BIATEC

2

Apríl 2017
Ročník 25

ODBORNÝ
BANKOVÝ
ČASOPIS

NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA

Vydanie novej bankovky 50 €

Dňa 4. apríla 2017 Eurosystém uviedol do obehu novú bankovku 50 €. Pri tejto príležitosti sa v Európskej centrálnej banke vo Frankfurte nad Mohanom uskutočnilo slávnostné podujatie. Zároveň bol pripravený nový film s názvom Od vzniku po obeh: cesta novej bankovky 50 €.

Nová bankovka 50 €, štvrtá zo série Európa, predstavuje ďalší krok v rámci zvyšovania odolnosti eurových bankoviek voči falšovaniu. Jedným z ochranných prvkov novej bankovky je okienko s portrétom v hornej časti hologramu, ktoré sa pri pohľade proti svetlu spriehľadní. V okienku sa objavuje portrét Európy, postavy z gréckej mytológie, ktorý je viditeľný na oboch stranách bankovky.

Ten istý portrét je vidieť aj vo vodoznaku blízko smaragdového čísla, ktoré pri nakláňaní bankovky vytvára svetelný efekt pohybujúci sa nahor a nadol. Súčasťou bankovky je aj vystupujúca tlač pre zrakovo postihnutých.

„I v tomto digitálnom veku má hotovosť v našom hospodárstve naďalej zásadný význam", uviedol prezident ECB Mario Draghi. „Z prieskumu používania hotovosti, ktorý sa uskutočňuje v mene ECB a ktorého výsledky budú čoskoro zverejnené, vyplýva, že viac ako tri štvrtiny všetkých platieb na predajných miestach v eurozóne prebiehajú v hotovosti. Z pohľadu hodnoty transakcií je to o niečo viac ako polovica."

Prieskum ECB sa uskutočňoval v 17 krajinách od októbra 2015 do júla 2016 a bolo doň zapojených 65 281 respondentov. Ich úlohou bolo zaznamenávať všetky svoje platby na predajných miestach, napríklad v supermarketoch, obchodoch s tovarom dlhodobej spotreby, v baroch a reštauráciách a na trhoch. Štúdie s podobnou metodikou uskutočnili aj národné centrálne banky v Nemecku a Holandsku. Celkové výsledky prieskumu budú k dispozícii v lete 2017.

Bankovka 50 € je najpoužívanejšou eurovou bankovkou. V obehu ich je viac ako 9 miliárd a predstavujú tak 46 % všetkých eurových bankoviek. Bankovky 50 € prvej série aj naďalej zostávajú zákonným platidlom a budú obiehať spolu s novými bankovkami, postupne sa však budú z obehu sťahovať.

Nové bankovky 100 € a 200 € budú vydané na začiatku roka 2019.

Zdroj: Z tlačovej správy ECB.
Foto: © Európska centrálna banka

Študenti Ekonomickej fakulty UMB v Banskej Bystrici diskutovali s guvernérom Národnej banky Slovenska

Dňa 15. marca 2017 v priestoroch Ekonomickej fakulty Univerzity Mateja Bela v Banskej Bystrici vystúpil s prednáškou v rámci Vedeckého seminára Imricha Karvaša guvernér Národnej banky Slovenska doc. Ing. Jozef Makúch, PhD.

Na fotografii zľava doc. Ing. Emília Zimková, PhD., doc. Ing. Jozef Makúch, PhD., a doc. Ing. Vladimír Hiadlovský, PhD.

Foto: Matej Žofaj

Témou prednášky a následnej diskusie so študentmi boli aktuálne otázky centrálneho bankovníctva. Guvernér NBS sa vo svojej prednáške zameral na uplynulý a súčasný vývoj inflácie v eurozóne a na Slovensku a uviedol, že sa nízkoinflačné obdobie blíži ku koncu. Zhodnotil situáciu na trhu práce, ktorá v poslednom období najmä na Slovensku naráža na prirodzenú mieru nezamestnanosti. Vo svojej prednáške sa venoval aj súčasnej menovej politike a jej vplyvom na finančné trhy v eurozóne, ale aj na Slovensku.

V diskusii študenti kládli guvernérovi otázky, ktoré sa týkali ukončenia kvantitatívneho uvoľňovania, vývoja kľúčových úrokových sadzieb, ale aj snahy vlády SR o získanie investičnej výnimky pre infraštruktúrne projekty a jej následné vyňatie z ústavného zákona o dlhovej brzde.

Na podujatí sa zúčastnili aj rektor Univerzity Mateja Bela v Banskej Bystrici, doc. Ing. Vladimír Hiadlovský, PhD., ktorý predniesol úvodné slovo, a pozvanie na vedecký seminár prijal aj syn profesora Imricha Karvaša, doc. Ing. Milan Karvaš, CSc. Vedecký seminár moderovala doc. Ing. Emília Zimková, PhD.

Vedecký seminár Imricha Karvaša (VSIK) je vedeckým podujatím Katedry financií a účtovníctva Ekonomickej fakulty Univerzity Mateja Bela v Banskej Bystrici, konaným pod záštitou Národnej banky Slovenska a doc. Ing. Vladimíra Hiadlovského, PhD., rektora Univerzity Mateja Bela v Banskej Bystrici.

Seminár je výsledkom iniciatívy doc. Ing. Emílie Zimkovej, PhD., a študentov študijného programu Financie, bankovníctvo a investovanie: Michala Mešťana, Mateja Žofaja, Daniely Dvorščákovej, Kamila Ščerbu a Moniky Halmiovej. Hlavným cieľom podujatí, ktoré sa organizujú pravidelne od roku 2013, je pripomenúť si pamiatku a odkaz významného slovenského národohospodára, právnika, učiteľa a prvého guvernéra Slovenskej národnej banky prof. Imricha Karvaša. Na podujatiach vystupujú významní odborníci z oblasti národného hospodárstva, financií, akademickej i profesionálnej sféry. Viac informácií o doterajších hosťoch a samotnom podujatí Vedecký seminár Imricha Karvaša nájdete na stránke www.vsik.sk.

Ing. Michal Mešťan, UMB v Banskej Bystrici

BIATEC
Odborný bankový časopis
Apríl 2017

Vydavateľ:
Národná banka Slovenska
Imricha Karvaša 1
813 25 Bratislava
IČO: 30844789

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

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

Počet vydaní: 6-krát do roka
Cena výtlačku pre predplatiteľov: 2 €
Ročné predplatné: 12 €
Poštovné hradí predplatiteľ.

Objednávky na predplatné v SR a do zahraničia, reklamácie, distribúcia:
Mediaprint-Kapa Pressegrosso, a. s.,
oddelenie inej formy predaja
P.O.BOX 183, 830 00 Bratislava 3
tel.: 02/49 893 564, 02/49 893 565,
02/49 893 566, 0800/188 826
fax: 02/32 222 256
e-mail: predplatne@abompkapa.sk
Termín odovzdania rukopisov: 10. 4. 2017
Dátum vydania: 24. 4. 2017
Evidenčné číslo: EV 2817/08
ISSN 1335 – 0900

Grafický návrh: Bedrich Schreiber
Typo & lito: AEPress, s.r.o.
Tlač: i+i print, spol. s r.o.

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

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

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

Obsah

Na aktuálnu tému

Očakávaný makroekonomický vývoj SR podľa strednodobej predikcie P1Q-2017
Ekonomika by mala akcelerovať vplyvom zvýšenia produkcie automobilov 2
(odbor ekonomických a menových analýz NBS)

Menová politika

Situácia na peňažnom trhu a výkon operácií menovej politiky ECB v roku 2016 5
(Roman Kostelný)

Finančná stabilita

Analýza trendov a rizík v slovenskom finančnom sektore v roku 2016 ... 10
(Karol Zeleňák)

Finančné trhy

TARGET2 Securities – Slovensko ako súčasť procesu integrácie finančných trhov v Európe 15
(Ľubica Dunajová)

Makroekonomické otázky

VAR model inflácie HICP 18
(Branislav Karmažin, Roman Vrbovský)

Dane a odvody

Trendy v daňovom zaťažení slovenských domácností 21
(Jana Valachyová, Norbert Švarda, Matúš Senaj a Zuzana Siebertová)

Peňažný obeh

Hotovostný peňažný obeh v SR v roku 2016 25
(Milada Vlnková)

Regulácia finančného trhu

Kľúčové funkcie v režime Solventnosť II 27
(Zuzana Turčanová)

Generácia € uro

Misia Frankfurt
Študenti z Gymnázia Viliama Paulinyho-Tótha v Martine na Generation €uro Students Award 2017 vo Frankfurte nad Mohanom 30
(Vladimír Németh)

English summary

English summary 32

Očakávaný makroekonomický vývoj SR podľa strednodobej predikcie P1Q-2017

Ekonomika by mala akcelerovať vplyvom zvýšenia produkcie automobilov

Svižné tempo rastu slovenskej ekonomiky sa udržalo aj koncom roka 2016. Hlavným zdrojom rastu bol export a súkromná spotreba. Zrýchlenie rastu ekonomiky v strednodobom horizonte by malo vyplývať predovšetkým z nábehu novej produkcie automobiliek, k čomu sa intenzívnejšie pridá domáci dopyt. Slovenská ekonomika by tak mala vzrásť o 3,2 % v tomto roku s následnou akceleráciou na 4,2 % v roku 2018 a 4,6 % v roku 2019. Priaznivá situácia na trhu práce by mala pokračovať, ekonomika bude generovať nové pracovné miesta a miera nezamestnanosti klesne na konci horizontu predikcie na historicky najnižšiu úroveň 6,9 %. Napätie na trhu práce a rast produktivity práce sa premietnu do rastu nominálnych miezd. Tie by mali podporiť dopytové tlaky a spolu s rastom cien komodít by sa mala inflácia dostať nad 2 % v horizonte predikcie.

Aktuálny vývoj ako východisko strednodobej predikcie

Tempo rastu ekonomiky eurozóny ako hlavného obchodného partnera SR sa udržalo aj v poslednom štvrťroku 2016 na úrovni 0,4 %. Rast ekonomiky bol aj naďalej ťahaný silným exportom a domácim dopytom, hlavne súkromnou spotrebou. Za celý rok 2016 vzrástla ekonomika eurozóny o 1,7 %. Signály z dostupných predstihových indikátorov sú v súčasnosti priaznivé a indikujú možné zrýchlenie rastu ekonomiky v najbližších štvrťrokoch. V rámci cenovej oblasti bola inflácia v eurozóne meraná HICP podľa rýchleho odhadu vo februári na úrovni 2,0 %, najmä vplyvom zrýchlenia rastu cien energií a potravín.

Rast slovenskej ekonomiky v poslednom štvrťroku 2016 dosiahol v súlade s očakávaniami v predchádzajúcej predikcii 0,8 %, jeho štruktúra však bola odlišná. Hlavným zdrojom rastu bol export a súkromná spotreba. Spotreba ťažila z priaznivej situácie na trhu práce, zo zlepšujúceho sa sentimentu a z nízkoinflačného prostredia. V rámci domáceho dopytu poklesli investície a neprišlo tak k očakávanej korekcii slabšieho investičného dopytu z predchádzajúceho štvrťroka. Časť investícií by však mohla byť dočasne zaznamenaná v zásobách. Priaznivá situácia v eurozóne prispela k výraznejšiemu rastu exportu. Rastúci export a súkromná spotreba potiahli tiež dovozy k vyšším dynamikám, ako sa pôvodne očakávalo.

Za celý rok 2016 vzrástla slovenská ekonomika o 3,3 %, keď sa výraznejšie zvýšila exportná výkonnosť. Domáci dopyt mierne poklesol pri protichodnom vývoji rastúcej súkromnej spotreby a klesajúcich investíciách.

Trh práce pokračoval v dynamickom napredovaní aj v poslednom štvrťroku 2016. Medzištvrťročný rast zamestnanosti zostal na úrovni 0,6 %, čo bolo nad očakávaniami z minulej predikcie. Pokračujúci rast ekonomiky generuje nové pracovné miesta vysokým tempom, čo sa prejavovalo nedostatkom zamestnancov v niektorých odvetviach. V mzdách sa to zatiaľ odzrkadlilo v miernom zrýchlení tempa ich rastu, pričom akcelerácia miezd bola zaznamenaná najmä v odvetviach, kde je pomerne ťažké nájsť vhodných zamestnancov (obchod a vybrané pododvetvia služieb a priemyslu).

Inflácia sa po troch rokoch dostala do kladných hodnôt, predovšetkým vplyvom rastúcich cien potravín v dôsledku odznenia zníženia DPH z minulého roka a zvyšovania cien potravinárskych komodít. Vo februári vzrástli ceny medziročne o 1,3 %, čo bolo mierne rýchlejšie ako predpoklady. Zrýchlenie inflácie spôsobili okrem potravín aj vyššie ceny pohonných látok a metodické zmeny vykazovania cien ojazdených áut. Výraznejší impulz na zvýšenie inflácie z domácej časti ekonomiky je zatiaľ stále tlmený.

Makroekonomická predikcia

Na základe aktuálneho priaznivého vývoja predstihových indikátorov a zlepšenia krátkodobých predikcií ekonomického rastu eurozóny bol rast zahraničného dopytu Slovenska v roku 2017 v porovnaní s predchádzajúcou predikciou upravený smerom nahor o 0,3 percentuálneho bodu na 3,9 % (najmä vplyvom lepšieho vývoja koncom roka 2016) a v roku 2018 o 0,1 percentuálneho bodu na 4,2 %. V roku 2019 zostal predpoklad rastu zahraničného dopytu nezmenený (4,1 %).

V súlade so zahraničným dopytom a aktuálnym vývojom bol upravený výhľad exportnej výkonnosti slovenskej ekonomiky v krátkom horizonte

a po prechodnom spomalení v minulom roku by sa mal rast exportu v horizonte predikcie zrýchliť. Slovensko tak bude získavať trhové podiely najmä vplyvom postupného nábehu produkcie ohlásených investícií v automobilovom priemysle.

Po prepade investícií v roku 2016 sa očakáva ich postupné oživovanie. K obnove investičného dopytu by mal prispieť v roku 2017 predovšetkým verejný sektor rozbehnutím veľkých infraštruktúrnych projektov a rovnako aj predpoklad o návrate investícií samospráv na vyššie úrovne. V súkromnom sektore sa predpokladá na tento rok investovanie na úrovni minulého roka. Výraznejší impulz by mali priniesť automobilky v nasledujúcich dvoch rokoch, keď sa k stavebným investíciám pridajú investície do technológií. To spôsobí spolu s postupným nábehom eurofondov z aktuálneho programového obdobia výraznejšie oživenie investičného dopytu.

Silné tempo rastu súkromnej spotreby by malo pokračovať a v horizonte predikcie sa ešte zrýchľovať . V rámci domáceho dopytu by tak malo výraznejšie prispievať k rastu celej ekonomiky. Rast disponibilného príjmu bude podporený zvyšujúcou sa zamestnanosťou a akcelerujúcimi mzdami. Mzdy v súkromnom sektore by mali odzrkadľovať rast produktivity práce a napätie na trhu práce, ktoré vyústilo do relatívne silného nárastu dojednaných miezd v niektorých veľkých podnikoch. Vo verejnom sektore sa predpokladá dynamický rast platov, ktorý by mal byť posilnený najmä dohodnutým zvyšovaním miezd v školstve a administratíve. Napriek mierne rastúcej inflácii by mal domácnostiam zostať v reálnom vyjadrení dostatok zdrojov na zdynamizovanie rastu súkromnej spotreby bez výraznejšej zmeny sklonu k úsporám.

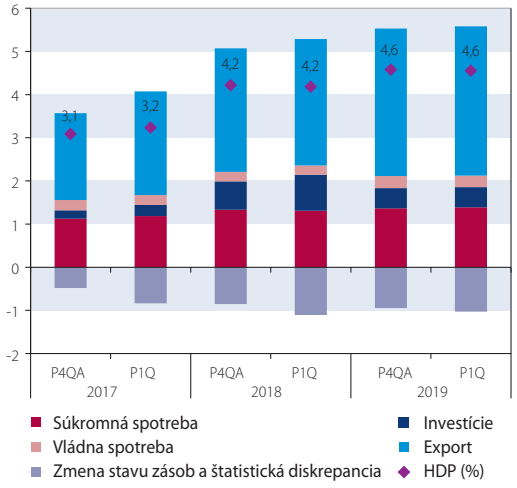
Rast ekonomiky by mal byť z hľadiska štruktúry vyvážený a dosiahnuť 3,2 % v tomto roku s následnou akceleráciou na 4,2 % v roku 2018 a na 4,6 % v roku 2019. Predpokladá sa, že výraznejší rast ekonomiky spôsobí uzavretie produkčnej medzery už koncom tohto roka. To by malo pôsobiť inflačne na nominálne veličiny v ekonomike.

Ekonomika by mala pokračovať vo vytváraní nových pracovných miest aj v horizonte predikcie, no pomalším tempom ako v minulom roku. Nové pracovné miesta by mali generovať najmä služby podporené domácim dopytom a priemysel v dôsledku nových investícií v automobilom priemysle. Zmiernenie rastu zamestnanosti v horizonte predikcie bude vyplývať z menšieho počtu vhodných potenciálnych uchádzačov o zamestnanie. Nižší rast zamestnanosti tak bude sprevádzaný zvyšovaním počtu odpracovaných hodín a zvyšovaním produktivity práce zavádzaním nových technológií. Pozitívny vplyv z rastúcej ekonomiky by sa tak mal premietať viac cez mzdový vývoj ako prostredníctvom silného rastu zamestnanosti. V súlade s rastom zamestnanosti by mala miera nezamestnanosti pokračovať v klesajúcom trende. Očakáva sa jej pokles k takmer 7 % v roku 2019, napriek mierne tlmiacemu vplyvu rastu participácie a predpokladu o návrate časti Slovákov pracujúcich v zahraničí.

Inflácia by sa mala začať tento rok zrýchľovať. Okrem externého faktora vyšších cien potravín by sa mali postupne začať prejavovať dopytové tlaky plynúce z prehrievania na trhu práce. Rýchly rast miezd by sa tak mal pretaviť do nákladov práce, čo by mali firmy premietnuť do cien, predovšetkým v sektore služieb. Dovozné ceny by mali potiahnuť rast cien priemyselných tovarov bez energií. Inflácia by sa tak mala pohybovať pri 2 %.

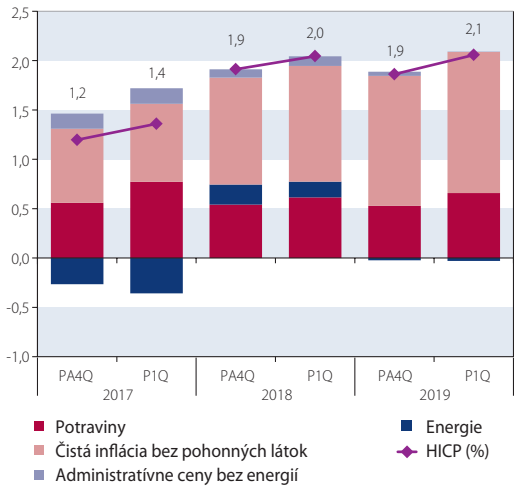
Deficit verejnej správy v roku 2016 by mal medziročne klesnúť o 0,8 percentuálneho bodu,

Graf 1 Vývoj HDP (medziročný rast v %, príspevky v percentuálnych bodoch), porovnanie januárovej a marcovej predikcie



Zdroj: NBS.
Poznámka: Štruktúra rastu HDP je vypočítaná ako príspevky rastu jednotlivých komponentov HDP po odrátaní ich dovoznej náročnosti. V našom prípade sa vychádzalo z konštantnej dovoznej náročnosti jednotlivých zložiek HDP (konečná spotreba domácností 30 %, vládna spotreba 7 %, investície 50 % a export 62,5 %). Zvyšok dovozu bol zaradený do zmeny stavu zásob a štatistickej diskrepancie.

Graf 2 Vývoj inflácie (v % a príspevky v percentuálnych bodoch), porovnanie januárovej a marcovej predikcie



Zdroj: NBS.

a dosiahnuť tak rozpočtový cieľ na úrovni 1,9 % HDP. Za poklesom deficitu by mal byť najmä priaznivý vývoj priamych daní, sociálnych príspevkov, vo výdavkovej časti sa očakávajú úspory na spolufinancovaní fondov EÚ a prekvapivo nízka miera investícií v samospráve. V tomto roku by mal deficit verejných financií ďalej klesnúť na úroveň 1,6 % HDP. V horizonte prognózy sa predpokladá ďalšie znižovanie deficitu na 0,8 % HDP v roku 2018 a 0,3 % HDP v roku 2019. Pozitívny vplyv má najmä nárast príjmov z dôvodu pokračujúceho ekonomického rastu a priaznivého vývoja na trhu práce, ako aj prijaté príjmové opatrenia. Verejný dlh by mal medziročne klesnúť v roku 2016 o 0,5 percentuálneho bodu na úroveň 52 % HDP. Trend klesajúceho dlhu by sa mal udržať v celom horizonte prognózy vplyvom zlepšujúceho sa výhľadu primárnej bilancie verejného rozpočtu a klesajúcich úrokových nákladov. V roku 2017 by mal klesnúť na úroveň 51,9 % HDP, resp. kumulatívne o 2,8 percentuálneho bodu až na úroveň 49,2 % HDP v roku 2019.

Riziká

Riziká v reálnej ekonomike sú vyvážené. Riziko nižšieho rastu predstavuje zahraničný dopyt, najmä neistota spojená s brexitom a s krokmi novej administratívy Spojených štátov. Pre domáci dopyt by mohlo vyplynúť riziko pomalšieho nábehu čerpania eurofondov z nového programového obdobia. Na druhej strane hrozí riziko rýchlejšieho rastu verejnej spotreby a rýchlejší ako predpokladaný rast miezd. V cenovom vývoji sú riziká rovnako ako pri reálnej ekonomike vyvážené. Efekt nižšieho zahraničného dopytu by mohol pôsobiť tlmiaco na ceny, najmä cez dovezenú infláciu. Naopak výraznejší rast cien by mohol plynúť z rýchlejšieho rastu komodít i miezd.

Porovnanie s predchádzajúcou predikciou

Najnovší vývoj ekonomiky, ako aj technické predpoklady nepredstavovali v rámci P1Q-2017 podstatný impulz na zmenu odhadu rastu HDP. V rámci štruktúry došlo k prehodnoteniu rastu exportu, ako aj domáceho dopytu smerom nahor pri tlmiacom vplyve z titulu dovoznej náročnosti. Výhľad situácie na trhu práce bol prehodnotený smerom k pozitívnejšiemu vývoju v horizonte predikcie. Vyplynulo to najmä z lepších ako predpokladaných údajov v poslednom období. Po dlhšom čase došlo v cenovom vývoji k prehodnoteniu smerom k vyššej inflácii, aj napriek nižším cenám ropy a menšiemu príspevku cien energií. V strednodobom horizonte však dochádza k fundamentálnemu zrýchleniu inflácie vplyvom napätia na trhu práce, ktoré by sa malo premietnuť do vyššieho rastu miezd. Predpokladá sa tak dopad najmä cez dopytovú infláciu, najmä cez ceny služieb a čiastočne cez ceny priemyselných tovarov bez energií.

Strednodobý makroekonomický výhľad do roku 2024[1]

Pravidelne jedenkrát ročne sa aktualizuje strednodobý makroekonomický výhľad, tentoraz do roku 2024. Pri nastavení dlhodobých trendov ekonomiky SR sa v zásade uvažovalo s dvomi faktormi, od ktorých možno odvodiť potenciálny rast HDP, a to s dlhodobým rastom referenčnej ekonomiky[2] a s rýchlosťou reálnej konvergencie k referenčnej krajine. Dlhodobá predikcia rastu potenciálu ekonomiky SR podľa P1Q-2017 aktuálne predpokladá jeho akceleráciu v priemere na úroveň 3,0 %, čo je do značnej miery spôsobené efektom dodatočných investícií a produkcie v automobilovom sektore. Po očistení spomínaných dodatočných efektov by mal dlhodobý rast slovenskej ekonomiky po roku 2017 dosahovať v priemere stabilných 2,8 %. Predikcia P1Q-2017 očakáva, že inflácia meraná HICP by sa mala zvyšovať a v roku 2018 dosiahnuť 2 %. V dlhšom horizonte by kladná produkčná medzera mala byť naďalej sprevádzaná postupným nárastom nákladov domácej produkcie. Tieto nákladové tlaky by sa mali prejaviť v rastúcom trende spotrebiteľskej inflácie, ktorá by mohla dosiahnuť svoj vrchol takmer na hranici 3 % v prvej polovici roku 2022. Ďalej by sa však inflačné tlaky mali zmierňovať, čo by sa malo premietnuť v postupne sa znižujúcej inflácii. Predpokladá sa, že inflácia by mohla v rokoch 2021 až 2024 dosahovať hodnoty nad optimálnou úrovňou (z pohľadu konvergencie), ktorá sa odhaduje na 2,6 %.

Odbor ekonomických a menových analýz NBS

1 *Podrobnejšie informácie je možné nájsť v marcovej predikcii na internetovej stránke http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/PREDIK/2017/protected/P1Q-2017.pdf.*

2 *Za referenčnú krajinu z pohľadu konvergencie sa považuje Nemecko, s ktorým je ekonomika SR intenzívne prepojená a ktoré je zároveň vysoko na hranici technologickej vyspelosti.*

Situácia na peňažnom trhu a výkon operácií menovej politiky ECB v roku 2016

Roman Kostelný
Národná banka Slovenska

Do roku 2016 vstúpil Eurosystém s úpravami v rámci menovopolitického inštrumentária, čím ECB reagovala na zhoršujúci sa výhľad ekonomiky a inflácie. Situácia na globálnom finančnom trhu však na začiatku roku nenaznačovala zlepšenie. Objavili sa náznaky spomalenia čínskej ekonomiky a rozšírili sa obavy z jeho dôsledkov na svetovú ekonomiku. Zhoršili sa aj inflačné vyhliadky, predovšetkým v dôsledku nízkej ceny ropy. Na globálnej úrovni sa vyskytli aj úvahy o možnosti a schopnosti centrálnych bánk zasiahnuť proti prebiehajúcemu vývoju. Ďalšou diskutovanou témou sa stala účinnosť zavedených menovopolitických nástrojov na podporu ekonomického rastu.

Menovopolitické rozhodnutia ECB

Po všeobecnom zhoršení globálneho ekonomického prostredia ECB v januári 2016 opätovne indikovala zámer prehodnotiť nastavenie menovej politiky. V dôsledku toho vzrástli očakávania, že ECB pristúpi k ďalším použiteľným opatreniam. Odborná verejnosť najviac uvažovala o zvýšení mesačných nákupov cenných papierov spolu s úpravou kľúčových úrokových sadzieb.

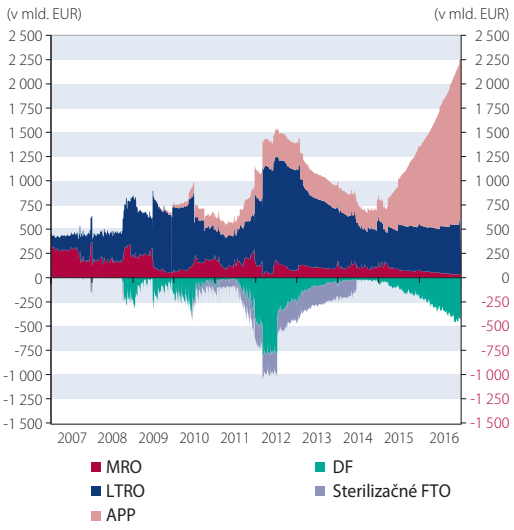
Prehodnotenie menovej politiky v marci ECB odôvodnila nárastom deflačného rizika v eurozóne. V rámci prijatých dodatočných opatrení pristúpila k zvýšeniu mesačných nákupov v rámci programu nákupu aktív (asset purchase program – APP) o 20 mld. € na 80 mld. €, obdobie nákupov však ponechala bez zmeny do konca marca 2017. Zvýšila limit na emisiu a emitenta pri nákupe nadnárodných dlhopisov z 33 % na 50 %, aby sa tým zabezpečil bezproblémový priebeh nákupov. Do programu APP zaradila aj nákup ďalších aktív v rámci nového programu nákupu cenných papierov podnikového sektora (corporate sector purchase programme – CSPP), zameraného na podnikové dlhopisy.

Popri úprave podmienok výkonu kvantitatívneho uvoľnenia sa pristúpilo aj k opatreniam súvisiacim s realizáciou tendrových operácií. Vychádzajúc z parametrov cielených dlhodobejších refinančných operácií (targeted longer-term refinancing operations – TLTRO) sa prijala nová séria cielených tendrov (TLTRO II), pri ktorých sa bankám eurozóny umožnilo čerpať väčšiu sumu, a to až 30 % z vybraných bilančných položiek súvisiacich s úverovou aktivitou (v TLTRO I to bolo 7 %). Dĺžku splatnosti operácií ECB stanovila pevne na štyri roky. Na rozdiel od TLTRO I, kde bol stanovený jednotný dátum splatnosti pre všetky tranže, pri TLTRO II nastáva splatnosť postupne. Nevýhodou pôvodného časového nastavenia bolo postupné skracovanie dĺžky splatnosti jednotlivých tranží v priebehu ich realizácie.

Participujúcim bankám eurozóny sa umožnilo predčasným splatením presunúť čerpané prostriedky v TLTRO I do prvej tranže TLTRO II. Výhodnejšie boli nastavené aj podmienky úročenia čerpaných prostriedkov. V prípade poskytnutia úverov nad vypočítaný benchmark sa čerpané prostriedky môžu úročiť zápornou úrokovou sadzbou uplatňovanou pri jednodňovej sterilizačnej operácii ECB.

Okrem opatrení uplatnených pri výkone operácií menovej politiky v marci nastala zmena aj v jej kvalitatívnom nastavení. V rámci kľúčových úro-

Graf 1 Vybrané operácie menovej politiky ECB (v mld. EUR)

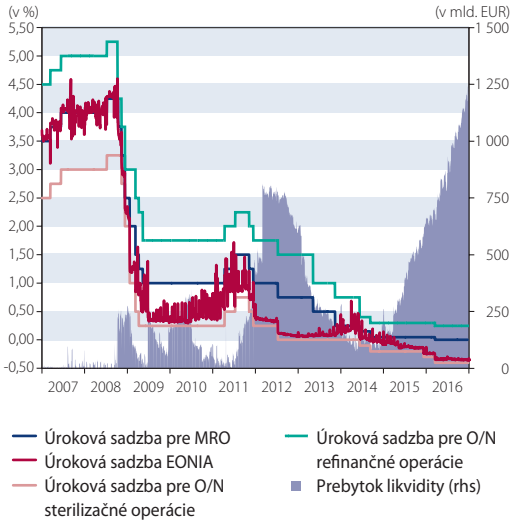


Zdroj: ECB, Bloomberg.
Poznámka: MRO – hlavná refinančná operácia, LTRO – dlhodobejšia refinančná operácia (vrátane cielenej LTRO), APP – program nákupu aktív (ukončené programy: CBPP1, CBPP2 a SMP; prebiehajúce programy CBPP3, ABSPP, PSPP a CSPP), DF – jednodňová sterilizačná operácia, sterilizačná FTO – sterilizačná dolaďovacia operácia.

1 *V rámci nákupného programu sa najviac poskytovala likvidita prostredníctvom nákupu aktív verejného sektora. Po nich nasledovali nákupy krytých dlhopisov. Ostatné programy sa podieľali na prílevе novej likvidity iba marginálne. Z nich nákupy podnikových dlhopisov presiahli úroveň dosiahnutú v programe ABSPP, hoci sa s nákupmi daných aktív začalo len v júni 2016.*

2 *Celkovú poskytnutú likviditu tvorí objem čerpania v refinančných operáciách a prostriedky dodané prostredníctvom nákupných programov, ukončených aj prebiehajúcich.*

Graf 2 Vývoj kľúčových úrokových sadzieb ECB a prebytku likvidity



Zdroj: ECB, Bloomberg.

kových sadzieb sa upravila úroková sadzba pre hlavné refinančné operácie na 0 %. Súčasne sa jednodňová sterilizačná úroková sadzba znížila na -0,40 % a jednodňová refinančná úroková sadzba na 0,25 %. Medzi jednodňovými úrokovými sadzbami sa tým zachovalo asymetrické rozpätie.

K ďalším úpravám menovej politiky sa pristúpilo až v decembri, keď sa rozhodlo najmä o podmienkach nákupného programu na ďalšie obdobie, keďže sa blížil koniec jeho trvania. Z dôvodu pominutia deflačného rizika sa znížili mesačné nákupy na pôvodných 60 mld. € so začiatkom nákupov od apríla 2017 a predĺžilo sa obdobie ich realizácie o 9 mesiacov do konca decembra 2017. Rada guvernérov ECB si ponechala možnosť upraviť parametre nákupov aj počas priebehu APP.

Upravili sa opätovne technické parametre výkonu nákupov tak, aby bolo jednoduchšie zabezpečiť bezproblémový priebeh nákupného programu. Od januára 2017 sa rozšíril nákupný priestor z pôvodnej úrovne dvoch rokov o splatnosti od jedného roka. Oveľa zásadnejším rozhodnutím bolo povolenie nákupov pod jednodňovou sterilizačnou sadzbou. Nákupný priestor sa tým rozšíril o cenné papiere dovtedy vylúčené z nákupov.

Výkon menovopolitických operácií a vývoj situácie v oblasti likvidity

Prebiehajúci program nákupu aktív[1] významne podporil nárast celkovej poskytnutej likvidity[2] eurozóny na nové maximum 2,3 bil. €. Napriek výraznému prílevu zdrojov prostredníctvom nákupných programov banky eurozóny neobmedzili využívanie tendrových operácií. Ich celkový nárast však spôsobili len cielené LTRO, zatiaľ čo čerpanie týždňovej hlavnej refinančnej operácie (MRO) a trojmesačnej LTRO významne kleslo. Nižší záujem o tieto operácie súvisel s tým, že banky eurozóny uprednostnili výhodnejšie podmienky v cielených LTRO napriek tomu, že čerpanie bolo naviazané na reálne použitie zdrojov do úverov reálnej ekonomiky.

O poskytované zdroje v následných tranžiach TLTRO I postupne klesal záujem. Dôvodom nízkeho dopytu boli nevýhodné nastavenie úrokovej sadzby voči trhovým podmienkam a dĺžka splatnosti dodatočných tranží, ktorá sa naviazaním na jednotný dátum splatnosti po každej ďalšej tranži skracovala. Zavedením TLTRO II sa poskytla príležitosť participujúcim bankám predčasne splatiť a presunúť čerpané prostriedky z TLTRO I. Túto príležitosť banky eurozóny výrazne využili, keď predčasne splatili viac ako 90 % prostriedkov čerpaných v TLTRO I. Výhodné podmienky druhej série TLTRO sa potvrdili v uskutočnených troch tranžiach TLTRO II, v ktorých sa vyčerpalo viac zdrojov než kumulatívne vo všetkých tranžiach TLTRO I.

V rámci už implementovaných opatrení sa vzhľadom na uplynutie dvoch rokov od uskutočnenia prvej cielenej LTRO očakávalo, že ECB pristúpi k vyhodnoteniu čerpanej cielenej likvidity. Vyhodnotením sa malo naznačiť, ako boli banky eurozóny úspešné v použití čerpaných prostriedkov v reálnej ekonomike. Okrem toho sa tým mohla alebo mala potvrdiť opodstatnenosť zavedenia takejto operácie, keďže k nej ECB pristúpila vôbec po prvýkrát, keď podmienila čerpanie refinančnej operácie reálnym použitím prostriedkov. Pôvodný zámer v prehodnotení čerpaných TLTRO I bol do značnej miery skreslený zavedením novej série TLTRO II a možnosťou predčasne splatiť čerpané prostriedky a presunúť ich do TLTRO II.

Prílevom zdrojov, najmä z nákupného programu, rástla bilancia Eurosystému na nové maximá, až na 3,7 bil. €. Pôvodný zámer zvýšiť ju na úroveň z roku 2012 sa významne prekročil. Ďalšie zvyšovanie likvidity vytváranej predovšetkým nákupnými programami spôsobovalo, prirodzene, aj zvyšovanie jej prebytku, ktoré dosiahlo nové maximá nad úrovňou 1 bil. €. Jej rozloženie medzi krajinami eurozóny sa takmer nezmenilo, keď sa naďalej väčšina voľnej likvidity kumulovala v užšom okruhu krajín.

Prebytok likvidity bol naďalej významne alokovaný do prebytočných rezerv. Využívanie depozitných operácií však oproti ostatným rokom vzrástlo, hoci voľné prostriedky sa úročia rovnako bez ohľadu na to, či sa ponechajú na bežnom účte alebo transferujú na jednodňové vklady. Zvýšená preferencia využívať jednodňové vklady môže súvisieť s internými pravidlami bánk eurozóny pri riadení likvidity a takisto s regulačnými požiadavkami.

Prebiehajúci nákupný program má dôležitú úlohu nielen v absolútnom prílevе dodatočnej likvidity a v uvoľnení podmienok na finančnom trhu.

Rozloženie prebytku likvidity medzi krajinami eurozóny určuje viacero faktorov. Ku kumulácii jej prebytku v menšom počte krajín dochádza väčšou centralizáciou riadenia likvidity v rámci bankovej skupiny. Transakcie medzi subjektmi sa v dôsledku interných rizikových opatrení limi-

tujú a tým sa nevytvára dostatočný priestor na obchodovanie. Znížené prerozdelenie likvidity medzi krajinami súvisí aj s pretrvávajúcou fragmentáciou na peňažnom trhu, ktorá vyplýva zo stále zvýšenej úrovne vnímaného kreditného rizika. Limituje to cezhraničné transfery likvidity, najmä do krajín vnímaných so zvýšeným rizikom. Samotný prebytok likvidity sa v rámci regulačných opatrení posudzuje priaznivo v porovnaní s ostatnými aktívami, čo môže viesť niektoré subjekty k preferencii jeho kumulácie a nezobchodovania na peňažnom trhu. Pre jeho pozitívny efekt na plnenie vybraných ukazovateľov (napr. LCR) sa stáva otáznym, či sa podarí úplne stiahnuť prebytok likvidity a vrátiť tak jej stav späť do pôvodnej rovnováhy.

Účasť domácich bánk na menovopolitických operáciách ECB

V sledovanom období bola tak ako vo vybraných rokoch[3] účasť domácich bánk ovplyvnená uskutočňovaním operácií s veľmi dlhými splatnosťami. Zaznamenané správanie domácich bánk svedčí o tom, že domáci bankový sektor prejavuje zvýšený záujem len o operácie s dlhšími splatnosťami, pretože na kratšie obdobie si prostriedky dokáže zabezpečiť na medzibankovom trhu.

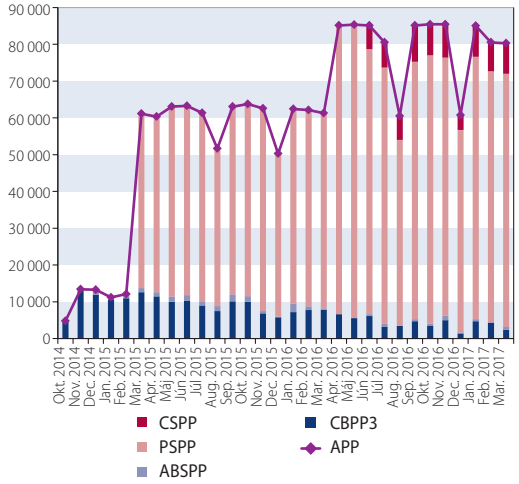
V kratšej MRO sa čerpala len veľmi nízka likvidita, na ktorej participoval užší okruh domácich bánk. Čerpané prostriedky sa podľa vyjadrení bánk zvyčajne použili na vylepšenie plnenia regulačných požiadaviek.

Z dlhodobejších refinančných operácií sa zaznamenal väčší záujem len o cielené LTRO. Aj domáce banky využili príležitosť predčasne splatiť čerpané TLTRO I a presunúť sa do TLTRO II. Účasť na TLTRO II sa podľa vyjadrení domácich bánk zatraktívnila príležitosťou čerpať prostriedky na veľmi dlhé obdobie, a to na štyri roky. Výhodným je podľa nich aj úročenie, hoci získanie takejto úrokovej výhody sa podmieňuje využitím prostriedkov na úvery do reálnej ekonomiky.

Na rozdiel od agregátnej úrovne eurozóny sa domáci bankový sektor nachádzal v miernejšom prebytku likvidity. Domáce banky ho zväčša kumulovali na bežných účtoch. Len niekoľko domácich bánk uskutočnilo jednodňové vklady, hoci sa ponechanie prebytku likvidity na bežnom účte úročí rovnakou úrokovou sadzbou. Využívanie depozitných operácií zrejme súviselo so snahou daných bánk vyhnúť sa výraznému preplneniu povinných minimálnych rezerv.

Okrem tendrových operácií mohli domáce banky participovať aj na jednotlivých programoch nákupu aktív v rámci programu APP, ktorý sa začal uskutočnením nákupov krytých dlhopisov od októbra 2014. Program APP sa mohol stať atraktívnejším ako predchádzajúce programy (prvé a druhé kolo programu nákupu krytých dlhopisov CBPP a programu pre trhy s cennými papiermi SMP) zaradením domácich cenných papierov, ktoré vlastnia domáce banky vo výraznej miere v portfóliách a s ktorými obchodujú na finančnom trhu. V rámci programu APP preto platilo, že domáce protistrany prejavovali záujem predávať iba slovenské cenné papiere (domáce hypotekárne záložné listy a slovenské štátne dlhopisy).

Graf 3 Vývoj mesačných nákupov podľa programov APP v amortizovanej hodnote (v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

Slovenské hypotekárne záložné listy sa zobchodovali najmä na primárnom trhu, keďže sekundárny trh patrí k tým menej likvidným. Na trhu slovenských štátnych dlhopisov v rámci programu nákupu aktív verejného sektora na sekundárnych trhoch (public sector asset purchase programme – PSPP) naďalej významne dominovali zahraničné protistrany. Nižší záujem domácich bánk zobchodovať slovenské štátne dlhopisy súvisí s tým, že spomínané cenné papiere sa zväčša vlastnia v portfóliách do splatnosti.

Obchodovanie bánk eurozóny na peňažnom trhu

Situácia na peňažnom trhu eurozóny bola do výraznej miery ovplyvnená rastúcim prebytkom likvidity, ktorý dosiahol nové maximá a presiahol úroveň 1 bil. €.

V prostredí tak výrazného prebytku likvidity sa subjektom s voľnými prostriedkami komplikovalo ich umiestnenie na peňažnom trhu. V dôsledku neochoty prijímať dodatočné prostriedky sa cena depozít pri najkratšej splatnosti nachádzala pod úrovňou jednodňovej sterilizačnej úrokovej sadzby.

Pri zabezpečení potrebnej likvidity na peňažnom trhu sa najviac využívajú zabezpečené obchody, ktorých význam a početnosť sa v krízovom období významne zvyšovali. Na rozdiel od repo trhu na depozitnom trhu viditeľne absentovala obchodná aktivita, a to kontinuálne od prejavenia sa krízy. Spočiatku to bolo spôsobené nedôverou medzi subjektmi na medzibankovom trhu a neskôr prostredím výrazného prebytku likvidity.

Zabezpečený trh je pod tlakom nákupného programu, ktorý tento trh do určitej miery deformuje. Postupne a kontinuálne sa znižovala dostup-

3 *Vybranými rokmi sa rozumejú tie, v ktorých sa uskutočnili operácie LTRO s veľmi dlhými dĺžkami splatností (jednoročná, trojročná a štvorročná).*

nosť cenných papierov, ktoré sa zvyčajne používajú na repo trhu ako zábezpeka. V období zvýšenej aktivity sa táto skutočnosť zviditeľňuje, keď silnie dopyt po menej rizikových aktívach v súvislosti so snahou vylepšiť nimi bankové bilancie z dôvodu plnenia regulačných požiadaviek. Krátkodobé repo sadzby na menej rizikové štátne dlhopisy sa tým podstatne posunuli pod úroveň jednodňovej sterilizačnej úrokovej sadzby.

Zmeny nastali aj medzi repo sadzbami štátnych dlhopisov jednotlivých krajín, keď sa zaznamenal divergentný vývoj medzi menej rizikovými a rizikovejšími. Rastúce rozpätie medzi repo sadzbami so zábezpekou z tzv. skupiny General Collateral Pool (GC Pool) a zábezpekami mimo tejto skupiny indikuje, že sa sťažuje požičiavanie si určitých štátnych dlhopisov. Spomínaná situácia na repo trhu viedla k zhoršeniu podmienok aj na dlhopisovom trhu, keď sa zníženou dostupnosťou štátnych dlhopisov stával dlhopisový trh menej likvidným.

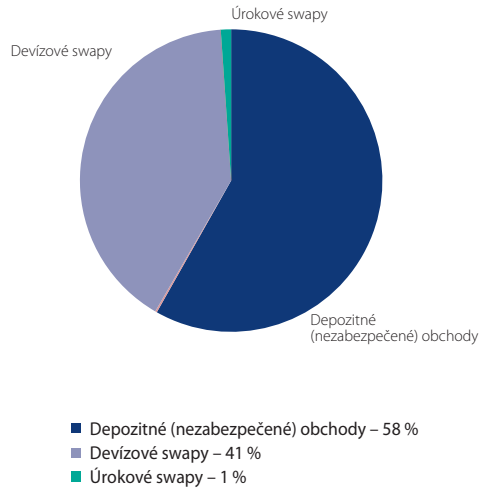
Na zabezpečenom trhu naďalej plnili významnú úlohu centrálne protistrany, prostredníctvom ktorých sa prioritne uskutočňujú obchody so zábezpekou. Ich postavenie na peňažnom trhu sa v priebehu krízy zvýraznilo, keď úlohou sprostredkovateľa prispeli k zmierneniu kreditného rizika.

Z derivátov sa na peňažnom trhu eurozóny najviac obchodovalo s devízovými swapmi, ktoré boli zároveň druhým najvyužívanejším nástrojom na peňažnom trhu. V rámci devízových swapov je štandardne najobchodovanejším americký dolár. S ostatnými menami, ako napr. s britskou librou, švajčiarskym frankom a japonským jenom sa obchoduje len minimálne.

Obchodovanie domácich bánk na peňažnom trhu

V roku 2016 sa na peňažnom trhu výrazne znížila obchodná aktivita na domácej úrovni. Jej takmer najnižšiu úroveň od vstupu do eurozóny spôsobil výrazný pokles depozitných obchodov. Nárastom prebytku likvidity na úrovni eurozóny sa zrejme obmedzila likviditná potreba protistrán, s ktorými domáce banky zvyčajne vstupujú do transakcií na peňažnom trhu.

Graf 4 Štruktúra peňažného trhu podľa obchodov domácich bánk



Nezabezpečený trh si aj napriek markantnému poklesu udržal dominantné postavenie medzi nástrojmi peňažného trhu. Domáce banky naďalej uprednostňovali obchody bez požiadavky kolateralizácie, keďže sa uskutočňovali najmä v rámci vlastnej bankovej skupiny alebo medzi domácimi bankami. Na rozdiel od agregátnej úrovne eurozóny zabezpečené obchody naďalej patrili k menej využívanému nástroju.

Okrem nezabezpečených obchodov sa podstatnejšie obchodovalo s devízovými swapmi, ktorých rozsah na rozdiel od depozitných obchodov mierne vzrástol. Devízové swapy poskytujúce príležitosť zobchodovať aj zahraničné meny umožnili v niektorých prípadoch využitie výhodnejších trhových podmienok.

Okrem repo obchodov sa menej obchodovalo s úrokovými swapmi, pričom forwardy sa tretí rok po sebe vôbec neuskutočnili.

Medzi najvyužívanejšími druhmi obchodov výrazne prevažovali transakcie s kratšími splatnosťami. V súlade so situáciou na peňažnom trhu eurozóny aj na domácej úrovni dominovali jednodňové obchody, ktoré umožňujú flexibilnejší prístup pri riadení likvidity.

Domáce banky naďalej najviac obchodovali s protistranami mimo domáceho finančného okruhu. Vyplýva to zo skutočnosti, že mnohé pôsobia v rámci zahraničných bankových skupín. Výlučne s nerezidentmi sa zobchodovali deriváty, a to devízové a úrokové swapy.

Záver

Na začiatku roka 2016 sa zhoršili makroekonomické podmienky, najmä vplyvom zvýšenej neistoty súvisiacej s vývojom čínskej ekonomiky. Poklesom cien ropy na nižšie úrovne sa opätovne oslabili inflačné očakávania. Vzhľadom na spomínané riziká ECB v marci prehodnotila nastavenie menovej politiky a rozšírila využívané postupy. Zvýšila mesačné nákupy na 80 mld. €, rozhodla o zaradení podnikových dlhopisov do nákupov a pristúpila k ďalšej sérii TLTRO na podporu úverov do reálnej ekonomiky. Okrem týchto úprav zmenila aj kvalitatívne nastavenie menovej politiky, keď znížila kľúčové úrokové sadzby na nové minimá. K ďalšej úprave výkonu menovej politiky došlo až v decembri, keď sa očakávalo rozhodnutie o nákupnom programe, vzhľadom na jeho plánované ukončenie koncom marca 2017. Program APP ECB predĺžila o 9 mesiacov a znížila výšku mesačných nákupov na pôvodných 60 mld. €, čo odôvodnila zaniknutím deflačného rizika.

Aktívnym prístupom Eurosystému pri poskytovaní likvidity a jej kontinuálnym dodávaním prostredníctvom nákupného programu sa dosiahlo nové maximum likvidity poskytnutej bankovému sektoru eurozóny. K jej následnej redistribúcii na peňažnom trhu však v dôsledku pretrvávajúcej fragmentácie trhu nedochádzalo,

a preto sa naďalej kumulovala v užšom okruhu krajín eurozóny. Sprievodným javom bol nárast prebytku likvidity, ktorý dosiahol nové maximum nad úrovňou 1 bil. €.

Nárast prebytku likvidity viedol k obmedzeniu obchodov na nezabezpečenom trhu, ktorý zaznamenáva od vzniku finančnej krízy v roku 2008 kontinuálny pokles. V prípade likviditnej potreby sa najčastejšie uskutočňujú transakcie so zábezpekou a prostredníctvom centrálnych protistrán, ktoré na danom trhu plnia významnú úlohu pri distribúcii likvidity. Nárastom eurovej likvidity sa obmedzoval priestor na jej zobchodovanie, preto sa využívanie devízových swapov zatraktívnilo vzhľadom na možnosť vyhľadávania výhodnejších trhových podmienok.

Domáci bankový sektor ani v uplynulom roku neprejavil zvýšený záujem o tendrové operácie. Výnimkou boli opätovne operácie s veľmi dlhými splatnosťami, a to LTRO cielené na podporu reálnej ekonomiky. Dôvodom zvýšeného záujmu domáceho bankového sektora boli výhodnejšie podmienky danej operácie, ktorá spočívala v možnosti požičať si prostriedky na dlhšie obdobie, a to na štyri roky. V prípade splnenia podmienok môžu získať mimoriadne výhodné úročenie požičaných prostriedkov dokonca zápornou jednodňovou sterilizačnou úrokovou sadzbou.

V rámci nákupného programu sa oproti predošlým rokom záujem domácich bánk o zobchodovanie cenných papierov nezmenil, naďalej dominovali zahraničné protistrany. V rámci programu CBPP3 sa slovenské hypotekárne záložné listy obchodovali s domácimi protistranami. Okrem primárneho trhu sa nakúpili aj na sekundárnom trhu, hoci ten sa považuje za menej likvidný. V programe PSPP boli naďalej aktívnejšie zahraničné protistrany, s ktorými sa uskutočnilo viac obchodov ako s domácimi bankami.

Nárast prebytku likvidity v rámci eurozóny negatívne zasiahol obchodnú aktivitu aj na domácej úrovni. Na peňažnom trhu sa evidovala takmer najnižšia aktivita domácich bánk od vstupu do eurozóny. V rámci nástrojov sa výrazne obmedzili nezabezpečené obchody. Opätovne nedošlo k výraznejšiemu využívaniu repo obchodov, aj vzhľadom na zníženú potrebu domácich subjektov siahnuť po tejto alternatíve, keďže sa väčšina transakcií uskutočňuje v rámci vlastnej bankovej skupiny a v domácom okruhu.

Výhľad na rok 2017

Priaznivé ekonomické indikátory zverejnené na začiatku tohto roku naznačili, že sa makroekonomické prostredie vo viacerých krajinách postupne zlepšuje. K týmto indikátorom patrila aj miera inflácie v Nemecku a eurozóne, ktorá prekvapila svojím výrazným nárastom. Spolu s návratom inflačných očakávaní a možným zlepšením výhľadu ekonomického prostredia podporeného aj predpokladaným účinkom opatrení novej administratívy v USA (daňové úpravy, budovanie infraštruktúry a zníženie regulačných požiadaviek) sa obnovili odborné diskusie o možnom ukončení kvantitatívneho uvoľnenia v eurozóne.

Podmienky nákupného programu a výkon menovej politiky boli síce zmenené a predĺžené do konca aktuálneho roka, trh však očakáva na úrovni ECB začiatok diskusie o možnom ukončení neštandardných opatrení v druhom polroku. Vzhľadom na významnosť programu nákupu aktív v aktuálnej štruktúre menovopolitických nástrojov sa preto predpokladá, že sa pri výstupnej stratégii najprv postupne utlmí tempo, veľkosť nákupného programu, čo je proces známy ako tzv. tapering. V rámci signalizácie budúceho smerovania menovej politiky (forward guidance) sa predpokladá, že kľúčové úrokové sadzby zostanú na súčasnej alebo nižšej úrovni počas dlhšieho obdobia, aj po ukončení nákupného programu.

Rok 2017 je rokom politických udalostí, a preto aj riziká z nich potenciálne plynúce patria k najdôležitejším. Popri neistote či očakávaniach vyplývajúcich z postupov uplatňovaných novým americkým prezidentom a jeho administratívou ide o rad pre EÚ a eurozónu systémovo dôležitých udalostí, ktorých koncentrácia je v roku 2017 pravdepodobne nadpriemerná. Ide najmä o možné predčasné voľby v Taliansku, o všeobecné voľby v Holandsku a Nemecku, o prezidentské voľby vo Francúzsku, ale aj o niektoré regionálne, no stále významné spoločensko-politické rozhodovania, a nakoniec o pripravovaný postup brexitu. Medzi až zásadné prvky s potenciálom ovplyvniť širšie spoločensko-politické prostredie je znovu nastoľovaná téma Grécka.

Analýza trendov a rizík v slovenskom finančnom sektore v roku 2016

Karol Zeleňák
Národná banka Slovenska

Finančný sektor predstavuje dôležitú súčasť slovenskej ekonomiky. Stabilita finančného sektora napomáha zdravému vývoju ekonomiky. Výkyvy vo vývoji finančného sektora môžu naopak nepriaznivo vplývať na celkový ekonomický rast. Navyše prípadná materializácia rizík finančného sektora má potenciál vyvolať negatívne šoky v ekonomike. Preto má význam sledovať vývoj finančného sektora a hodnotiť potenciálne riziká vznikajúce v rámci tohto sektora. Cieľom tohto článku je analýza vývoja a rizík v slovenskom finančnom sektore, pričom podkladom článku je Analýza slovenského finančného sektora za rok 2016, ktorú publikuje Národná banka Slovenska.[1]

Externý a domáci makroekonomický vývoj v znamení mierneho optimizmu

Ekonomika eurozóny si v roku 2016 udržala stabilnú kondíciu, keď dosiahla medziročný rast na úrovni 1,8 %. Krajiny eurozóny vykázali stabilné tempo rastu napriek viacerým výzvam, ktorým eurozóna v uplynulom roku musela čeliť (brexit, stres v bankovom sektore vo viacerých krajinách, geopolitické udalosti, terorizmus, nárast podpory pre politiku zameranú na odklon od globalizácie a pod.). Na druhej strane uvoľnená menová politika, oslabený výmenný kurz eura a nízke ceny ropy prispievali k oživeniu ekonomického rastu. Rast ekonomiky eurozóny sa v uplynulom roku opieral najmä o súkromnú spotrebu domácností, ktoré ťažili z nárastu nominálnych príjmov, nízkej miery inflácie a rastúcej zamestnanosti. Na druhej strane bol rast investícií v eurozóne nevýrazný, čo limitovalo dynamiku ekonomiky a aj potenciál na jej rast v budúcnosti. Inflácia v eurozóne, ale aj v ďalších rozvinutých krajinách začala v druhom polroku 2016 stúpať, pričom na prelome rokov sa inflácia v eurozóne výrazne priblížila k inflačnému cieľu. Na tento vývoj zareagovala aj ECB, ktorá na konci roka 2016 rozhodla o znížení mesačného rozsahu nákupov štátnych dlhopisov s účinnosťou od marca 2017 z 80 mld. € na 60 mld. €, ale zároveň predĺžila trvanie tohto programu minimálne do konca roka 2017. Aj v rozvinutých krajinách mimo Európy sa vyhliadky na ekonomický rast mierne zlepšili. Najmä v Spojených štátoch v druhej polovici roka 2016 došlo k oživeniu, takže Fed v decembri po ročnej prestávke pristúpil k druhému zvýšeniu základnej úrokovej sadzby o 25 bázických bodov. V rozvíjajúcich sa ekonomikách bolo v minulom roku možné na agregátnej úrovni pozorovať odrazenie od dna a postupné zrýchľovanie rastu ich ekonomickej výkonnosti, aj keď vývoj v jednotlivých krajinách tohto zoskupenia je naďalej značne rôznorodý. Dôležitým faktorom v smere zlepšenia rozvíjajúcich sa krajín bolo posilnenie cien komodít, najmä ropy. Globálne finančné trhy zaznamenali od jesene určitý návrat optimizmu. Pozitívny sentiment sa výraznejšie preniesol do cien akcií, keď akciové indexy v Európe eliminovali straty z prvých mesiacov roka 2016 a v USA dokonca zamierili k novým historickým maximám. Zároveň však spolu s akciami v poslednom období stúpala aj cena zlata, čo by mohlo byť istým varovným signálom, keďže vzostup hodnoty zlata je zvyčajne spojený s obdobím zvýšeného napätia na finančných trhoch. Kým posledný makroekonomický vývoj a očakávania do budúcnosti (celosvetovo aj vo väčšine regiónov) naznačovali skôr pozitívny vývoj, výrazne sa zvýšila neistota spojená s nárastom politického rizika a možného uplatňovania zvýšenej protekcionistickej politiky, najmä v dôsledku nástupu novej americkej administratívy. Ak by sa USA priklonili k radikálnejšej forme protekcionizmu vrátane zavedenia taríf a nastavenia daňového systému na penalizáciu importu, reálne by hrozil scenár obmedzenia svetového obchodu a následne aj hospodárskeho rastu s nepriaznivým dosahom aj na krajiny eurozóny. Toto riziko v kombinácii s pretrvávajúcim geopolitickým napätím vo viacerých častiach sveta, s terorizmom a so stále nevyriešenou migračnou krízou majú potenciál naštrbiť krehký sentiment na finančných trhoch. Kumulácia týchto rizík by mohla byť impulzom na nárast rizikových prirážok a pokles cien aktív, ktoré v niektorých segmentoch dnes javia známky nadhodnotenia. Mierne strmší priebeh eurovej výnosovej krivky by tak čiastočne mohol zmierniť negatívny tlak na ziskovosť bánk v eurozóne.

Slovenská ekonomika sa s medziročným rastom 3,3 % v roku 2016 radila medzi najrýchlejšie rastúce ekonomiky EÚ. Jej rast sa vyvážene opieral o domáci a zahraničný dopyt, keď po dvoch rokoch negatívnych príspevkov sa k hlavným faktorom rastu pridal aj čistý export. Jedinou zložkou negatívne prispievajúcou k ekonomickému ras-

1 *Analýza slovenského finančného sektora za rok 2016, Národná banka Slovenska, apríl 2017, http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Dohlad/ORM/Analyzy/protected/AnalyzaSFS2016.pdf*

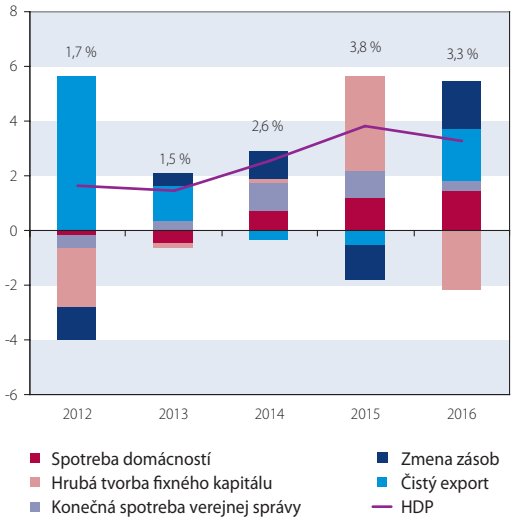
tu boli v uplynulom roku investície. Tie však boli ovplyvnené výrazným medziročným prepadom vo verejných investíciách v dôsledku charakteristického cyklu pri čerpaní prostriedkov z rozpočtu EÚ v rámci jedného rozpočtového obdobia. Priaznivý ekonomický vývoj sa pretavil aj do pozitívneho vývoja na pracovnom trhu, keďže v uplynulom roku našlo prácu v ekonomike o vyše 50 tisíc ľudí viac ako pred rokom. Miera evidovanej nezamestnanosti tak klesala nepretržite už štvrtý rok za sebou a ku koncu roka 2016 dosiahla úroveň 8,8 %. V ďalších rokoch sa dá očakávať pokračovanie stabilného rastu ekonomiky s postupne sa zvyšujúcou dynamikou, keď k rastu ekonomiky by mali pozitívne prispieť aj investície v dôsledku plánovaných investícií v automobilovom priemysle, ako aj pokračovanie nárastu verejných investícií a realizácie PPP projektu.

Integrovaný pohľad na finančný sektor odkrýva nastávajúce zmeny v sektore

Priaznivý makroekonomický vývoj sa v uplynulom roku prejavil aj v náraste aktív finančného sektora, keď sa tempo medziročného rastu aktív finančného sektora v uplynulom roku mierne zrýchlilo na 6 %. Rast bol viditeľný vo väčšine segmentov finančného trhu, pričom objem aktív finančného sektora na Slovensku v uplynulom roku po prvýkrát v histórii prekročil hranicu 100 mld. €.

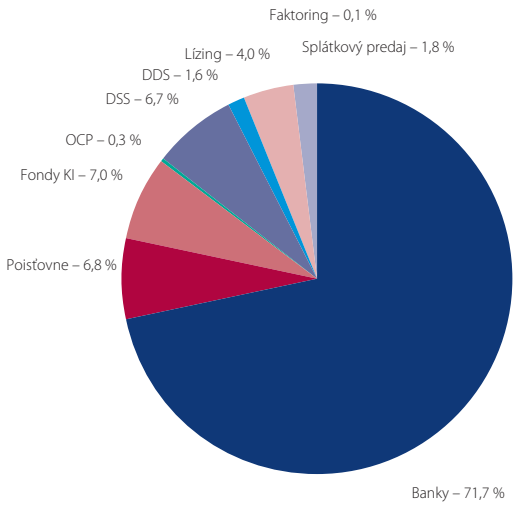
K nárastu finančného sektora významne prispel v minulom roku bankový sektor, ktorý tvorí viac ako dve tretiny finančného sektora. Jeho stabilný rast súvisel najmä s objemom poskytnutých úverov, ktoré vplyvom stabilného makroekonomického vývoja, priaznivého ekonomického sentimentu a dlhodobo nízkych úrokových sadzieb zaznamenávajú v poslednom období dynamický rast. Fondy kolektívneho investovania zaznamenali v roku 2016 po úspešných predchádzajúcich rokoch spomalenie svojho rastu, pričom rovnako ako aktíva poistného sektora rástli medziročne pomalším tempom v porovnaní s bankovým sektorom. K najrýchlejšie rastúcim segmentom finančného trhu tak v minulom roku patrili spoločnosti podnikajúce v oblasti dôchodkového sporenia. Rast ich aktív ťažil z priaznivého vývoja na pracovnom trhu, keď v uplynulom období rástol počet zamestnaných, ako aj priemerná mzda v hospodárstve. Aktuálny makroekonomický vývoj prejavujúci sa v priaznivom vývoji na pracovnom trhu a v zlepšení finančnej situácie podnikov, ako aj pozitívny sentiment a výhľad stabilného vývoja vytvárali priaznivé podmienky na tvorbu zisku vo finančnom sektore. Väčšina segmentov finančného trhu zaznamenala v minulom roku rast ziskovosti, rozhodujúcu úlohu však zohrali jednorazové vplyvy. Najmä v bankovom sektore po očistení o jednorazové vplyvy je možné už v uplynulom roku pozorovať pokles ziskovosti bánk a rastúci tlak na ich obchodný model, ktorý by mal v ďalšom období ešte narastať. Zároveň v slovenskom finančnom sektore v minulom roku pokračoval trend zvyšovania vystavenia voči rizikám. V súvislosti s úrokovým rizikom vzrástla vo všetkých sledovaných sektoroch priemerná durácia portfólia, ktorá reprezentuje mieru stupňa citlivosti aktív na zmenu úrokových mier. Dochádzalo tiež k nárastu vystavenia voči akciovému riziku. Výnimkou bol iba bankový sektor, kde však podiel akciových investícií dlhodobo nedosahuje ani pol percenta bilančnej sumy. Finančné inštitúcie, predovšetkým banky a inštitúcie podnikajúce v oblasti dôchodkového sporenia, súčasne pokračovali v znižovaní podielu dlhopisov (najmä štátnych) emitovaných na Slovensku. Pri devízovom riziku dochádzalo k miernemu rastu devízovej pozície v bankách, poisťovniach a dôchodkových fondoch druhého piliera.

Graf 1 Rast HDP a príspevky jednotlivých komponentov k rastu HDP (v %)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS.

Graf 2 Podiely aktív alebo spravovaného majetku na finančnom trhu

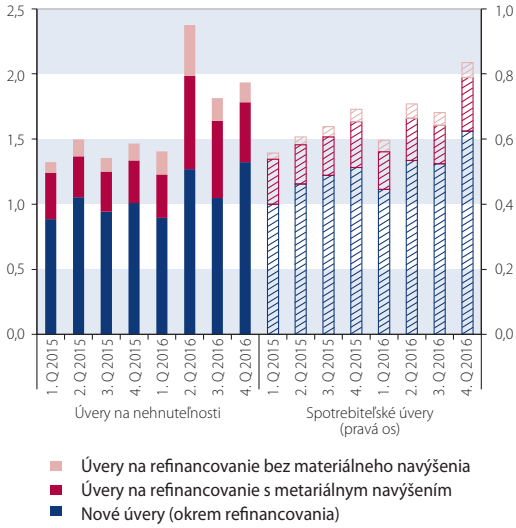


Zdroj NBS.

Bankový sektor zažíva expanzívnu fázu finančného cyklu

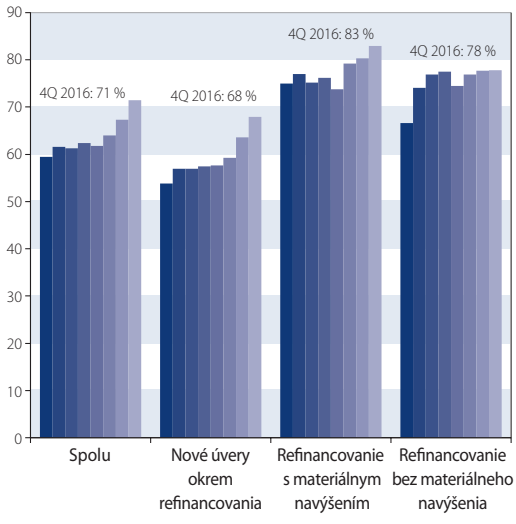
Tempo medziročného rastu úverov retailu sa v minulom roku pohybovalo v rozmedzí od 12 % do 13 %. Pokračoval tak trend dosahovania nových historických maxím, keď v uplynulom roku v tomto sektore pribudli úvery v objeme 3,3 mld. €. Najvýraznejšie sa pod tento vývoj podpísal vývoj úverov na bývanie, ktoré boli významne ovplyvnené legislatívnou zmenou ustanovujúcou maximálny poplatok 1 % z úverov za predčasné splatenie s účinnosťou od 21. marca 2016. Táto zmena viedla k akcelerácii dopytu po úveroch a k zvýšeniu podielu refinancovania v porovnaní s predchádzajúcim obdobím.

Graf 3 Nová produkcia úverov na bývanie a spotrebiteľských úverov v bankovom sektore (v mld. EUR)



Zdroj: NBS.

Graf 4 Podiel nových spotrebiteľských úverov so splatnosťou nad 7 rokov na celkovej novej produkcii (v %)



Zdroj: NBS.
Poznámka: Jednotlivé stĺpce predstavujú štvrťroky 2015 a 2016 zoradené chronologicky zľava doprava.

Zároveň vďaka konkurencii dochádzalo k poklesu úrokových sadzieb na trhu, pričom úrokové sadzby na nových úveroch na bývanie zaznamenali medzi februárom a aprílom 2016 pokles o 0,5 percentuálneho bodu a napriek miernej následnej korekcii už neprekročili úroveň 2 %. Až dve tretiny úverov na bývanie je poskytovaných so splatnosťou nad 25 rokov. Čo sa týka pomeru výšky úveru k hodnote jeho zabezpečenia (ukazovateľ LTV), podiel úverov s LTV nad 90 % výrazne poklesol na úroveň bezpečne pod požiadavku na ich maximálny prípustný podiel (15 % ku koncu minulého roka). Zároveň však rástol podiel úverov s LTV nad 80 %, pričom ich podiel sa ku koncu roka 2016 zvýšil až na 49 % produkcie. Priblížil sa tak k regulačnému limitu platnému od januára tohto roka (na úrovni 50 %). V roku 2016 pokračoval aj dynamický rast spotrebiteľských úverov, hoci tempo ich medziročného rastu sa postupne spomaľovalo z takmer 16 % v úvode roka na 13,8 % v decembri 2016. Novej produkcii čoraz viac dominovali spotrebiteľské úvery so splatnosťou nad 7 rokov (odporúčaný limit je 8 rokov), celkovo ich podiel narástol z asi 60 % na vyše 70 % za dva roky.

Dominancia bankového sektora nad nebankovým sa v spotrebnom financovaní prehlbovala. Portfólio nebankových spoločností stagnovalo na úrovni 1,2 mld. €, zatiaľ čo portfólio spotrebiteľských úverov bankových spoločností za posledné dva roky narástlo o porovnateľnú hodnotu (1,1 mld. €), čím sa podiel nebankových spotrebiteľských úverov na trhu k decembru 2016 znížil na 22 %.

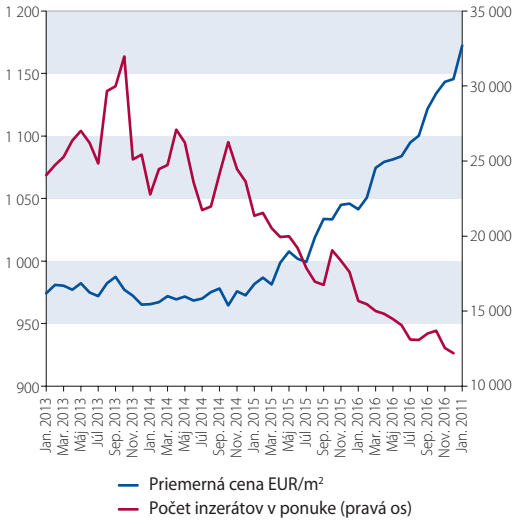
Podľa hodnotenia bánk v roku 2016 došlo len k miernej zmene úverových štandardov, pričom na sprísňovanie poukazovali najmä malé banky. Banky zaznamenali plošný nárast dopytu po všetkých typoch úverov, podporený spotrebiteľskou dôverou, nízkymi úrokovými sadzbami, refinancovaním a vyhliadkami na trhu nehnuteľností. V najbližšom období však predpokladajú mierne sprísňovanie úverových štandardov a menej intenzívny pokračujúci rast dopytu po úveroch.

Vklady retailu rástli aj v roku 2016, tempo ich medziročného rastu sa však začalo postupne spomaľovať (najmä z dôvodu poklesu termínovaných vkladov) až na úroveň 8,7 % v závere roka. Naopak rástol objem netermínovaných vkladov, čo bolo prirodzeným dôsledkom nízkej motivácie ukladať finančné aktíva klientov na termínované vklady pri nízkych úrokových sadzbách

Trh rezidenčných nehnuteľností zažíva výrazné oživenie

Ceny nehnuteľností na sekundárnom trhu v minulom roku postupne zrýchľovali svoj rast a medziročný nárast cien ponúkaných bytov v poslednom štvrťroku 2016 presiahol úroveň 10 %. Rast cien bytov bolo možné pozorovať vo všetkých krajoch a v jednotlivých typoch bytov. Zároveň dochádzalo k poklesu počtu ponúkaných bytov, pričom počet bytov v ponuke v jednotlivých krajoch poklesol medziročne o štvrtinu až o polovicu.

Graf 5 Priemerná cena na sekundárnom trhu bytov a počet inzerátov v ponuke

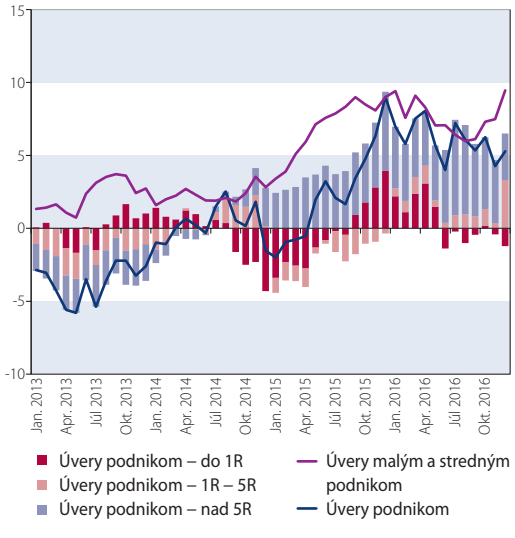


Zdroj: NBS.
Poznámka: Počet bytov predstavuje trojmesačný plávajúci priemer.

Okrem zníženia ponuky bytov na predaj poklesol aj počet bytov na prenájom, a to najmä v roku 2016. Úbytok bytov v ponuke na predaj však neviedol k nárastu ponuky bytov na prenájom.

Rast cien nehnuteľností bolo možné pozorovať aj na primárnom trhu, kde ponukové ceny novostavieb zaznamenali v minulom roku rast na úrovni nad 8 %. Ponuka zareagovala na zvýšený dopyt nárastom počtu nových bytov, pričom sa však stáva citlivejšou na prípadné šoky. Kupovali sa prevažne byty v ešte nedokončených projektoch, ktorých podiel dosiahol ku koncu roka takmer 90 %. Postupne sa tak zvyšuje citlivosť trhu nehnuteľností na potenciálne šoky v ekonomickom vývoji alebo v úrovni úrokových sadzieb.

Graf 6 Medziročná dynamika objemu úverov a príspevok k medziročnému rastu objemu úverov podľa splatnosti úveru (v %)



Zdroj: NBS.

Úverovanie podnikov profituje z makroekonomického vývoja a nízkych úrokových sadzieb

Priaznivý makroekonomický vývoj sa odrazil aj v raste objemu úverov podnikovému sektoru, ktoré medziročne rástli približne 6 % tempom. Rast úverov bol viditeľný najmä pri investičných úveroch a pri úveroch malým a stredným podnikom. Úvery rástli hlavne v sektore komerčných nehnuteľností, v priemysle, poľnohospodárstve a administratívnych a podporných službách. Naopak v sektore stavebníctva v súvislosti s dočerpaním eurofondov z predchádzajúceho programového obdobia objem úverov väčšinu roka výrazne klesal. Dopytová strana úverového trhu nefinančným podnikom bola pod vplyvom optimistického sentimentu a prostredia nízkych úrokových sadzieb, ktoré sa pri nových úveroch v priemere pohybovali okolo 2 %. Zároveň podľa hodnotenia bánk úverové štandardy sa oproti predchádzajúcemu obdobiu v zásade nezmenili.

Sektor poisťovní zažíva významné zmeny

Sektor poisťovní zaznamenal v uplynulom roku výraznú zmenu, keďže od 1. januára 2016 začala platiť regulácia Solventnosť II. Ide o nový regulačný rámec so zásadným dosahom na poistný sektor, a to v spôsobe oceňovania majetku a záväzkov, v zmene výkazníctva, výpočtov technických rezerv poisťovní, ako aj v ďalších oblastiach.[2] Čistý zisk poistného sektora zaznamenal v roku 2016 nárast o 64 %[3], pričom približne polovica tohto rastu ide na vrub jednorazových vplyvov v malej skupine poisťovní (rozpustenie rezerv, výplata dividend z dcérskych spoločností). Bez jednorazových vplyvov by investičný výnos v životnom poistení len tesne postačoval na pokrytie garantovaného výnosu zo životného poistenia. Hrubé predpísané poistné v životnom poistení pokleslo tak pri investičnom, ako aj pri klasickom životnom poistení. Pri neživotnom poistení hrubé predpísané poistné naopak mierne vzrástlo, najmä v dôsledku rastu v jednotlivých odvetviach, ale aj úpravy delenia poistného na životnú a neživotnú zložku v rámci Solventnosti II. Poisťovne mali počas roka 2016 umiestnené technické rezervy (okrem investičného životného poistenia) primárne v štátnych (52 %) a podnikových dlhopisoch (30 %), pričom v rámci štátnych dlhopisov prevládali slovenské štátne dlhopisy.

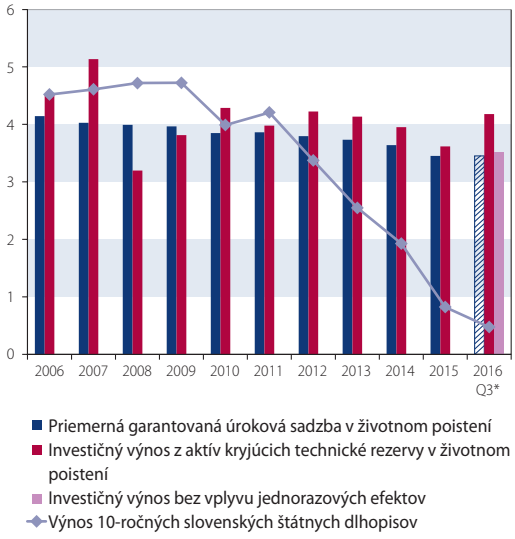
Vývoj v ostatných sektoroch finančného trhu ovplyvňujú najmä nízke úrokové miery

Čistá hodnota majetku (NAV) v sektore starobného dôchodkového sporenia (druhý pilier dôchodkového sporenia) stabilne rástla počas celého roka, pričom ku koncu roka 2016 bol v systéme historicky najvyšší objem spravovaných aktív na úrovni 6,94 mld. €. Počet sporiteľov sa v priebehu roka 2016 zvýšil o 33 tisíc a na konci roka 2016 bolo v druhom pilieri 1 375 770 sporiteľov. Takmer dve tretiny z prírastku NAV boli v prospech garan-

2 *Podrobnejšie informácie o zmenách v súvislosti s reguláciou Solventnosť II je možné nájsť v Analýze slovenského finančného sektora za rok 2016.*
3 *Stav k 30.9.2016.*

4 *Makrostresové testovanie slovenského finančného sektora bolo uskutočnené k 31.12.2016.*

Graf 7 Porovnanie garantovanej úrokovej sadzby so skutočným výnosom (v %)



Zdroj: NBS.
*Poznámka: * Údaje o priemernej garantovanej sadzbe nie sú za rok 2016 dostupné, ako odhad je použitá hodnota z roku 2015.*

tovaných dôchodkových fondov, najvýraznejší medziročný rast (až 60 %) však zaznamenali indexové fondy, čo súviselo s rastom záujmu o tento typ fondov. Zmiešané fondy spravujú už len dve dôchodkové správcovské spoločnosti, čo dokumentuje nízky záujem zo strany sporiteľov. V rámci investičného portfólia vzrástlo zastúpenie dlhopisov pri dlhopisových (82 % NAV) a zmiešaných fondoch. Pri akciových (a čiastočne aj zmiešaných) dôchodkových fondoch bolo možné pozorovať nárast ich akciovej zložky (až na úroveň dvoch tretín NAV akciových fondov), čo súvisí s rastovo orientovanou, ale zároveň rizikovejšou investičnou stratégiou.

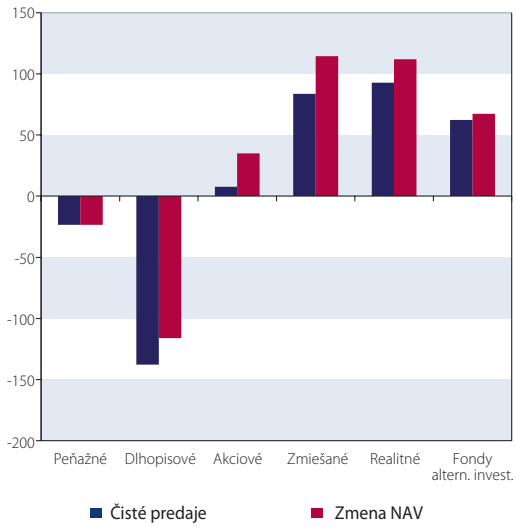
V roku 2016 pokračoval trend rastúceho záujmu o tretí pilier dôchodkového sporenia, keď fondy doplnkového dôchodkového sporenia zaznamenali rekordné prírastky sporiteľov (o viac ako 24 tisíc), ako aj rekordné prírastky čistej hodnoty aktív (o 164 mil. €). Objem spravovaných aktív tak ku koncu roka 2016 dosiahol úroveň 1,71 mld. €. V doplnkových dôchodkových fondoch akciového a vyváženého zamerania vzrástol v uplynulom roku podiel akciových investícií, kým pri konzervatívnych doplnkových dôchodkových fondoch sa zvýšila váha bankových vkladov.

Sektor kolektívneho investovania zaznamenal v roku 2016 nárast objemu spravovaných aktív približne o 3 %, čo bol oproti roku 2015 len polovičný nárast. Znižovanie rastu aktív v tomto sektore súvisí s poklesom dopytu klientov po investovaní do podielových fondov, čo sa prejavilo poklesom čistých predajov podielových listov, ktoré sa prepadli na menej ako štvrtinu voči predchádzajúcemu roku. Klienti smerovali svoje investície najmä do zmiešaných a realitných podielových fondov, pričom podobne ako v roku 2015 vyberali investície najmä z dlhopisových fondov.

Stresové testovanie slovenského finančného sektora

Výsledky stresového testovania[4] ukazujú, že slovenský bankový sektor by mal byť pomerne odolný proti nepriaznivému vývoju reálnej ekonomiky a vývoju na finančných trhoch. Aktuálne však možno identifikovať výrazný prepad ziskovosti v rokoch 2017 a 2018, tak z dôvodu výpadku niektorých jednorazových príjmov realizovaných v roku 2016 (najmä príjmov z predaja podielu v spoločnosti VISA), ako aj z dôvodu výrazného poklesu čistých úrokových príjmov (najmä vplyvom predpokladaného zmiernenia rastu objemu úverov a predpokladaného dodatočného poklesu úrokových sadzieb (najmä v prípade spotrebiteľských úverov)). Dôchodkové fondy druhého piliera dôchodkového sporenia sa v uplynulých rokoch

Graf 8 Zmena NAV a čisté predaje podľa kategórie tuzemských podielových fondov (v mil. EUR)



Zdroj: NBS.

stali citlivejšími na prípadný negatívny vývoj na finančných trhoch. Ešte väčšie straty by v prípade realizácie stresových scenárov zaznamenali dôchodkové fondy v treťom pilieri, kde by mohli byť straty v porovnaní s fondmi DSS až dvojnásobné. Negatívny dopad v prípade stresových scenárov je možné identifikovať tak v sektore kolektívneho investovania, ako aj v sektore poistenia.

TARGET2 Securities – Slovensko ako súčasť procesu integrácie finančných trhov v Európe

Ľubica Dunajová
Národná banka Slovenska

TARGET2 Securities (T2S) je technická platforma, ktorá je výsledkom procesu globalizácie a integrácie finančných trhov. Keďže v súčasnosti je už štandardom obchodovať aj so zahraničnými cennými papiermi na zahraničných trhoch, snahou Eurosystému bolo vybudovať jednotnú platformu, ktorá by zabezpečila plynulé vyrovnanie cezhraničných obchodov s cennými papiermi, odstránila rozdiely na jednotlivých trhoch a harmonizovala vyrovnanie cenných papierov. O projekte T2S sa písalo už v niekoľkých číslach časopisu BIATEC. Cieľom tohto článku je nadviazať na informácie v týchto príspevkoch a doplniť ich o aktuálne informácie týkajúce sa úspešnej migrácie Národnej banky Slovenska, Centrálneho depozitára cenných papierov SR, a. s., a jeho členov do T2S. Ďalej uvádzame stručnú charakteristiku platformy T2S, stručný popis procesu príprav na migráciu a samotnej migrácie do T2S.

Čo je T2S?

T2S, čiže TARGET2 Securities, je technická platforma poskytovaná Eurosystémom, ktorú prevádzkujú štyri centrálne banky – nemecká, talianska, francúzska a španielska centrálna banka. Táto platforma je určená na vyrovnanie obchodov s cennými papiermi prostredníctvom:

- majetkových účtov (*Securities Accounts*), čiže účtov cenných papierov, ktoré sú vedené v centrálnych depozitároch a
- peňažných účtov (*Dedicated Cash Accounts*, ďalej len DCA účty), ktoré sú vedené centrálnymi bankami a sú vyhradené len na vyrovnanie peňažnej časti obchodov s cennými papiermi v T2S v peniazoch centrálnych bánk.

Hlavným prvkom stability v tejto platforme je, že centrálne depozitáre a centrálne banky umiestňujú majetkové a peňažné účty do jednotnej platformy T2S. Právna zodpovednosť za účty vedené v T2S však zostáva oddelená. To znamená, že zmluvy o vedení majetkových účtov uzatvárajú so svojimi členmi centrálne depozitáre a zmluvy o vedení DCA účtov uzatvárajú s účastníkmi centrálne banky. T2S vykonáva iba vyrovnanie obchodov s cennými papiermi a ostatné služby depozitárov zostávajú naďalej v gescii samotných depozitárov.

Hlavným prvkom integrácie a výhodou harmonizácie je, že členovia viacerých centrálnych depozitárov môžu na účely finančného vyrovnania obchodov s cennými papiermi v jednej mene využívať iba jediný peňažný DCA účet otvorený v centrálnej banke. Pre potreby likvidity je každý otvorený DCA účet prepojený na jeden hlavný PM účet[1] v platobnom module TARGET2. V rámci tohto prepojenia majú účastníci možnosť riadiť si likviditu na DCA účtoch prostredníctvom prevodov likvidity medzi DCA a PM účtami.

V súčasnosti T2S poskytuje vyrovnanie iba v mene euro. Na základe schválenia Rady guvernérov ECB sa však aj centrálne banky mimo eurozóny môžu rozhodnúť o sprístupnení svojej meny v T2S. Napríklad v roku 2018 tak pribudne v T2S možnosť vyrovnania cenných papierov aj v dánskej korune.

Celá migrácia do T2S je rozdelená do piatich vĺn. Prehľad centrálnych depozitárov podľa jednotlivých vĺn a dátumy ich migrácie do T2S sú v tabuľke na nasledujúcej strane.

Na podporu vývoja a realizácie projektu T2S boli na národných úrovniach vytvorené zoskupenia účastníkov národných trhov, tzv. NUG (*National user Group*). Prostredníctvom tohto fóra používatelia služieb na vyrovnanie cenných papierov posudzujú vplyv funkcionalít T2S na lokálnom trhu a získavajú informácie o aktuálnom stave projektu T2S. Členmi NUG v Slovenskej republike sú zástupcovia NBS, Centrálneho depozitára cenných papierov SR, a. s (CDCP), Ministerstva financií SR, Slovenskej bankovej asociácie a Asociácie obchodníkov s cennými papiermi.

Prípravy a migrácia z pohľadu NBS

Národná banka Slovenska bola spolu s CDCP a jeho členmi účastníkom štvrtej migračnej vlny, ktorá v dňoch 3. až 5. februára 2017 úspešne migrovala do produkčného prostredia T2S. Samotnej migrácii však predchádzali roky analyzovania a príprav na používanie budúcich funkcionalít súvisiacich s T2S.

V rokoch 2006 až 2008 prebiehala prípravná fáza celého projektu, pričom všetci účastníci trhu spolu úzko spolupracovali a spoločnými silami definovali požiadavky budúcich používateľov T2S (*User Requirement Document* – URD). V máji 2008 ECB formálne oslovila všetky európske depozitáre, aby sa zapojili do iniciatívy budovania jednotnej technickej platformy T2S.

V rokoch 2008 až 2012 prebiehala fáza špecifikácie, počas ktorej bola zadefinovaná detailná

1 *PM účet je účet vedený centrálnou bankou Eurosystému, ktorého majiteľom je účastník TARGET2 a ktorý je pre účastníka TARGET2 potrebný na zadávanie príkazov alebo prijímanie platieb prostredníctvom TARGET2 a na vyrovnanie takýchto platieb s touto centrálnou bankou Eurosystému.*

Prehľad centrálnych depozitárov v T2S

1. vlna	2. vlna	3. vlna	4. vlna	5. vlna
22. júna 2015 31. augusta 2015	29. marca 2016	12. septembra 2016	6. februára 2017	18. septembra 2017
Bank of Greece Securities Settlement System (BOGS)	Interbolsa (Portugalsko)	Euroclear Belgium	**Centrálny depozitár cenných papierov SR (CDCP)**	Baltic CSDs (Estónsko, Litva, Lotyšsko)
Depozitarul Central (Rumunsko)	National Bank of Belgium Securities Settlement Systems (NBB-SSS)	Euroclear France	Clearstream Banking (Nemecko)	Euroclear Finland
Malta Stock Exchange		Euroclear Nederland	KDD – Centralna klirinško depotna družba (Slovinsko)	Iberclear (Španielsko)
Monte Titoli (Taliansko)		VP Lux (Luxembursko)	KELER (Maďarsko)	
SIX SIS (Švajčiarsko)		VP Securities (Dánsko)	LuxCSD (Luxembursko)	
			OeKB CSD (Rakúsko)	

Zdroj: ECB (https://www.ecb.europa.eu/paym/t2s/progplan/html/index.en.html).

funkčná špecifikácia (*User Defined Functional Specifications* – UDFS) a ďalšie technické dokumenty, ktoré slúžili pri programovaní softvéru T2S. Kľúčovým bodom bolo podpísanie memoranda o porozumení medzi ECB a centrálnymi depozitármi, ktoré prejavili záujem podieľať sa na vývoji T2S.

V rokoch 2009 až 2014 prebiehala fáza, počas ktorej bol vybudovaný a otestovaný softvér T2S na strane štyroch centrálnych bánk a boli certifikovaní poskytovatelia sieťových služieb (SWIFT, Sia/Colt). Zároveň všetky centrálne banky a depozitáre vypracovali štúdiu realizovateľnosti, v ktorej zhodnotili svoju pripravenosť na T2S z hľadiska adaptácie svojich IT systémov, procesov a aktivít, ktoré bolo nutné zabezpečiť.

V máji 2014 sa začala fáza používateľského testovania a centrálne banky, centrálne depozitáre a ich účastníci začali s testovaním konektivity k T2S. V dňoch 22. a 23. novembra 2014 úspešne prebehlo prvé testovanie migračného víkendu prvej migračnej vlny T2S. Do testovania sa postupne zapojili aj členovia centrálnych depozitárov podľa toho, ako boli depozitáre súčasťou jednotlivých migračných vĺn T2S. Táto fáza bude pokračovať až do septembra 2017, kým neprebehne migrácia piatej vlny.

Fáza migrácie sa začala v júni 2015, keď prebehla migrácia prvej vlny. V marci 2016 migrovala druhá vlna, v septembri 2016 tretia a vo februári 2017 migrovala štvrtá vlna, ktorej účastníkmi boli aj NBS, CDCP a jeho členovia. Piata vlna bude migrovať do T2S v septembri 2017.

Celý plán migrácie bol rozdelený do niekoľkých fáz testovania a tieto testovania vykonali účastníci všetkých vĺn. Počas príprav štvrtej vlny absolvovala NBS rovnako ako CDCP nasledujúce testovania:

1. Bilaterálne testovanie: 1. 10. 2014 – 22. 4. 2016

Obsahom tohto testovania bolo zriadenie pripojenia k jednotlivým testovacím prostrediam a testovanie konektivity centrálnych depozitárov a centrálnych bank. Do tohto testovania nebola zahrnutá komunita. NBS počas tejto fázy vykonala interné technické nastavenia pre zriadenie konektivity do T2S – registrácia u poskytovateľa sieťových služieb, vytvorenie certifikátov pre používateľov, registrácia NBS v T2S, založenie používateľov, pridelenie rolí a implementácia novej technickej konfigurácie na všetkých zariadeniach, kde sa využíva prístup k T2S. Výsledkom úspešného bilaterálneho testovania bolo vykonanie certifikačných testov a získanie certifikácie zo strany Eurosystému, ktorá umožnila NBS posun do ďalšej fázy testovania.

2. Multilaterálne testovanie: 25. 4. 2016 – 8. 7. 2016

Počas tohto testovania NBS na príslušných interných útvaroch analyzovala všetky funkcionality potrebné na testovanie a úzko spolupracovala s CDCP pri testovaní konfigurácie statických dát – založenie prvých testovacích DCA účtov a testovanie dostupných funkcionalít. Otestovaná bola aj nová funkcionalita poskytovaná zo strany NBS – autokolateralizácia, ktorá predstavuje poskytnutie vnútrodenného úveru, ktorý musí byť zabezpečený kolaterálom. Tento úver možno použiť na poskytnutie dodatočnej likvidity kedykoľvek počas celého procesu vyrovnania, aby sa dosiahlo vyrovnanie cenných papierov aj v prípade nedostatku likvidity na DCA účte.

3. Komunitné testovanie: 11. 7. 2016 – 23. 12. 2016

Členovia CDCP sa v tejto fáze tiež zapojili do testovania migrácie do T2S. Pred začiatkom tejto fázy vykonala NBS prostredníctvom stretnutí s účastníkmi bankovej komunity školenia týkajúce sa funkčných, technických a operačných aspektov T2S. NBS vykonala s účastníkmi konzultácie, čo sa týka spôsobov pripojenia do T2S, a na základe ich registračných formulárov pripravila testovacie prostredie pre ďalšie fázy testovania. Účastníci

mali možnosť otestovať si všetky nové dostupné funkcionality, ktoré závisia od spôsobu ich pripojenia k T2S, a otestovať si riadenie likvidity na DCA účtoch. NBS spolupracovala s bankami pri všetkých aktivitách týkajúcich sa komunitného testovania, priebežné informovala bankovú komunitu o priebehu celého testovania a o zmenách v pláne testovania.

4. Testovanie prevádzkového dňa: 27. 12. 2016 – 20. 1. 2017

V tejto fáze si všetci účastníci štvrtej vlny a ich komunity otestovali fungovanie celého systému podľa vzoru budúcej produkčnej prevádzky. Cieľom bolo otestovať fungovanie na princípe simulácie reálneho prevádzkového dňa v T2S.

Počas všetkých fáz testovania NBS aktívne pripravovala svoje interné systémy na komunikáciu s T2S. Zároveň prebehlo testovanie piatich migračných víkendov, počas ktorého účastníci štvrtej vlny simulovali reálnu migráciu do T2S. Každému takémuto testovaciemu víkendu predchádzala opakovaná konfigurácia testovacích prostredí podľa vzoru budúcej produkčnej prevádzky.

Pred samotnou migráciou NBS zriadila DCA účty a vykonala všetky požadované nastavenia na základe registračných formulárov bánk v produkčnom prostredí T2S. Keďže držitelia DCA účtov sú vnímaní ako účastníci systému TARGET2, NBS vydala nové rozhodnutie NBS č. 8/2015 o podmienkach otvorenia a vedenia účelového peňažného účtu. Zároveň s každým držiteľom DCA účtu uzavrela zmluvu o vedení účelového peňažného účtu v TARGET2-SK.

Počas migračného víkendu sa väčšina aktivít uskutočnila na strane centrálnych depozitárov. Zo strany NBS boli do T2S zaslané ceny kolaterálu a nastavené trvalé príkazy na prevod likvidity na DCA účty v mene účastníkov. Počas celého migračného víkendu NBS aktívne monitorovala celý priebeh migrácie. V sobotu 4. februára 2017 približne o 21:00 hod. potvrdili všetci účastníci štvrtej vlny tzv. *Point of No Return*, čo znamená stav, keď už nie je možné zvrátiť migráciu.

Záver

Migrácia štvrtej vlny bola úspešná a prebehla podľa predpokladov. Slovensko sa tak stalo súčasťou iniciatívy budovania jednotného finančného trhu v Európe. Úlohy týkajúce sa projektu T2S však pre NBS a CDCP nemožno považovať za ukončené. Do polovice septembra 2017 sú účastníci štvrtej vlny, u ktorých už prebehla migrácia, pripravení v prípade potreby poskytovať súčinnosť a podporu pri testovaní účastníkov piatej vlny. Zároveň v súčasnosti prebieha analýza plánu migrácie Národného centrálneho depozitára cenných papierov, a. s., do T2S.

Migrácia z pohľadu Centrálneho depozitára cenných papierov SR, a. s.

Úspešnou migráciou CDCP do T2S bolo ukončené niekoľkoročné úsilie a prípravy CDCP a jeho členov. Depozitár sa zúčastnil na všetkých prípravných fázach projektu vrátane testovania piatich migračných víkendov. Migrácia do produkčného prostredia T2S sa skladala z dvoch veľkých celkov:

- prvá časť nazvaná ako predmigračná fáza prebiehala od 3. 11. 2017 do 20. 1. 2017 a počas tohto obdobia depozitár vykonal konfiguráciu statických dát v T2S (majetkové účty, subjekty, ISIN-y atď.),
- druhú časť tvoril samotný migračný víkend, počas ktorého boli nakonfigurované dynamické dáta (prvotné pozície na účtoch a tzv. pending inštrukcie).

Náročnosť celého procesu bola znásobená skutočnosťou, že v CDCP bola počas migračného víkendu paralelne zavedená aj nová verzia interného informačného systému, ktorý je schopný synchronizovane komunikovať s platformou T2S. Súčasťou príprav na internú migráciu boli aj školenia členov CDCP, pretože bolo potrebné aj na ich strane vykonať určité aktivity pre vybudovanie komunikácie s novým informačným systémom (režimu pripojenia od používateľa k aplikácii U2A a režimu pripojenia od aplikácie k aplikácii A2A) a oboznámiť ich s jeho funkcionalitami a prevádzkovými postupmi.

Prvý prevádzkový deň bol otvorený 6. 2. 2017 o 8:00 hod. a CDCP ihneď zaznamenal živú prevádzku zo strany klientov a členov CDCP. Po migrácii každej vlny zvyčajne prebieha počas nasledujúcich štyroch týždňov stabilizačná fáza, v našom prípade však bola už po dvoch týždňoch ukončená, keďže všetci členovia štvrtej vlny vyhodnotili prevádzku T2S ako stabilnú.

Ing. Mária Michalíková, vedúca odboru produkčných informačných systémov CDCP

VAR model inflácie HICP[1]

Branislav Karmažin, Roman Vrbovský
Národná banka Slovenska

Celkovú infláciu ovplyvňujú šoky, prípadne dlhodobejšie pôsobenie makroekonomických veličín. Faktory pôsobia s rôznou mierou volatility, ako aj s rozličnou mierou predpovedateľnosti. Cieľom príspevku, resp. analýzy, je odhadnúť vplyvy jednotlivých faktorov na vývoj inflácie v podmienkach SR. Odhad je uskutočnený prostredníctvom vektorového autoregresného modelu (VAR).

1 *Tento príspevok nevyjadruje oficiálne stanovisko Národnej banky Slovenska. Má informatívny charakter a prezentuje názory autorov.*
2 *Premenná v modeli vystupuje s oneskorením.*
3 *Rozdiel krátkodobej úrokovej sadzby (trojmesačný EURIBOR) a inflácie HICP.*
4 *Oba priemery sú skonštruované v rámci posledných štyroch štvrťrokov.*

Účelom modelu VAR je predpovedať budúci vývoj inflácie na agregátnej úrovni (ktorú reprezentuje HICP) v krátkodobom horizonte štyroch štvrťrokov. Model by mal vysvetliť príčiny zmien dynamiky cien, resp. príčinu vzniku odchýlky od predpokladaného vývoja inflácie. Zároveň by mohol slúžiť ako alternatívny prístup popri v súčasnosti používanom odhade inflácie, založenom na predikovaní jej jednotlivých zložiek a ich následnej agregácie (tzv. bottom-up model inflácie).

Spomalenie inflácie v rokoch 2012 až 2013 model vysvetľuje zmenšujúcim sa pozitívnym vplyvom trhu práce a cien potravín a energií, ktoré predstavujú hlavné determinanty vývoja cenovej hladiny. Od konca roku 2014 sa už prejavuje negatívny účinok cien potravín, ropy a administratívnych cien, ktoré spoločne s cenami energií pretláčajú pozitívny vplyv rastúcej zamestnanosti. Výsledkom bola záporná inflácia pretrvávajúca až do konca roka 2016. V súvislosti s predikciou na rok 2017 sa predpokladá najmä opätovný rast cien potravín a ropy. Očakáva sa, že tieto faktory v kombinácii s pozitívnym účinkom klesajúcej nezamestnanosti, dovážanej inflácie a neskôr aj reálnych úrokových mier prinesú oživenie inflačných tlakov.

Celkovo možno konštatovať, že v najväčšej miere sa na vysvetľovaní vývoja cenovej hladiny podieľajú ceny potravín a energií vrátane ich sekundárnych efektov, dynamika zamestnanosti a reálne krátkodobé úrokové sadzby.

VAR model

Ako napovedá názov, ide o viacrozmerný model využívajúci v rámci odhadu oneskorené hodnoty premenných. Špecifickým znakom VAR modelov je používanie rovnakých premenných ako vysvetľujúcich (endogénnych) a zároveň i vysvetľovaných (exogénnych). Konkrétne v tomto prípade ide o medziročnú infláciu (HICPy) a rast zamestnanosti (ZAM)[2]. Spoločne s každým z týchto faktorov model obsahuje aj ich oneskorené hodnoty do druhého rádu. Odhad bol uskutočnený na základe štvrťročných dát od prvého štvrťroka 2005 do štvrtého štvrťroka 2016.

Navyše boli zahrnuté špecifické vysvetľujúce premenné, figurujúce čisto ako exogénne faktory: príspevok medziročnej dynamiky cien potravín v percentuálnych bodoch (FOODC) vrátane oneskorenia o štyri štvrťroky predstavujúce sekundárne efekty, príspevok medziročnej dynamiky cien energií bez pohonných látok v percentuálnych bodoch (ELGASC), príspevok medziročnej dynamiky administratívnych cien bez energií v percentuálnych bodoch (HICPAC), reálna krátkodobá úroková sadzba (RSTIRL)[3], dynamika cien priemyselných tovarov bez energií v eurozóne v % (IGEXEA), priemerná zmena nezamestnanosti (ADUN), priemerná zmena efektívneho výmenného kurzu vo forme diferencií (ADNEER)[4] a medziročná dynamika cien ropy Brent v USD (OILUSD).

Na modelovaní inflácie sa tak podieľajú domáce faktory ako zamestnanosť, administratívne ceny, vývoj nezamestnanosti a reálne úrokové miery, a externé faktory, medzi ktoré patria ceny energií, potravín, priemyselných tovarov v eurozóne, efektívny výmenný kurz a ceny ropy.

Poslednou súčasťou modelu sú náhodné zložky zodpovedajúce jednotlivým rovniciam (v literatúre často označované ako šoky redukovanej formy VAR). Systém (1) predstavuje maticový zápis modelu. Konkrétne ide o dvojrovnicový VAR(2) model, teda jednotlivé endogénne premenné vstupujú do systému ako regresory s oneskorením do druhého rádu. Rád oneskorenia bol zvolený s prihliadnutím na minimalizovanie chyby predikcie (reprezentovanej RMSE).

Prehľad pôsobenia premenných

Graf 1 zachytáva historickú dekompozíciu inflácie. Veľkosť a významnosť jednotlivých koeficientov

$$\begin{pmatrix} HICPy_t \\ ZAM_{t-5} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} a_{11}^{(1)} & a_{12}^{(1)} \\ a_{21}^{(1)} & a_{22}^{(1)} \end{pmatrix} \begin{pmatrix} HICPy_{t-1} \\ ZAM_{t-6} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} a_{11}^{(2)} & a_{12}^{(2)} \\ a_{21}^{(2)} & a_{22}^{(2)} \end{pmatrix} \begin{pmatrix} HICPy_{t-2} \\ ZAM_{t-7} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} b_{11} & \cdots & b_{19} \\ b_{21} & \cdots & b_{29} \end{pmatrix} \begin{pmatrix} FOODC_t \\ ELGASC_t \\ OILUSD_t \\ ADNEER_t \\ IGEXEA_t \\ HICPAC_t \\ RSTIRL_t \\ FOODC_{t-4} \\ ADUN \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \varepsilon_t^h \\ \varepsilon_t^a \end{pmatrix} \quad (1)$$

v inflačnej rovnici (prvý stĺpec v tabuľke 1) napovedajú, ktoré faktory budú mať rozhodujúci vplyv na vývoj cenovej hladiny. Ceny energií a potravín sa vo veľkej miere podieľali na vrcholoch v rokoch 2006 a 2012, rovnako tak i na prepade začínajúcom v roku 2014. Spoločne s administratívnymi cenami vplývali na cenovú hladinu v rovnakom smere takmer počas celého sledovaného obdobia, výnimkou je len rok 2010. Zotrvačnosť inflácie sa prejavuje ako faktor pôsobiaci výlučne smerom hore, v období prudkého poklesu v posledných rokoch je preto jej vplyv marginálny.

Reálne úrokové miery vstupujú do dekompozície najskôr ako záporný faktor v rokoch 2005 a 2007. Proinflačný vplyv vykazujú predovšetkým v rokoch 2011 a 2012. V tomto období sa nominálne krátkodobé úrokové sadzby nachádzali výrazne pod dynamikou inflácie. Dopad cien priemyselných tovarov eurozóny (bez energií) na infláciu je výrazný a kladný počas celého sledovaného obdobia. Nízku cenovú hladinu v období globálnej krízy model vysvetľuje predovšetkým prostredníctvom cien potravín, energií, zmiernenia vplyvu reálnych úrokových sadzieb a negatívneho vplyvu vývoja na trhu práce. Efektívny výmenný kurz v tomto období pôsobí opačným smerom, pričom spoločne s rokom 2007 ide o jeho najviditeľnejšie prejavy. Jedným z významných faktorov je vývoj zamestnanosti. V období pred krízou predstavoval jeden z determinantov rastu inflácie. Rovnakým spôsobom sa prejavoval i v posledných dvoch rokoch, čím podľa modelu zmierňoval deflačné tlaky externých faktorov.

Ex-post analýza od roku 2012

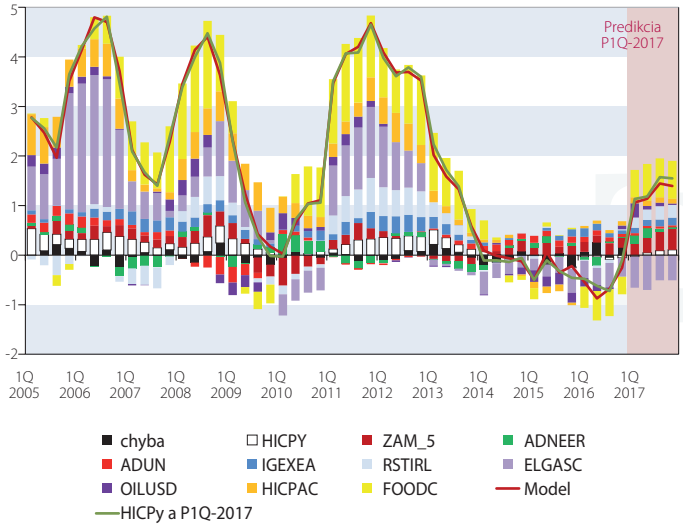
Po kulminácii cien na komoditných trhoch v roku 2011 vplyv dynamiky cien energií začal postupne oslabovať, pričom v roku 2013 dosiahol efekt ich vývoja už negatívny príspevok pretrvávajúci doteraz. Na konci roku 2013 sa pridal aj efekt spomalenia rastu cien potravín a graduálne znižovanie vplyvu cien priemyselných tovarov eurozóny. Spomalenie inflácie v období 2012 až 2014 nie je teda dôsledkom konkrétneho jedného negatívneho vplyvu, ale kombinácie súčasne klesajúcich faktorov, ktoré za iných okolností predstavovali hlavné determinanty rastu cenovej hladiny (najmä ceny energií a potravín, administratívne ceny či absentujúci pozitívny efekt vývoja na trhu práce). Od roku 2014 sa už začal prejavovať negatívny príspevok cien potravín, ropy a administratívnych cien, ktoré spoločne s cenami energií a nízkou cenovou hladinou v eurozóne dokázali pretlačiť vplyv rastúcej zamestnanosti a premietli sa do zápornej inflácie pretrvávajúcej až do konca roka 2016.

Predikcia

Modelová predikcia od prvého štvrťroka 2017 indikuje, že pokračujúce pozitívne pôsobenie trhu práce, oslabenie efektívneho výmenného kurzu a predpokladaný vplyv záporných reálnych krátkodobých úrokových sadzieb prispejú k oživeniu inflačných tlakov. V priebehu roku 2017 by sa pri naplnení technických predpokladov k týmto faktorom mali pridať i rastúce ceny potravín. To by malo viesť k postupnému rastu smerujúcemu približne k úrovni 1,5 % do konca roka 2017. Výška tohto rastu vo veľkej miere závisí od toho, ako veľmi sa budú ceny priemyselných tovarov v eurozóne, potravín a ropy líšiť od hodnôt predpokladaných v súčasnosti.

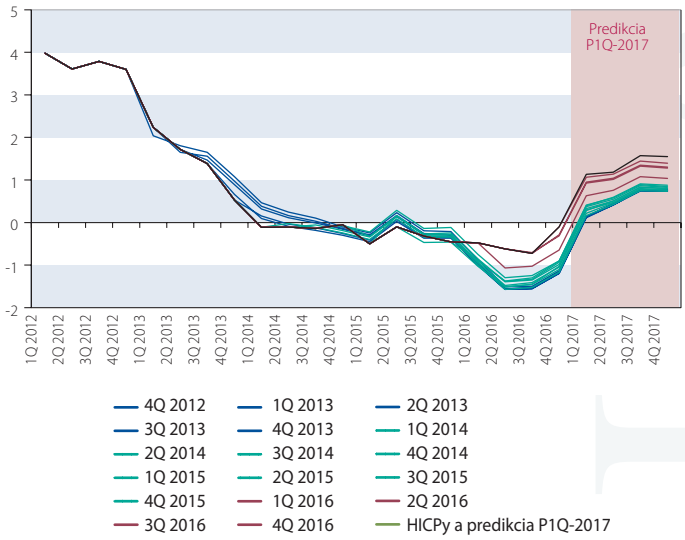
Graf 2 predstavuje porovnanie skutočnej miery inflácie HICP a predikcií, postupne vytvorených

Graf 1 Vplyv jednotlivých faktorov na infláciu HICP



Zdroj: Vlastné výpočty.
Vysvetlivky: HICPY je medziročná miera inflácie, ZAM_5 medziročná dynamika zamestnanosti, ADUN priemerná zmena miery nezamestnanosti, ADNEER priemerná zmena efektívneho výmenného kurzu vo forme diferencií, IGEXEA dynamika cien priemyselných tovarov bez energií v eurozóne, RSTIRL reálna krátkodobá úroková sadzba, ELGASC príspevok medziročnej dynamiky cien energií bez pohonných látok, OILUSD medziročná dynamika cien ropy BRENT, HICPAC príspevok medziročnej dynamiky administratívnych cien bez energií a FOODC príspevok medziročnej dynamiky cien potravín.

Graf 2 Inflácia HICP a jednokrokové predikcie



Zdroj: Vlastné výpočty.

v jednotlivých obdobiach od prvého štvrťroku 2013 po posledný štvrťrok 2016. Časové rady sú označené podľa dátumu prvej predpovede. Vzhľadom na nízku volatilitu a fakt, že model pracuje so skutočným vývojom exogénnych premenných, výsledky jednotlivých jednokrokových predikcií sú porovnateľné so skutočným vývojom inflácie HICP. Z toho vyplýva, že predikčná chyba uvedeného modelu bude priamo úmerná predikčným chybám technických predpokladov spojených s exogénnymi premennými (ceny energií, potravín, ropy či importovanej inflácie).

Koeficienty

Tabuľka 1 obsahuje všetky odhadnuté koeficienty predstaveného VAR modelu vrátane štatistických významností na hladine 10 %, 5 % a 1 %.

Z výsledkov uvedených v tabuľke je možné vypozorovať minimálny vplyv zotrvačnosti na vývoj cenovej hladiny. Efekt zamestnanosti je v rámci prvého oneskorenia podľa predpokladov kladný, v ďalšom období však dochádza k jeho korekcii.

Takmer všetky exogénne premenné v inflačnej rovnici sú štatisticky významné na 99 % hladine významnosti. Rast príspevku medziročnej dynamiky cien potravín o 1 percentuálny bod by mal vyvolať nárast inflácie o 0,99 percentuálneho bodu, s oneskorením o štyri obdobia (predstavujúcim sekundárne efekty) už len o 0,11 percentuálneho bodu. Príspevok medziročnej dynamiky cien energií bez pohonných látok predstavuje najsilnejší exogénny faktor s koeficientom 1,06. Pozitívne vplýva na cenovú hladinu tiež príspevok administratívnych cien bez energií, ceny priemyselných tovarov bez energií v eurozóne a v menšej miere i ceny ropy.

Vzťah medzi infláciou a nezamestnanosťou vyjadrený koeficientom -0,28 je v súlade s teoretickými predpokladmi založenými na Phillipsovej krivke. Veľmi výrazný je vplyv priemernej zmeny efektívneho výmenného kurzu so znamienkom spĺňajúcim očakávania. Záporný efekt majú reálne krátkodobé úrokové sadzby – ich zvýšenie o 1 % by malo vyvolať pokles inflácie o 0,15 %.

Tabuľka zachytáva aj vplyv jednotlivých faktorov na zamestnanosť. Keďže však ťažiskom tohto príspevku je rozbor inflácie, nebudeme sa ich interpretáciou hlbšie zaoberať. Koeficienty determinácie ukazujú, že 99,5 % variability inflačnej rovnice je vysvetlené prostredníctvom zvolených premenných. V prípade rovnice pre zamestnanosť ide o 92,6 %. Analýza výstupov modelu zamietla prítomnosť jednotkového koreňa, čím je zabezpečená stabilita VAR modelu, a Jarqueov-Berov test nenašiel žiadny dôkaz odporujúci predpokladom o normalite reziduí.

Uvedený model je alternatívny nástroj na predikovanie inflácie HICP na krátkodobom horizonte. Na základe dostupných charakteristík je možné tvrdiť, že model vhodne popisuje vývoj v minulosti a zároveň disponuje dobrými predikčnými vlastnosťami. Presnosť predikcie však bude do istej miery závisieť od správnosti technických predpokladov ohľadne cien komodít. V súčasnosti už slúži na porovnanie s predikciou založenou na tzv. bottom-up prístupe.

Tabuľka 1 Koeficienty VAR modelu pre HICP

	Rovnica	
Premenná	HICPy	ZAM(-5)
HICPy(-1)	0,05	-0,03
HICPy(-2)	0,03	-0,12
ZAM(-6)	0,22***	1,38***
ZAM(-7)	-0,13***	-0,43***
FOODC	0,99***	0,66**
ELGASC	1,06***	-0,2
OILUSD	0,005***	-0,002
ADNEER	0,1***	-0,07
ADUN	-0,28***	-0,74***
IGEXEA	0,27***	-0,54
HICPAC	0,68***	0,97*
RSTIRL	-0,15***	-0,01
FOODC(-4)	0,11**	-0,08
R2	0,995	0,926

Zdroj: Vlastné výpočty.
*Poznámka: Štatistické významnosti na hladine * 10 %, ** 5 %, *** 1 %.*

Trendy v daňovom zaťažení slovenských domácností[1]

Jana Valachyová, Norbert Švarda, Matúš Senaj a Zuzana Siebertová
Kancelária Rady pre rozpočtovú zodpovednosť

Daň z príjmov spolu so sociálnymi a zdravotnými odvodmi tvoria najvýznamnejšiu časť príjmov rozpočtu verejnej správy. Na ich výnos vplývajú okrem aktuálneho makroekonomického prostredia aj zmeny v daňovo-odvodovom systéme, ktoré následne ovplyvňujú daňové zaťaženie domácností. Legislatívne nastavenie daňového systému môže obsahovať prvky, ktoré automaticky menia efektívne daňové zaťaženie aj pri absencii priamych legislatívnych zmien. V tomto článku je kvantifikovaný vývoj daňového zaťaženia slovenských domácností využitím individuálnych údajov.

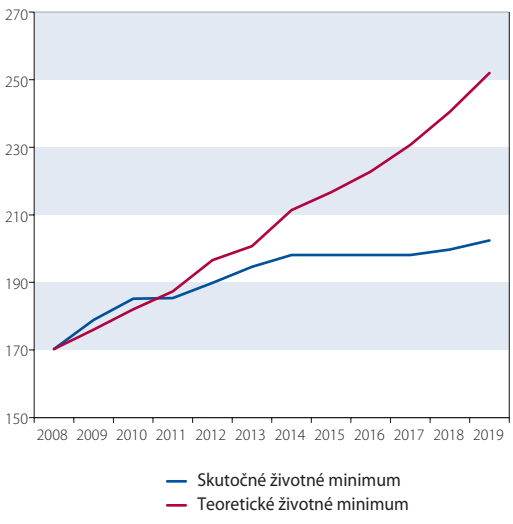
Pomalý rast odpočítateľných položiek zvyšuje zdaňovanie príjmov tzv. tichým spôsobom

V slovenskom daňovom systéme zohrávajú významnú úlohu odpočítateľné položky[2]. Ich výška je legislatívou naviazaná na životné minimum, ktoré v posledných rokoch rastie pomalšie ako nominálne mzdy, čím systematicky dochádza k efektu tichého zdaňovania. Navyše pomalý rast odpočítateľných položiek pri súčasnom rýchlom zvyšovaní minimálnej mzdy viedol k postupnému znižovaniu výšky zamestnaneckej prémie osôb s nízkym príjmom, až sa v roku 2015 dostala na nulu. Od roku 2016 k tichému zdaňovaniu prispieva tiež skutočnosť, že odvodová odpočítateľná položka pre zdravotné odvody zavedená v roku 2015 bola stanovená pevnou sumou.

Jednoduchým príkladom môže byť jednotlivec s príjmom na úrovni priemernej mzdy, ktorému stúpla mzda z 858 € v roku 2014 na 883 € v roku 2015. V roku 2014 mesačne platil daň z príjmov vo výške 81 €. Ak by odpočítateľná položka rástla tak ako jeho mzda, v nasledujúcom roku by zaplatil daň z príjmov 83,30 €. V skutočnosti sa nezdaniteľná časť nezmenila a jeho daň z príjmov dosiahla až 85 €. Napriek tomu, že sa tento jednotlivec neposunul v mzdovej distribúcii, prostredníctvom tichého zdanenia zaplatil na dani o 1,70 € mesačne viac.

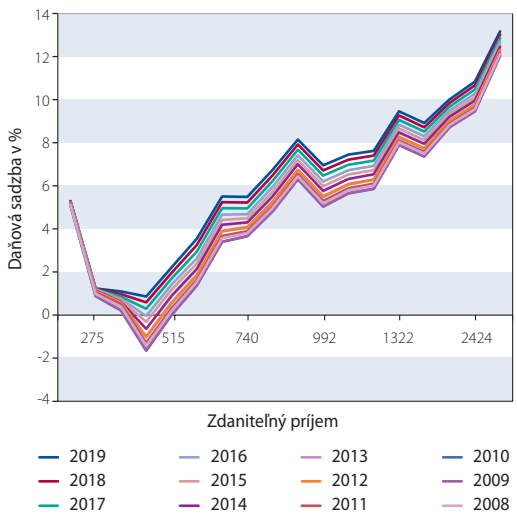
Graf 1 zobrazuje vývoj skutočných hodnôt životného minima od roku 2008 v porovnaní s hypotetickou situáciou, keby sa efekt tichého zdaňovania neprejavil, t. j. ak by životné minimum rástlo rovnakým tempom ako mzda bežného človeka (medián). V sledovanom období rastú zdaniteľné príjmy rýchlejšie ako životné minimum (s výnimkou rokov 2009, 2010 a 2013), v dôsledku čoho rastie efektívna sadzba dane z príjmov fyzických osôb.

Graf 1 Vývoj skutočného a teoretického životného minima



Zdroj: KRRZ.
Poznámka: Teoretické životné minimum je nastavené tak, aby od roku 2008 rástlo v súlade s rastom mediánovej mzdy.

Graf 2 Vplyv tichého zdaňovania na priemernú sadzbu dane z príjmov fyzických osôb



Zdroj: KRRZ.
Poznámka: Graf zachytáva iba vplyv tichého zdaňovania. Podkladové údaje a legislatíva sú zafixované pre rok 2016.

1 *Prezentované názory a výsledky v tomto článku sú názormi analytikov a nevyjadrujú oficiálne stanovisko RRZ. Za cenné rady a pripomienky ďakujeme Viktorovi Novysedlákovi a Marekovi Porubskému.*

2 *Nezdaniteľná časť základu dane na jednotlivca, manžela/manželku, daňový bonus.*

3 *Daňový klin je definovaný ako podiel zaplatenej dane z príjmov, sociálnych a zdravotných odvodov k celkovým nákladom práce (vrátane odvodov do druhého piliera dôchodkového poistenia, ktoré sú považované za povinné odvody a zvyšujú daňový klin).*

4 *Efektívna daňová sadzba je definovaná ako podiel zaplatenej dane z príjmov k zdaniteľnému príjmu.*

Tiché zdanenie ovplyvnilo daňové zaťaženie osôb vo všetkých príjmových kategóriách, pričom najvyšší vplyv vo výške 2,3 percentuálneho bodu sledujeme pri nízkom príjme (graf 2). Dôvodom je, že rovnaká zmena v odvedenej dani spôsobí pri nižších príjmoch vyšší nárast efektívneho daňového zaťaženia. K poklesu daňového zaťaženia prišlo v rokoch 2009 a 2010, keď odpočítateľné položky rástli rýchlejšie ako mediánová mzda. Roztvárajúce sa nožnice spôsobené zaostávaním rastu odpočítateľných položiek za rastom príjmov sa prejavia aj v rozpočtovanom období 2017 až 2019. Oproti roku 2016 sa predpokladá nárast efektívneho zaťaženia daňou z príjmov fyzických osôb o 0,5 percentuálneho bodu z dôvodu tichého zdanenia.

Legislatívne zmeny zasahujú hlavne do odvodového zaťaženia

Vývoj daňovo-odvodového zaťaženia v období rokov 2008 až 2019 vrátane legislatívnych vplyvov je zobrazený v grafoch 3 a 4 prostredníctvom efektívnej sadzby dane z príjmov[3] a daňového klinu[4], ktorý zahŕňa okrem zmien v dani z príjmov fyzických osôb aj zmeny v zdravotných a sociálnych odvodoch.

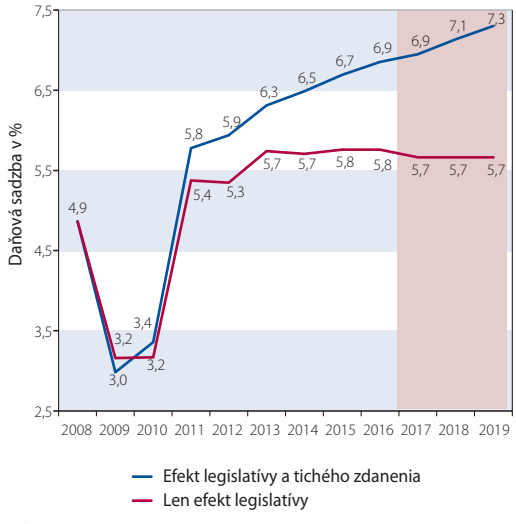
Priemerná efektívna sadzba dane z príjmov v roku 2016 dosiahla 6,9 %, čo oproti roku 2008 predstavuje nárast o 2 percentuálne body. Väčšia časť tohto nárastu je dôsledkom tichého zdaňovania. Výlučne z titulu legislatívnych zmien by efektívna daňová sadzba vzrástla o 0,9 percentuálneho bodu. Priamy legislatívny vplyv na zníženie daňového zaťaženia malo v roku 2009 a 2010 protikrízové opatrenie v podobe dočasného zníženia koeficientu pri výpočte odpočítateľných položiek. V porovnaní s rokom 2016 efektívna sadzba dane do roku 2019 narastie o 0,4 percentuálneho bodu.

Zatiaľ čo v dynamike daňovej sadzby hrá od roku 2011 prím tiché zdaňovanie, daňovým klinom hýbu významne aj legislatívne zmeny. Po zavedení balíčka legislatívnych zmien v roku 2013 stúpol klin o 1,6 percentuálneho bodu a dosiahol hodnotu 36,5 %. V roku 2015 poklesol o 0,9 percentuálneho bodu z dôvodu zavedenia odvodovej odpočítateľnej položky. V roku 2016 daňový klin dosiahol úroveň 36 %, čo je oproti roku 2008 nárast o 1,6 percentuálneho bodu. V rokoch 2017 až 2019 sa očakáva nárast klinu o 0,6 percentuálneho bodu pôsobením tichého zdaňovania. Vplyv zvýšenia maximálnych vymeriavacích základov v roku 2017 je kompenzovaný vplyvom zvýšenia paušálnych výdavkov pre samostatne zárobkovo činné osoby (SZČO) v tom istom roku, súčasne bude klesať vplyv odvodových odpočítateľných položiek.

Zásahy v legislatíve sú zamerané na vybrané skupiny populácie

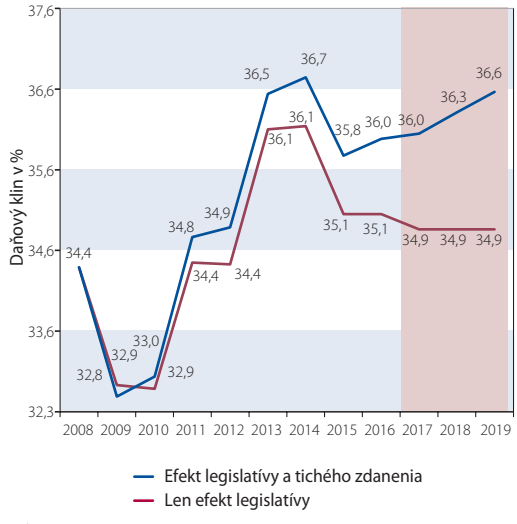
Na vplyv tichého zdaňovania poukazujú plynule stúpajúce krivky v grafe 5, ktorý zobrazuje daňové zaťaženie podľa výšky príjmu. Efekt tichého zdaňovania sa týka takmer všetkých osôb okrem vysokopríjmových, ktoré nemajú nárok na odpočítateľnú položku. Z rovnakého dôvodu sa legislatívna zmena vo výpočte odpočítateľných položiek v rokoch 2009 a 2010 dotkla všetkých okrem vysokopríjmových. Naopak, len u vysokopríjmových je pozorovateľný vplyv výrazného zvýšenia maximálnych vymeriavacích základov pre zdravotné a sociálne odvody, ako aj efekt zavedenia druhej sadzby dane v roku 2013 (graf 6). Zavedenie odvodových odpočítateľných položiek v roku 2015 sa prejavilo výrazným poklesom v daňovom kline pri nízkopríjmových domácnostiach (o 3 percentuálne body v príjmovej kategórii 400 až 500 €), pozorovateľné je však aj

Graf 3 Efektívna daňová sadzba na úrovni domácností (v %)



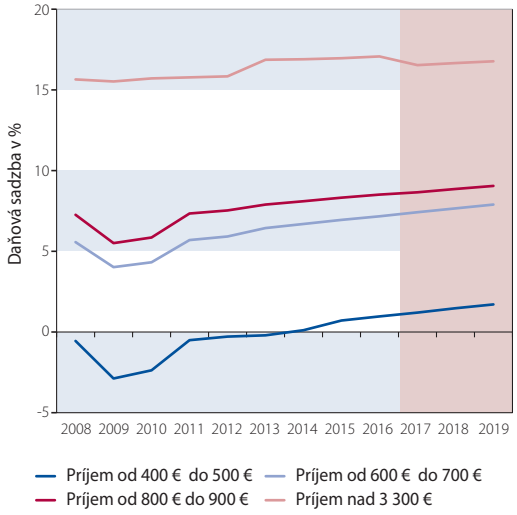
Zdroj: KRRZ.
Poznámka: Graf zobrazuje priemernú daňovú sadzbu všetkých domácností v jednotlivých rokoch.

Graf 4 Daňový klin na úrovni domácností (v %)



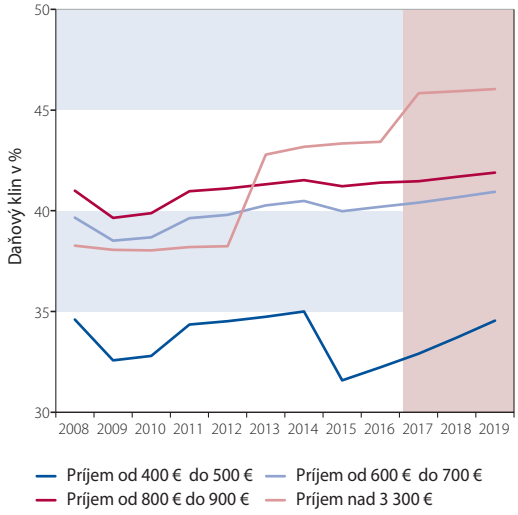
Zdroj: KRRZ.
Poznámka: Graf zobrazuje priemerný daňový klin všetkých domácností v jednotlivých rokoch.

Graf 5 Efektívna daňová sadzba na úrovni domácností podľa príjmových skupín (v %)



Zdroj: KRRZ.

Graf 6 Daňový klin na úrovni domácností podľa príjmových skupín (v %)



Zdroj: KRRZ.

pre domácnosti s vyšším príjmom, v ktorých si jeden z partnerov uplatňuje odvodovú odpočítateľnú položku.

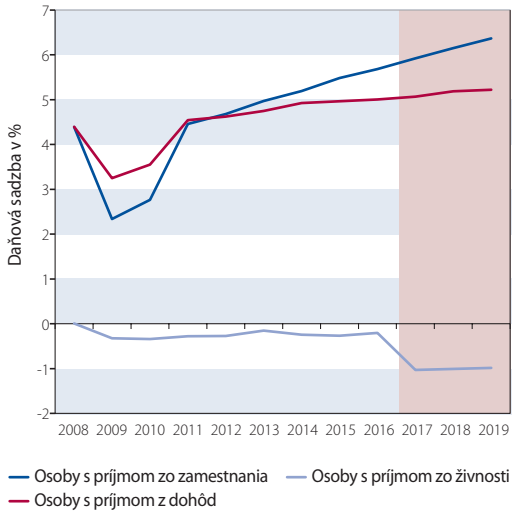
Najvýraznejšie zasiahli zmeny v legislatíve v roku 2013 osoby s príjmom z dohôd

Odvodová povinnosť dohodárov vtedy vzrástla z úrovne blízkej nule na úroveň zamestnancov.[5] Samostatne zárobkovo činným osobám rástlo zaťaženie od roku 2013 z dôvodu postupne sa znižujúceho koeficientu pri výpočte vymeriavacieho základu pre platenie odvodov. Od roku 2017 zvýšenie paušálnych výdavkov ich zaťaženie naopak znižuje. U osôb s príjmom zo zamestnania je možné v roku 2015 pozorovať pokles v daňovom kline o 1,8 percentuálneho bodu v dôsledku zavedenia odvodovej odpočítateľnej položky.

Daňovo-odvodový systém zvýhodňuje rodiny s deťmi, znevýhodňuje pracujúcich dôchodcov

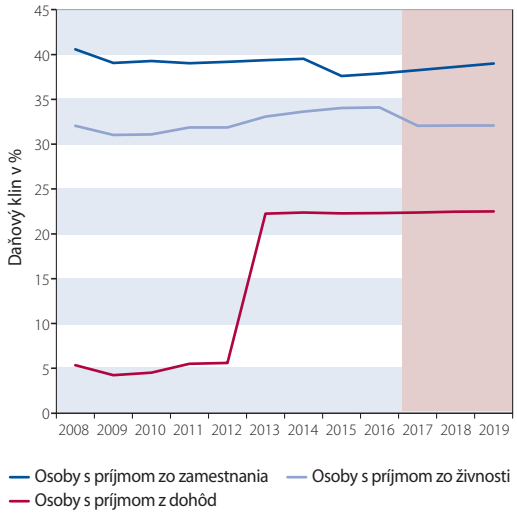
Efektívna daňová sadzba štvorčlennej domácnosti je nižšia ako pri ostatných analyzovaných domácnostiach vďaka uplatneniu daňového bonusu na deti. Úroveň efektívnej sadzby je naopak najvyššia v domácnostiach pracujúcich dôchodcov, keďže si uplatňujú odpočítateľnú položku zníženú o výšku dôchodku. Vybrané typy domácností vykazujú rovnaký trend v efektívnom zaťažení, pokles zaťaženia v rokoch 2009 a 2010, nárast v roku 2013 a pokles v roku 2015. Nárast efektívnej daňovej sadzby v roku 2013 pre všetky typy domácností, okrem jednočlenných, je dôsledkom sprísnenia podmienok na uplatnenie si odpočítateľnej položky na manželku, resp. manžela.

Graf 7 Efektívna daňová sadzba na úrovni jednotlivcov podľa typu príjmu (v %)



Zdroj: KRRZ.

Graf 8 Efektívny daňový klin na úrovni jednotlivcov podľa typu príjmu (v %)

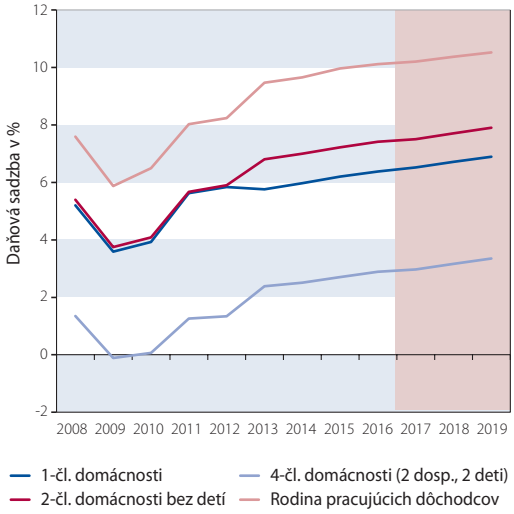


Zdroj: KRRZ.

5 *Efektívne daňové zaťaženie dohodárov však nedosahuje úroveň efektívneho zaťaženia zamestnancov, keďže existujú výnimky pre študentov, ktorí naďalej nemusia platiť z dohôd odvody. Podobne ani dôchodcovia pracujúci na dohody nemusia platiť odvody v plnej výške.*

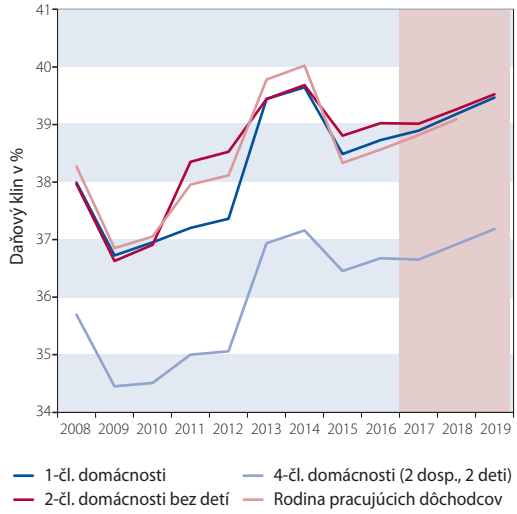
6 Siebertová Z., Švarda N. & J. Valachyová, 2016: Improving the Validity of Microsimulation Results: Lessons from Slovakia. International Journal of Microsimulation, International Microsimulation Association, vol. 9(2), pages 77-105.

Graf 9 Efektívna daňová sadzba podľa typu domácností (v %)



Zdroj: KRRZ.

Graf 10 Efektívny daňový klin podľa typu domácností (v %)



Zdroj: KRRZ.

Použitá metodológia

Na účely simulácie dane z príjmov, zdravotných a sociálnych odvodov (vrátane odvodov do 2. piliera dôchodkového poistenia) a sociálnych transferov za vopred určených predpokladov je použitý mikrosimulačný nástroj SIMTASK vytvorený v KRRZ.[6] Podkladové údaje na simulácie pochádzajú z výberového zisťovania o príjmoch a životných podmienkach (SK-SILC). Aby boli údaje o príjmoch reprezentatívne pre Slovensko, použité váhy zohľadňujú aj príjmovú distribúciu podľa individuálnych údajov Sociálnej poisťovne. Informácie o príjmoch SZČO sú v zisťovaní SK-SILC nadhodnotené, preto bola táto premenná upravená tak, aby korešpondovala s údajmi v individuálnych daňových priznaniach.

Cieľom tohto príspevku je izolovať vplyvy legislatívnych zmien. Z tohto dôvodu sa používajú na celom horizonte analýzy údaje zodpovedajúce roku 2016 (abstrahuje sa od vplyvu demografických zmien, zmien v príjmovej distribúcii, ako aj od následných reakcií na legislatívne zmeny), pričom sa mení legislatíva pre daň z príjmov fyzických osôb a odvodov podľa aktuálneho stavu v danom roku. Hodnoty životného minima sú upravené tak, aby bol zachovaný pomer životného minima a mediánovej mzdy v príslušnom roku.

SIMTASK momentálne umožňuje analyzovať daňovo-odvodové systémy od roku 2008. Analyzované obdobie pokrýva aj trojročný horizont rozpočtu verejnej správy do roku 2019. Daňovo-odvodové systémy na roky 2017 až 2019 obsahujú zmenu v paušálnych výdavkoch SZČO, ktorá už je zahrnutá v rozpočte verejnej správy na tieto roky, a tiež dodatočne schválené zvýšenie maximálneho vymeriavacieho základu pre sociálne poistenie a jeho zrušenie pre zdravotné poistenie.

Hotovostný peňažný obeh v SR v roku 2016

Milada Vlnková
Národná banka Slovenska

Obyvatelia Slovenskej republiky už osem rokov používajú v hotovostnom peňažnom obehu spoločnú európsku menu – euro. V článku sa hodnotí hotovostný peňažný obeh v SR v roku 2016, ktorý sa niesol v znamení rastúceho dopytu po hotovostných peniazoch. V roku 2016 nebola emitovaná žiadna eurobankovka zo série Európa, dosiaľ boli vydané tri eurobankovky druhej série, a to v nominálnej hodnote 5 €, 10 € a 20 €. Ďalšia, v poradí štvrtá eurobankovka s nominálnou hodnotou 50 € bola emitovaná 4. apríla 2017.

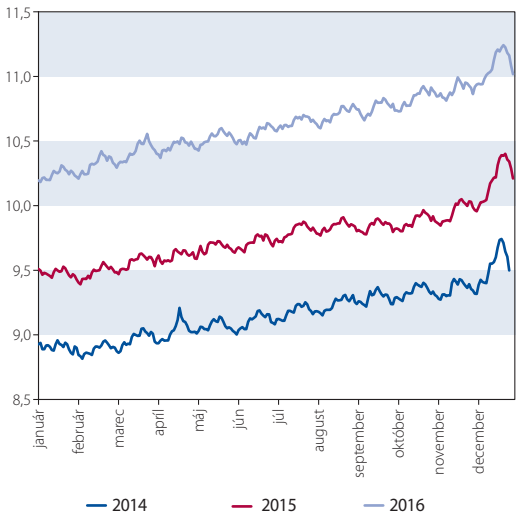
Vývoj kumulovanej čistej emisie

Hotovostný peňažný obeh v SR zaznamenal v roku 2016 mierne rýchlejší rast ako v predchádzajúcom roku. V roku 2016 dosiahla kumulovaná čistá emisia (ďalej len „emisia") medziročný nárast o 7,9 % (t. j. o 807,2 mil. €). Medziročné zrýchlenie tempa rastu hodnoty emisie ovplyvnil predovšetkým dopyt po eurobankovkách vysokých nominálnych hodnôt (najmä 200 € a 100 €). Celková hodnota emisie[1] k 31. decembru 2016 dosiahla 11,02 mld. €, z čoho emisia eurobankoviek predstavovala 10,9 mld. €.

Hodnota položky obeživo, zodpovedajúca podielu NBS na eurobankovkách vydaných Eurosystémom, k 31. 12. 2016 predstavovala približne 11,4 mld. €.[2] Rozdiel medzi hodnotou emisie eurobankoviek emitovaných v SR a hodnotou obeživa bol 515 mil. €.

Vývoj dennej emisie v roku 2016 si zachoval rovnaký trend ako v predchádzajúcich rokoch, s ročným posunom hodnoty približne o 0,7 až 1,0 mld. € (graf). Maximálna hodnota emisie v roku 2016 bola už tradične zaznamenaná v predvianočnom období 22. decembra (11,2 mld. €).

Vývoj dennej emisie eurovej hotovosti (v mld. EUR)



Zdroj: NBS.

Kým pri hodnote emisie takmer celú emisiu predstavovali eurobankovky (98,5 %), pri množstve emitovaných eurových peňazí bol pomer opačný. Eurobankovky predstavovali iba 19 % z celkového počtu a zvyšok (81 %) tvorili eurominneed (vrátane zberateľských eurominciek).

Emisiu z hľadiska množstva tvorilo 157 mil. kusov eurobankoviek a 654,3 mil. kusov eurominciek vrátane zberateľských eurominciek (tabuľka). Najviac emitovanou bankovkou bola po prvýkrát, na rozdiel od predchádzajúcich rokov, 100 € bankovka, ktorej podiel predstavoval 24 % z celkového množstva emitovaných eurobankoviek. Podiel 50 € bankovky, ktorá bola najviac emitovanou bankovkou v SR od zavedenia eura v SR až do roku 2015, sa v posledných rokoch znižoval a v roku 2016 dosiahol 23 %.

Priemerné množstvo emitovaných eurobankoviek a eurominciek pripadajúce na obyvateľa SR[3] sa v roku 2016 v medziročnom porovnaní zvýšilo, keď v priemere na obyvateľa SR pripadlo 28 eurobankoviek v hodnote približne 1 926 € a 115 eurominciek (vrátane zberateľských eurominciek) v hodnote 29 €. Priemerná hodnota emisie eurovej hotovosti na obyvateľa bola 1 955 €.

Najpočetnejšími eurobankovkami boli bankovky 50 € a 100 € v počte približne sedem kusov na obyvateľa. Z eurominciek boli v obehu najviac zastúpené eurominee dvoch najnižších nominálnych hodnôt, na jedného obyvateľa pripadlo v priemere 29 kusov 2-centových a 39 kusov 1-centových mincí. V hotovostnom peňažnom obehu v SR sa okrem slovenských eurominciek nachádzajú eurominee aj z iných krajín eurozóny. Najviac sa v obehu objavujú nemecké (19 %), rakúske (13,7 %) a talianske eurominee (8,7 %).[4]

Slovenské koruny

V Národnej banke Slovenska je možné naďalej a bez časového obmedzenia vymieňať slovenské bankovky a slovenské pamätné mince za eurovú hotovosť. Výmena slovenských obehových mincí za eurovú hotovosť bola v Národnej banke Slovenska ukončená dňom 2. januára 2014.

1 *Po vstupe do eurozóny sa v obehu v SR vyskytujú aj eurobankovky a eurominee emitované inými členskými krajinami eurozóny, preto NBS nemá evidenciu o reálnej hodnote a množstve peňazí v obehu v SR. NBS eviduje len eurobankovky a eurominee, ktoré sama vydala do obehu a sama prijala z obehu. Rozdiel medzi hodnotou (množstvom) eurobankoviek a eurominciami vydaných do obehu a prijatých z obehu od 1. 1. 2009 predstavuje kumulovanú čistú emisiu.*

2 *Hodnota obeživa (eurobankoviek) v celej eurozóne k 31. 12. 2016 bola 1 126 mld. €. Náš podiel na tejto hodnote bol podľa kľúča 1,0095 % približne 11,4 mld. €.*

3 *Počet obyvateľov SR k 30.9.2016 bol 5 434 292, zdroj: ŠÚ SR. Pri výpočte sa použilo priemerné množstvo/hodnota eurobankoviek a eurominci v emisii v SR v roku 2016.*

4 *Štruktúra eurominci je vypočítaná z reprezentatívnej vzorky eurominci, zdroj: NBS.*

Štruktúra kumulovanej čistej emisie eurobankoviek a euromincí

Nominálna hodnota	Kumulovaná čistá emisia				Štruktúra v %	
	Stav k 31.12.2016		Rozdiel oproti 31.12.2015		Stav k 31.12.2016	
	kusy	EUR	kusy	EUR	kusy	EUR
500 EUR	8 340 589	4 170 294 500,00	8 930	4 465 000,00	1,03	37,85
200 EUR	427 505	85 501 000,00	89 950	17 990 000,00	0,05	0,78
100 EUR	37 655 387	3 765 538 700,00	7 474 980	747 498 000,00	4,64	34,18
50 EUR	36 229 840	1 811 492 000,00	562 989	28 149 450,00	4,46	16,44
20 EUR*	31 924 210	638 484 200,00	-602 626	-12 052 520,00	3,93	5,80
10 EUR*	33 817 270	338 172 700,00	1 217 785	12 177 850,00	4,17	3,07
5 EUR*	8 836 350	44 181 750,00	-507 681	-2 538 405,00	1,09	0,40
Bankovky spolu	**157 231 151**	**10 853 664 850,00**	**8 244 327**	**795 689 375,00**	**19,37**	**98,52**
2 EUR	49 944 036	99 888 072,00	4 508 295	9 016 590,00	6,16	0,91
1 EUR	21 024 872	21 024 872,00	49 573	49 573,00	2,59	0,19
50 centov	26 978 638	13 489 319,00	736 945	368 472,50	3,32	0,12
20 centov	33 330 546	6 666 109,20	116 113	23 222,60	4,11	0,06
10 centov	56 637 978	5 663 797,80	3 311 598	331 159,80	6,98	0,05
5 centov	74 907 360	3 745 368,00	5 081 742	254 087,10	9,23	0,03
2 centy	165 169 912	3 303 398,24	13 175 619	263 512,38	20,35	0,03
1 cent	225 932 013	2 259 320,13	23 617 552	236 175,52	27,84	0,02
Mince spolu	**653 925 355**	**156 040 256,37**	**50 597 437**	**10 542 792,90**	**80,58**	**1,41**
Zberateľské mince	382 331	7 823 390,00	46 381	943 000,00	0,05	0,07
Peniaze spolu	**811 538 837**	**11 017 528 496,37**	**58 888 145**	**807 175 167,90**	**100,00**	**100,00**

** Údaje sú uvedené za obidve série spolu (ES1+ES2).*
Zdroj: NBS.

K 31. decembru 2016 zostalo v obehu 18,88 mil. kusov slovenských bankoviek (z toho najviac 20 Sk bankoviek v počte 10,07 mil. kusov) a viac ako 933 tis. ks slovenských pamätných mincí. Hodnota zatiaľ nevrátených slovenských bankoviek a slovenských pamätných mincí je približne 2,92 mld. Sk (97 mil. €). V obehu zostali slovenské bankovky v hodnote 2,22 mld. Sk (73,8 mil. €), čo predstavuje už iba približne 1,46 % z hodnoty slovenských bankoviek v obehu k 31. decembru 2007.

Z nevrátených slovenských korún pripadli na jedného obyvateľa necelé štyri kusy bankoviek v hodnote 409 Sk a slovenské pamätné mince v hodnote 129 Sk. Celková hodnota zostávajúcich slovenských bankoviek a slovenských pamätných mincí na obyvateľa predstavovala 538 Sk.

Emisia novej 50 € bankovky

Národná banka Slovenska začala dňa 4. apríla 2017 spolu s ostatnými národnými centrálnymi bankami eurozóny emisiu v poradí štvrtej eurobankovky druhej série, bankovky 50 €. Bankovka s nominálnou hodnotou 50 € patrí k najčastejšie používaným eurobankovkám v peňažnom obehu v SR i v eurozóne. V priemere na jedného obyvateľa SR pripadá približne sedem kusov tejto bankovky. Eurobankovky prvej série s nominálnou hodnotou 50 € budú aj naďalej obiehať spolu s novými bankovkami, postupne sa však budú z obehu sťahovať. Bližšie informácie o ochranných prvkoch novej 50 € bankovky sú v článku s názvom Predstavujeme 50-eurovú bankovku série Európa, uverejnenom v časopise Biatec, č. 4/2016.

Z eurobankoviek druhej série emitovaných v minulých rokoch boli ku koncu roka 2016 v obehu v SR už iba nové 5 € bankovky (5 € ES2), podiel nových 10 € bankoviek na celkovom obehu 10 € bankoviek dosiahol 97 % a podiel nových 20 € bankoviek na celkovom obehu 20 € bankoviek bol 56 %.[5]

Druhá séria eurobankoviek je v hotovostnom peňažnom obehu zavedená od mája 2013. ECB rozhodla o zavedení druhej série eurobankoviek z dôvodu zvýšenia kvality eurobankoviek v obehu a vyššej ochrany eurobankoviek pred falšovaním.

Pre zisťovanie spokojnosti s kvalitou eurobankoviek v obehu vykonáva ECB v krajinách eurozóny prieskum verejnej mienky. Z výsledkov prieskumu realizovaného v roku 2016 vyplýva, že z celkového počtu zaslaných odpovedí približne deväť z desiatich opýtaných vyjadrilo spokojnosť s kvalitou obiehajúcich eurobankoviek.

5 *Podiel nových eurobankoviek (ES2) na celkovom obehu príslušnej nominálnej hodnoty eurobankoviek (ES1+ES2) sú vypočítané z emisie v SR.*

Kľúčové funkcie v režime Solventnosť II

Zuzana Turčanová[1]
Národná banka Slovenska

Nový legislatívny režim Solventnosť II zavádza množstvo požiadaviek na systém správy a riadenia poisťovní. Jednou z nich je povinnosť zaviesť do organizačnej štruktúry kľúčové funkcie, a to minimálne funkciu riadenia rizík, aktuársku funkciu, funkciu dodržiavania súladu s predpismi a funkciu vnútorného auditu.

Už od 70-tych rokov minulého storočia dochádza k harmonizácii európskej legislatívy pre obozretný dohľad nad poisťovníctvom. V minulosti sa uskutočnilo niekoľko reforiem v limitovanom rozsahu, ale posledná z nich, Solventnosť II, prináša zásadnú zmenu európskeho dohľadu nad poisťovníctvom. Jedným z hlavných aspektov konceptu Solventnosť II je uznanie dôležitosti dobrého nastavenia systému správy a riadenia, ktorý bol identifikovaný ako dôležitá súčasť rámca pre obozretný dohľad a ukotvený v požiadavkách druhého piliera Solventnosti II. Článok 41 smernice Solventnosť II,[2] ktorý bol transponovaný do § 23 ods. 2 zákona č. 39/2015 Z. z. o poisťovníctve a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov (ďalej len „zákon č. 39/2015 Z. z. o poisťovníctve"), ustanovuje, že poisťovne sú povinné zaviesť a uplatňovať účinný systém správy a riadenia, ktorým sa zabezpečí spoľahlivé a obozretné riadenie činnosti. Táto všeobecná požiadavka síce nemala významný vplyv na existujúci systém správy a riadenia, ale ďalšie, na ňu nadväzujúce konkrétnejšie ustanovenia zavádzajú mnohé nové podmienky na podnikanie poisťovní. Poisťovne v súlade s týmito požiadavkami museli implementovať do svojho systému správy a riadenia kľúčové funkcie.

Pojem kľúčová funkcia má vo všeobecnosti pozitívny význam. Evokuje zodpovednosť a dôležitosť. Na prvej úrovni európskej regulácie, v smernici Solventnosť II, sa pojem kľúčové funkcie prvýkrát spomína v odôvodnení 33. V uvedenom ustanovení európsky zákonodarca zakotvil, že funkcie zahrnuté v systéme správy a riadenia sa považujú za kľúčové funkcie. Z tohto pohľadu bolo určené, že tieto funkcie sú teda aj dôležité a kritické funkcie. Odôvodnenie 33 sa vzťahuje na článok 13 ods. 29 smernice Solventnosť II, ktorý pomenúva štyri funkcie v rámci systému správy a riadenia, povinné pre všetky poisťovne, a to funkciu riadenia rizík, aktuársku funkciu, funkciu dodržiavania súladu s predpismi a funkciu vnútorného auditu.

V zákone č. 39/2015 Z. z. o poisťovníctve sú kľúčové funkcie definované v časti upravujúcej podmienky na začatie vykonávania poisťovacej činnosti, konkrétne v § 7 ods. 2 písm. f), podľa ktorého na udelenie povolenia musí byť preukázané splnenie týchto podmienok: odborná spôsobilosť a dôveryhodnosť osôb, ktoré sú navrhované riadiť poisťovňu[3] alebo ktoré budú mať kľúčové funkcie,[4] ktoré sú súčasťou systému správy a riadenia a ktorými sú najmenej funkcia riadenia rizík, funkcia dodržiavania súladu s predpismi, funkcia vnútorného auditu a aktuárska funkcia (ďalej len „kľúčové funkcie"). Zákon v modifikovanej forme prevzal do uvedeného ustanovenia taxatívny výpočet kľúčových funkcií z článku 13 ods. 29 smernice Solventnosť II. Zo znenia zákona vyplýva, že tieto štyri kľúčové funkcie treba považovať za povinné, pričom slovom minimálne vytvára možnosť označiť aj ďalšie funkcie ako kľúčové.[5] Poisťovňa môže určiť ďalšie funkcie, ktoré pre ňu majú špecifický význam a ktoré sa majú v rámci jej organizačného usporiadania považovať za kľúčové. Pokiaľ je identifikovaná funkcia so špecifickým významom pre poisťovňu (z obchodného a organizačného hľadiska) a táto funkcia disponuje rovnakou mierou zodpovednosti ako základné štyri kľúčové funkcie podľa smernice Solventnosť II, takáto funkcia by mala byť tiež považovaná za kľúčovú. Poisťovňa má nielen oprávnenie, ale aj povinnosť určiť takúto funkciu so špecifickým významom za kľúčovú, a to na účely zavedenia a uplatňovania účinného systému správy a riadenia. Legislatívne požiadavky sa vzťahujú v rovnakej miere aj na tieto dodatočné kľúčové funkcie. Keďže usmernenia k systému správy a riadenia EIOPA-BoS-14/253SK neposkytujú výklad pojmu „osoby, ktoré majú kľúčové funkcie, ak vykonávajú funkcie osobitného významu pre podnik v súvislosti s jej činnosťou a organizáciou," použitého v úvodných ustanoveniach, vytvára sa priestor na rôzny výklad, pokiaľ ide o určenie, ktoré sú dodatočné kľúčové funkcie. Na druhej strane absencia normatívnych kritérií znamená, že do určitej miery môžu poisťovne slobodne rozhodovať o tom, ako organizačne zabezpečiť výkon jednotlivých funkcií s ohľadom na povahu, rozsah a zložitosť rizík obsiahnutých v činnosti poisťovne. Vzhľadom na individuálnu organizačnú štruktúru jednotlivých poisťovní sa javí ponechanie priestoru na určenie ďalších kľúčových funkcií ako vhodné riešenie. Určenie doda-

1 *Názory uvedené v článku sa nemusia zhodovať s oficiálnym stanoviskom Národnej banky Slovenska.*

2 *Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2009/138/ES z 25. novembra 2009 o začatí a vykonávaní poistenia a zaistenia (Solventnosť II) (prepracované znenie) v znení smernice Európskeho parlamentu a Rady 2014/51/EÚ zo 16. apríla 2014, ktorou sa menia smernice 2003/71/ES a 2009/138/ES a nariadenia (ES) č. 1060/2009, (EÚ) č. 1094/2010 a (EÚ) č. 1095/2010 v súvislosti s právomocami európskeho orgánu dohľadu (Európsky orgán pre poisťovníctvo a dôchodkové poistenie zamestnancov) a európskeho orgánu dohľadu (Európsky orgán pre cenné papiere a trhy).*

3 *Za osoby, ktoré riadia poisťovňu, možno považovať členov predstavenstva a relevantných vedúcich zamestnancov. K problematike zmeny legislatívneho režimu v oblasti požiadaviek odbornosti a dôveryhodnosti osôb, ktoré riadia poisťovňu, pozri Čunderlík Červová, V.: Predchádzajúci súhlas Národnej banky Slovenska v kontexte vybraných recentných legislatívnych zmien. In: Míľniky práva v stredoeurópskom priestore 2016. Bratislava: UK, Právnická fakulta 2016, s. 63 – 67.*

4 *Zákon č. 39/2015 Z. z. o poisťovníctve rozlišuje medzi osobami, ktoré riadia poisťovňu, a osobami zodpovednými za kľúčové funkcie. Napríklad v anglickom poistnom práve je pojem „osoby, ktoré riadia poisťovňu" podmnožinou pojmu „osoby, ktoré majú kľúčové funkcie". Pojem kľúčová funkcia tu zahŕňa akúkoľvek funkciu alebo činnosť, ktorá má špecifický význam pre riadne a obozretné riadenie poisťovne. (Pozri Consultation Paper CP26/14 Senior insurance managers regime: a new regulatory framework for individuals November 2014, dostupné na http://www.bankofengland.co.uk/pra/Documents/publications/cp/2014/cp2614.pdf [28.12.2016]).*

5 *Slovenský zákonodarca znením § 7 ods. 2 písm. f) zákona č. 39/2015 Z. z. o poisťovníctve vyriešil otázku, ktorá vznikla na európskej úrovni, či je možné určiť viac kľúčových funkcií, než zavádza článok 13 ods. 29 smernice Solventnosť II. Podľa stanoviska EIOPA, ktoré prezentovala v kapitole 2.3 dokumentu Final Report on Public Consultation No. 14/017 on Guidelines on system of governance, pripúšťa v reakcii na stanovisko IRSG existenciu aj ďalších kľúčových funkcií. Stanovisko EIOPA bolo inkorporované do úvodných ustanovení usmernení k systému správy a riadenia EIOPA-BoS-14/253SK.*

točných kľúčových funkcií poisťovňou podlieha kritickému preskúmaniu orgánom dohľadu.[6]

Zákon č. 39/2015 Z. z. o poisťovníctve používa prekvapujúco veľa pojmov v súvislosti s osobami zaoberajúcimi sa kľúčovými funkciami. V § 7 ods. 2 písm. f) sa uvádzajú osoby, ktoré budú mať kľúčové funkcie, v § 24 ods. 1 osoby, ktoré vykonávajú kľúčové funkcie, a v § 24 ods. 2 osoby, ktoré sú zodpovedné za kľúčové funkcie. Podobne aj smernica Solventnosť II v odôvodnení 34 používa pojem osoby, ktoré vykonávajú kľúčové funkcie, a osoby, ktoré zastávajú kľúčové funkcie, v článku 26 ods. 3, článku 42 ods. 1 a článku 44 ods. 1 osoby, ktoré majú iné kľúčové funkcie, a v článku 42 ods. 2 osoby, ktoré sú zodpovedné za iné kľúčové funkcie. Podobný problém sa vyskytuje aj v iných jazykových verziách smernice Solventnosť II. Nemecká verzia používa pojem „wahrnehmen" (v preklade „využiť", odôvodnenie 34), „verantwortlich sein" (v predklade „byť zodpovedný", článok 42 ods. 2) a „innehaben" (v preklade „mať", odôvodnenie 34, článok 26 ods. 3, článok 42 ods. 1 a 44 ods. 1). Podobne aj v anglickej a francúzskej verzii a tiež v ďalších jazykových verziách.[7] Z textu smernice Solventnosť II, ako aj zo zákona č. 39/2015 Z. z. o poisťovníctve je evidentné, že zákonodarca rozlišuje medzi osobami, ktoré „majú", „sú zodpovedné za" a „vykonávajú" kľúčové funkcie. Keďže zákon č. 39/2015 Z. z. o poisťovníctve nepoužíva v § 24 ods. 2 pojem osoby zodpovedné za iné kľúčové funkcie,[8] ale len pojem osoby zodpovedné za kľúčové funkcie, môžeme slovesá „majú" a „sú zodpovedné za" považovať za významovo ekvivalentné a chápať pod nimi skutočne iba osoby, ktoré sú zodpovedné za vykonávanie danej kľúčovej funkcie v poisťovni. Túto interpretáciu možno podložiť systematickým a teleologickým výkladom, ktorý ide ďalej než jednoduchý jazykový výklad: smernica Solventnosť II a aj zákon č. 39/2015 Z. z. o poisťovníctve kladie špeciálne požiadavky na kategóriu osôb, ktoré sú zodpovedné za kľúčové funkcie, a osôb, ktoré majú kľúčové funkcie, ako je napr. oznamovanie týchto osôb v priebehu licenčného procesu, ale aj významná oznamovacia povinnosť podľa § 24 ods. 2 zákona č. 39/2015 Z. z. o poisťovníctve, a teda musí ísť o užší okruh osôb. Navyše v odôvodnení 34 je jasné odlíšenie osôb, ktoré vykonávajú kľúčové funkcie, a osôb, ktoré zastávajú kľúčové funkcie, kde sa oznamovacia povinnosť vzťahuje iba na osoby, ktoré zastávajú kľúčové funkcie (*key function holders*). Znenie odôvodnenia 34 vyčleňuje osoby, ktoré zastávajú kľúčové funkcie, z rozsahu pojmu osoby, ktoré vykonávajú kľúčové funkcie. Pojem osoby, ktoré zastávajú kľúčové funkcie, je teda užší ako rozsah pojmu osoby, ktoré vykonávajú kľúčové funkcie. Pod pojmom osoby, ktoré vykonávajú kľúčové funkcie treba rozumieť osoby, ktoré vykonávajú určité parciálne činnosti v rozsahu pôsobnosti kľúčovej funkcie.

Osobou, ktorá je zodpovedná za kľúčovú funkciu, môže byť len fyzická osoba.[9] Takýto záver vyplýva nielen z výrazov používaných v legislatíve, ale aj z prirovnania k osobám, ktoré poisťovňu riadia, a z oznamovacej povinnosti, ako aj z požiadaviek na odbornú spôsobilosť a dôveryhodnosť a z pravidiel na kvalifikáciu osôb, ktoré sú zodpovedné za kľúčovú funkciu. Z uvedených argumentov je zrejmé, že osoba, ktorá je zodpovedná za kľúčovú funkciu, musí byť fyzickou osobou. Pokiaľ kľúčovú funkciu vykonáva právnická osoba, ide o zverenie výkonu kľúčovej funkcie. Vtedy sa za osobu zodpovednú za kľúčovú funkciu považuje fyzická osoba vymenovaná poisťovňou za zodpovednú za kľúčovú funkciu zabezpečovanú outsourcingom.[10]

Osoba zodpovedná za kľúčovú funkciu je obvykle v rámci danej organizačnej štruktúry poisťovne príslušný riadiaci zamestnanec organizačnej jednotky, do ktorej pôsobnosti patria povinnosti určitej kľúčovej funkcie v zmysle interných predpisov poisťovne. Znenie všeobecne záväzných právnych predpisov však nevylučuje, aby osobou zodpovednou za kľúčovú funkciu bol zamestnanec organizačného útvaru, do ktorého právomoci daná kľúčová funkcia spadá, bez riadiacich právomocí. Takéto zaradenie osoby zodpovednej za kľúčovú funkciu do organizačnej štruktúry je na zvážení danej poisťovne a malo by byť predmetom vlastného posúdenia, najmä s ohľadom na zmiernenie konfliktu záujmov, ktorý podriadenosť osoby zodpovednej za kľúčovú funkciu voči riadiacemu pracovníkovi organizačnej jednotky vytvára.

Názory na to, či člen predstavenstva môže byť osobou zodpovednou za kľúčovú funkciu sa rôznia. Napr. Dreher takúto možnosť nepripúšťa, pričom argumentuje tým, že text smernice Solventnosť II jasne rozlišuje medzi osobami riadiacimi poisťovňu a osobami zodpovednými za kľúčové funkcie. Takéto zlučovanie nie je prípustné aj vzhľadom na špeciálne úlohy, ktoré sa ukladajú osobám riadiacim poisťovňu a osobám zodpovedným za kľúčové funkcie, ako napríklad oznamovacia povinnosť osôb zodpovedných za kľúčové funkcie voči predstavenstvu. V prípade zlúčenia by došlo k porušeniu požiadavky na transparentnú organizačnú štruktúru. Nakoniec uvádza, že by išlo o konanie v rozpore s odôvodnením 31, v ktorom sa pripúšťa, aby boli funkcie vykonávané vlastnými zamestnancami alebo zverené inému subjektu, prípadne aby sa poisťovňa spoliehala na poradenstvo vonkajších expertov. Nepripúšťa však iný spôsob výkonu funkcií, ako napríklad zverenie zodpovednosti za ne osobám riadiacim poisťovňu. Okrem funkcie vnútorného auditu však pripúšťa výnimku založenú na princípe proporcionality v prípade malých poisťovní (vo všetkých ohľadoch) s relatívne jednoduchým obchodným modelom. Iný názor majú Grote a Schaaf, ktorí pripúšťajú možnosť zlučovania členstva v predstavenstve a zodpovednosti za kľúčovú funkciu. Podľa nich predstavenstvo môže mať primárnu zodpovednosť za výkon funkcie riadenia rizík, funkcie dodržiavania súladu s predpismi a funkcie vnútorného auditu a bez ďalšieho ich môže zastávať jeden alebo viacerí členovia predstavenstva. S týmto voľným výkladom sa nemožno stotožniť, najmä ak ako argumenty uvádzajú autori zásadu voľnosti pri určovaní organizačnej

6 *Národná banka Slovenska môže takéto posúdenie vykonať napríklad na základe dodatočných informácií vyžiadaných dohľadom na diaľku o právomociach a zodpovednostiach osôb vykonávajúcich dodatočné kľúčové funkcie.*

7 *Napríklad anglická jazyková verzia rozoznáva pojmy „perform" (v preklade „vykonávať", odôvodnenie 34), „responsible" (v preklade „byť zodpovedný", článok 42 ods. 2) a „have" (v preklade „mať", odôvodnenie 35, články 26 ods. 3, 42 ods. 1 a 44 ods. 1). Francúzska jazyková verzia používa pojmy „exercent" (v preklade „vykonávať", odôvodnenie 34), „titulaire" (v preklade „držiteľ", odôvodnenie 34), „ont" (v preklade „mať", odôvodnenie 35), „occupent" (v preklade „zamestnaný", články 26 ods. 3, 42 ods. 1 a 44 ods. 1) a „assument" (v preklade „prevziať", článok 42 ods. 2).*

8 *Pojem iné kľúčové funkcie sa v nemeckom poistnom práve vykladá širšie a zahŕňa aj funkcie, ktoré plnia členovia dozornej rady.*

9 *Dreher, M.: Treatises on Solvency II. Mainz, Springer, 2015, s. 232.*

10 *Usmernenie č. 14 k systému správy a riadenia EIOPA-BoS-14/253SK.*

11 *Grote, J., Schaaf, M.: Zum Referentenentwurf der 10. VAG-Novelle zur Umsetzung der Solvency-II-Richtlinie in deutsches Recht – eine erste Analyse. In Zeitschrift für Versicherungsrecht, Haftungs- und Schadensrecht, roč. 63., č. 1, 2012, s. 21.*

12 *Delegované nariadenie Komisie (EÚ) 2015/35 zo dňa 10. októbra 2014, ktorým sa dopĺňa smernica Európskeho parlamentu a Rady 2009/138/ES o začatí a vykonávaní poistenia a zaistenia (Solventnosť II).*

13 *Sosnowski, J., Bardon, L., Guez, D.: Positioning the internal audit function within the Solvency II framework. Key challenges, dostupné na: https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/lu/Documents/financial-services/lu-positioning-internal-audit-function-solvency-ii-03032015.pdf [20.9.2016].*

14 *Informácia o regulačných požiadavkách na systém správy a riadenia v rámci nového režimu regulácie poistného sektora v EÚ tzv. Solventnosť II , dostupné na: http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Dohlad/ORM/Poistovnictvo/Informacia_system_spravy_a_riadenia.pdf [19.9.2016].*

štruktúry a ustanovenia zákona o akciových spoločnostiach.[11]

Do úvahy prichádza rozdelenie zodpovednosti za kľúčovú funkciu medzi dve osoby, ktoré však musí byť primerané a odôvodnené. Poisťovňa musí poskytnúť orgánu dohľadu jasné a relevantné vysvetlenie rozhodnutia oddeliť zodpovednosti a stanoviť a zdokumentovať presnú hranicu zodpovednosti jednotlivých osôb a oznamovacie línie vnútri poisťovne. Rozdelenie zodpovednosti za kľúčovú funkciu medzi dve osoby bude prípustné za splnenia minimálne vyššie uvedených podmienok.

V zásade nie je možné zlučovať zodpovednosť za kľúčové funkcie v jednej osobe, pretože by išlo o rozpor s princípom funkčného rozdelenia právomocí. Výnimky sú však prípustné a vyplývajú zo znenia odôvodnenia 32 smernice Solventnosť II, podľa ktorého v malých a menej zložitých podnikoch môže jedna osoba alebo organizačná jednotka vykonávať viac ako jednu funkciu, okrem funkcie vnútorného auditu. Predovšetkým v malých poisťovniach môžu byť viaceré funkcie vykonávané jednou osobou alebo jedným organizačným útvarom. Zlučovanie funkcií je nevyhovujúci jav, keďže vytvára hlboký konflikt záujmov. V takom prípade musí poisťovňa zabezpečiť, že výkon viacerých funkcií jednotlivými osobami a organizačnými jednotkami nebráni a pravdepodobne nebude brániť daným osobám v tom, aby spoľahlivo, čestne a odborne plnili akúkoľvek funkciu. Odôvodnenie 32 smernice Solventnosť II nepripúšťa zlučovanie funkcie vnútorného auditu s inou funkciou. V súlade s ním je aj článok 271 ods. 1 delegovaného nariadenia,[12] podľa ktorého osoby, ktoré vykonávajú funkciu vnútorného auditu, neprevezmú zodpovednosť za žiadnu inú funkciu. Výnimku však ustanovuje ods. 2, podľa ktorého bez ohľadu na odsek 1 a najmä pri rešpektovaní zásady proporcionality uvedenej v článku 29 ods. 3 a 4 smernice Solventnosť II môžu osoby, ktoré vykonávajú funkciu vnútorného auditu, vykonávať aj iné kľúčové funkcie, keď sú splnené tieto podmienky:

- je to vhodné vzhľadom na povahu, rozsah a zložitosť rizík vlastných činností podniku;
- osobám, ktoré vykonávajú funkciu vnútorného auditu, nevzniká žiadny konflikt záujmov;
- nákladmi na udržiavanie osôb pre funkciu vnútorného auditu, ktoré nevykonávajú žiadnu inú kľúčovú funkciu, by podniku vznikli náklady, ktoré by boli neprimerané vzhľadom na celkové administratívne výdavky.

Zavedenie štyroch kľúčových funkcií režimu Solventnosť II prispieva k posilneniu troch línií obrany. Prvá línia pozostáva z organizačných jednotiek, ktoré preberajú riziká v určenej oblasti a v určených limitoch a vykonávajú kontroly (denné operatívne kontroly, dôležité priebežné kontroly, kontroly zodpovedným riadiacim pracovníkom v oblastiach, za ktoré je priamo zodpovedný). Druhá línia obrany prispieva k nezávislej kontrole rizík (jej úlohou je zabezpečiť súlad a uskutočňovanie rizikových, aktuárskych a compliance stratégií, prístupov a súvisiacich manažérskych informácií) a tretia línia obrany pozostáva z interného auditu.[13]

Nielen funkcia vnútorného auditu, ktorá v zmysle smernice Solventnosť II musí byť nezávislá od iných operačných úloh (samostatný útvar alebo jednotlivec bez iných úloh, ak táto funkcia nie je outsourcovaná), aj všetky ostatné kľúčové funkcie v zmysle smernice Solventnosť II (funkcia rizikového manažmentu, aktuárska funkcia a funkcia dodržiavania súladu s predpismi) by mali byť nezávislé (to znamená, že by mali priamo informovať predstavenstvo, pred predložením materiálov predstavenstvu je však umožnené pripomienkovanie aj iným organizačným zložkám poisťovne) a integrované v rámci organizačnej štruktúry tak, aby nedochádzalo k neprimeranému ovplyvňovaniu, kontrole alebo obmedzovaniu pri zabezpečovaní ich úloh.[14]

Význam kľúčových funkcií v systéme správy a riadenia sa prejavuje v ustanoveniach upravujúcich ich postavenie a oprávnenia. Každá funkcia pôsobí pod konečným dohľadom a vedením predstavenstva a pri vykonávaní svojich úloh spolupracuje podľa potreby s ostatnými funkciami. Osoby vykonávajúce kľúčové funkcie majú zabezpečený prístup k informáciám, ktorý je legislatívne zachytený v článku 268 ods. 2 delegovaného nariadenia a podľa ktorého môžu z vlastnej iniciatívy komunikovať s ktorýmkoľvek zamestnancom a na vykonávanie svojich povinností majú potrebnú právomoc, zdroje a odborné znalosti, ako aj neobmedzený prístup ku všetkým dôležitým informáciám. Keďže osoby vykonávajúce kľúčové funkcie disponujú relevantnými informáciami najmä o finančnom zdraví poisťovne, o prípadných nedostatkoch v procesoch a podobne, majú povinnosť bezodkladne informovať predstavenstvo o každom závažnom probléme v oblasti svojej zodpovednosti.

Zavedenie štyroch kľúčových funkcií Solventnosti II by sa nemalo chápať len ako legislatívna požiadavka, ale aj ako spôsob zlepšenia systému správy a riadenia poisťovní prostredníctvom ich pozitívneho vplyvu na výkon činnosti a rozhodovací proces. Zásadné je správne nastavenie spolupráce jednotlivých kľúčových funkcií a jasné oddelenie ich zodpovedností pri použití princípu proporcionality. Keďže neexistuje jednotný štandard systému správy a riadenia, poisťovne musia čeliť istému stupňu právnej neistoty. Na druhej strane sa im otvára príležitosť zorganizovať kľúčové funkcie podľa svojich potrieb.

Použité zdroje:

1. Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2009/138/ES z 25. novembra 2009 o začatí a vykonávaní poistenia a zaistenia (Solventnosť II) (prepracované znenie) v znení smernice Európskeho parlamentu a Rady 2014/51/EÚ zo 16. apríla 2014, ktorou sa menia smernice 2003/71/ES a 2009/138/ES a nariadenia (ES) č. 1060/2009, (EÚ) č. 1094/2010 a (EÚ) č. 1095/2010 v súvislosti s právomocami európskeho orgánu dohľadu (Európsky orgán pre poisťovníctvo a dôchodkové poistenie zamestnancov) a európskeho orgánu dohľadu (Európsky orgán pre cenné papiere a trhy).
2. Delegované nariadenie Komisie (EÚ) 2015/35 zo dňa 10. októbra 2014, ktorým sa dopĺňa smernica Európskeho parlamentu a Rady 2009/138/ES o začatí a vykonávaní poistenia a zaistenia (Solventnosť II).
3. Zákon č. 39/2015 Z. z. o poisťovníctve a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov.
4. Informácia o regulačných požiadavkách na systém správy a riadenia v rámci nového režimu regulácie poistného sektora v EÚ tzv. Solventnosť II, dostupné na: http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Dohlad/ORM/Poistovnictvo/Informacia_system_spravy-_a_riadenia.pdf
5. Consultation Paper CP26/14 Senior insurance managers regime: a new regulatory framework for individuals November 2014, dostupné na: http://www.bankofengland.co.uk/pra/Documents/publications/cp/2014/cp2614.pdf
6. Final Report on Public Consultation No. 14/017 on Guidelines on system of governance, dostupné na: https://eiopa.europa.eu/Publications/Consultations/EIOPA_EIOPA-BoS-14-253-Final%20report_Governance.pdf
7. Usmernenia k systému správy a riadenia EIOPA-BoS-14/253SK, dostupné na: https://eiopa.europa.eu/Publications/Guidelines/EIOPA_2013_00200000_SK_TRA.pdf
8. Dreher, M.: Treatises on Solvency II. Mainz, Springer, 2015, ISBN 978-3-662-46289-8
9. Čunderlík Čerbová, V.: Predchádzajúci súhlas Národnej banky Slovenska v kontexte vybraných recentných legislatívnych zmien. In: Míľniky práva v stredoeurópskom priestore 2016. Bratislava: UK, Právnická fakulta 2016.
10. Grote, J., Schaaf, M.: Zum Referentenentwurf der 10. VAG-Novelle zur Umsetzung der Solvency-II-Richtlinie in deutsches Recht - eine erste Analyse. In Zeitschrift für Versicherungsrecht, Haftungs- und Schadensrecht, roč. 63, č. 1, 2012, s. 21.
11. Sosnowski, J., Bardon, L., Guez, D.: Positioning the internal audit function within the Solvency II framework. Key challenges, dostupné na: https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/lu/Documents/financial-services/lu-positioning-internal-audit-function-solvency-ii-03032015.pdf

Misia Frankfurt

Študenti z Gymnázia Viliama Paulinyho-Tótha v Martine na Generation €uro Students Award 2017 vo Frankfurte nad Mohanom

Žiaci z našej školy sa už šesť rokov zúčastňujú pod vedením PaedDr. Pavla Stacha na najprestížnejšej a najnáročnejšej ekonomickej súťaži stredných škôl na Slovensku – Generácia €uro. Ide o súťaž, ktorú každoročne vyhlasuje Európska centrálna banka vo Frankfurte nad Mohanom, kde úlohou tímov je simulovať činnosť Rady guvernérov ECB a riadiť tak menovú politiku eurozóny. V marci 2017 sa v Bratislave konalo národné kolo súťaže. V poradí štvrtá účasť tímu našej školy v národnom finále súťaže nám konečne priniesla víťazstvo. Slovenskú republiku vo Frankfurte nad Mohanom tak reprezentoval tím Gymnázia Viliama Paulinyho-Tótha.

Turčania po prílete na frankfurtské letisko (zľava): T. Gomola, V. Németh, P. Stach, S. Minčíková, S. Birooóva a N. Dieneltová.

Foto: P. Szuttor

Víťazný tím „Turčania" v zložení Simona Birooóva, Nikoleta Dieneltová, Tomáš Gomola, Sarah Minčíková a Vladimír Németh sa v dňoch 4. a 5. apríla 2017 stretol na pôde ECB vo Frankfurte nad Mohanom s ostatnými víťaznými tímami národných finále z jedenástich krajín a prevzal si ocenenie za celoročnú prácu a dosiahnutý výsledok priamo z rúk prezidenta Európskej centrálnej banky Maria Draghiho a guvernéra Národnej banky Slovenska Jozefa Makúcha.

Naša „misia Frankfurt" sa začala ráno 4. apríla 2017 odletom z letiska Schwechat priamo do Frankfurtu nad Mohanom. Hneď po prílete sme sa metrom presunuli do finančného centra Európy a ubytovali sa v krásnom hoteli v blízkosti Európskej centrálnej banky. Keďže náš program bol nabitý, museli sme sa rýchlo upraviť, prezliecť a presunúť do ECB, kde na nás čakal spoločný obed. Nasledovala hodinová poznávacia cesta po ECB, počas ktorej sme sa od zamestnancov ECB dozvedeli zaujímavosti o samotnej stavbe a jej symboloch, užili sme si prekrásny výhľad a zasadli sme do kresiel v rokovacej miestnosti Rady guvernérov ECB.

Organizačným vrcholom prvého dňa bola naša účasť na oficiálnom uvedení novej 50 € bankovky z edície Európa, ktorú za prítomnosti nás – študentov a novinárov predstavil osobne prezident ECB Mario Draghi.

Nasledoval dvojhodinový poznávací výlet po Frankfurte nad Mohanom, ktorého historická časť bola prevažne zničená pri náletoch počas druhej svetovej vojny, a tak sa dominantami mesta v druhej polovici 20. storočia stávajú prevažne výškové budovy a mrakodrapy v nových častiach mesta spájaného s obchodom a finančníctvom Európskej únie.

Prvý deň sme ukončili neformálnou spoločnou večerou, kde nás organizátori dôkladne premiešali s členmi iných tímov, vďaka čomu sme nadviazali nové priateľstvá, ktoré sa utvrdzovali ďalším spoznávaním sa v neoficiálnom programe.

Nasledujúci deň sa začal už oficiálnou návštevou ECB. Najskôr sme si za prítomnosti kamier

Foto: © Európska centrálna banka

a novinárov vypočuli prednášky o menovej politike a jednotnom mechanizme bankového dohľadu v eurozóne, po ktorých nasledovala diskusia s expertmi ECB.

Potom sme si vypočuli nádherný a motivačný príhovor prezidenta ECB Maria Draghiho, ktorý označil prítomných študentov ako „our spring". Následne sme mu položili niekoľko otázok týkajúcich sa jeho pracovného aj súkromného života, na ktoré nám odpovedal s úsmevom na tvári, a často ho on vyčaril nám.

A prišlo to hlavné: **Generation €uro Students Award 2017** – odovzdávanie najprestížnejšej ekonomickej ceny, akú môže stredoškolský študent v Európskej únii získať. A čo je pre nás najcennejšie? Priamo z rúk Maria Draghiho (na fotografii vpravo), najdôležitejšej a najmocnejšej postavy vystupujúcej v oblasti menovej politiky v Európe (jeho podpis je na nových eurových bankovkách).

Po ceremónii sme mali ako jediní privilégium: súkromné stretnutie s guvernérom NBS Jozefom Makúchom (na fotografii vľavo) v jeho kancelárii s krásnym výhľadom na Frankfurt. Pán guvernér nám ponúkol možnosť vystúpiť s odbornou prednáškou na pôde našej školy, čo sme s nadšením prijali.

S jedným z najkrajších miest Európy sme sa rozlúčili ako správni turisti: nakúpili sme suveníry a pobrali sme sa na letisko. Cestou späť sme mali nielen „vietor v plachtách", ale prechodom do upršaných oblastí sa nám nevyhli ani turbulencie. Našťastie to skúsená posádka zvládla a my sme živí a zdraví pristáli na letisku Schwechat vo Viedni, kde nás už čakal odvoz do Bratislavy.

Bol to intenzívny, náročný a únavný výlet, ale všetci sme si užili každú sekundu a veríme, že sa naše životné cesty ešte s Frankfurtom niekedy prepletú. A vraj sa oplatí študovať len prírodné vedy a informatiku... Študenti, nebojte sa! Ak budete tvrdo pracovať a snažiť sa, presadíte sa v každom odbore.

Vladimír Németh, člen víťazného tímu

Foto: © Európska centrálna banka

Macroeconomic projections for Slovakia according to the March 2017 Medium-Term Forecast (MTF-2017Q1)

Economic and Monetary Analyses Department of NBS

Slovakia's economy maintained its brisk growth trend in the last quarter of 2016. The largest contribution to that growth was made by exports and private consumption. Growth is expected to accelerate over the medium term, supported mainly by the launch of new production in the car industry and by increasing domestic demand. Slovakia's GDP is forecast to grow by 3.2% this year, increasing to 4.2% in 2018 and 4.6% in 2019. The labour market situation is expected to remain conducive to job creation and to a falling unemployment rate, which should decrease to an all-time low of 6.9% by the end of the forecast period. Labour market tensions and labour productivity growth should be reflected in nominal wage growth. With this growth expected to stimulate demand-side pressures and with commodity prices rising, the inflation rate is projected to climb above 2% over the forecast period. (p. 2)

Money market developments and the ECB's monetary policy operations in 2016

Roman Kostelný, Národná banka Slovenska

The beginning of 2016 saw a deterioration in the macroeconomic situation that stemmed mainly from heightened uncertainty about China's economic developments. Inflation expectations fell back again as a result of decreasing oil prices. In response to these risks, the ECB adjusted its monetary policy instruments in March 2016 and extended the range of policy measures it applies. This included increasing monthly purchases under the asset purchase programme (APP) to €80 billion, expanding the list of assets eligible for purchase under the APP to include bonds issued by non-bank corporations, and proceeding with the launch of a new series of targeted longer-term refinancing operations (TLTROs) to support lending to the real economy. In addition, the ECB changed the qualitative settings of its monetary policy by reducing its key interest rates to new record lows. In December, with the APP due to end in March 2017, the ECB decided to extend the programme by nine months and reduce the monthly pace of purchases to €60 billion. In its reasoning for the change, the ECB cited receding deflation risks. (p. 5)

Analysis of trends and risks in the Slovak financial sector in 2016

Karol Zeleňák, Národná banka Slovenska

This article describes developments in the Slovak financial sector in 2016, as well as examining risk trends in the sector and evaluating its overall stability. The main factors affecting the Slovak financial sector in 2016 were the relatively favourable economic developments both domestically and externally, and the persisting environment of low interest rates. The result of these factors was that while almost all financial market segments reported asset growth, individual segments also experienced downward pressure on profits. In the banking sector, the year-on-year increase in the aggregate net profit was entirely due to one-off revenues. The business model of banks is coming under pressure and that pressure is expected to increase in the period ahead. The movements of several indicators during 2016 indicated an expansionary phase of the financial cycle. According to stress test results, the financial sector should be relatively resilient to headwinds from the real economy and financial market, although several market segments have become increasingly sensitive to adverse scenarios. (p. 10)

TARGET2 Securities – Slovakia as part of Europe's financial market integration process

Ľubica Dunajová, Národná banka Slovenska

TARGET2 Securities (T2S) is a technical platform resulting from the process of financial market globalisation and integration. Since trading in foreign securities on external markets is now commonplace, the Eurosystem has endeavoured to build a single platform for the smooth settlement of cross-border securities transactions, eliminating differences between individual financial markets and harmonising securities settlement processes. This article provides the latest information about the successful migration to T2S of Národná banka Slovenska and of the Central Securities Depository of the Slovak Republic and its members. It also briefly describes the T2S platform, preparations for the T2S migration and the migration itself. (p. 15)

A VAR model for HICP inflation forecasting

Branislav Karmažin a Roman Vrbovský, Národná banka Slovenska

Headline inflation developments are affected by shocks and, over the longer term, by macroeconomic variables. The effects of these factors differ in their volatility as well as in their predictability. This article analyses and estimates the impact of individual factors on inflation in Slovakia. A vector autoregressive model (VAR) is used for the estimates. Overall, it can be concluded that price level changes are largely accounted for by food and energy price movements (including their secondary effects), employment dynamics and short-term real interest rates. (p. 18)

Trends in the tax burden on Slovak households

Jana Valachyová, Norbert Švarda, Matúš Senaj and Zuzana Siebertová
Council for Budget Responsibility

In the Slovak tax system, the tax-deductible items play a substantial role. Their amount is by law indexed to the minimum subsistence amount (MSA). The fact that the MSA has in recent years been rising more slowly than nominal wages has resulted in a broad-based stealth tax effect. Moreover, the slow rate of increase in deductible items at a time of a sharply rising minimum wage resulted in the wage supplement for lower-paid workers falling gradually, and eventually reaching zero in 2015. The stealth tax effect has been further accentuated since 2016 by a deductible item for health contributions which was introduced as a fixed amount in 2015. This article quantifies the tax burden on Slovak households on the basis of individual data. (p. 21)

Currency circulation in Slovakia in 2016

Milada Vlnková, Národná banka Slovenska

The article looks at the state of cash circulation in Slovakia eight years on from the introduction of the euro in the country. The cumulative net issuance (CNI) of euro banknotes and coins in Slovakia had a total value of €11.02 billion as at 31 December 2016, of which the CNI of euro banknotes amounted to €10.9 billion. The article also focuses on the circulation of the second series (ES2) of euro banknotes in Slovakia and shows that the only €5 banknotes in the CNI are now ES2 banknotes, while the shares of ES2 banknotes in the €10 and €20 banknotes in the CNI are 97% and 56%, respectively. The fourth denomination of the ES2 series, the €50 banknote, entered circulation across the euro area on 4 April 2017. (p. 25)

Key functions under Solvency II

Zuzana Turčanová, Národná banka Slovenska

Sound corporate governance is essential for a well-functioning organisation. The new Solvency II regulatory regime has introduced a large number of new systems of governance requirements. This article looks at the four key functions established in the Solvency II regime. It analyses terms used in relation to individuals involved in key functions, such as 'key function holder', 'persons that have other key functions' and 'persons that perform key functions'. The article examines situations where more than one individual is responsible for a single key function and where responsibilities for different functions are assigned to a single individual. The significance of key functions is shown in the rights and responsibilities attached to them and in their position within the organisational structure. (p. 27)

B I A T E C