk očistené o kapitál a vklady nebankových inštitúcií	2011	asi 1 mld. €
Francúzsko	0,25 %	minimálna kapitálová požiadavka	2011	555 mil. € v r. 2012
Rakúsko	0,055 % zo základu od 1 mld. € do 20 mld. €; 0,085 % zo základu nad 20 mld. €; odvod vo výške 0,013 % z nominálnej hodnoty derivátov	pasíva rakúskych bánk mínus vlastný kapitál a poistené vklady	2011	ročne 500 mil. €
Dánsko	0,2 % pasív	kryté vklady a cenné papiere	2011	-
Maďarsko	0,15 % zo základu do 50 mld. HUF; 0,53 % zo základu nad túto hranicu	maďarské bankové aktíva očistené o domáce medzibankové úvery, cenné papiere vydané inými domácimi finančnými spoločnosťami	2010, 2011	670 mil. €
Švédsko	0,036 %, ale znížená na 0,018 % počas 2009 a 2010	pasíva bánk mínus vlastný kapitál a podriadený dlh	2009	ročne 250 mil. €
Veľká Británia	0,075 %	pasíva mínus poistené vklady, kapitál a repo obchody zabezpečené štátnymi dlhopismi alebo dlhopismi nadnárodných inštitúcií (MMF a pod.)	2011	3 mld. € v 2012

Zdroj: FT Reporters: European states braced for tax backlash. www.ft.com, 11. január 2011.
Laznia, M.: Systém krízového riadenia bánk: nástrahy návrhu, Biatec, apríl 2011.

mä schopnosť zamedziť dvojitému zdaneniu bilancií bánk, a preto niektoré medzinárodné banky môžu pocítiť značný (až štvrtinový) pokles zisku.[10]

MMF vo svojom odporúčaní optimálneho spôsobu dodatočného zdanenia bánk navrhuje pre G20 dve kategórie daní (odvodov):[11]

1. nápravná daň (odvod)
2. daň z finančných aktivít.

Nápravná daň zdaňujúca finančné inštitúcie

Nápravná daň zdaňujúca finančné inštitúcie (*Financial Stability Contribution*/FSC) spolu s makroobozretnou finančnou reguláciou môžu prispieť k obmedzeniu negatívnych externalít pochádzajúcich zo súkromných rozhodnutí vo finančnom sektore.

Ex ante zdanenie môže finančný sektor vnímať ako explicitné poistenie voči bankrotu, ktoré podporuje morálny hazard (spoločensky neželané nadmieru rizikové aktivity finančných inštitúcií). Dôležitá je preto súčasná možnosť úpadku finančnej inštitúcie, vrátane systémovo významnej (*Systematically Important Financial Institution*/SIFI). Len úpadok, náklady ktorého plne znášajú akcionári a nezabezpečení veritelia a nie daňovník, má potenciál pre disciplinujúci efekt, tým že odradí od príliš rizikových aktivít. Pre úpadok SIFI musí existovať osobitný režim riadeného bankrotu (*resolution regime*), aby sa predišlo finančnej panike a dominovému bankrotu vo finančnom sektore.[12] Dopredu (*ex ante*) vyberané bankové dane by teda mali byť legislatívne nadviazané na osobitný mechanizmus riadeného úpadku a ich správa by mala byť v kompetencii agentúry krízového riadenia (*resolution agency*), ktorá tento mechanizmus bude zastrešovať.

Ak by boli dane uvalené len na banky, systémové riziko by sa presunulo do iných častí finančného sektora. Pod FSC by preto mali patriť všetky finančné inštitúcie so zohľadnením ich významu pre systémové riziko v základe dane (napr. menší

10 Jenkins, P. a Wiesmann, G.: New taxes slash European bank profits. www.ft.com, 9. január 2011.
11 MMF: A fair and substantial contribution by financial sector: Final report for the G-20, jún 2010.
12 Rozsah a predmet tohto článku neumožňuje diskusiu o tom, aké charakteristiky by mal spĺňať a ako by mal fungovať efektívny režim riadeného bankrotu SIFI.

základ pri poisťovniach než bankách) a v sadzbe dane (výrazne nižšia sadzba pre malé konzervatívne banky než veľké a zložité). Systém by sa mohol postupne zdokonaľovať smerom k individuálnym sadzbám pre každú finančnú inštitúciu v závislosti od individuálneho rizikového profilu, resp. príspevku inštitúcie k systémovému riziku. Výška sadzieb by mohla zohľadňovať aj aktuálnu fázu ekonomického cyklu, čo by prispelo k zmierneniu jeho procyklického správania.

Ako základ dane sa preferujú pasíva finančných inštitúcií, najlepšie po odrátaní vlastného kapitálu a poistených pasív. Existuje napr. návrh na zdanenie *non-core* pasív bánk.[13] Sú to rôzne formy zdrojov (vrátane devízových), ktoré pochádzajú z finančných trhov (*wholesale funding*) a nie od retailových vkladateľov. V časoch úverového boomu má agregátny podiel *non-core* zdrojov na celkových pasívach bankového sektora tendenciu rásť, pretože objem retailových zdrojov nepostačuje na financovanie rýchleho rastu úverov. Sprievodnými javmi sú rastúca vzájomná prepojenosť finančných inštitúcií (cez rast vzájomných expozícií) a skracovanie splatností pasív v dôsledku rastu počtu subjektov v reťazi sprostredkovania zdrojov (sekuritizácia). Keďže objem *non-core* zdrojov bankového sektora je dobrým indikátorom fázy úverového cyklu a miery podhodnotenia rizík, zavedenie dane na tieto zdroje môže obmedziť externality spojené s nadmerným rastom úverov a systémovým rizikom vyplývajúcim z prepojenia bánk. Do základu dane by mohli spadať aj niektoré podsúvahové položky, ktoré sú zdrojom systémového rizika.

Prvotné hrubé vládne zdroje, ktoré sú potrebné v prípade systémovej krízy, môžu výrazne prevýšiť konečný objem vynaložených čistých zdrojov, a aj z tohto dôvodu môžu presiahnuť kapacitu fondu krízového riadenia. V takomto prípade MMF odporúča, aby mala agentúra krízového riadenia (*resolution agency*) prístup aj k úverovým linkám od vlád. Keďže tieto úverové linky predstavujú stály nárok na vládne zdroje, finančné inštitúcie by mali za tento nárok platiť osobitný poplatok (výrazne nižší než je daň) do štátneho rozpočtu. Vláda môže rozhodnúť o pokračovaní vyberania dane na finančné inštitúcie aj po získaní plánovaného objemu prostriedkov vo fonde krízového riadenia. Výnosy z dane môžu potom smerovať do štátneho rozpočtu, pričom nápravný účinok daní na správanie finančných inštitúcií ostáva zachovaný.

Daň z finančných aktivít

Ako sme už uviedli, celkové nepriame náklady štátu (fiškálne, ekonomické, spoločenské) spojené so systémovou finančnou krízou sú mnohonásobne vyššie než priame fiškálne náklady na záchranu finančných inštitúcií. Nápravné dane pre finančné inštitúcie sa orientujú len na hraničné spoločenské škody niektorých aktivít finančného sektora. Ďalšie dane pre finančné inštitúcie, ktoré sa orientujú na priemernú výšku spoločenských škôd z finančných aktivít a ich hlavným cieľom je fiškálny výnos, sú legitímne. Pretože škody by sa inak financovali kombináciou rastu všeobecného zdanenia a zníženia verejných výdavkov. MMF v odporúčaní pre G20 navrhuje zavedenie dane z finančných aktivít (*Financial Activities Tax*/FAT), ktorá zaťažuje súčet ziskov a miezd finančných inštitúcií. Ide o analógiu dane z pridanej hodnoty (DPH), keďže dôchodkovým ekvivalentom vytvorenej pridanej hodnoty je súčet miezd a ziskov vo forme hotovostných tokov (*cash flow*). FAT teda v podstate zdaňuje čisté transakcie finančných inštitúcií. MMF zároveň neodporúča zavedenie foriem daní, ktoré by zaťažovali hrubé finančné transakcie (*Financial Transactions Tax*/FTT), napr. známy návrh Tobinovej dane na devízové transakcie.[14]

FAT okrem výrazného potenciálu na získanie dodatočných príjmov pre štát môže mať aj iný prínos. Pri správnom nastavení základu – ak základom dane budú len „nadmerné" zisky a mzdy bude FAT daňou za nadmernú ziskovosť vo finančnom sektore, resp. bude formou dane na tzv. renty vo finančnom sektore (príjmy, ktoré súvisia čisto zo špecifickým charakterom podnikania a postavením finančného sektora v ekonomike). FAT ako daň z nadmernej ziskovosti môže vo finančných inštitúciách obmedziť nadmerné podstupovanie rizík, ktoré súvisia s podhodnocovaním rizík manažérmi alebo obchodníkmi z dôvodu očakávania, že straty nakoniec ponesie niekto iný (štát, daňovník).

FAT, ak jej základom budú všetky odmeny, prakticky predstavuje daň z pridanej hodnoty vo finančnom sektore. Takáto daň by eliminovala daňové zvýhodnenie finančného sektora pri DPH v porovnaní s inými sektormi. Z technických dôvodov sa v niektorých krajinách DPH na finančné služby nevzťahuje, čo môže mať za následok relatívne väčší finančný sektor voči zvyšku ekonomiky, než je optimálne. Sadzba takejto dane by nemala byť príliš vysoká, aby sa predišlo neželaným efektom (presun ziskov a miezd do krajín s nižším daňovým zaťažením). Aj pri podstatne nižších sadzbách, ako je obvyklá úroveň pre sadzby DPH, je možné počítať so zaujímavým výnosom FAT pre štátny rozpočet (v závislosti od veľkosti sektora).[15]

Výhodou FAT je podľa MMF jej relatívne jednoduchá implementácia, keďže sa podobá na iné už existujúce dane. FAT, podobne ako DPH, priamo neovplyvní štruktúru aktivít finančných inštitúcií. Na rozdiel od DPH, ktorú platia len koneční spotrebitelia, FAT budú platiť aj firmy (finančné spoločnosti). Incidencia a výnos FAT bude závisieť od spôsobu definície základu dane. Čím bližšie je základ dane k tomu, aby daň postihovala rentu vo finančnom sektore (vyšší než normálny zisk a príliš vysoké mzdy), tým menšia je motivácia presúvať jej dopad z majiteľov a manažérov na klientov finančných inštitúcií vo forme vyšších poplatkov a úrokových marží. Aby bolo možné zdaniť rentu obsiahnutú v zisku, je potrebné definovať zisk vo forme hotovostných tokov (*cash flow*), podobne ako je to implicitne pri DPH (investície sú plne odpočítateľné, nákladové úroky nie).[16] Renta v zisku, ktorá sa má (viac) zdaniť je potom návratnosť na

13 *Shin, H. S.: Macroprudential policies beyond Basel III. Policy memo, Princenton University, 22. november 2010.*

14 *FTT nemajú nápravný potenciál vo vzťahu k systémovému riziku, dopad na klientov by bol výrazný a minimálny na manažérov a vlastníkov finančných inštitúcií a existujú oveľa efektívnejšie nástroje na získavanie príjmov pre štát. Podrobná diskusia o FTT je v Matheson, T.: Taxing Financial Transactions: Issues and Evidence. In: Financial sector taxation: The IMF's report to the G-20, september 2010.*

15 *Podrobnejšie v MMF: A fair and substantial contribution by financial sector: Final report for the G-20, Appendix 6, časť B, jún 2010.*

16 *Základnou charakteristikou takejto formy zdanenia zisku je jej neutralita vo vzťahu k investičným rozhodnutiam. Viac informácií o technických detailoch ohľadom spôsobov definície zisku pre potreby FAT je možné nájsť v Keen, M., Krelove, R., Norregaard, J.: The Financial Activities Tax. In: Financial sector taxation: The IMF's report to the G-20, september 2010.*

kapitál nad zvolenou referenčnou hodnotou. Referenčná úroveň mzdy na stanovenie zložky renty v nej, podobne ako pri zisku, je daná odborným odhadom. V obidvoch prípadoch preto existuje riziko, že bude zdanený vysoký zisk/príjem, ktorý je výsledkom vyššej snahy a lepších schopností (produktivity) a nie nadmerného podstupovania rizík.

Podmienky efektívneho dodatočného zdanenia finančných inštitúcií

História naznačuje, že žiadna krajina nie je úplne imúnna voči finančnej kríze a finančné krízy sú spojené s vysokými nákladmi. Preto má určite zmysel sa zoberať efektívnym riešením pre financovanie vysporiadania budúcich kríz. Takýmto riešením sa javí byť nejaká forma dodatočného zdanenia bánk. Na to, aby bol účinok zo zavedenia nápravnej dane na finančné inštitúcie a dane z finančných aktivít čo najväčší, bude potrebné splniť niekoľko podmienok:[17]

1. Globálny charakter finančných trhov si vyžaduje globálnu koordináciu nielen pri finančnej regulácii, ale aj pri dodatočnom zdanení bánk. Medzinárodná dohoda aspoň pokiaľ ide o základné princípy zdanenia finančných inštitúcií prispeje k obmedzeniu motivácie a vyhýbaniu sa zdanenia cez realokáciu a reštrukturalizáciu finančných aktivít.[18] Medzinárodná koordinácia je dôležitá okrem zmiernenia deformácií v konkurencii aj pri predchádzaní dvojitého zdania (dohodou o daňovej báze).
2. Zintenzívnenie snáh proti agresívnej daňovej optimalizácii (*tax planning*) zo strany finančných inštitúcií má v kontexte ich ďalšieho zdanenia veľký význam.
3. Bude potrebné zamerať sa na obmedzenie existujúcich daňových deformácií, ako napr. daňovo uznané úrokové náklady, čo daňovo zvýhodňuje dlhové financovanie (finančnú páku) oproti financovaniu kapitálom.
4. Pri implementácii a nastavení dodatočného zdanenia finančných inštitúcií bude potrebné zohľadniť aj očakávané náklady chystaných regulačných opatrení, aby sa predišlo prílišnému zaťaženiu finančných inštitúcií.

Aký prístup/postup zvoliť na Slovensku?

V podmienkach Slovenska je ďalšie zdanenie finančných inštitúcií (bánk) síce politicky veľmi atraktívne, vzhľadom na zlý stav verejných financií (pozri box), no z odborného hľadiska by sa mal klásť väčší dôraz na aspekt finančnej stability. Keďže rast deficitu v rozpočte verejného sektora a rast verejného dlhu najmä v uplynulých dvoch rokoch sú výsledkom kombinácie negatívneho vplyvu globálnej hospodárskej krízy a nadmerného rastu vládnych výdavkov (hlavne v roku 2009), neexistuje na Slovenku taký dôvod k *ex post* zdaneniu finančných inštitúcií, aký majú tie krajiny, ktoré vynaložili veľký objem verejných prostriedkov na bezprostrednú záchranu finančných inštitúcií a stabilizáciu svojich finančných systémov.

Box 1

V SR sa pripravuje osobitný bankový odvod[19]

Podľa návrhu zákona o osobitnom odvode vybraných finančných inštitúcií a o doplnení zákona 479/2009 Z. z. o orgánoch štátnej správy v oblasti daní a poplatkov a o zmene a doplnení niektorých zákonov sa stanovuje povinnosť platiť odvod pre banku a pobočku zahraničnej banky. Základom na výpočet odvodu je podľa návrhu zákona suma pasív znížená o sumu vlastného imania, o hodnotu finančných zdrojov dlhodobo poskytnutých pobočke zahraničnej banky, o hodnotu podriadeného dlhu a o hodnotu chránených vkladov. Sadzba ročného odvodu sa navrhuje na úrovni 0,2 % z uvedeného základu. Odvody majú byť príjmom štátnych finančných aktív. Správcom odvodu má byť Daňový úrad. Navrhovaná účinnosť zákona je od 1. januára 2012.

V odbornej rovine je v podmienkach Slovenska legitímnejšie hovoriť o zdrojoch na financovanie možných budúcich finančných kríz. Aj taký konzervatívny model bankovníctva, aký je na Slovensku, môže mať v sebe prvky systémového rizika. Z tohto hľadiska má opodstatnenie aspoň minimálna úroveň zdanenia bánk, s cieľom generovať za určité časové obdobie osobitný fond na riešenie prípadnej finančnej (bankovej) krízy.[20] Takýto fond by bol súčasťou mechanizmu krízového riadenia vo finančnom sektore, ktorý by v žiadnom prípade neslúžil na záchranu upadajúcej systémovo významnej alebo inej banky (naopak, jeho hlavnou funkciou by bol riadený úpadok finančnej inštitúcie). Vzhľadom na riziko neželaných efektov by bolo kontraproduktívne, keby Slovensko jednostranne rozhodlo o zdanení finančných inštitúcií pre podporu finančnej stability. Legislatívny návrh Európskej komisie (EK) o novom systéme krízového riadenia EÚ vo finančnom sektore[21] sa bude vzťahovať na banky a investičné spoločnosti a jeho súčasťou je aj požiadavka, aby členské krajiny EÚ založili fondy krízového riadenia bánk (*bank resolution fund*).[22] Tieto fondy majú byť financované z príspevkov bánk a investičných spoločností, stanovených pre každú inštitúciu na základe jej pasív. Pri schvaľovaní tejto legislatívy by Slovensko malo presadzovať dohodu o spoločných princípoch zdanenia pasív finančných inštitúcií (t. j. dohodu na úrovni EÚ o daňovej báze a minimálnej sadzbe) pričom by členské krajiny mali mať možnosť nad rámec tejto dohody prispôsobiť parametre zdanenia lokálnej situácii (miere príspevku finančných inštitúcií k systémovému riziku).[23] Pri voľbe daňového základu by sa mal brať do úvahy najmä nápravný účinok dane.

V októbri 2010 EK vyjadrila podporu zaviesť v EÚ aj FAT (zdanenie zisku a miezd banky).[24] Ďalšou

17 *MMF: A fair and substantial contribution by financial sector: Final report for the G-20, jún 2010.*
18 *Napríklad dohoda o minimálnej daňovej sadzbe môže v praxi prispieť k podstatnému obmedzeniu kolektívnych strát z nekoordinovaného zdanenia.*
19 *https://lt.justice.gov.sk/Material/MaterialDocuments.aspx?instEID=-1&matEID=3973&langEID=1*
20 *Rozhodnutie o zdanení iných finančných inštitúcií, napr. poisťovní, by malo zohľadňovať ich príspevok k systémovému riziku. Ten je momentálne v slovenských podmienkach zanedbateľný.*
21 *http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2011/crisis_management/consultation_paper_en.pdf*
22 *Do konca roka 2011 príde EK s návrhom obdobných opatrení aj pre iný typ finančných inštitúcií vrátane poisťovní.*
23 *Minimálne spoločné princípy by sa mali dohodnúť aj pre prípad dodatočného zdanenia a poplatkov, ak je fond v čase potreby jeho použitia nedostatočný a je nevyhnutná pôžička vlády alebo centrálnej banky.*
24 *http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/com_2010_0549_en.pdf*

iniciatívou Európskej komisie v tomto smere bola verejná konzultácia, uzavretá v apríli 2011.[25] Zavedenie FAT v krajinách EÚ by na jednej strane zmiernilo výhody finančného sektora oproti zvyšku ekonomiky v jeho preferenčnom postavení vo vzťahu k DPH, no na druhej strane by uvalenie FAT na banky s veľkou pravdepodobnosťou viedlo k ďalšiemu zvýšeniu klientskych poplatkov a rastu úrokových marží, ktoré sú už aj tak vysoké. Banky tiež argumentujú, že ich výkazníctvo nie je založené na zaznamenávaní hotovostných tokov, a preto by zavedenie takto koncipovanej dane predstavovalo značnú administratívnu a finančnú záťaž.[26] Zavedenie tejto dane by malo opodstatnenie pri refundácii verejných zdrojov alebo iných nepriamych nákladov vynaložených na riešenie krízy vo finančnom sektore. Jednostranné zavedenie tejto dane na národnej úrovni, ak nebude len krátkodobé, je však v podmienkach jednotného trhu EÚ spojené s rizikom neželaných efektov v bankovom sektore a ekonomike. Navyše takéto *ex post* zdanenie má nevýhody, že postihuje preživšie firmy (zbankrotované neplatia nič) a má procyklický efekt (zvyšuje náklady v najnevhodnejšom čase).

25 *http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/common/consultations/tax/financial_sector/consultation_document_en.pdf*

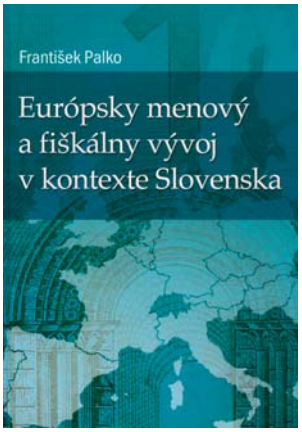
26 *European banking federation comments on the European commission's Consultation paper on financial sector taxation, www.ebf-fbe.eu, apríl 2011.*

RECENZIA

FRANTIŠEK PALKO

EURÓPSKY MENOVÝ A FIŠKÁLNY VÝVOJ V KONTEXTE SLOVENSKA

Vydavateľstvo Sprint dva, Bratislava 2011, 136 s.



Publikáciu Európsky menový a fiškálny vývoj v kontexte Slovenska napísal autor, ktorý svojimi dlhoročnými odbornými znalosťami a pedagogickými skúsenosťami vytvára tie najlepšie predpoklady na jej kvalitu. Obsahová náplň textu je prínosom nielen pre rozšírenie vedomostí študentov, ale aj pracovníkov z hospodárskej praxe, pretože reaguje na najaktuálnejšie udalosti, ktoré v EÚ v súčasnosti prebiehajú.

Z hľadiska štruktúry je rozdelená na jedenásť samostatných kapitol, ktoré za sebou významovo nasledujú. V úvodnej kapitole sa autor venuje opisu menovej politiky v podmienkach európskej menovej únie, fiškálnej politike a jej funkciám, ako aj rozpočtovej politike a rozhodovaniu o financovaní verejných potrieb. V druhej kapitole sa venuje Maastrichtskej zmluve, ktorá spolu s ďalšími zmluvami podpísanými v nadchádzajúcich rokoch mala rozhodujúci význam pri formovaní EÚ. Na túto kapitolu logicky nadväzuje kapitola, ktorá sa podrobne zaoberá časovým harmonogramom vstupu Slovenska do eurozóny. Sústavou inštitúcií a orgánov menovej únie a ich kompetenciami sa zaoberá štvrtá kapitola. Nástroje menovej politiky ECB sú opísané v piatej kapitole. Tu treba vyzdvihnúť široký záber autora pri charakterizovaní jednotlivých nástrojov menovej politiky a ich podrobné rozpracovanie až po akceptovateľné aktíva.

Rozhodujúcim podkladom na prijatie rozhodnutia o ďalšom priebehu prístupového procesu do eurozóny je perspektíva udržateľného plnenia maastrichtských kritérií v oblasti inflácie, deficitu verejných financií a dlhu, stability výmenného kurzu a dlhodobých úrokových mier. Týmto kritériám sa venuje autor v šiestej kapitole. Významnou kapitolou je koordinácia fiškálnych politík členských krajín EÚ.

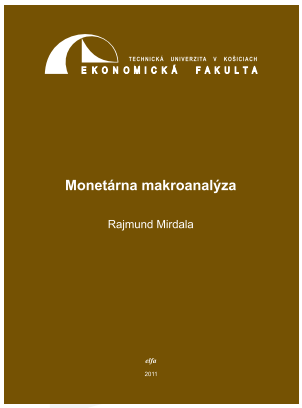
Prínosom publikácie sú najmä kapitoly, v ktorých sa autor venuje riešeniu súčasných problémov v eurozóne, a to vytvoreniu Európskeho finančného stabilizačného mechanizmu, zmenám v regulácii a dohľadu nad finančným trhom, koordinácii hospodárskych politík členov EÚ. Záver publikácie tvorí zhodnotenie prínosov hospodárskej a menovej únie a očakávané budúce výzvy. Treba súhlasiť s autorom, že koordinovaný postup EÚ v oblasti boja proti finančnej a ekonomickej kríze umožnil lepšie a efektívnejšie čeliť negatívnym dopadom (najmä na euro), ktoré mali svoj pôvod mimo EÚ.

Publikácia reaguje aj na aktuálne otázky v oblasti menovej a fiškálnej politiky v EÚ s dopadom na Slovensko. Môže byť prínosom tak pre študentov pripravujúcich sa na manažérske pozície, ako aj pre ďalších záujemcov, ktorí sa chcú oboznámiť s touto problematikou.

doc. Ing. Viera Sysáková, CSc.
Fakulta managementu
Univerzita Komenského v Bratislave

Rajmund Mirdala
Monetárna makroanalýza

Vydavateľstvo elfa, Košice 2011, 364 s.



Jedným zo základných metodologických prístupov k štúdiu makroekonómie uzatvorenej a otvorenej ekonomiky je využitie vybraných makroekonomických modelov na objasnenie príčinných súvislostí fungovania ekonomiky pri zohľadnení podmieňujúcich predpokladov sformovaných základnými prúdmi ekonómie. Uvedomenie si podmienok a predpokladov jednotlivých modelov je pritom základom pochopenia vnútorných súvislostí medzi ekonomickými kategóriami v abstraktných podmienkach makroekonomickej analýzy. Publikácia *Monetárna makroanalýza* predstavuje základný materiál pre štúdium pokročilej makroekonómie s osobitným zameraním na makroekonómiu otvorenej a uzatvorenej ekonomiky, so zreteľom na monetárne aspekty procesu formovania makroekonomickej rovnováhy. Materiál koncepčne nadväzuje na poznatky získané predovšetkým štúdiom makroekonómie, mikroekonómie, dejín ekonomických teórií, hospodárskej politiky a verejných financií. Teoretický obsah publikácie je vysoko aktuálny, pretože v podmienkach dynamickej trhovej transformácie na Slovensku nadobúda aj táto problematika novú kvalitu a nový význam v ekonomickej teórii a praxi, predovšetkým z hľadiska nevyhnutnosti nájdenia vhodných nástrojov fiškálnej a monetárnej politiky, ktoré umožnia v rôznych fázach vývoja ekonomiky rovnováhu pohybu na trhu tovaru a služieb a na trhu peňazí. Poňatie publikácie je z hľadiska obsahu vhodne koncipované, akceptuje tiež klasickú metodiku uplatňovanú vo vysokoškolských formách vzdelávania.

Zvolená (zdanlivo rozsiahla) štruktúra publikácie zodpovedá v súčasnosti dosiahnutej úrovni teoretického poznania a analýzy problematiky v SR, a to predovšetkým z teoretických prác autorov publikujúcich v tejto oblasti v zahraničí, čo aj autor uvádza v použitej literatúre. Autor takto preukazuje schopnosť analyzovať súčasný stav teórie v danej oblasti predovšetkým zo zahraničných teoretických zdrojov a pretransformovať ho do vzdelávacej formy pomocou vhodne zvolenej metodiky.

Publikácia je rozdelená do dvoch samostatných celkov. V rámci prvej kapitoly venovanej makroekonómii uzatvorenej ekonomiky sa autor zaoberá štúdiom základných modelov uzatvorenej ekonomiky (klasický model, keynesovský model, neoklasicko-keynesovská syntéza). Formovanie makroekonomickej rovnováhy v podmienkach uzatvorenej ekonomiky je priblížené prostredníctvom modelov IS-LM a AD-IA, v rámci ktorých autor demonštruje pôsobenie fiškálnej a monetárnej politiky. Súčasne upozorňuje na vybrané sporné otázky fiškálnej a monetárnej politiky, ktoré je potrebné zohľadniť pri aplikácii týchto modelov do praxe.

V druhej kapitole sa autor zaoberá vybranými oblasťami makroekonómie otvorenej ekonomiky. Nosnými sú pritom moderné teoretické prístupy k štúdiu problematiky platobnej bilancie a výmenného kurzu. Popri objasnení základných čŕt prístupov k vyrovnávaniu platobnej bilancie (cenový, dôchodkový, monetárny, úrokový, kurzový, absorpčný prístup a prístup z hľadiska elasticít) autor približuje hlavné črty monetárneho modelu platobnej bilancie. V rámci časti venovanej výmennému kurzu sa autor zaoberá teóriami krátkodobej (krytá a nekrytá úroková parita) a dlhodobej (parita kúpnej sily, modely trhu aktív) determinácie výmenných kurzov.

V Swanovom-Salterovom diagrame a modeli efektívnej trhovej klasifikácie autor prezentuje dopady pôsobenia rôznych mixov fiškálnej a monetárnej politiky na proces formovania rovnováhy v otvorenej ekonomike. IS-LM model, ktorým sa autor zaoberá v prvej kapitole, rozširuje do podoby IS-LM-BP modelu, čo umožňuje komplexnejšie posúdiť otázky rovnováhy a nerovnováhy otvorenej ekonomiky v podmienkach uplatňovania systému pevného a pohyblivého výmenného kurzu.

Rozsah, štruktúra a metodika podania celého textu dáva možnosť rozdelenia problematiky medzi prednášky a semináre predovšetkým predmetov prednášaných v oblasti menovej politiky. Ide o komplexný text, ktorý sa dá metodicky aplikovať nielen v inžinierskom, ale aj doktorandskom štúdiu na slovenských vysokých školách. V praktickej aplikácii, prípadne v ďalšom rozpracovaní poznatkov obsiahnutých v publikácii, by nepochybne bolo vhodné aj zaradenie praktických príkladov do jednotlivých častí predloženej publikácie, čo by odbúralo zjavnú teoretickosť problematiky, aj keď na nedostatky a obmedzenia jednotlivých riešení a modelov autor poukazuje v rámci zhrnutí jednotlivých častí.

Z hľadiska využívania pojmového aparátu menových a fiškálnych kategórií a spôsobov objasňovania podstaty analyzovaných modelov je text jasný, zrozumiteľný a logický, aj keď si vyžaduje vysokú úroveň sústredenia pri jeho štúdiu. Vo vydanej publikácii boli opravené aj niektoré formálne nedostatky z prvého vydania.

Zvládnutie náročnej problematiky makroekonómie uzatvorenej a otvorenej ekonomiky umožní študentom, ale aj ďalším záujemcom o analýzu fiškálnej a menovej politiky pochopiť širšie súvislosti ekonomických procesov prebiehajúcich v súčasných ekonomikách, a to nielen na Slovensku.

doc. Ing. Václav Dufala, CSc.
Katedra financií a poisťovníctva
Bankovní institut vysoká škola, a. s., Praha

Súťaž pre študentov Generácia €uro

Foto: Igor Plávka

Účastníkov školenia privítala PhDr. Jana Kováčová, vedúca tlačového a edičného oddelenia, a Mgr. Martin Šuster, PhD., riaditeľ odboru výskumu NBS, ktorý mal súčasne prvú prednášku.

V priestoroch Národnej banky Slovenska sa dňa 21. septembra 2011 uskutočnilo školenie učiteľov k stredoškolskej súťaži Eurosystému pod názvom Generácia €uro – Súťaž pre študentov. Pozvánku na školenie prijali učitelia gymnázií a stredných škôl z celého Slovenska. Učiteľom v rámci školenia prednášali experti NBS z oblasti výskumu a menovej politiky.

Cieľom školenia je poskytnúť učiteľom informácie potrebné na podporu študentov v jednotlivých kolách súťaže, a to najmä pri vypracovaní eseje k rozhodnutiu o stanovení výšky základnej úrokovej sadzby Eurosystému.

Súťaž sa oficiálne začína 1. októbra 2011. Od tohto dátumu sa budú môcť študenti zaregistrovať do prvého kvízového kola prostredníctvom internetových stránok www.generationeuro.eu a www.generaciaeuro.sk.

Foto: Igor Plávka

Informácie o projekte Generácia €uro

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

Cieľovou skupinou súťaže sú tímy 16- až 19-ročných študentov eurozóny (5 študentov a 1 učiteľ). V rámci samotnej súťaže majú študenti možnosť nahliadnuť do zákulisia rokovaní Rady guvernérov Európskej centrálnej banky a prijímania dôležitých rozhodnutí o úrokových sadzbách. Národní víťazi získajú cenu, ktorú si prevezmú z rúk prezidenta Európskej centrálnej banky. Zároveň sa môžu tešiť na hodnotné ceny, ktoré pre nich pripraví Národná banka Slovenska.

Súťaž Generácia €uro pozostáva z troch úrovní. Prvou je on-line kvíz, v ktorom sa odpovedá na otázky týkajúce sa ECB a Eurosystému, úlohy peňazí, cenovej stability a menovej politiky. Kvíz má tri úrovne náročnosti. Najúspešnejší študenti zostavia súťažné tímy a postúpia do druhého kola, ktorým je vypracovanie eseje. V eseji súťažný tím predpovedá a zdôvodňuje rozhodnutie Rady guvernérov ECB o úrokových sadzbách. Z tejto úrovne postúpi do finálového kola päť najlepších tímov. Finále pozostáva z prezentácie rozhodnutia o úrokových sadzbách a zdôvodnenia tohto rozhodnutia pred odbornou porotou v Národnej banke Slovenska. Obhajoba bude založená na aktívnom zapájaní študentov do obhajoby a diskusie, pričom hodnotiť sa bude prezentované rozhodnutie o menovej politike, argumentácia, koncept, dodržanie časového limitu prezentácie, úroveň a kvalita prezentácie, komunikačné schopnosti a zapájanie všetkých členov tímu do prezentácie.

B I A T E C