BIATEC

6

December 2019
Ročník 27

ODBORNÝ
BANKOVÝ
ČASOPIS

NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA

Zlatá zberateľská eurominca na pripomenutie veľkomoravského kniežaťa Mojmíra I.

Zlatá zberateľská eurominca vydaná na pripomenutie veľkomoravského kniežaťa Mojmíra I. je piatou zlatou mincou z tematického okruhu pripomínajúceho najvýznamnejšie osobnosti Veľkomoravskej ríše, ktoré v nej vládli pred viac ako jedným tisícročím. Národná banka Slovenska si v predchádzajúcich rokoch v rámci tohto tematického okruhu pripomenula postupne veľkomoravských panovníkov Svätopluka (1994), Mojmíra II. (2006), Pribinu (2011) a Rastislava (2014).

Zlatá zberateľská eurominca realizovaná podľa návrhu MgA. Miroslava Schovanca, DiS

2. cena
Mária Poldaufová

3. cena
Miroslav Rónai

Mojmír I. je prvým známym kniežaťom z rodu Mojmírovcov, ktorý vládol na Morave. Nie je známe, kedy sa narodil, ani kedy sa stal kniežaťom. Je však známe, že v roku 831 pasovský biskup Reginhar pokrstil Mojmíra, jeho rodinu, kniežaciu družinu a významných Moravanov. Mojmírovo kniežatstvo susedilo na východe s Nitrianskom, ktorému vládol knieža Pribina. V roku 833 Mojmír I. vyhnal Pribinu z Nitry a Nitriansko pripojil k Morave. Upevnil tak kniežaciu moc nad vtedajšou spoločnosťou a zjednotené kniežatstvá, Moravské a Nitrianske, otvoril kristianizácii. To bol rozhodujúci vývojový krok na ceste od kmeňového zriadenia k štátu, v ktorom mal hlavné slovo panovník. Veľká Morava bola najstarším štátom v našich národných dejinách. Vláda Mojmíra I. sa skončila v roku 846.

Na výtvarný návrh zlatej zberateľskej eurominc v nominálnej hodnote 100 eur vyhlásila Národná banka Slovenska v júni 2018 verejnú anonymnú súťaž, do ktorej bolo predložených dvanásť výtvarných prác od deviatich autorov. Komisia na posudzovanie výtvarných návrhov pamätných mincí a zberateľských mincí ich hodnotila v novembri 2018. Jej odborným poradcom v procese hodnotenia bol zástupca Historického ústavu SAV Ján Steinhübel, CSc.

Odborná komisia odporučila na udelenie prvej ceny a na realizáciu výtvarný návrh MgA. Miroslava Schovanca, DiS. Na návrhu ocenila viditeľnú kompozičnú súhru medzi výtvarným riešením averzu a reverzu, ktorú podporuje použitie zhodných ornamentálnych motívov.

Druhú cenu udelila komisia výtvarníčke Márii Poldaufovej, na ktorej návrhu tiež vyzdvihla kompozičnú súhru oboch strán mincového poľa. Spojovacím kompozičným prvkom je použitie architektonického prvku oblúka.

Tretiu cenu získal výtvarník Miroslav Rónai.

Zlatá zberateľská eurominca v nominálnej hodnote 100 eur má priemer 26 mm a hmotnosť 9,5 g. Bola vyrazená zo zlata s rýdzosťou 900/1000 v Mincovni Kremnica v počte 4 100 kusov v proof vyhotovení. Jej hrana je vrúbkovaná. Národná banka Slovenska ju vydala 18. novembra 2019.

Hana Janíková
Foto: Kristína Poláčeková Cinková

BIATEC
Odborný bankový časopis
December 2019

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: 4. 12. 2019
Dátum vydania: 16. 12. 2019
Evidenčné číslo: EV 2817/08
ISSN 1335 – 0900

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

Vážení čitatelia,

dovoľte, aby sme vás informovali, že Národná banka Slovenska rozhodla o ukončení vydávania časopisu BIATEC, a to tak v tlačenej, ako aj elektronickej forme. Ďakujeme vám za váš doterajší záujem o témy a príspevky, ktoré sme v ňom prinášali. Témam, ktoré boli obsahom nášho časopisu, sa budeme venovať aj naďalej, ale v inej forme, aby boli dostupnejšie v tom čase, keď sú aktuálne.

Redakcia

Finančná stabilita

Hlavné riziká a trendy z pohľadu stability slovenského finančného sektora 2
(Jozef Kalman)

Cena guvernéra NBS

Vyhlásenie výsledkov súťaže o cenu guvernéra NBS 8

Three Essays on Risk Modelling and Empirical Asset Pricing. 9
(František Čech)

Drivers of Deindustrialisation: An Input-Output Approach 15
(Erika Majzlíková)

Finančné nástroje

Harmonizácia krytých dlhopisov na európskych trhoch 21
(Matej Krčmár)

Regulácia finančného trhu

Riešenie krízovej situácie lotyšskej banky PNB 24
(Daniel Ďuriač)

Legislatíva

Návrh de lege ferenda a zápis do registra poskytovateľov osobitného finančného vzdelávania 29
(Andrea Slezáková)

English summary

English summary 32

Hlavné riziká a trendy z pohľadu stability slovenského finančného sektora

Jozef Kalman
Národná banka Slovenska

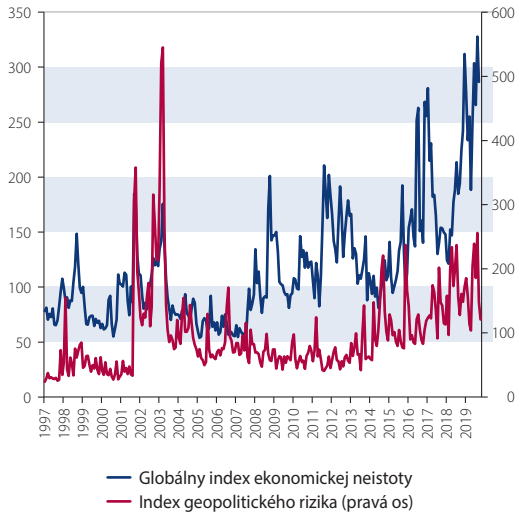
Doterajší priebeh roku 2019 priniesol útlm ekonomickej aktivity v globálnom meradle, čo sa postupne premietlo aj do vývoja situácie v slovenskej ekonomike. Neuspokojivé vyhliadky ekonomického vývoja sa následne premietli do rozhodnutia Európskej centrálnej banky opätovne uvoľniť menovú politiku, čo však znamená, že úrokové sadzby budú ešte nižšie a počas dlhšieho obdobia, ako sa očakávalo. Prostredie nízkych úrokových sadzieb je tak v súčasnosti kľúčovým faktorom, ktorý ovplyvňuje finančnú stabilitu na Slovensku. Ide najmä o nadmerný rast zadlženosti domácností, dlhodobý vplyv na zhoršovanie ziskovosti bánk a poisťovní, rastúcu citlivosť na ekonomický cyklus, zvyšovanie tlaku na ceny nehnuteľností a nevyhnutnosť posunu k rizikovejším alebo menej likvidným investíciám vo fondoch[1].

1 *Článok vychádza zo Správy o finančnej stabilite k novembru 2019.*
2 *Prognóza World Economic Outlook October 2019, International Monetary Fund.*

Globálny vývoj v znamení ochladenia a rastúcich rizík

Po výraznejšom spomalení v druhej polovici predošlého roka zostala ekonomická aktivita v globálnom meradle utlmená aj v doterajšom priebehu roka 2019. Rast celosvetového hrubého domáceho produktu by mal v roku 2019 dosiahnuť úroveň troch percent[2], čo by bol najhorší výsledok od veľkej finančnej krízy. Pokles ekonomického rastu sa prejavil najmä v odvetví priemyslu, kým služby zatiaľ vykazujú celkom dobrú odolnosť. K zníženiu dopytu po výrobkoch investičnej povahy došlo najmä v dôsledku stupňujúcich sa bariér v obchodných vzťahoch a zhoršenia iných geopolitických rizík. K výraznejšiemu spomaleniu došlo v prípade hospodárskeho rastu eurozóny a v rámci nej najmä Nemecka. Keďže ide o nášho najdôležitejšieho obchodného partnera a výrazné spomalenie postihlo automobilový priemysel, negatívne vplyvy sa týkajú aj slovenskej ekonomiky.

Graf 1 Neistota vyplývajúca z geopolitického vývoja je na vzostupe



Zdroj: www.policyuncertainty.com

Uvoľnená menová politika podporuje financovanie reálnej ekonomiky, prináša však viaceré riziká pre finančnú stabilitu

Neuspokojivé vyhliadky ekonomického a inflačného vývoja vyústili v septembri do rozhodnutia ECB opätovne uvoľniť menovú politiku. Schválený balík opatrení pozostáva z niekoľkých častí. Depozitná úroková sadzba ECB bola znížená na úroveň –0,5 %. Počnúc novembrom sa opätovne aktivoval program kvantitatívneho uvoľňovania v objeme 20 mld. € mesačne. Ďalším opatrením je zníženie úrokovej sadzby na dlhodobú likviditu poskytovanú v rámci programu cielených dlhodobejších refinančných operácií TLTRO III a predĺženie jej splatnosti z dvoch na tri roky. Novým nástrojom je zavedenie odstupňovaných úrokových sadzieb, ktoré sa aplikujú na prostriedky držané komerčnými bankami v ECB. Zápornému úročeniu nebude podliehať objem do výšky šesťnásobku povinných minimálnych rezerv. V priebehu roku 2019 však menili kurz svojej menovej politiky aj ďalšie centrálne banky. Reakciou na tieto opatrenia bol výrazný pokles krátkodobých aj dlhodobých sadzieb. Zároveň trhy očakávajú, že úrokové sadzby zostanú rekordne nízke, prípadne záporné, ešte dlho. Očakáva sa teda, že charakter doterajšieho obdobia pretrvávajúcich nízkych úrokových sadzieb („*low for long*") sa ešte prehĺbi, pričom sadzby budú ešte nižšie, a to ešte dlhšie obdobie, ako sa očakávalo („*lower for longer*").

Takéto prostredie však so sebou prináša viaceré riziká pre finančnú stabilitu. Ide najmä o riziko nadmerného zadlžovania, rastúcich cenových

bublín a investovania do čoraz rizikovejších aktív s cieľom udržať si určitú úroveň výnosov. Pre klesajúce marže bude pre banky stále ťažšie udržať si ziskovosť. Preto rastie potreba reagovať na tento vývoj prostredníctvom makroprudenciálnych opatrení.

Ochladzujúci sa svetový dopyt sa prejavil aj vo vývoji slovenskej ekonomiky, jej rast sa opiera najmä o domácu spotrebu

Dynamika slovenskej ekonomiky pomerne výrazne poklesla, keď domáce HDP k tretiemu štvrťroku 2019 zaznamenalo medziročný rast na úrovni 1,8 %[3]. Ekonomika síce naďalej rastie rýchlejšie ako priemer EÚ, v rámci týchto krajín však výrazne neprečnieva, keď až deväť krajín zaznamenalo rýchlejší rast. Za oslabením ekonomického rastu stojí najmä vývoj čistého exportu Slovenska na pozadí slabnúceho svetového dopytu. Neistota týkajúca sa ďalšieho vývoja a zhoršený ekonomický sentiment sa prejavili aj v investičnom dopyte, ktorý v druhom štvrťroku 2019 taktiež zaznamenal negatívny príspevok k ekonomickému rastu. Na druhej strane sa rast domácej ekonomiky opieral predovšetkým o domácu spotrebu. Domácnosti zvyšovali spotrebu najmä vďaka nízkej nezamestnanosti a silnému rastu miezd. Príspevok spotreby k ekonomickému rastu však už nebol taký silný ako v predchádzajúcich rokoch.

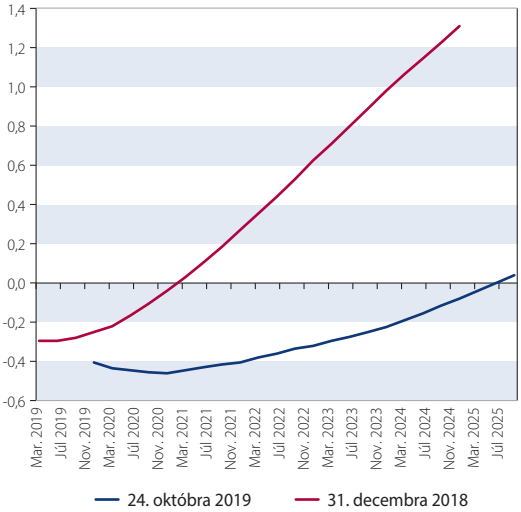
Napriek spomaleniu domáca ekonomika a najmä pracovný trh zostáva nad úrovňou svojho potenciálu. Miera nezamestnanosti pre spomalenie hospodárskeho rastu prestala klesať, hoci zatiaľ nerastie. Jej ďalší vývoj môže byť negatívne ovplyvnený vývojom v Nemecku. Ekonomické ochladenie malo vplyv aj na podnikový sektor, kde sa spomalil rast tržieb a klesla ziskovosť.

Spomaľovanie tempa rastu úverov sa zastavilo, naďalej tak zostáva nadmerné. K úverovému rastu výrazne prispievalo aj navyšovanie istiny úverov poskytnutých v minulosti

Úvery slovenským domácnostiam takmer po dekáde stratili európske prvenstvo v tempe svojho rastu a poklesli na štvrtú priečku v EÚ. Do augusta 2019 sa spomalili na nové historické minimum 8 %, ktoré však v septembri už ďalej neklesalo. Toto tempo je naďalej považované za nadmerné. Spomaľovanie úverov sa zaznamenalo najmä v prvej polovici roka 2019. Hlavnými faktormi za zmiernením rastu boli sprísnenie podmienok poskytovania úverov zo strany NBS, stagnácia úrokových sadzieb a náznaky postupnej saturácie niektorých segmentov trhu. V dôsledku silnej konkurencie a opätovného uvoľnenia menovej politiky však od júla 2019 možno pozorovať silnejúce náznaky prorastových tendencií. Výsledkom silného konkurenčného boja bol ďalší pokles úrokových sadzieb. To bezprostredne viedlo k nárastu čistých nových úverov aj úverov na refinancovanie. Najvýraznejšie však vzrástla kategória refinancovania s materiálnym navýšením, ktorej podiel na produkcii v treťom štvrťroku dosiahol najvyššiu hodnotu za posledné dva roky (30 %, čo je až o 5 percentuálnych bodov viac než priemer). Objem nových úverov na bývanie v septembri 2019 dosiahol nové historické maximum (s výnimkou období poznačených legislatívnymi zmenami, graf 4).

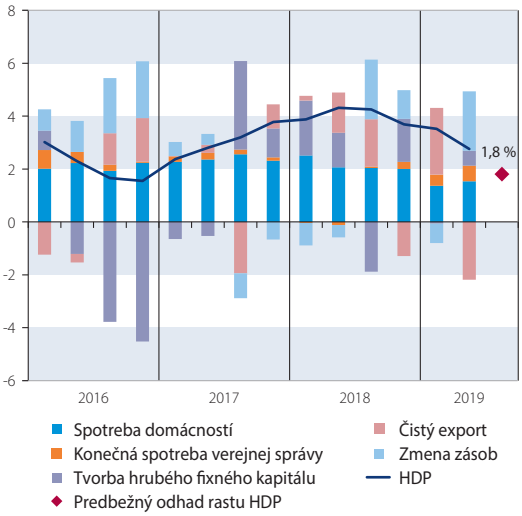
Pokračujúci rýchly rast úverov je podporený tak ponukovou, ako aj dopytovou stranou úverového trhu. Dôležitým faktorom je stratégia ponuky,

Graf 2 Podľa trhových očakávaní krátkodobé úrokové sadzby v eurozóne zostanú záporné do polovice ďalšej dekády (v %)



Zdroj: Bloomberg.
Poznámka: Na grafe je zobrazený očakávaný vývoj 3-mesačnej úrokovej sadzby Euribor odvodený z cien futures.

Graf 3 Ekonomika sa nachádza za vrcholom svojho rastu (medziročný rast HDP SR v stálych cenách po očistení výsledkov od sezónnych vplyvov a príspevky jednotlivých komponentov k jeho rastu v %)

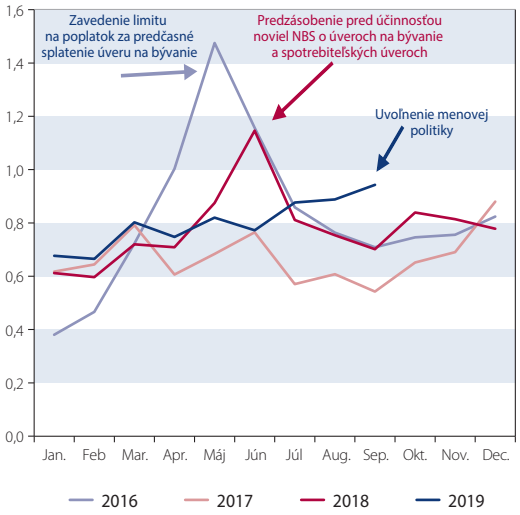


Zdroj: ŠÚ SR a NBS.

3 Predbežný odhad rastu HDP (očistený od sezónnych vplyvov) v treťom štvrťroku 2019. Zdroj: ŠÚ SR.

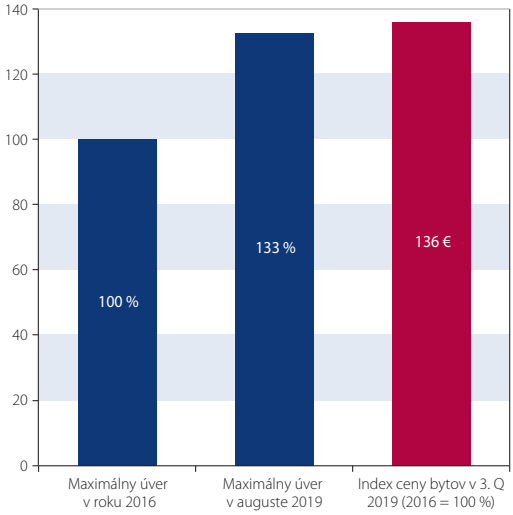
ktorá je ovplyvnená obchodným modelom bankového sektora zameraným na poskytovanie úverov s malým priestorom na diverzifikáciu aktivít.

Graf 4 Objem nových úverov na bývanie ďalej rástol, zvlášť v letných mesiacoch (objem nových úverov na bývanie vrátane úverov na refinancovanie v mld. EUR)



Zdroj: NBS.

Graf 5 Rast príjmov a pokles úrokových sadzieb výrazne zvýšili dostupnosť úverov, nárast dostupného objemu úverov zodpovedal približne rastu cien bytov (porovnanie maximálneho objemu úveru na bývanie a indexu cien bytov; index 2006 = 100 %)



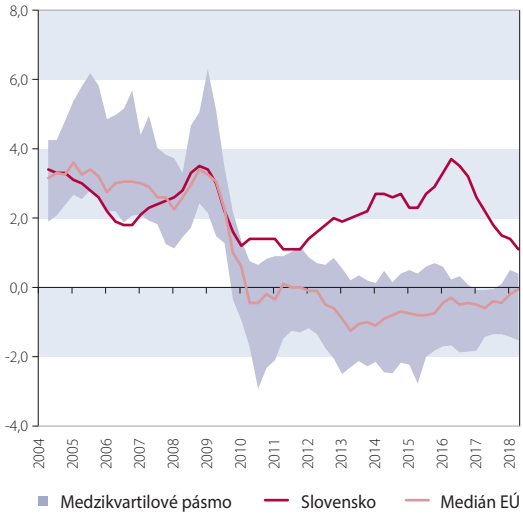
Zdroj: NBS.
Poznámka: Maximálny objem úverov na bývanie v rokoch 2016 a 2019 bol vypočítaný ako priemer za štyri modelové rodinné situácie (1 dospelý bez detí, 2 dospelí bez detí, 2 dospelí s 1 dieťaťom, 2 dospelí s 2 deťmi). Predpokladá sa najvyššia možná splátka za predpokladu zachovania požiadaviek NBS na finančnú rezervu vo výške 20 %. Za rok 2016 bola použitá priemerná úroková sadzba 2,0 %, za august 2019 1,3 %. Nárast mzdy zodpovedá nárastu priemernej mzdy v hospodárstve o 16,4 %.

To umocňuje konkurenciu medzi bankami a tlačí na znižovanie úrokových marží, ktoré sa pohybujú medzi najnižšími v eurozóne. Na druhej strane je vysoký dopyt podporený dlhodobo rastúcou úverovou kapacitou, keď vďaka rastu miezd a poklesu sadzieb si klienti môžu v súčasnosti zobrať až o tretinu vyšší úver v porovnaní s rokom 2016. Tento nárast približne zodpovedá rastu cien bytov v tomto období. Ceny nehnuteľností pod vplyvom pomerne silného dopytu a limitovanej ponuky rástli aj v doterajšom priebehu roka 2019, keď ich medziročný rast dosiahol úrovne blízke 10 %. Vysoký dopyt však spôsobuje, že ceny nehnuteľností naďalej rástli rýchlejšie ako ekonomické fundamenty.

Rastúca zadlženosť domácností zostáva jedným z najvýznamnejších rizík pre finančnú stabilitu

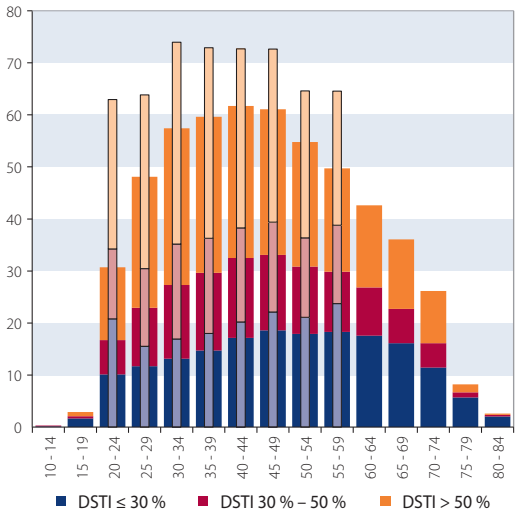
V súlade s trendmi na úverovom trhu sa spomalil aj rast zadlženosti domácností, naďalej však zostáva medzi najrýchlejšími v EÚ. Rastúca zadlženosť domácností je navyše problémom presahujúcim oblasť finančného sektora. Nadmerne zadlžené domácnosti môžu mať v zlých časoch problém so splácaním úverov alebo môžu byť nútené výrazne obmedziť svoju spotrebu, čo zhorší proces opätovného obnovenia hospodárskeho rastu. V tejto súvislosti je potrebné upozorniť, že v predkrízovom období 2007 až 2008 patrilo Slovensko ku krajinám s relatívne nižším nárastom zadlženosti a zároveň medziročný pokles spotreby domácností v roku 2009 bol relatívne mierny. V súčasnosti je situácia odlišná, rast zadlženosti slovenských domácností bol niekoľko rokov najrýchlejší v rámci EÚ. Možno preto očakávať, že aj implikácie na ich spotrebu budú v prípade zmeny ekonomického cyklu vyššie.

Graf 6 Rast zadlženosti slovenských domácností sa síce spomaľuje, zostáva však medzi najrýchlejšími v EÚ (v p. b.)



Zdroj: Eurostat.

Graf 7 Podiel jednotlivcov s úverom na počte pracujúcich alebo na celkovej populácii (v %)



Zdroj: NBS.
Poznámka: Na vodorovnej osi sú vekové skupiny. Hrubšie stĺpce vyjadrujú podiel na celkovej populácii, tenšie na počte pracujúcich. DSTI (Debt servis to income) reprezentuje úroveň zadlženosti domácností a je definované ako podiel splátok domácnosti na celkovom ročnom príjme domácnosti očistenom od životného minima.

Trh úverov domácnostiam sa zároveň pomaly nasycuje. Silný rast úverov v posledných rokoch viedol k nárastu podielu zadlžených ľudí. V najdôležitejších vekových skupinách má úver už viac ako 70 % pracujúcich. Zároveň vo viacerých z týchto skupín už má väčšina klientov podiel splátky dlhu na príjme vyšší ako 50 %, čo znamená, že majú len malú kapacitu načerpať dodatočný úver. Rastúca zadlženosť domácností na Slovensku je navyše celospoločenský problém, ktorý môže mať popri vplyve na ekonomický rast aj dopad na sociálnu pozíciu domácností. Problém rastúcej zadlženosti domácností je tak potrebné riešiť na viacerých úrovniach.

ĎALŠÍ POKLES ÚROKOVÝCH SADZIEB DOSTÁVA OBCHODNÝ MODEL BANKOVÉHO SEKTORA STÁLE VIAC POD TLAK, ZISK BÁNK MEDZIROČNE POKLESOL

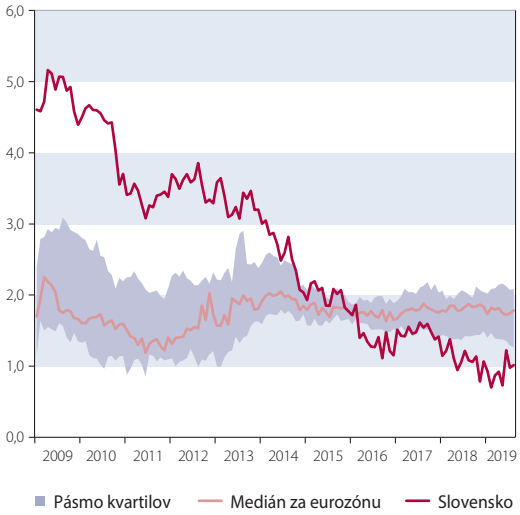
Posledné uvoľňovanie menovej politiky ECB bude mať pravdepodobne za následok predĺženie a zvýraznenie prostredia nízkych úrokových sadzieb. Pre domáci bankový sektor s tradičným obchodným modelom a vysokým podielom čistých úrokových príjmov na celkovom zisku to bude znamenať zvýšenie tlaku na jeho príjmy. Druhým faktorom zvýrazňujúcim fenomén nízkych úrokových sadzieb je výrazná konkurencia v bankovom sektore. Banky v snahe o udržanie úrovne ziskovosti sa cez pokles sadzieb na novoposkytnutých úveroch pokúšajú o zvýšenie objemu úverového portfólia. Možnosť znižovať úrokové sadzby otvára popri menovopolitických rozhodnutiach aj možnosť financovať sa pomocou krytých dlhopisov s priaznivým výnosom.

Z dôvodu pokračujúceho poklesu úrokových marží už banky nedokázali udržať stabilnú ziskovosť. Čistý zisk bánk k septembru 2019 medziročne poklesol o 5 %. Hlavným faktorom, ktorý stál za poklesom zisku, boli naďalej klesajúce čisté príjmy z retailového portfólia na pozadí klesajúcich úrokových marží na týchto úveroch. Úrokové marže na úveroch domácnostiam vykazujú dlhodobo negatívny trend a aktuálne sú jedny z najnižších v eurozóne. Sadzby na úveroch na bývanie poklesli na úroveň, ktorá stále častejšie vyvoláva pochybnosti o udržateľnosti ziskovosti tohto segmentu. Ak by banky chceli zachovať súčasný objem úrokových výnosov z úverov na bývanie, muselo by dôjsť k výraznému nárastu objemu týchto úverov. Banky sú zároveň stále v menšej miere schopné kompenzovať prepad týchto príjmov pomocou zvyšovania objemu úverov, poklesu nákladov na kreditné riziko a zvyšovania miery poplatkov.

Na druhej strane malo pozitívny vplyv na vývoj zisku niekoľko faktorov. Nárast čistých príjmov zo sektora podnikov, kde úrokové sadzby na úveroch ďalej neklesajú a objem úverov rastie, aj keď pomalšie ako v sektore domácností. Pokračovalo aj znižovanie nákladov na kreditné riziko, ktoré medziročne klesli o 10 %. Výrazne vzrástli príjmy z prijatých dividend, čo však bolo spojené s mimoriadnou výplatou ziskov z dcérskej spoločnosti.

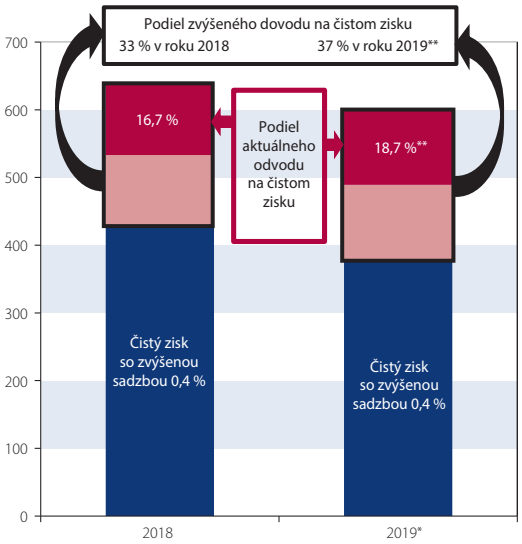
Slovenskému bankovému sektoru sa stále s väčšími ťažkosťami darí udržiavať úroveň zisku z predchádzajúcich období. Táto úroveň je však do veľkej miery ovplyvňovaná jednak historicky nízkymi nákladmi na kreditné riziko a jednak schopnosťou poskytovať pomerne vysoké obje-

Graf 8 Úrokové marže slovenských bánk sú jedny z najnižších v eurozóne (úrokové marže pri úveroch na bývanie na Slovensku a v eurozóne v p. b.)



Zdroj: ECB, NBS.
Poznámka: Úrokové marže sú odhadnuté ako rozdiel medzi priemernou úrokovou sadzbou pri nových úveroch na bývanie a priemernou váženou úrokovou sadzbou pri nových vkladoch domácností.

Graf 9 Zvýšenie bankového odvodu bude mať výrazný dopad na zisk bankového sektora (v mil. EUR)



Zdroj: NBS.
** Údaje za rok 2019 sú anualizované na základe údajov k septembru 2019 a priemerného podielu čistého zisku sektora k 3. a 4. štvrťroku za roky 2004 až 2018. ** Bankový odvod za rok 2019 je anualizovaný na základe údajov k septembru 2019.*

my úverov. To znamená, že v časoch negatívneho vývoja reálnej ekonomiky s vyššími nákladmi na kreditné riziko a tiež s poklesom dopytu aj ponuky úverov je možné očakávať výrazný pokles zisku bankového sektora.

Zvýšenie sadzby bankového odvodu a najmä jeho dlhodobé ponechanie môže mať negatívne následky na finančnú stabilitu aj na klientov bánk

Banky na Slovensku platia od roku 2012 tzv. bankový odvod. V súčasnosti je sadzba odvodu stanovená na 0,2 % ročne z celkových pasív, pričom by sa mal tento odvod platiť do konca roka 2020. Na základe vládneho návrhu by sa však sadzba bankového odvodu mala zvýšiť od roku 2020 na 0,4 %. Tento odvod má slúžiť na krytie nákladov spojených s riešením finančných kríz v bankovom sektore a na ochranu stability bankového sektora na Slovensku. Slovenské banky však v súčasnosti odvádzajú príspevky aj do jednotného fondu na riešenie krízových situácií (tzv. rezolučného fondu) v rámci jednotného mechanizmu riešenia krízových situácií. Znamená to, že bankový sektor tak v súčasnosti odvádza dva príspevky s podobným zámerom.

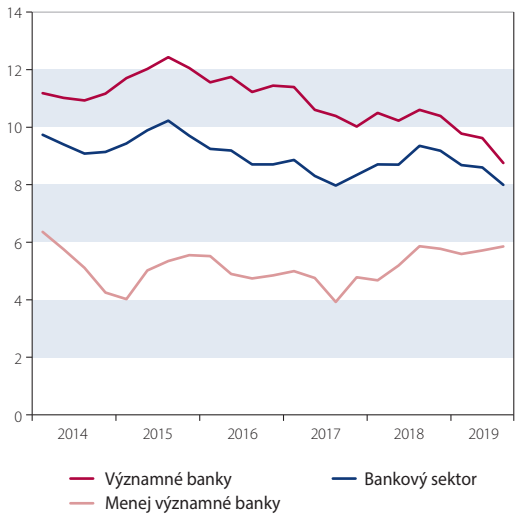
V roku 2018 predstavoval odvod takmer 17 % čistého zisku, pričom uvedené zvýšenie by znamenalo zníženie čistého zisku o 33 %. Odvod je zároveň naviazaný na objem pasív, čo znamená, že ho bude potrebné platiť aj v horších časoch, čo má výrazný procyklický charakter s ešte výraznejším dopadom na ziskovosť bánk. Ak by platila sadzba 0,4 % v krízovom roku 2009, bankový odvod by predstavoval až 200 % čistého zisku bankového sektora. Zisk tvorený bankami je pritom základným pilierom pre finančnú stabilitu. Menšia schopnosť generovania zisku by tak znamenala obmedzenú možnosť na zvyšovanie kapitálu, čo môže negatívne vplývať na odolnosť bánk v zlých časoch. Vzhľadom na výrazný dopad odvodu významne klesne atraktivita našich bánk v očiach zahraničných investorov. To môže viesť k poklesu investícií v bankovom sektore, čo sa negatívne prejaví na financovaní domácej ekonomiky, najmä podnikového sektora, ako aj v kvalite služieb pre klientov. Preto navrhované zvýšenie môže spôsobiť zásadnejšie štrukturálne zmeny v bankovom sektore.

Pokles ziskovosti bankového sektora sa premietol aj do vývoja výnosnosti kapitálu. Zároveň rastie citlivosť ziskovosti aj kapitálovej primeranosti na prípadné zhoršenie ekonomiky

Výnosnosť kapitálu k septembru 2019 medziročne poklesla z 9,3 % na 8,0 %. Pokles tohto ukazovateľa sa primárne týkal skupiny významných bánk. Z pohľadu bankovej únie ide stále o nadpriemernú ziskovosť, no rozdiel sa postupne zmenšuje. Výrazné zhoršenie však možno pozorovať pri porovnaní s regiónom strednej a východnej EÚ, kde je ziskovosť domáceho bankového sektora druhá najnižšia, pričom ešte do roku 2016 patril slovenský bankový sektor k najziskovejším v regióne. V dlhodobejšom horizonte sa tak môže znižovať atraktivita slovenských bánk z pohľadu ich materských skupín, čo môže vyústiť z ich strany do poklesu investícií.

Na druhej strane odolnosť bankového sektora posilnila rastúca kapitálová primeranosť bánk,

Graf 10 Ziskovosť medziročne poklesla, najmä v skupine významných bánk (výnosnosť kapitálu – ROE; v %)



Zdroj: NBS.
Poznámka: Graf nezahŕňa mimoriadne výnosy z predaja podielov spoločnosti VISA a z rozpustenia rezerv na súdne spory. Hodnota ROE bola vypočítaná ako podiel súčtu štvrťročných čistých ziskov/strát za obdobie jedného roka k hodnote vlastného imania.

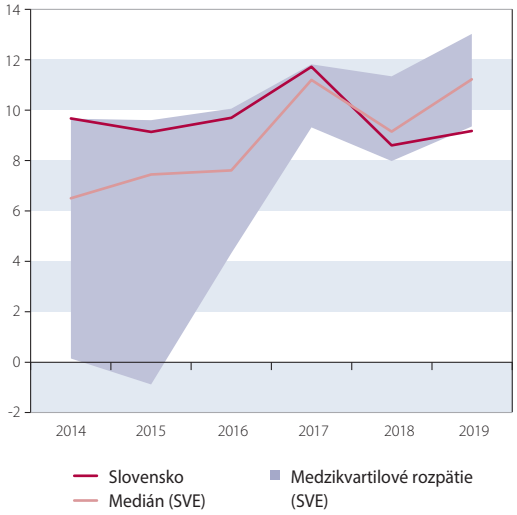
ktorá sa v priebehu prvého polroka 2019 zvýšila z 18,2 % na 18,4 %, najmä vďaka vyššiemu podielu ponechaného zisku. Vzhľadom na pretrvávajúcu kumuláciu rizík ide o pozitívnu skutočnosť. K posilneniu odolnosti prispievajú aj ďalšie významné charakteristiky slovenského bankového sektora, najmä jedna z najvyšších mier pokrytia zlyhaných úverov opravnými položkami a kolaterálom v rámci celej EÚ. Počas roka 2019 sa tiež zlepšila štruktúra financovania bánk v dôsledku zrýchlenia rastu vkladov a emisií krytých dlhopisov.

Pretrvávajúce prostredie prehrievania domácej ekonomiky však do istej miery cyklicky nadhodnocuje zisk aj kapitálovú primeranosť bánk. Ak by sa miera nákladov na kreditné riziko vrátila na úroveň roka 2014, zisk bánk by sa znížil takmer o tretinu. Navyše, ak by dlhodobá priemerná pravdepodobnosť zlyhania retailových úverov na bývanie zohľadnila aj absenciu obdobia výraznejších strát v tomto sektore (kríza v rokoch 2008 a 2009 nespôsobila zásadné straty v retailovom bankovníctve v domácich bankách, najmä z dôvodu menšieho objemu úverov domácnostiam), kapitálová primeranosť bánk by mohla klesnúť o 1,5 až 2 percentuálne body. Napriek istému spomaleniu sa zároveň dlhodobo kumulujú riziká spojené s prehlbujúcim sa nesúladom splatnosti aktív a pasív, ktoré sa môžu prejaviť v čase krízy spojenej so znížením stability vkladov.

Rizikám spojeným s prostredím nízkych úrokových sadzieb čelia aj ostatné sektory finančného systému

Prostredie nízkych úrokových sadzieb sa premietlo do nižšieho ako pôvodne očakávaného výnosu aktív, v dôsledku čoho sú poisťovne nútené dotvárať rezervy, čo negatívne vplýva na ich ziskovosť. Poistný sektor čelí aj ďalším legislatívnym a dlhodobým štrukturálnym rizikám. Segment neživotného poistenia je pod tlakom legislatívnych zmien v podobe novej dane, ktorá znižuje zisk a v niektorých segmentoch aj dopyt klientov, čo vplývalo na spomalenie rastu poistného. Tým sa ešte viac zvýrazňuje problém dlhodobej stratovosti poistenia áut. Významným štrukturálnym rizikom je, že veľkú časť vlastných zdrojov tvorí nestála zložka očakávaných ziskov z budúceho poistného, ktorá nedokáže efektívne pokryť prípadné náhle neočakávané straty. Hoci podiel tejto zložky mierne klesol, naďalej zostáva najvyšší v EÚ.

Graf 11 Pozícia slovenských bánk z hľadiska ziskovosti sa v rámci regiónu strednej a východnej EÚ zhoršuje (výnosnosť kapitálu – ROE; v %)



Zdroj: ECB, NBS.
Poznámka: Graf zahŕňa celkový zisk vrátane mimoriadnych výnosov (napr. predaj podielov spoločnosti VISA v r. 2016). SVE – stredná a východná EÚ okrem Slovenska.

Pre nízku výnosnosť aktív sa v prípade dôchodkových fondov v treťom pilieri a podielových fondov presúvajú investície do rizikovejších aktív. Na dosiahnutie rovnakého výnosu ako pred niekoľkými rokmi je dnes potrebné investovať do výrazne rizikovejších aktív. V portfóliách fondov sa preto dlhodobo zvyšuje vystavenie voči akciovému a úrokovému riziku. V časti tohto trhu, najmä vo viacerých podielových fondoch a fondoch tretieho piliera dôchodkového sporenia, súčasne rastie podiel investícií s horšou kreditnou kvalitou alebo bez ratingu. V podielových fondoch sa zároveň zvyšuje podiel investícií do menej likvidných aktív, napr. aktív spojených s financovaním nehnuteľností alebo finančných nástrojov neobchodovaných na burze. Hlavným rizikom je, do akej miery bude možné tieto aktíva speňažiť v prípade náhlych výberov prostriedkov z fondov. V súčasnosti toto riziko zmierňujú regulatórne požiadavky na minimálny objem likvidných aktív, ktoré fondy plnia s rezervou, ako aj požiadavky na pravidelné stresové testovanie likvidity fondov.

Vyhlásenie výsledkov súťaže o cenu guvernéra NBS

Guvernér NBS Peter Kažimír dňa 22. novembra 2019 udelil cenu guvernéra NBS autorom dvoch dizertačných prác a jednej diplomovej práce, predložených do súťaže v roku 2019.

Guvernér NBS udelil prvú cenu s odmenou 1500 € PhDr. Františkovi Čechovi, PhD., za dizertačnú prácu „Three Essays on Risk Modelling and Empirical Asset Pricing". Druhú cenu s odmenou 1000 € získala Ing. Erika Majzlíková, PhD., za dizertačnú prácu „Deindustrialization and its drivers: An input-output approach" a na treťom mieste s odmenou 500 € sa umiestnil Ing. Radoslav Tupý s diplomovou prácou „Nekonvenčná menová politika ECB a jej vplyv na ekonomiku eurozóny".

Guvernér Kažimír ocenil záujem študentov o náročné otázky hospodárskej politiky a ekonomickej teórie. Vyzdvihol, že na Slovensku je mnoho bystrých a pracovitých mladých ľudí, ktorí majú záujem o rozvoj ekonómie, a považuje si za česť privítať a oceniť tých najlepších z nich.

PhDr. František Čech, PhD., absolvoval Inštitút ekonomických štúdií Karlovej univerzity v Prahe, kde v súčasnosti naďalej pôsobí. Jeho dizertačná práca sa venuje oceňovaniu finančných aktív z teoretického aj praktického hľadiska. Navrhuje spôsoby, ako spresniť odhady výnosov aktív, ktoré následne aj prakticky aplikuje na termínované kontrakty z amerických a európskych trhov. P. Čech už raz bol ocenený v súťaži o cenu guvernéra NBS – v roku 2013 získal druhú cenu za diplomovú prácu Dynamic Portfolio Optimization During Financial Crisis Using Daily Data and High-frequency Data.

Ing. Erika Majzlíková, PhD., je absolventkou Národohospodárskej fakulty Ekonomickej univerzity a tiež zostala vedecky a pedagogicky pôsobiť na svojej domovskej fakulte aj po ukončení doktorandského štúdia. Jej dizertačná práca analyzuje príčiny poklesu zamestnanosti a pridanej hodnoty v priemysle, ako aj rozdiely v deindustrializačnom procese medzi rôznymi krajinami. Priemysel si aj napriek poklesu priemyslu na tvorbe pridanej hodnoty zachováva významný podiel na hospodárskom raste národných ekonomík. Outsourcing alebo automatizácia zdanlivo znižujú pridanú hodnotu priemyslu, keďže sa znižuje zamestnanosť v tradičných priemyselných podnikoch, ale tvorba pridanej hodnoty sa obvykle presúva do iných firiem v rámci ekonomiky. Offshoring a globalizácia však pomáhajú presunúť tvorbu pridanej hodnoty do niekoľkých rozvíjajúcich sa krajín.

Ing. Radoslav Tupý bol tiež študentom Národohospodárskej fakulty Ekonomickej univerzity. Jeho diplomová práca skúma, či kvantitatívne uvoľňovanie v Eurosystéme pomohlo zvýšiť infláciu v eurozóne smerom k cieľu ECB. Odhaduje, že kvantitatívne uvoľňovanie zvýšilo infláciu o približne 0,9 %, pričom najsilnejší efekt malo na začiatku programu.

Súťaž o cenu guvernéra NBS vyhlásila centrálna banka po siedmykrát. Do súťaže sa mohli zapojiť študenti vysokých škôl na Slovensku alebo aj slovenskí občania študujúci v zahraničí. V roku 2019 bolo možné prihlásiť práce obhájené v školskom roku 2018/2019, a to najmä dizertačné práce v oblasti menovej ekonómie, makroekonómie, finančnej ekonómie a finančnej stability, ktoré majú výnimočnú kvalitu a sú originálnym prínosom k vedeckému poznaniu. Práce vyhodnocovala odborná porota zložená zo zástupcov akademickej obce a Národnej banky Slovenska. V tomto roku do súťaže prihlásilo svoje práce osem študentov slovenských aj zahraničných univerzít.

Zdroj: Tlačová správa NBS.

Slávnostné udeľovanie ceny guvernéra NBS sa uskutočnilo na diskusnom podujatí s názvom Ako posunúť Slovensko do prvej ligy vo verejných financiách. Zľava: Radoslav Tupý, Erika Mjzlíková, František Čech, Peter Kažimír, guvernér NBS, a Martin Šuster, riaditeľ odboru výskumu NBS a predseda odbornej poroty.
Foto: Roman Benický

Three Essays on Risk Modelling and Empirical Asset Pricing[1]

František Čech
Institute of Economic Studies, Charles University

This dissertation consists of three papers that focus on risk modelling and empirical asset pricing. Specifically, the first paper contributes to the literature by providing a method of obtaining more efficient estimates and forecasts of covariance matrices. The second paper identifies common risk factors in panels of volatilities that drives the distribution of asset returns, and the third paper introduces basic quantile asset pricing equation with an application to factor pricing. All papers result from the natural collaboration with my supervisor Jozef Barunik who is also co-author of the papers. Therefore, in the rest of the text I stick to "we" when referring to the author. A short summary of the papers follows.

In **Chapter 1 On the modelling and forecasting multivariate realized volatility: Genenerialized Heterogeneous Autoregressive (GEAR) model,** we introduce a multivariate extension of the popular Heterogeneous Autoregressive model. This paper is published in Journal of Forecasting (Cech and Barunik, 2017).

Volatility modeling and forecasting are key issues in the area of financial econometrics. In empirical work, researchers and practitioners often study stock market data and find dependencies in the second moment of these data. As shown by Engle (1982), Bollerslev (1986), Nelson (1991) and many others, volatility of financial time series is anything but constant. To deal with this problem, a new family of parametric univariate conditionally heteroscedastic models represented by the Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity (GARCH) was developed in the eighties and nineties.

While the search for more accurate volatility models has been the focal point of many researchers, interdependencies among assets and subsequent comovements are of great importance in practice (e.g., asset allocation, portfolio management, risk management, etc.). The natural extension of the family of volatility models is to model the whole covariance structure of the given assets. This gives rise to the development of the multivariate GARCH models. Although the transition from univariate to multivariate GARCH models might seem to be straightforward, it possesses several challenges. Multivariate volatility modeling nowadays offers numerous research opportunities in the form of extension to, or innovation of, current methodologies; as well as developing techniques for solving drawbacks of current approaches (e.g., reduction of dimensionality). Our research contributes to these efforts by introducing a generalization of Heterogeneous Autoregressive (HAR) Model of Corsi (2009).

Increased availability of high-frequency data in the last decade resulted in the development of the new non-parametric approach of treating volatility. In particular, model-free estimator of Realized Volatility in Andersen et al. (2001) makes volatility observable. Theoretical properties of this estimator have been further studied in Andersen et al. (2003) and Barndorff-Nielsen and Shephard (2004). Barndorff-Nielsen and Shephard (2004) moreover introduce the concept of Realized Covariation, which is a multivariate extension of Realized Volatility. Market microstructure noise can significantly affect Realized Covariance estimates resulting in not positive semi-definite matrices. A solution to this problem is offered by Barndorff-Nielsen et al. (2011) and their Multivariate Realized Kernels estimator that guarantees the positive semi-definiteness of the covariance matrix.

All the realized measures, univariate or multivariate, are ex-post measures of return (co)variation. These measures need to be further modeled, so they are of some practical use. The research devoted to entire covariance structure modelling is ongoing and growing. Part of the researchers makes use of variants of the Wishart distribution to model the structure of the realized covariances (Gouriieroux et al., 2009; Bonato, 2009; Bonato et al., 2013; Jin and Maheu, 2013). Another stream of researchers decompose realized covariance matrices by matrix exponential-logarithm transformation or Cholesky decomposition and use standard time-series techniques afterwards (Bauer and Vorkink, 2011; Chiriac and Voev, 2011). The advantage of the decomposition approach is a guarantee of the positive-semidefiniteness of the covariance matrix forecasts. Our work contributes to the literature by introducing Generalized Heterogeneous Autoregressive Model (GHAR), a multivariate extension of the popular HAR Model intended for covariance matrix modelling and forecasting.

In our work, we stick to the covariance decomposition stream of literature. Specifically, we model Cholesky factors of the realized covariance matrices as a system of the seemingly unrelated heterogeneous autoregressions. Motivation to

1 *This article is a summary of a dissertation entitled Three Essays on Risk Modelling and Empirical Asset Pricing. The dissertation was granted first place in the NBS Governor's Award for an outstanding dissertation thesis or diploma thesis in the area of monetary economics, macroeconomics, or financial economics.*

build a system of the seemingly unrelated regression (Zellner, 1962) over HAR is the contemporaneous correlation in the residuals of the simple HAR model. The advantage of this approach is that we estimate a multivariate HAR model, which will capture the separate dynamics of the variances and covariances, but also possible common structure. Moreover, it will also yield more efficient estimates – the error terms from simple HAR are heteroscedastic (Corsi et al., 2008), which makes the coefficient estimates less efficient. Furthermore, when there is no information about dependence between equations left in the residuals estimator will converge to a simple Ordinary Least Squares (OLS) estimates, as the diagonal weighting matrix in generalized regression will reduce the estimates to OLS. Therefore, using generalized least squares, we capture dependencies hidden in the residuals delivering more efficient estimates.

In the empirical application, we study portfolios consisting of five, ten and fifteen highly liquid stocks from New York Stock Exchange, e.g. Apple Inc. (AAPL), Exxon Mobile Corp. (XOM), Google Inc. (GOOG)etc.. We begin our analysis with the one-step-ahead forecasts for the portfolio consisting of five stocks, whereas we leave portfolios of ten and fifteen stocks and also five- and ten-step ahead forecasts as a robustness check showing that the proposed methodology also works well at larger dimensions and different forecasting horizons. Our dataset consists of tick data and covers the period of Global Financial Crisis, i.e. July, 1 2005 to January, 3 2012 with 1623 trading days. As it is standard in the literature we explicitly exclude weekends and bank holidays (New Year's Day, Independence Day, Thanksgiving Day, Christmas) to ensure sufficient liquidity. From the tick data, we calculate realized covariance matrices using Multivariate Realized Kernels estimator at one-minute frequency, Realized Covariance at one and five-minute frequencies and Sub-Sampled Realized Covariance at five, ten, fifteen and twenty minute frequency. Moreover, we calculate also open-close daily returns. The model estimation and forecasting exercise are carried out using rolling window estimation with a fixed length of 750 days, i.e. three years.

We compare the performance of the GHAR against two covariance based benchmark models (HAR, Vector ARFIMA (Chiriac and Voev, 2011)), and two return based benchmarks (Dynamic Conditional Correlation GARCH (Engle, 2002), RiskMetrics (Longerstaey and Spencer, 1996)) primarily according to economic criteria, i.e. Mean-Variance efficient portfolio of Markowitz (1952) and Global Minimum Variance Portfolio (GMVP) using cumulative and annualized risk. The rationale behind is the importance of well-conditioned and invertible forecasts rather than focusing on unbiasedness, as an unbiased forecast does not necessarily translate into an unbiased inverse (Bauwens et al., 2012). As a robustness check we also provide a ranking of the models based on the Root Mean Squared Error (RMSE) loss functions based on the Frobenius norm and to test the significant differences of competing models, we use the Model Confidence Set (MCS) methodology of Hansen et al. (2011). The MCS procedure sequentially eliminates the worst-performing model from the full set of competing models when the null about the same forecasting performance is rejected.

Overall, the results of our analysis suggest that GHAR provides more precise and more efficient covariance matrix forecasts and they translates to economic gains directly. Specifically, in the one-step-ahead forecasting exercise using portfolio of five stocks, the GHAR shows the best performance according to all economic criteria, i.e. GHAR achieves the best risk-return trade-off in Markowitz optimization, and has the lowest risk according to both cumulative and annualized versions of GMVP. The robustness check, the portfolio of ten/fifteen stocks and five/ten-step-ahead forecasts qualitatively match our previous findings. Moreover, we document the economic benefit of estimating the realized covariance with more efficient multivariate realized kernel and sub-sampled realized covariance estimators using ten to twenty minutes sub-sampling. In the statistical comparison, we obtain a bit mixed results. While in the one-step-ahead forecasts GHAR always belongs to MCS in case of the portfolio of five and ten stocks, it is in MSC only when 5-minutes RCOV is used in case of fifteen stocks portfolio. For the forecasting horizon of five/ten days results do not change substantially. The only notable difference is absence of GHAR in MCS in the case of ten-step ahead forecasts of portfolio consisting of fifteen stocks. We address unambiguous results of the statistical evaluation to a problem of selecting the "correct" proxy for unobservable "true" covariance matrix.

In **Chapter 2 Measurement of Common Risk Factors in Tails: A Panel Quantile Regression Model for Returns**, we introduce an innovative approach of modelling commonalities in the quantiles of future returns using information from panels of realized measures. The earlier version of the paper was published in Institute of Economic Studies Working Paper series as *IES Working Paper 20/2017* and current status of the paper is *revise & resubmit* in the *Journal of Financial Markets*.

During the last two decades, global financial markets were hit by several crises. The most well-known and important ones are Dot-com Bubble and the Global Financial Crisis of 2007-2012 that includes Icelandic financial crisis and European sovereign debt crisis. The aftermath of these events highlights the necessity of proper risk identification and mitigation. The need for accurate risk measures is important not only from the regulatory point of view to prevent a future crisis but is also crucial for many applications within portfolio and risk management. Recently, the increased availability of high-frequency data resulted in the development of the more accu-

rate volatility estimators commonly referred as Realized Measures. Whether is original Realized Volatility (Andersen et al., 2001), Realized Semi-variance (Barndorff-Nielsen et al., 2010), for which the sign of the price change matters, or the adjusted Bi-Power Variation (Andersen et al., 2011) that is robust to jumps in the prices and the certain types of microstructure noise, all these realized measures help us to understand the nature of the data, identify sources and potentially predict the risk.

Although volatility forecasting is essential for many financial applications, it does not help us to specify the conditional distribution of future returns. The classical portfolio theory rather concentrates on the risk-return relationship that has a long history and is well documented. For example in the Capital Asset Pricing Model, the risk of the asset is measured by the covariance between asset return and market return. Market return is just one of the many possible factors affecting an asset's risk. Among other factors, the volatility of the asset plays an essential role in explaining expected returns.

The classical asset pricing moreover assumes an economic agent maximizing expected utility. However, the expected utility framework might be too restrictive to describe the real/actual behavior of the economic agents. Recent studies thus assume agents to maximize their quantile utilities, e.g. de Castro and Galvao (2018).

In finance, the Conditional Autoregressive Value-at-Risk (CAViaR) model of Engle and Manganelli (2004) is one of the first examples that focus on the estimation of quantiles of various asset returns, Baur et al. (2012) use quantile autoregressions to study conditional return distributions and Cappiello et al. (2014) detects comovement between random variables with time-varying quantile regression. The work of Zikes and Barunik (2016), who combine the quantile regression framework (Koenker and Bassett Jr, 1978) with realized volatility, is another important example in this field. In their work, it has been shown that various realized measures are useful in forecasting quantiles of future returns without making assumptions about underlying conditional distributions.

While Zikes and Barunik (2016) provided an important link between future quantiles of return distribution and its past/ex-ante variation, they concentrate on the univariate time series. Effective risk diversification techniques work not only with the single conditional asset return distribution, but require a deeper knowledge of the dependencies in the joint distributions. In the standard mean-regression framework, Bollerslev et al. (2016) show that realized volatility of the financial time series share many commonalities. In the quantile regression set-up, however, there is no similar study that will try to uncover information captured in the panels of volatility series. To the best of our knowledge, there is no study dealing with estimates of conditional distribution of return series in a multivariate setting that explores ex-post information in volatility.

In this paper, we contribute to the literature by introducing a Panel Quantile Regression Model for Returns – we propose to model the panel of assets returns via its past and/or ex-ante volatility using panel quantile regression techniques. This approach allows us to exploit common factors in volatility series that directly affect quantiles of return series. Moreover, we can control for otherwise unobserved heterogeneity among financial assets. Furthermore, using the fixed effects estimator, we can disentangle overall market risk into the systematic part and idiosyncratic risks. In a sense, we revisit a large literature connecting volatility with the cross-section of returns we model tail events of the conditional distributions via volatility.

In the empirical application, we show that the newly proposed model delivers more accurate estimates than benchmark methods using various data-sets. The gain in accuracy translates into better forecasting performance of Panel Quantile Regression Model for Returns. We test the performance of our model in a portfolio Value-at-Risk forecasting exercise where we concentrate on the statistical and economic evaluation. In the statistical comparison, we distinguish between the absolute and relative performance of the given model. The absolute performance in our work is assessed by the so-called CAViaR test of Berkowitz et al. (2011) and tests whether the model is dynamically correctly specified. For the relative performance, we employ a standard Diebold-Mariano test and we pair-wise compare all the competing models. In the economic comparison, we study Global Minimum Value-at-Risk Portfolio (GMVaRP) and the Markowitz like efficient frontiers of the Value-at-Risk – Return trade-off. The economic and relative statistical performance is tested against three benchmark models – RiskMetrics (Longerstaey and Spencer, 1996) and two versions of Univariate Quantile Regression Model for Returns (Zikes and Barunik, 2016).

Our analysis starts with the well-behaved simulated data from Monte-Carlo experiments. Specifically, we simulate 29 continuous price process series using four error distributions – Multivariate normal/fat-tailed Student-t distributions both with the given correlation structure obtained from the stock market data and Univariate normal/fat-tailed Student-t distributions. In total, we run 500 simulations for each error distribution and in each simulation step we use rolling window estimation with a length of 1000 observations. The results of the Monte-Carlo simulation study shows that our model is dynamically well specified and outperforms all the benchmarks in direct statistical comparison when we use more heterogeneous data generated from the univariate error distributions.

Next, we analyze 29 highly liquid stocks such as Apple Inc. (AAPL), Amazon.com, Inc. (AMZN), Bank of America Corp (BAC), Comcast Corpora-

tion (CMCSA), Cisco Systems, Inc. (CSCO) etc. from the New York Stock Exchange during the period July 1, 2005, to December 31, 2015. In the empirical analysis, we hypothesise that quantile of open-close returns depends on the various ex-post risk measures calculated from the tick data, i.e. Realized Variance, Realized Semivariances and Realized Bi-Power Variation. For the portfolio Value-at-Risk construction we also proxy the covariance structure by the Realized Covariance estimates. Similar to simulation study we use rolling window estimation procedure with the same window length (1000 days) for the estimation and forecasting purposes. In the in-sample analysis, we document unobserved heterogeneity in far quantiles that needs to be controlled. Moreover, all the risk measures show the asymmetric impact on the quantiles of returns, e.g. impact is higher in the bellow median quantiles. In the out-of-sample forecasting exercise, we have found that all the panel quantile regression models are dynamically correctly specified. Importantly, the panel quantile regressions consistently outperform the benchmarks in various quantiles and they are not outperformed by any of the benchmarks. From the economic point of view, newly proposed modeling strategy performs best in all but median quantiles according to GMVaRP criteria and provide us with the best Value-at-Risk – Return trade-off.

Our next step was the analysis of the common exogenous risk factor in tails of the returns distribution. We have selected ex-ante measure of the market uncertainty, widely used VIX Index which measures the expectations about the 30-day market volatility, as the exogenous factor. Results of the analysis confirm that VIX carries an important part of the information about risk that is not fully captured by any of the realized measures. Moreover, by controlling for the unobserved heterogeneity and idiosyncratic volatility, VIX proves to be a strong common factor driving the tails of the return distributions. Our findings also hold in the economic comparison where panel quantile regression model with VIX achieves the best performance using both evaluation criteria.

In the last section of the paper, we test the robustness of our previous findings using high dimensional portfolio (496 assets) consisting of the constituents of the S&P 500 index. We found that the VIX Index plays an important role in the high-dimensional application and that anticipation of the future market volatility translates directly to the conditional distribution of future returns.

Overall, the results of our analysis suggest that the Panel Quantile Regression Model for Returns is dynamically correctly specified. Moreover, it dominates benchmark models in the economically important quantiles (5%,10% or 95%) and we find that none of the benchmark models is able to outperform our model consistently. Furthermore, the Panel Quantile Regression Model for Returns provides us with direct economic gains according to both economic evaluation criteria.

In **Chapter 3 Dynamic Quantile Model for Bond Pricing**, we concentrate on the quantile pricing of bond future contracts.

In this work, we study the bond pricing in the tails of the returns distributions. As opposed to classical asset pricing (Sharpe, 1964; Lintner, 1965; Merton, 1973; Ross, 1976), we make a step forward and move from the expected utility set-up to quantile preferences. This transition allows us to study asset pricing given the economic agents differing in their level of risk aversion. In particular, we build on work of de Castro and Galvao (2018) who derive quantile Euler equation using properties of quantile preferences as defined in Manski (1988) and Rostek (2010). We also utilize the advantages of quantile preferences such as robustness to fat tails and the ability to capture heterogeneity through the quantiles. We further extend the results of de Castro and Galvao (2018) into a stochastic discount factor representation of the quantile asset pricing equation and present a link to the factor models.

In the empirical application, we focus on quantile pricing of the two, five, ten and thirty years US and German government bond futures contracts from the Chicago Board of Trade and the EUREX exchanges. The US Treasuries dataset consists of the individual assets tick prices from the period July 1, 2003, to November 30, 2017 during regular trading hours – Sunday to Friday, 5:00 p.m. – 4:00 p.m. Chicago Time. We further consider selected maturities of US forward rates estimates to play an important role in the bond pricing as it is common in the literature, e.g. Cochrane and Piazzesi (2005). These data are obtained from the dataset of Gurkaynak et al. (2007) where the detailed estimation procedure of data creation is described. In the case of German treasury futures, we are working with tick prices from the period October 1, 2005, to November 30, 2017 during standard trading hours – Monday to Friday, 8:00 a.m. – 10:00 p.m. Central European Time. To ensure sufficient liquidity, we explicitly exclude public holidays and days with less than 5 hours of trading. From the raw tick data, we extract 5 minutes prices, and we calculate open-close returns, Realized Volatility (Andersen et al., 2003) and Realized Semi-variance (Barndorff-Nielsen et al., 2010).

For estimation purposes, we adopt recently developed smoothed (Generalized) Method of Moments quantile estimator of de Castro et al. (2018) and the quantile regression of Koenker and Bassett Jr (1978). First, we study single-factor-model with Realized Volatility being the risk factor. In this set-up, we illustrate the proximity of the GMM quantile estimator and the standard quantile regression. Second, relying on the similarity of both methods we study multi-factor-model where we rely solely on the quantile regression approach since the implementation of multiple moment conditions in quantiles is not trivial and is subject to further research. We consider two multi-factor specifications in our work. In the first specification positive and negative Realized Semivariance

serve as a risk factor. The second specification is motivated by the Cochrane and Piazzesi (2005) and we consider two to five years forward rates.

Results of our analysis demonstrate a significant influence of the Realized Volatility on the quantiles of the treasury returns. In both US and German treasuries, we obtain qualitatively similar results using both GMM and quantile regression estimators. Quantitatively, however, results differ a bit and we attribute these differences to lower liquidity of the German treasuries. When we concentrate on the comparison of GMM and quantile regression we again obtain qualitatively and also quantitatively similar results. Specifically, the majority of the GMM coefficients estimates lies almost always in the 95% confidence intervals of the quantile regression and vice versa. Interestingly, while in German treasuries quantile regression in almost all quantiles underestimates the influence of the Realized Volatility compared to GMM estimates, in the US Treasuries, GMM and quantile regression estimates intersect frequently, and there is no clear under/overestimation pattern.

In the multi-factor model, our results depend heavily on the factors used for analysis. In case Realized Semivariances are considered being risk factors results of our analysis share many commonalities with single-factor models, e.g. coefficient estimates for quantiles below/above the median have negative/positive signs, the majority of coefficients are statistically significant. Besides similarities, we also document a unique influence of semi-variances. In the US Treasuries case, negative semivariance influence lower quantiles relatively more than the upper quantiles while the opposite is true for positive semivariance. Moreover, in the upper quantiles, positive semivariance dominates negative semivariance whereas in the lower quantiles the results are mixed. In contrast, the influence of Realized Semivariances on the quantiles of German government bonds returns is more symmetric and German treasuries look more homogeneous as the coefficient estimates closer to each other.

In the last part of the paper, we study the multi-factor model when forward rates serve as the risk factors. In this part, we concentrate on the US Treasuries only since the data for the German market are not available at the desired (daily) frequency. Our analysis shows that forward rates carry very limited information about bond returns distributions. Specifically, for all the treasuries and all the forward rates, the vast majority of the estimates is statistically insignificant. Hence, the risk-averse investor optimizing quantiles bellow median finds forward rates of limited use since their coefficients are not statistically different from zero. The only exception where a risk-loving investor might consider forward rates to be valid risk factors is the shortest maturity treasury where selected forward rates show partial explanatory power in the upper quantiles of the bond returns distribution.

Selective list of references:

Andersen, T. G., T. Bollerslev, F. X. Diebold, and H. Ebens (2001). The distribution of realized stock return volatility. *Journal of Financial Economics 61*(1), 43-76.

Andersen, T. G., T. Bollerslev, F. X. Diebold, and P. Labys (2003). Modeling and forecasting realized volatility. *Econometrica 71*(2), 579-625.

Andersen, T. G., T. Bollerslev, and X. Huang (2011). A reduced form framework for modeling volatility of speculative prices based on realized variation measures. *Journal of Econometrics 160*(1), 176-189.

Barndorff-Nielsen, O. E., P. R. Hansen, A. Lunde, and N. Shephard (2011). Multivariate realised kernels: consistent positive semi-definite estimators of the covariation of equity prices with noise and non-synchronous trading. *Journal of Econometrics 162*(2), 149169.

Barndorff-Nielsen, O. E., S. Kinnebrock, and N. Shephard (2010). Measuring downside risk-realised semivariance. *Volatility and Time Series Econometrics: Essays in Honor of Robert Engle.*

Barndorff-Nielsen, O. E. and N. Shephard (2004). Econometric analysis of realized covariation: High frequency based covariance, regression, and correlation in financial economics. *Econometrica 72*(3), 885-925.

Bauer, G. H. and K. Vorkink (2011). Forecasting multivariate realized stock market volatility. *Journal ofEconometrics 160*(1), 93-101.

Baur, D. G., T. Dimpfl, and R. C. Jung (2012). Stock return autocorrelations revisited: A quantile regression approach. *Journal of Empirical Finance 19*(2), 254-265.

Bauwens, L., C. M. Hafner, and S. Laurent (2012). *Handbook of volatility models and their applications,* Volume 3. John Wiley & Sons.

Berkowitz, J., P. Christoffersen, and D. Pelletier (2011). Evaluating value-at-risk models with desk-level data. *Management Science 57*(12), 2213-2227.

Bollerslev, T. (1986). Generalized autoregressive conditional heteroskedasticity. *Journal of Econometrics 31*(3), 307-327.

Bollerslev, T., B. Hood, J. Huss, and L. H. Pedersen (2016). Risk everywhere: Modeling and managing volatility. *Available at SSRN 2722591.*

Bonato, M. (2009). Estimating the degrees of freedom of the realized volatility wishart autoregressive model. *Available at SSRN 1357044.*

Bonato, M., M. Caporin, and A. Ranaldo (2013). Risk spillovers in international equity portfolios. *Journal ofEmpirical Finance 24,* 121-137.

Cappiello, L., B. Gerard, A. Kadareja, and S. Manganelli (2014). Measuring comovements by regression quantiles. *Journal of Financial Econometrics 12*(4), 645-678.

Cech, F. and J. Barunik (2017). On the modelling and forecasting of multivariate realized volatility: generalized heterogeneous autoregressive (ghar) model. *Journal of Forecasting 36*(2), 181-206.

Chiriac, R. and V. Voev (2011). Modelling and forecasting multivariate realized volatility. *Journal of Applied Econometrics 26*(6), 922-947.

Cochrane, J. H. and M. Piazzesi (2005). Bond risk premia. *American Economic Review 95*(1), 138-160.
Corsi, F. (2009). A simple approximate long-memory model of realized volatility. *Journal of Financial Econometrics 7*(2), 174-196.
Corsi, F., S. Mittnik, C. Pigorsch, and U. Pigorsch (2008). The volatility of realized volatility. *Econometric Reviews 27*(1-3), 46-78.
de Castro, L., A. F. Galvao, D. M. Kaplan, and X. Liu (2018). Smoothed GMM for quantile models. Working paper, available at https://faculty.missouri.edu/~kaplandm.
de Castro, L. I. and A. F. Galvao (2018). Dynamic quantile models of rational behavior.
Engle, R. (2002). Dynamic conditional correlation: A simple class of multivariate generalized autoregressive conditional heteroskedasticity models. *Journal of Business & Economic Statistics 20*(3), 339-350.
Engle, R. F. (1982). Autoregressive conditional heteroscedasticity with estimates of the variance of united kingdom inflation. *Econometrica*, 987-1007.
Engle, R. F. and S. Manganelli (2004). Caviar: Conditional autoregressive value at risk by regression quantiles. *Journal of Business & Economic Statistics 22*(4), 367-381.
Gourieroux, C., J. Jasiak, and R. Sufana (2009). The wishart autoregressive process of multivariate stochastic volatility. *Journal of Econometrics 150*(2), 167-181.
Gurkaynak, R. S., B. Sack, and J. H. Wright (2007). The us treasury yield curve: 1961 to the present. *Journal of Monetary Economics 54*(8), 2291-2304.
Hansen, P. R., A. Lunde, and J. M. Nason (2011). The model confidence set. *Econometrica 79*(2), 453-497.
Jin, X. and J. M. Maheu (2013). Modeling realized covariances and returns. *Journal of Financial Econometrics 11*(2), 335-369.
Koenker, R. and G. Bassett Jr (1978). Regression quantiles. *Econometrica 46*(1), 33-50.
Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *Review ofEconomics and Statistics,* 13-37.
Longerstaey, J. and M. Spencer (1996). RiskMetricsTM – technical document. *Morgan Guaranty Trust Company of New York: New York.*
Manski, C. F. (1988). Ordinal utility models of decision making under uncertainty. *Theory and Decision 25*(1), 79-104.
Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance 7*(1), 77-91. Merton, R. C. (1973). An intertemporal capital asset pricing model. *Econometrica 41*(5), 867-887.
Nelson, D. B. (1991). Conditional heteroskedasticity in asset returns: A new approach. *Econometrica 59*(2), 347-370.
Ross, S. (1976). The arbitrage theory of capital asset pricing. *Journal of Economic Theory 13*(3), 341-360.
Rostek, M. (2010). Quantile maximization in decision theory. *Review of Economic Studies 77*(1), 339-371.
Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal ofFinance 19*(3), 425-442.
Zellner, A. (1962). An efficient method of estimating seemingly unrelated regressions and tests for aggregation bias. *Journal of the American Statistical Association 57*(298), 348-368.
Zikes, F. and J. Barunik (2016). Semi-parametric conditional quantile models for financial returns and realized volatility. *Journal of Financial Econometrics 14*(1), 185-226.

Drivers of Deindustrialisation: An Input-Output Approach[1]

Erika Majzlíková
Department of Economic Policy, University of Economics in Bratislava

Introduction

In recent years, deindustrialisation has been documented in many economies on national levels. This trend is characterised by the decreasing share of value added and employment in manufacturing in the economies' total values. What is intriguing is that this phenomenon goes far beyond the advanced post-industrial countries. Since manufacturing is well recognised as a key industry for economic development and job creation, and for its ability to attract investments and transfer innovation, premature deindustrialisation could be harmful for developing economies. Moreover, the major importance of manufacturing lies in its indirect effects generated in other industries. Most of the advanced economies reached their peak in industrialisation in the 1960s or 1970s, while the developing world started to deindustrialise in the early 1990s, but at lower levels of income compared to early industrialisers. Therefore, the main aim was to examine the current trend of the so-called deindustrialisation and find out for which countries it is relevant, to what extent it is present, why it is happening in the first place and what drives this process. Next, there is an indication that approaching this phenomenon from the global perspective might reveal different results. Due to the limited scope of the paper, we predominantly focus on the drivers of deindustrialisation in major developed (G7) countries revealed by the consumption expenditures approach. In the conclusion, we briefly summarise the results based on other methods used in the thesis, namely structural decomposition analysis and panel regression.

Methodology and Data

In order to analyse the real magnitude and drivers of deindustrialisation, we use the consumption expenditures approach in the context of internationally fragmented production structures, which is based on an inter-country input-output analysis.[2] This approach considers all activities contributing to the completion of manufacturing production at the various stages, either in the domestic economy or abroad. For instance, to assemble a car in Slovakia and to sell it to a consumer in Germany requires a lot of activities within the automotive industry in Slovakia. Indirectly, this activity also generates production in other sectors that participate in the supply chain by producing individual parts and modules for cars and in the production of other intermediate products. Moreover, to increase efficiency, many companies today focus on the core business activities, and outsource supplementary production and service activities to other specialised enterprises. In this way, manufacturers outsource accounting, legal, and other administrative activities. In many cases, these jobs are still present in the economy, but are not accounted for in manufacturing and participate in the final delivery of cars or other commodities to consumers only indirectly. Thus, the importance of manufacturing (and any other industry) is given by its direct and indirect effects induced by the final demand for its commodities, which implies that the observed deindustrialisation measured by direct statistics underestimates the true importance of manufacturing for the economy. The consumption expenditures approach addresses these issues explicitly. It allows us to assign the data from the industrial base to final demand commodities that induced their production directly or indirectly. This is known as the subsystem approach. To study the trend of deindustrialisation, it was first introduced by Montresor and Vittucci Marzetti (2010), but only in the context of national input-output tables. Therefore, it could capture the effects of outsourcing on the observed deindustrialisation, but could not reveal the extent of offshoring, i.e. re-allocation of production activities across borders. Next, Peneder and Streicher (2018), who used the inter-regional input-output approach for the analysis of deindustrialisation, inspired us in many ways. However, they used the so-called consumption value added approach, which does not account for outsourcing as a misreported driver of the observed deindustrialisation and it does not fully account for offshoring as an important driver of deindustrialisation in many countries. It reveals only the share of manufacturing in the value added that originates in domestic final expenditures for either manufactured or non-manufactured goods, so their analysis brings new insights into the determinants of the observed deindustrialisation.

Our aim is to analyse the importance of manufacturing from a truly global perspective, so we use the final consumption expenditures approach that allows us to consistently analyse the role of outsourcing, offshoring and changes in the final demand, in its development.

Definition of key variables

In our analysis, we focus on the magnitude and drivers of deindustrialisation in major developed

1 *This article is a summary of a dissertation entitled Drivers of deindustrialisation: An input-output approach. The dissertation was granted second place in the NBS Governor's Award for an outstanding dissertation thesis or diploma thesis in the area of monetary economics, macroeconomics, or financial economics.*

2 *For a detailed description of the methodology, see Miller and Blair (2009) and the thesis (Stracová, 2019).*

(G7) countries. Therefore, we explain the definition of the key variables for the case of this group of countries. A more technical and formal explanation is provided in the thesis (Stracová, 2019). We construct a set of tables (matrices) that show the value added and employment generated domestically or abroad in a full set of industries by the final demand for each particular commodity. For example, we measure the overall value added and employment generated by the final demand for manufacturing products from G7 countries. By overall effects we refer to value added and employment generated (i) within manufacturing in G7 countries; (ii) in other industries in G7 countries; (iii) and in other industries abroad. We define (i) as *insourcing* because it represents the value added generated within manufacturing in G7 countries, induced by the final demand for manufacturing products from G7 countries; (ii) stands for *outsourcing*, which we define as value added generated in industries outside manufacturing in G7 countries by the final demand for manufacturing products from G7 countries. The last term, (iii), measures the extent of *offshoring* because it shows the value added generated by the final demand for manufacturing products from G7 countries abroad. Later, we analyse the overall impact on value added and employment as well as their shares on the total numbers.

In a situation of internationally fragmented production structures, countries can also benefit from the participation in manufacturing subsystems of other regions. This is especially relevant in a situation of rising final demand for manufacturing products in fast-growing countries. Therefore, we analyse the participation of G7 countries in the final demand for manufacturing products abroad in a similar way. To sum up, our approach allows us to reveal the value added and employment generated in G7 countries (within or outside manufacturing) by the final demand for manufacturing products in China and the rest of the world (RoW). We explicitly say that the value added generated within manufacturing in G7 countries originates in the final demand for manufacturing products in G7 countries, the final demand for other commodities in G7 countries, the final demand for manufacturing products abroad, or in the final demand for other commodities abroad.

Data

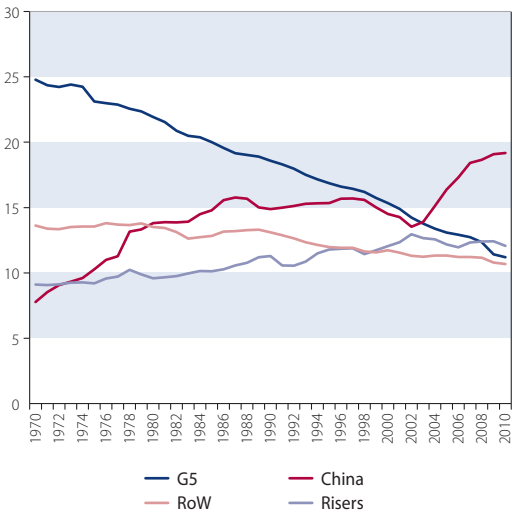
The analysis is based on data from the World Input-Output Database (Timmer et al, 2015). The new release, an update of the World Input-Output Database (WIOD) from 2016, features data from 2000 to 2014. They are available for 43 countries (28 EU countries and 15 other major economies) which together represent more than 85% of the world GDP (at current exchange rates). Moreover, the new release includes data on 56 industries and products (compared to 35 in the 2013 WIOD release), structured according to the recent industry and product classification, i.e. ISIC Rev. 4 or equivalently NACE Rev. 2. All data are expressed in current prices and together cover the overall economy. For determining the beginning of deindustrialisation, we used the GGDC 10-Sector Database, which provides a long-term internationally comparable dataset on value added or persons employed for 10 broad sectors (Timmer and Vries, 2015).

Main Results

Observed deindustrialisation

As mentioned before, deindustrialisation is most frequently described as a falling share of value added and employment in manufacturing in the total GDP and employment, respectively. However, there is no clear-cut answer on the question when exactly this process started. In fact, it varies across different country groups and in some cases among individual countries as well. Most of the advanced economies moved to a new, post-industrial era already some decades ago. It is mostly visible when looking at the employment shares. Most of these countries reached their peaks in manufacturing employment in the 1950s or 1960s. For instance, in the case of the United States, the share of persons employed in industry reached the turning point way before 1950. The peak in industry employment in the United Kingdom was reached in the mid-1950s. The story is very similar for the rest of the G7 countries. We can also observe that this decline was almost perfectly compensated by the increasing employment in services. The scenario is quite similar for developed economies. These countries reached the maximum relative employment in manufacturing during the 1960s and 1970s. Again, the loss of manufacturing jobs was more than compensated by the growing number of jobs in services. For instance, in Spain, the share decreased from almost 30% in 1956 to 20% in 2011.

Figure 1 Domestic manufacturing employment shares, share of total domestic employment (in %)



Source: Author's calculations based on the GGDC data (Timmer et al., 2015).

The picture is somewhat different when looking at the group of developing countries. It is very difficult to determine the exact beginning of the deindustrialisation process for the whole group. Most of the countries reached the peak in the 1980s or early 1990s. However, we observe a different trend when looking at Asian countries. Many of them (most notably China and India, but also Indonesia, Korea, and Taiwan) were able to avoid the process of deindustrialisation and even to bring in new manufacturing jobs. This could be closely connected to the fact that Asian countries have a comparative advantage in manufacturing. This can also serve as an evidence for the relocation of some manufacturing activities from the richer parts of the world such as the United States or Europe into Asia, particularly to China. Manufacturing performance is even stronger here than would be expected considering its income and demography (Rodrik, 2016). Moreover, it seems that activities in manufacturing are closely related to services, since their trajectories of development are quite coordinated.

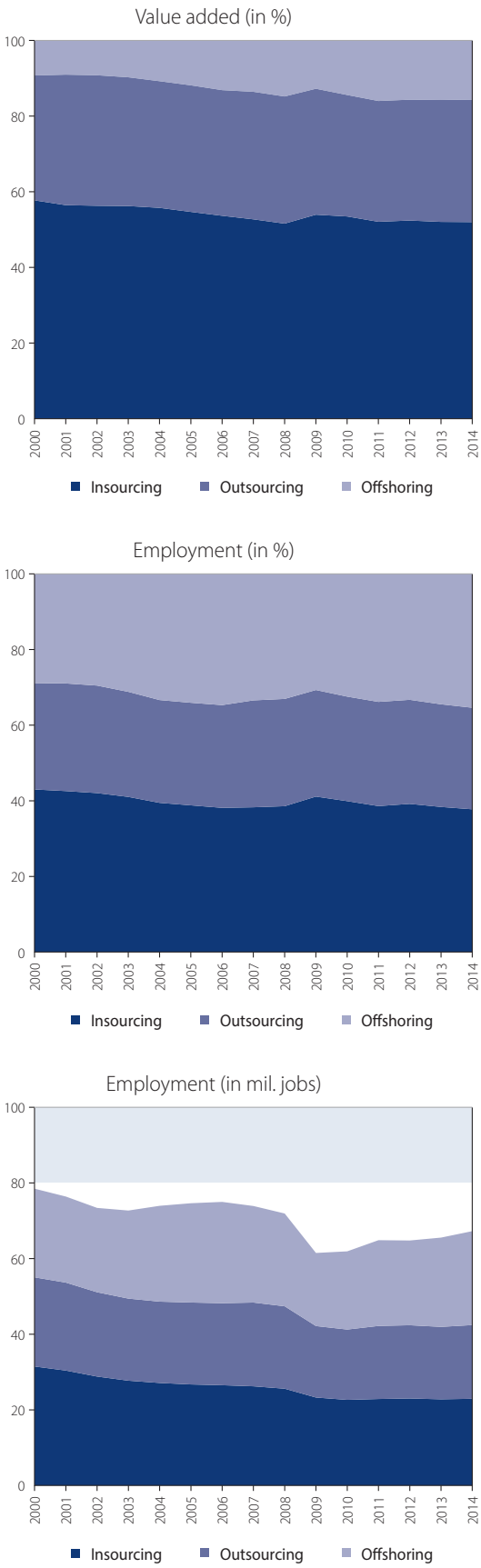
The trend of shifting manufacturing jobs from richer to lower productivity regions is presented in Figure 1. We looked at the domestic manufacturing employment share for four regions (G5, China, Risers, and RoW) in more detail.[3] The share is calculated as the share of people employed in manufacturing in a particular region in the total employment of that region. The declining share of manufacturing employment is most visible in the G5 group, sinking from 25% in 1970 to 12% in 2010. However, in China, the share of manufacturing employment has more than doubled, with even steeper increase starting in 2003. There has also been a shift of manufacturing jobs towards the so-called Risers. Together with China, they managed to double the share of people working in manufacturing. The presence of premature deindustrialisation is visible as well, especially when looking at the rest of the countries (RoW) from the beginning of the 1990s. Here, the share of people employed in manufacturing decreased from almost 15% in 1970 to slightly more than 10% in 2010 and the most rapid decline in manufacturing has been happening over the last 20 years.

To reveal the more fundamental trends in deindustrialisation, the following section is focused on the subsystem approach.

Drivers of deindustrialisation in G7 countries

To examine what drives the process of deindustrialisation in more detail, we use the subsystem approach focused on internationally fragmented production structures. Thus, using the inter-country input-output model, we find that more than 50% of value added in manufacturing in G7 is still generated by the final demand for manufacturing products in G7. Next, 32.4% of value added in manufacturing in G7 was generated by the final demand for manufacturing products in G7 in services and other industries, i.e. by *outsourcing*.

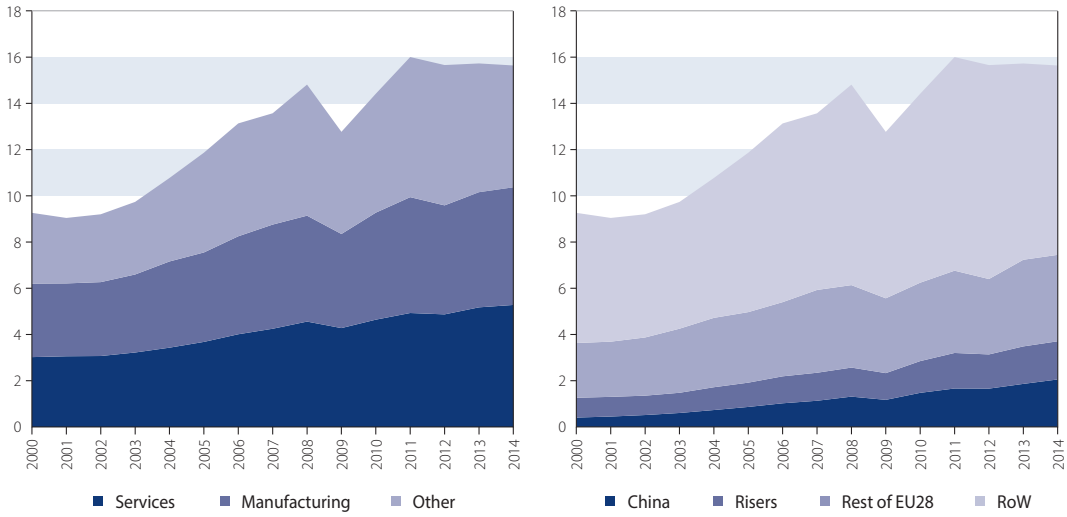
Figure 2 Structure of value added and employment generated by the final demand for manufacturing products in G7



Source: Author's calculations based on data from wiod.org.

3 The G5 group only includes France, Great Britain, Italy, United States and Japan, since data for Canada and Germany were not available. We used the group of Risers as proposed by (Baldwin, 2016), so it includes India, Indonesia, Korea and Thailand. Data for Poland and Turkey were not available. RoW consists of the rest of the countries in the database, namely 11 Sub-Saharan countries, 2 Middle East and North African countries, 5 Asian countries, 9 Latin American countries and 4 European countries (Denmark, Spain, the Netherlands and Sweden).

Figure 3 Offshoring under the G7 manufacturing subsystem by industries and regions, value added (in %)



Source: Author's calculations based on data from wiod.org.

Thus, the process of outsourcing is still strong in the major developed world, but it reached its limits two decades ago. In contrast, offshoring can be considered as the key driver of deindustrialisation for this period (Figure 2).

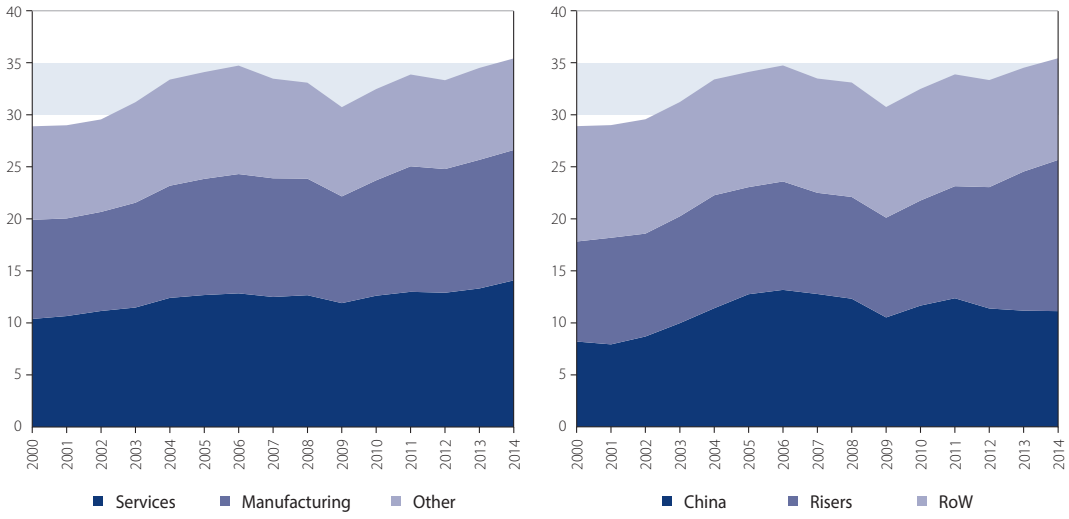
Looking at employment (Figure 2), we can see that the share is again highest for insourcing, but at the same time offshoring becomes more prominent. This has been happening at the expense of outsourcing as well. Thus, compared to value added, offshoring reaches much higher values in terms of employment. While the so-called insourcing (the share of employment in manufacturing in G7 generated by the final demand for manufacturing products in G7) and outsourcing (the share of employment in non-manufacturing industries in G7 generated by the final demand for manufacturing products in G7) declined between 2000 and 2014, namely by 5.2 and 1.3 percentage points, respectively, offshoring experienced a significant increase. This indicates that the high value-added activities remain in the countries of origin while jobs have been offshored beyond the borders of major developed economies.

In terms of value added, as seen in Figure 3, offshoring increased by roughly 7 percentage points compared to 2000. A large part of the overall value added generated by the final demand for manufacturing products in G7 has been generated in services and other industries abroad, mostly in other developed economies. Quite a significant part of the increase in offshoring was generated by the increased 'shift' of activities interlinked with manufacturing towards China and the so-called Risers as well, especially after the crisis in 2009. However, as has been previously mentioned, in terms of value added, there is still a significant part of offshoring connected to the rest of the world (RoW), in particular to developed economies with a higher productivity of labour. Again, we showed that the direct view of deindustrialisation may be misleading and there are still many activities that depend directly or indirectly on manufacturing.

In addition, when considering employment measures (Figure 4), it was mainly the offshoring of services but also the offshoring within manufacturing itself. In 2014, 14% of employment generated by the final demand for manufacturing products in G7 was generated in services abroad and 12% in 'foreign' manufacturing. In contrast with value added, most of the 'foreign' employment connected to the final demand for manufacturing products in G7 was generated in China and the Risers. These are the countries with much lower productivity levels compared to major developed economies (in many cases only 20 to 25% of their productivity levels), so the offshoring of activities interlinked with manufacturing to these countries is more visible concerning employment. This is also apparent in absolute terms, i.e. considering the total number of people from different industries that is necessary to satisfy the final demand for manufacturing products in G7. More than 18 million people employed in China and Rapid risers are directly or indirectly connected to the final demand for manufacturing products in major developed economies, which is an increase of 3.4 million compared to the beginning of 2000. Overall, more than one third of people directly and indirectly working in manufacturing in G7 is related to offshoring, mostly to Risers and China.

Next, we examined the participation of major developed countries, China, 'Rapid risers' and the RoW in the global final demand for manufacturing products. Looking at Figure 5 we can see that the participation of G7 in the global increase in employment in manufacturing is quite small compared to other regions.

Figure 4 Offshoring under the G7 manufacturing subsystem by industries and regions, employment (in %)



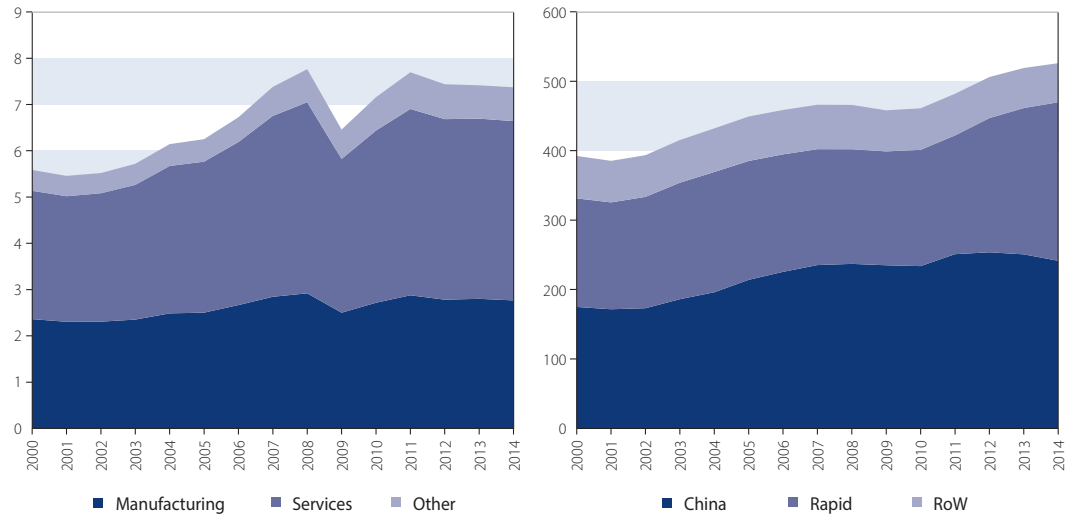
Source: Author's calculations based on data from wiod.org.

The integration of G7 to global final demand for manufacturing outside G7 increased mainly in services, by 1.1 million. The total growth reached 1.8 million. At the same time, China and Risers contributed to global manufacturing employment significantly. The increase amounted to 72 and 67 million jobs, respectively. Thus, the source of relatively poor performance of manufacturing in G7 was also in their idle participation in the completion of final products consumed in the rest of the world.

Conclusion

Even though deindustrialisation is present in many countries, we can observe a strong integration of manufacturing on the subsystem level. We revealed that the observed deindustrialisation measured by the direct employment and value-added shares of manufacturing underestimates the importance of manufacturing for domestic economies since it is much higher once we account for an outsourcing of economic activities outside the direct manufacturing production. At the same time, we observe that the peak of outsourcing levels in major developed countries was met almost two decades ago and it was the offshoring that led to a shift of production and employment from developed economies to China and other Risers. Thus, while outsourcing and globalisation play a major role in deindustrialisation in developing economies, offshoring and productivity improvements are to blame in major devel-

Figure 5 Participation of G7 and other regions in the global final demand for manufacturing products (empl. in millions)



Source: Author's calculations based on data from wiod.org.

oped and developed economies. In the thesis, using the structural decomposition analysis, we also identified some of the less pronounced drivers of this process. Based on all versions of decomposition analyses, the factors contributing to overall manufacturing employment changes are mostly an increasing productivity of labour, a lower share of domestic expenditures for manufacturing, lower use of domestic intermediates or changes in the final demand structure.

To verify their significance, we included them as covariates in a regression model of deindustrialisation proposed by Rodrik (2016). It was confirmed that the increasing share of domestic expenditures on manufacturing can contribute positively to the employment in manufacturing and it is mostly true for developed countries and those economies which experienced an increase in the manufacturing employment growth index in the last decades. Next, the positive effects of the increasing share of domestic intermediates and the share of exports in a country's GDP affecting the overall (direct and indirect) manufacturing employment were estimated. The estimated coefficient on automation was highly significant. However, the size of the effect is extremely small, and it is positive.

To conclude, even though we witness a decline in manufacturing in terms of output and employment, we show that the importance of manufacturing for the world economy has not declined. There are still many activities that depend directly or indirectly on manufacturing and its importance for economic development is still strong. This is also reflected in the calls for new industrial policies, mostly in the context of the European Union.

Further research

In future research, it would be preferable to have all data in constant prices, so the results would be adjusted for the changes in relative prices. Second, for broader country coverage and several robustness checks, we should also use the data from other databases, such as the OECD TiVA (Trade in Value-Added) or the EORA multi-regional input-output database. Besides, it would be essential to shift our focus to the topic of premature deindustrialisation in poor African, Latin American or Asian countries, as well. Since the majority of activities is still linked to manufacturing, as also shown by our research, premature deindustrialisation could pose a real threat for developing economies, and not only in terms of economic growth. Thus, this seems to be even more alarming than deindustrialisation in major developed economies. The data from aforementioned databases would allow us to examine the phenomenon of premature deindustrialisation in more depth.

References

Baldwin, R. (2016). The Great Convergence: Information Technology and the New Globalization. Belknap Press: An Imprint of Harvard University.

Miller, R. E. and Blair, P. D. (2009). Input-output analysis: Foundations and extensions. Cambridge University Press.

Montresor, S. and Vittucci Marzetti, G. (2010). The deindustrialisation/tertiarization hypothesis reconsidered: A subsystem application to the OECD7. In Cambridge Journal of Economics, 35(2):401-421.

Peneder, M. R. and Streicher, G. (2018). De-industrialization and comparative advantage in the global value chain. In Economic Systems Research, 30(1):1-20.

Stracová. E. (2019). Deindustrialisation: An Input-Output Approach. Dissertation thesis. Bratislava.

Timmer, M. P., de Vries, G., and de Vries, K. (2015). Patterns of structural Change in Developing Countries, Routledge Handbooks. Routledge, pp 65-83.

Timmer, M. P. and Feenstra, Robert C., a. I. R. (2015). The next generation of the Penn World Table. American Economic Review, 105(10). 3150-3182.

Timmer, M. P., Dietzenbacher, E., Los, B., Stehrer, R. and de Vries, G. J. (2015). An Illustrated User Guide to the World Input–Output Database: The Case of Global Automotive Production. In Review of International Economics, 23: 575-605.

Harmonizácia krytých dlhopisov na európskych trhoch

Matej Krčmár
Národná banka Slovenska

Koncom toho roka prichádza ako vianočný darček na trh dlho a ťažko sa rodiaci balíček novej harmonizácie krytých dlhopisov. Balíček obsahuje dva dokumenty, a to novú, jedinečnú smernicu o emisii krytých dlhopisov a verejnom dohľade nad krytými dlhopismi, ako aj novelu nariadenia o kapitálových požiadavkách (CRR)[1], konkrétne článkov súvisiacich s krytými dlhopismi. Jedinečnosť tohto balíčka spočíva v tom, že prvýkrát v európskej histórii dochádza k spoločnému definovaniu znakov a podmienok kvality krytých dlhopisov a navyše v samostatnej, úplne novej smernici.

Vráťme sa však na začiatok. Dňa 20. decembra 2012 bolo publikované odporúčanie Európskeho výboru pre systémové riziká (ESRB) o financovaní úverových inštitúcií, v ktorom vyzýval Európsky orgán pre bankovníctvo (EBA), aby definoval najlepšie postupy z existujúcich národných rámcov krytých dlhopisov a navrhol spoločné európske podmienky pre implementáciu harmonizovanej regulácie. Aktivity, v tom čase podporované aj zavádzaním požiadaviek likvidity na vysokokvalitné aktíva,[2] pokračovali v decembri 2013. Európska komisia požiadala EBA, aby v zmysle článku 503 nariadenia o kapitálových požiadavkách preskúmal, či preferenčné rizikové váhy pre kryté dlhopisy uvedené v článku 129 nariadenia sú primerané na preferenčné zaobchádzanie aj vzhľadom na iné súvisiace riziká. EBA vypracoval správu a v roku 2014 ju predložil Komisii, Európskemu parlamentu i Rade, ktoré definovali harmonizáciu rámcov krytých dlhopisov ako významného finančného nástroja pri rozvoji únie kapitálových trhov (CMU).

Čo prináša nová smernica?

Východiskový stav bol komplikovaný, keďže neexistovala jednotná definícia pojmu krytý dlhopis[3] a trhová prax bola veľmi rôznorodá: od rozvinutých národných trhov až po neexistenciu týchto dlhopisov vo finančnom sektore niektorých krajín. Tzv. cestovnou mapou v tomto procese bola správa EBA z roku 2016 a správa o krytých dlhopisoch v EÚ vypracovaná poradcom pre Európsku komisiu.[4] Na základe týchto dvoch správ expertná skupina Európskej komisie vypracovala návrh novej regulácie, ktorý bol predložený Európskej komisii, Európskemu parlamentu i Rade. Ako je zvykom, schválený rámec je kompromisom návrhov týchto troch orgánov, a preto v niektorých ustanoveniach je odlišný od pôvodného expertného zámeru.

Smernica je štruktúrovaná do troch kľúčových oblastí obsahujúcich požiadavky na emitovanie krytých dlhopisov, podstatné atribúty krytých dlhopisov a požiadavky na ich špecifický verejný dohľad.

V prvom rade je zadefinovaný pojem, ktorý akceptuje zaužívané charakteristiky uvedené v článku 52 smernice UCITS[5] a v článku 129 nariadenia CRR a je rozšírený o ďalšie nové definičné požiadavky. Krytý dlhopis môže vydať len úverová inštitúcia podnikajúca na území EÚ, musí byť krytý prípustnými aktívami a investor ma nárok na jeho prednostné uspokojenie (tzv. dual recourse). Smernica v podstate akceptuje len dva hypotekárne modely oddelenia krycieho súboru, a to v univerzálnej banke ako oddelenú majetkovú podstatu alebo v špeciálnej hypotekárnej úverovej inštitúcii, ktorá poskytuje úvery z vydávanie krytých dlhopisov bez prijímania vkladov. Z toho plynú ďalšie minimálne požiadavky na prípustné aktíva, požiadavky krytia, potreba likvidných aktív, oddelenie a zloženie krycieho súboru, verejného monitorovania a dohľadu, ako aj transparentnosti zverejňovania informácií pre investorov. Takto definované harmonizované kryté dlhopisy zároveň dosahujú kvalitatívne prvky likvidných aktív, a preto ako jedny z mála dlhopisov vydaných bankami zostávajú a budú aktívami mimoriadne vysokej kvality.

Nové pojmy ako charakteristické prvky krytých dlhopisov sú definované v rámci programu krytých dlhopisov: nadmerné zabezpečenie kolaterálom (over-collateralisation), základné a doplňujúce aktíva, požiadavky na likvidné aktíva vo vankúši, alebo v rámci zosúladenia splatností aktív a pasív: čistý záporný tok likvidity, zabránenie automatickej akcelerácii a predlžovanie splatnosti v mimoriadnych udalostiach. Vymedzením niektorých pojmov sa zabraňuje ich rozličnej interpretácii, napríklad pri výpočte krytia (nominálny princíp) rozlišovaním krycích aktív a zabezpečovacích aktív (kolaterál). Z hľadiska zmierňovania kreditného alebo úrokového rizika sú definované požiadavky na deriváty a ich zahrnutie do krycieho súboru, ako aj požiadavky v prípadoch insolvencie alebo riešenia krízovej situácie úverovej inštitúcie.

Jedným z prekvapení je, že smernica zavádza dve kategórie krytých dlhopisov, a to štandardné a prémiové „európske kryté dlhopisy" (European Covered Bonds). Je to výsledok procesu tvorby v trialógu a do istej miery je to aj pochopiteľné, keďže európsky trh je stále veľmi fragmentovaný,

1 *Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 575/2013 z 26. júna 2013 o prudenciálnych požiadavkách na úverové inštitúcie a investičné spoločnosti a o zmene nariadenia (EÚ) č. 648/2012.*
2 *Podrobnejšie v článku Krčmár, M.: Hypotekárne záložné listy verzus kryté dlhopisy. Východiska harmonizácie legislatívneho rámca pre kryté dlhopisy. Biatec č. 3, 2017, Národná banka Slovenska.*
3 *Tamže Biatec č. 3, 2017*
4 *EBA REPORT ON COVERED BONDS. Recommendations on harmonisation of covered bond frameworks in the EU, 20 December 2016.*
5 *Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2009/65/ES z 13. júla 2009 o koordinácii zákonov, iných právnych predpisov a správnych opatrení týkajúcich sa podnikov kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov (PKIPCP) (Ú. v. EÚ L 302, 17.11.2009, s. 32).*

s krajinami, kde štruktúru bilancie bánk do veľkej miery tvoria hlavne kryté dlhopisy. Zavedenie len jedného typu krytých dlhopisov s prísnymi požiadavkami na kvalitu by mohlo spôsobiť v niektorých krajinách a bankových skupinách závažné problémy. Dôvodom je, že nie všetky typy krycích aktív v bilanciách bánk a na rozmanitom stupni rozvoja trhov sú prípustné podľa článku 129 nariadenia CRR. Dôsledkom by mohlo byť, že niektoré doterajšie kryté dlhopisy by nespĺňali novú definíciu krytého dlhopisu. Uvedením dvoch kategórií na trh bude pravdepodobne viesť aj k rozdielnemu oceneniu týchto dlhopisov. Na druhej strane bankám to poskytuje slobodný priestor na výber pre vydávanie viac alebo menej rizikových krytých dlhopisov, ako aj na financovanie nových projektov alebo iných podkladových aktív, ktoré nie sú definované v nariadení, ale budú spĺňať podmienky uvedené v smernici.

Pre správne pochopenie novej smernice treba mať na pamäti, že kým niektoré ustanovenia sú pre štandardné kryté dlhopisy uvedené ako možnosť, pre prémiové sú viac-menej povinnosťou. Táto dualita niektorých ustanovení vytvára komplikovanosť a vnáša nejednoznačnosť do interpretácie.

Prémiový krytý dlhopis musí okrem požiadaviek smernice spĺňať aj požiadavky článku 129 nariadenia CRR, aby mohol mať preferenčné kapitálové zaobchádzanie. Ide o presné vymedzenie prípustných podkladových aktív, ich maximálnej výšky z hodnoty zabezpečenia, podielu na celkovom krycom súbore, ako aj o ich stupeň kreditnej kvality. Štandardne aktíva iné ako úvery musia mať 1. stupeň kreditnej kvality. V prípade expozícií úverových inštitúcií možno povoliť pre krycie aktíva (zvyčajne ide o doplňujúce aktíva) 2. stupeň kreditnej kvality s maximálnym podielom 10 % na krycom súbore jednotlivo i celkovo. Dokonca je možnosť povolenia aj 3. stupňa kreditnej kvality pre krátkodobé vklady bánk, ak ide o aktíva pre likvidný vankúš alebo expozície vo forme derivátových zmlúv. Táto výnimka je však podmienená schválením príslušným orgánom po porade s EBA a po predložení dôkazov o zložitosti dodržania požiadavky na 1. a 2. stupeň kreditnej kvality z dôvodu koncentrácie. Kým pre expozície 1. stupňa je definovaný maximálny podiel 15 % krycieho súboru, pre expozície 3. stupňa je to maximálne 8 %. Na druhej strane ale pre vytvorenie nadmerného zabezpečenia kolaterálom tieto limity nie sú stanovené.

Prípustné krycie aktíva

Smernica rozlišuje tri druhy prípustných podkladových aktív: a) aktíva definované podľa článku 129 nariadenia CRR, b) aktíva vysokej kvality a c) aktíva vo forme úverov a garancií pre verejné podniky. Aktíva vysokej kvality nie sú taxatívne vymenované, ako je to v prípade nariadenia, ich použitie do krycieho súboru je definované len právnymi požiadavkami. Aktívum spĺňajúce všetky podmienky, ako napríklad ich spôsob ocenenia, dostupnosť zabezpečenia, nárokov na platby a iné je vhodné na krytie. Tieto aktíva a aktíva pre verejné podniky sú prípustné len pre zabezpečenie štandardných krytých dlhopisov, ktorých maximálna výška k hodnote zabezpečenia je stanovená na 70 % (LTV). No pre aktíva, ktoré sú prípustné podľa článku 129 nariadenia, nemusí byť dodržaný tento limit a ani limity v ňom stanovené, ak budú kryť štandardné kryté dlhopisy.

Z hľadiska prípustných aktív v krycom súbore sú ďalej zaujímavé články 7 až 9. Ide o krycie aktíva, ktoré sú zabezpečené aktívami (kolaterálom) umiestnenými dokonca mimo EÚ. Novinkou pre niektoré doterajšie trhy môžu byť aktíva tzv. štruktúr vnútroskupinových krytých dlhopisov a aktíva pre spoločné financovanie – spoločné kryté dlhopisy. V prípade štruktúr ide o možnosť vložiť kryté dlhopisy vydané jednou inštitúciou (interne emitované dlhopisy) ako aktívum do krycieho súboru emitujúcej druhej inštitúcie v skupine (napr. matka – dcéra, dcéra – dcéra). Musí ísť o externe emitované dlhopisy určené na predaj investorom mimo danej skupiny. Kým v prípade prémiových krytých dlhopisov sú stanovené limity pre bankové aktíva, v tomto prípade zloženie krycieho súboru nemá žiadne limity.

S uplatnením týchto štruktúr môže byť problém, pretože nie všetky štáty mali vôľu transponovať tieto ustanovenia do svojich národných rámcov, keďže nemajú s tým skúsenosti a vidia v tom riziká. Smernica ale predpokladá, že ak to pripustí jeden členský štát, v ktorom daná skupina podniká, mali by túto možnosť transponovať vo všetkých štátoch, v ktorých sa daná skupina nachádza.

V prípade krajín, ktoré majú malý alebo ešte nerozvinutý hypotekárny trh a krycí súbor jednej inštitúcie je nedostatočný na efektívnu a likvidnú emisiu, je možné povoliť spoločné financovanie – spoločné vydávanie krytých dlhopisov. Prípustné aktíva jednej alebo viacerých bánk, ba dokonca aj nebankovej inštitúcie sa prevedú na banku, ktorá emituje kryté dlhopisy. V týchto prípadoch sa kladie dôraz na kvalitu podkladových aktív a na procesy rizikového posúdenia pri poskytovaní úverov, ktoré je nutné zdokladovať.

Požiadavky krytia a nadmerného zabezpečenia kolaterálom

Smernica rozlišuje medzi požadovaným krytím a nadmerným zabezpečením kolaterálom. Krytie je stanovené ako nominálny princíp, čo znamená, že súhrnná menovitá hodnota všetkých krycích aktív sa rovná súhrnnej menovitej hodnote nesplatených krytých dlhopisov alebo ju prevyšuje. Medzi krycie aktíva okrem základných a doplňujúcich patria aj nároky z derivátov v krycom súbore a likvidné aktíva. Záväzky z krytých dlhopisov sú definované širšie a obsahujú istinu, úroky, záväzky z derivátov a záväzky súvisiace s udržiavaním, správou a likvidáciou programu krytých dlhopisov. Pre výpočet záväzkov nie je definované obdobie jedného roka, ako to bolo pôvodne navrhované, ale záväzky sú rozšírené aj na likvidáciu. Na druhej strane je ale možnosť určiť ich paušálnym spôsobom.

Minimálna harmonizácia predpokladá zavedenie nadmerného zabezpečenia kolaterálom

na povinnej, zmluvnej alebo dobrovoľnej úrovni. Pre aktíva podľa čl. 129 nariadenia CRR, teda prémiové kryté dlhopisy, sa štandardne požaduje 5 % nad hodnotou 100 % zabezpečenia záväzkov z krytých dlhopisov. V prípade vysoko kvalitných aktív možno udeliť výnimku na jeho zníženie maximálne po úroveň 2 % (rovnaké s požiadavkami pre likvidné aktíva). Z ostatných prípustných aktív je výška nadmerného zabezpečenia kolaterálom stanovená už len pre úvery verejným podnikom na úrovni min. 10 %. Čo sa týka jeho skladby, nie je taxatívne vymedzená a jeho štruktúra zostáva v kompetencii členského štátu.

Vankúš likvidity

Pre všetky typy krytých dlhopisov sa požaduje, aby bol zavedený vankúš likvidity krycieho súboru – aktív vysokej kvality a likvidity na krytie čistého záporného toku z programu krytých dlhopisov, ak nie sú zosúladené splatnosti aktív a pasív. Vankúš je vypočítaný ako maximálny kumulovaný záporný tok počas nasledujúcich 180 dní. Vhodnými aktívami sú aktíva úrovne 1, úrovne 2A alebo úrovne 2B podľa delegovaného nariadenia pre LCR[6]. Navyše ale smernica pripúšťa aj krytie krátkodobými expozíciami voči bankám kreditnej kvality 1. a 2. stupňa alebo krátkodobým vkladom úverových inštitúcií kreditnej kvality 1., 2. alebo 3. stupňa podľa článku 129 nariadenia CRR, ako už bolo uvedené vyššie. Z dôvodu námietok niektorých členských štátov bola ponechaná možnosť členským štátom obmedziť druhy likvidných aktív, ktoré sa môžu použiť na tvorbu vankúša likvidity s cieľom konzervatívnejšieho prístupu.

Transparentnosť, monitor a špecifický verejný dohľad

Doteraz definovaný rozsah zverejňovania informácií uvedený v bode 7 článku 129 nariadenia CRR je rozšírený a presunutý do smernice, aby sa týkal všetkých typov krytých dlhopisov. Pre monitorovanie programu krytých dlhopisov je potrebné zasielať dáta na pravidelnej báze príslušnému orgánu alebo osobitnému správcovi – správcovi programu krytých dlhopisov. Jeho úlohou je priebežné monitorovanie vydaných krytých dlhopisov a ich krytie aktívami v krycom súbore. Zasielanie dát, publikovanie správ o programe krytých dlhopisov, rozčlenenie verejného dohľadu medzi správcu a kompetentný orgán nebolo samozrejmosťou vo všetkých členských štátoch. Smernica tieto nástroje dohľadu zachováva a posilňuje ich význam i úlohy.

Členské štáty majú určiť na účely verejného dohľadu jeden alebo viacero príslušných orgánov. Malo by ísť o orgán, ktorý je odlišný od dohľadu nad úverovou inštitúciou a jeho úlohou by malo byť dodržiavanie požiadaviek pre program krytých dlhopisov, udeľovanie povolení, výnimiek, menovanie osobitného správcu, komunikácia s EBA a Európskou komisiou, ako aj udeľovanie sankcií. V prípade zlyhania úverovej inštitúcie spolupracuje s orgánom pre riešenie krízových situácií s cieľom ochrany práv investorov.

Zhrnutie

Dĺžka obdobia prípravy smernice poukazuje na komplikovanosť problematiky a rozdielnu trhovú prax či históriu naprieč štátmi EÚ. Toto si uvedomujú aj predkladatelia, a tak jej uplatňovanie je rozdelené do dvoch fáz. Do 18 mesiacov od jej zverejnenia musia členské štáty transponovať a zverejniť jej ustanovenia v príslušnej národnej legislatíve. Následne, najneskôr do 30 mesiacov od jej zverejnenia, musia byť banky a verejný dohľad pripravené na jej uplatňovanie. Teda predpokladáme, že od polovice roka 2022 budeme mať v Európe harmonizovaný trh krytých dlhopisov. Doba implementácie smernice je naozaj dlhá, pretože je podmienená aj prijatím novely nariadenia, ktorej proces schválenia je komplikovaný. Síce pri niektorých ustanoveniach, hlavne pri požiadavkách týkajúcich sa likvidity, poskytuje možnosť implementovať vlastné vnútroštátne riešenia, ale len do času jej plného uplatňovania. Táto možnosť evokuje komplikácie s dodržaním definovanej lehoty.

Vydaním samostatnej smernice sa poukazuje na špecifickosť krytého dlhopisu, ktorý nepatrí priamo ani pod niektorú smernicu kapitálového trhu ako finančný nástroj, ale ani pod smernicu pre úverové inštitúcie z dôvodu podkladových aktív, aj keď sa podstatne viac týka bánk. Má samostatné miesto medzi týmito dvoma sektormi a možno povedať, že v krytom dlhopise sa oba sektory spájajú. Tento význam si uvedomujú aj v krajinách s rozvinutým trhom prostredníctvom samostatnej legislatívy pre kryté dlhopisy.

Odhliadnuc od technických a procesných problémov možno konštatovať významný prínos balíčka regulácie krytých dlhopisov na spoločný európsky trh. Nastavuje minimálne pravidlá a jasne definuje, čo je krytý dlhopis a čím sa odlišuje od iných finančných nástrojov, hlavne od sekuritizovaných cenných papierov alebo projektov verejno-súkromného partnerstva (*public private partnership* – PPP). Zavedením dvoch kategórií krytých dlhopisov reflektuje trhovú prax vysoko rozvinutých trhov, ako aj pestrosť používaných aktív financovaných krytými dlhopismi. Zároveň ponecháva možnosť voľby pre výber obchodného modelu a diverzifikáciu rizík. Novým trhom bez skúsenosti dáva návod, ako a čo implementovať, aby dlhopis nebol len formálnym nástrojom, ale mal reálny trhový potenciál a likviditu. Definovaním podmienok kvality, hlavne čo sa týka zmierňovania rizík použitím derivátov, vankúša likvidity, nadmerného zabezpečenia či podmienok pre krycie aktíva, vylučuje regulačnú arbitráž inštitúcií, ktoré by chceli trhovo profitovať z nižších nákladov na emitovanie a správu krytých dlhopisov. Pre investorov prináša vyšší štandard bezpečnej investície z dôvodu spoločných pravidiel kvality. Transparentnosť poskytovania informácií zasa zabraňuje prenášaniu rizík z národných trhov na spoločný trh. Značka kvality „európsky krytý dlhopis" posilňuje spoločný (kapitálový) finančný trh a vytvára nové príležitosti pre získanie likvidity, investorov a financovanie inovatívnych či zelených projektov.

6 *Delegované nariadenie Komisie (EÚ) 2015/61 z 10. októbra 2014, ktorým sa dopĺňa nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 575/2013, pokiaľ ide o požiadavku na krytie likvidity pre úverové inštitúcie.*

Riešenie krízovej situácie lotyšskej banky PNB

Daniel Ďuriač
Národná banka Slovenska

Dňa 4. apríla 2019 na základe žiadosti príslušného lotyšského orgánu dohľadu, Komisie pre finančné a kapitálové trhy (FKTK), prevzala pôsobnosť nad menej významnou úverovou inštitúciou PNB Európska centrálna banka (ECB). Pre zistenie skutočnej situácie v banke vykonala ECB dňa 12. augusta 2019 dohľad na mieste, v rámci ktorého vyšlo najavo, že aktíva PNB sú nižšie ako jej záväzky. Na základe tohto zistenia ECB 15. augusta 2019 konštatovala, že PNB zlyháva alebo sa javí, že v blízkej budúcnosti zlyhá. Následne v ten istý deň rozhodla Jednotná rada pre riešenie krízových situácií (SRB), že riešenie krízovej situácie PNB nie je vo verejnom záujme. Necelý mesiac po tom, 12. septembra 2019, rozhodol lotyšský súd o vstupe PNB do konkurzu. Prípad PNB ukazuje, ako sa európske orgány dokázali za pol roka od prevzatia pôsobnosti vysporiadať so zlyhávajúcou bankou. Riešenie krízovej situácie PNB však zároveň poodhalilo viaceré otvorené otázky súčasného rezolučného rámca. Článok sa preto snaží nielen priblížiť samotný priebeh riešenia krízovej situácie, ale aj komplexnejšie objasniť tieto súvisiace otázky a zasadiť prípad PNB do širšieho kontextu zmien prebiehajúcich v Lotyšsku a v EÚ.

Situácia v Lotyšsku pred krízovou situáciou PNB

Lotyšský finančný sektor dlhé roky profitoval z poskytovania služieb nerezidentom EÚ. Obchodný model značnej časti lotyšských bánk bol zameraný na klientov predovšetkým zo štátov bývalého Sovietskeho zväzu. Títo klienti na Lotyšsku okrem jazykovej a kultúrnej blízkosti často oceňovali nie príliš dôsledné dodržovanie pravidiel ochrany pred legalizáciou príjmov z trestnej činnosti a financovaním terorizmu (ďalej len „pravidlá AML/CFT"). Tieto pravidlá sú síce do istej miery v rámci EÚ harmonizované, ich vymáhanie je však stále ponechané na národnej úrovni. Po opakovaných škandáloch lotyšských bánk súvisiacich s praním špinavých peňazí výrazne vzrástol medzinárodný tlak, aby Lotyšsko tieto problémy urýchlene riešilo. Tlak na Lotyšsko vyvrcholil v prípade banky ABLV. Americká Sieť na vymáhanie finančnej kriminality (FinCEN), spadajúca pod ministerstvo financií, vo februári 2018 oznámila, že plánuje zaviesť opatrenia, ktorými by zakázala otvárať a udržiavať korešpondenčné účty ABLV v USA. Dôvodom týchto radikálnych opatrení boli podozrenia, že pranie špinavých peňazí bolo jedným z hlavných pilierov podnikania ABLV. Okrem transakcií pre rôzne kriminálne osoby z krajín bývalého Sovietskeho zväzu mala údajne ABLV umožniť transakcie aj firmám prepojeným na severokórejský raketový program, čo bolo priamym porušením viacerých medzinárodných sankcií. Navyše, podľa informácií FinCEN-u, mali v niektorých prípadoch pomáhať s falšovaním dokumentov samotní zamestnanci ABLV. Po zverejnení týchto informácií nastal výrazný odliv vkladov z ABLV, čo viedlo k tomu, že ECB desať dní po oznámení FinCEN-u konštatovala, že táto banka, ktorá mala dovtedy dostatok kapitálu a likvidity, zlyháva alebo je zjavné, že v blízkej budúcnosti zlyhá. Po rozhodnutí SRB o tom, že neexistuje verejný záujem na riešení krízovej situácie pre túto tretiu najväčšiu lotyšskú banku, skončila ABLV v likvidácii. Podrobnejšie informácie o riešení krízovej situácie ABLV si mohli čitatelia prečítať v časopise Biatec minulý rok.[1]

Problémy v lotyšskom finančnom sektore boli doplnené o korupčnú aféru guvernéra Ilmārsa Rimšēvičsa. Guvernér Rimšēvičs je na čele lotyšskej centrálnej banky nepretržite od roku 2001, pričom predtým bol viceguvernérom od roku 1992. V roku 2018 v ten istý týždeň, ako FinCEN oznámil plánované opatrenia voči ABLV, bol Rimšēvičs zadržaný a jeho dom a kanceláriu prehľadala Lotyšská protikorupčná jednotka.[2] V júni 2018 bolo voči nemu vznesené obvinenie za prijatie úplatku vo forme dovolenky a ďalšieho úplatku vo výške 250 000 €. Podľa obvinenia mal Rimšēvičs v roku 2010 prijať dovolenku na Kamčatke od akcionárov banky Trasta Komercbanka za to, že im pomôže s odpoveďami na otázky FKTK. Neskôr v roku 2012 mal od tých istých ľudí prijať ponuku na úplatok vo výške 500 000 € za to, že presvedčí FKTK, aby bola miernejšia pri dohľade nad touto bankou. Akcionári mu podľa obvinenia zaplatili prvú splátku vo výške 250 000 €, ale vzhľadom na to, že nedokázal zabrániť odňatiu bankového povolenia v roku 2016, nevyplatili mu zvyšok.[3] V máji 2019 bolo obvinenie rozšírené o legalizáciu príjmov z trestnej činnosti vo vzťahu k už spomínanému úplatku vo výške 250 000 €. Rimšēvičs všetky tieto obvinenia odmietol a ďalej trval na svojej nevine.[4]

Rimšēvičs aj po vznesení obvinenia odmietol odstúpiť a chcel pokračovať vo svojej práci guvernéra. Lotyšska protikorupčná jednotka rozhodla, že do skončenia trestného konania nesmie Rimšēvičs vykonávať viaceré rozhodovacie a kon-

1 ĎURIAČ, Daniel. Riešenie krízovej situácie banky ABLV. In Biatec, roč. 26, č.5 (2018), s. 10-14. Dostupné na: http://www.nbs.sk/_img/Documents/_PUBLIK_NBS_FSR/Biatec/Rok2018/05-2018/03_biatec5_duriac.pdf

2 WILL. Martin. The head of a Eurozone central bank has been detained in an anti-corruption raid. 19.2.2018. Dostupné na: https://www.businessinsider.com/latvia-central-bank-governor-ilmars-rimsevics-detained-anti-corruption-raid-2018-2

3 GELZIS, Gederts. ECB governor accused of bribery in Latvia corruption trial. 4.11.2019. Dostupné na: https://www.reuters.com/article/us-europe-ecb-fraud-latvia/ecb-governor-accused-of-bribery-in-latvia-corruption-trial-idUSKBN1XE1PJ

4 EGLITS, Aaron. Latvia Adds Laundering to Charges Against ECB's Rimsevics. 4.6.2019. Dostupné na: https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-06-04/latvia-adds-money-laundering-to-charges-against-ecb-s-rimsevics

trolné právomoci, ktoré mu vyplývali z funkcie guvernéra, a rovnako nesmie opustiť Lotyšsko bez povolenia. Toto rozhodnutie okrem iného bránilo Rimšēvičsovi podieľať sa na činnosti Rady guvernérov ECB. Guvernér Rimšēvičs považoval tieto obmedzenia za faktické odvolanie z funkcie. Kvôli politickej nezávislosti centrálnych bánk je odvolanie guvernéra upravené v práve EÚ,[5] ktoré nielen taxatívne vymedzuje dôvody na odvolanie, ale taktiež dáva odvolanému guvernérovi, ako aj Rade guvernérov ECB právo dať preskúmať toto rozhodnutie Súdnemu dvoru EÚ (CJEU). Guvernér Rimšēvičs na základe toho podal žalobu na CJEU, v rámci ktorej žiadal anulovanie rozhodnutia Lotyšskej protikorupčnej jednotky. CJEU vydal na žiadosť ECB v júli 2018 predbežné opatrenie (C-238/18), ktorým prikázal Lotyšsku upraviť rozhodnutie Lotyšskej protikorupčnej jednotky takým spôsobom, aby mohol Rimšēvičs udeliť plnú moc na zastupovanie v Rade guvernérov ECB. Vo februári 2019 sa CJEU (C-202/18) priklonil na stranu Rimšēvičsa a ECB a definitívne anuloval rozhodnutie Lotyšskej protikorupčnej jednotky. CJEU rozhodol na základe toho, že Lotyšsko nedokázalo dodať presvedčivé dôkazy o tom, že Rimšēvičs prijal úplatok.[6] Guvernér Rimšēvičs sa na základe tohto rozhodnutia vrátil do práce a mohol sa zúčastňovať aj na rokovaniach Rady guvernérov ECB. Rozhodnutie CJEU sa však nijako nedotklo súdneho procesu s guvernérom Rimšēvičsom, ktorý sa začal v novembri 2019.[7] V prípade odsúdenia hrozí Rimšēvičsovi trest odňatia slobody na vyše desať rokov.[4]

Korupčná aféra guvernéra Rimšēvičsa sa však priamo dotkla aj banky PNB. Väčšinový vlastník PNB Grigory Guselnikov obvinil guvernéra Rimšēvičsa zo žiadosti o úplatok vo výške 100 000 €. Podľa Guselnikova mal Rimšēvičs od neho žiadať túto sumu v roku 2015 a malo ísť o každomesačnú platbu. Ako protihodnotu údajne Rimšēvičs ponúkal, že využije svoj vplyv a bude tlačiť na FKTK, aby bol dohľad voči PNB, ktorá sa v tom čase volala Norvik Banka, relatívne mierny. Okrem úplatkov mal údajne Rimšēvičsov sprostredkovateľ požadovať, aby PNB umožnila prevod 100 miliónov dolárov z Ruska. Guselnikov tvrdí, že túto ponuku odmietol, za čo bola následne jeho banka potrestaná navýšením kapitálovej požiadavky.[8] Na základe toho spustil v roku 2017 Guselnikov ako britský občan arbitrážne konanie voči Lotyšsku na Medzinárodnom stredisku pre riešenie investičných sporov (ICSID).[9] Guvernér Rimšēvičs všetky tieto obvinenia dôrazne poprel a vo veci PNB nebol podľa dostupných informácií obvinený. Rimšēvičs tvrdí, že sa v posledných rokoch snažil zaviesť väčšiu transparentnosť do podnikania viacerých bánk, ktoré boli zamerané na nerezidentov EÚ, čo ohrozilo ich obchodné modely. Podľa Rimšēvičsa sa ho preto tieto banky snažia zbaviť.[10]

Lotyšský bankový sektor sa dlho opieral o dva základné piliere. Štyri väčšie banky primárne vlastnené zahraničnými finančnými skupinami sa zameriavali na domáce obyvateľstvo a jedenásť menších bank, ktoré vlastnili predovšetkým miestni podnikatelia, sa zameriavalo na nerezidentov EÚ. Táto druhá skupina bánk sa sústreďovala predovšetkým na klientov z bývalých štátov Sovietskeho zväzu a z daňových rajov, pričom veľká časť týchto klientov boli schránkové firmy. Na začiatku roku 2016 bolo približne 50 % všetkých vkladov v lotyšskom bankovom sektore v bankách zameraných na nerezidentov. Odvtedy však Lotyšsko pristúpilo k viacerým reformám, ktoré boli urýchlene prijaté po krízovej situácií ABLV a korupčnej afére guvernéra Rimšēvičsa. Banky zamerané na nerezidentov boli nútené podstúpiť audit dodržiavania pravidiel AML/CFT a taktiež museli FKTK predložiť na schválenie nové obchodné modely. Efektivita dodržiavania pravidiel AML/CFT bola posudzovaná aj v rámci postupu preskúmania a hodnotenia orgánmi dohľadu (SREP). Legislatívne zmeny obmedzili banky pri poskytovaní služieb schránkovým firmám. Ďalšie legislatívne zmeny urýchlili účinnosť medzinárodných sankcií, upresnili nahlasovanie neobvyklých obchodných operácií, zaviedli zverejňovanie zoznamu konečných užívateľov výhod a rozšírili právomoci FKTK v oblasti dohľadu nad dodržiavaním pravidiel AML/CFT. FKTK následne viac než zdvojnásobila počet výkonov dohľadu na mieste, ktoré boli zamerané práve na pranie špinavých peňazí. Lotyšská finančná spravodajská jednotka zamestnala nových pracovníkov, aby mohla dôkladnejšie plniť svoje úlohy. Lotyšské banky tomuto tlaku ustúpili a ukončili spoluprácu s najrizikovejšími klientmi a s veľkou časťou schránkových firiem, čo sa prejavilo aj na konkrétnych číslach. Odkedy Lotyšsko pristúpilo k týmto reformám, poklesol počet schránkových firiem, ktorým bankový sektor poskytoval služby, o zhruba 90 %, z približne 20 000 na necelých 2 000. Objem transakcií, ktoré vykonali banky zamerané na nerezidentov, poklesol z približne 50 % HDP na necelých 11 % HDP a objem vkladov v týchto bankách poklesol z už spomínaných zhruba 50 % na približne 20 % vkladov celého bankového sektora.[11]

Krízová situácia PNB

Zlyhanie PNB prišlo po niečo vyše roku od zlyhania ABLV a až po všetkých uvedených reformách. Na pochopenie, ako k zlyhaniu došlo, je potrebné si túto banku a jej históriu predstaviť trochu bližšie. PNB bola založená v roku 1992 a až do rebrandingu v roku 2018 podnikala pod názvom Norvik Banka. V roku 2013 sa stal jej väčšinovým vlastníkom Grigory Guselnikov, ktorý bol v tom čase zároveň majoritným akcionárom ruskej Vyatka Bank.[12] Tento ruský investor sa stal v roku 2008 britským občanom vďaka programu, ktorý umožňoval nadobudnúť britské občianstvo výmenou za minimálnou investíciu vo výške 1 mil. libier do britských štátnych dlhopisov.[13] PNB patrila medzi banky, ktoré sú zamerané na nerezidentov EÚ a podobne ako iné takéto banky mala problémy s dodržiavaním pravidiel AML/CFT. Za nedodržiavanie pravidiel AML/CFT v rokoch 2013 a 2014, ktoré viedlo k tomu, že PNB vykonávala v rozpore s medzinárodnými sankciami transakcie pre

5 *Čl. 14 ods. 2 Protokolu o Štatúte Európskeho systému centrálnych bánk a Európskej centrálnej banky (Ú. v. EÚ C 326, 26. 10. 2012).*

6 *Rozsudok Súdneho dvora (veľká komora) z 26. februára 2019. Ilmārs Rimšēvičs a Európska centrálna banka (ECB) proti Lotyšskej republike. Dostupné na: http://curia.europa.eu/juris/liste.jsf?oqp=&for=&mat=or&lgrec=en&jge=&td=%3BALL&jur=C%2CT%2CF&num=C-202%252F18&page=1&dates=&pcs=Oor&lg=&pro=&nat=or&cit=none%252CC%252CCJ%252CR%252C2008E%252C%252C%252C%252C%252C%252C%252C%252C%252C%252Ctrue%252Cfalse%252Cfalse&language=sk&avg=&cid=308736*

7 *EGLITS, Aaron. ECB Official Fighting Bribery Charges Gets His Day in Court. 4. 11. 2019. Dostupné na: https://www.bloomberg.com/amp/news/articles/2019-11-04/ecb-official-fighting-bribery-charges-finally-gets-day-in-court*

8 *POIOVANO, Carlo. 'A nightmare': Banker tells tale of Latvian corruption. 19.12.2018. Dostupné na: https://apnews.com/eec030c721494c7aa039a6c7c8c4d898*

9 *AS PNB BANKA AND OTHERS V. REPUBLIC OF LATVIA. CSID Case No. ARB/17/47. Dostupné na: https://arbitration.org/award/814*

10 *BUCKLEY, Neil. Latvia: a banking scandal on the Baltic. 23.2.2018. Dostupné na: https://www.ft.com/content/e7b586c4-1883-11e8-9376-4a6390addb44*

11 *Republic of Latvia: Selected Issues. IMF Country Report No. 19/265. 7.8.2019. Dostupné na: https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/08/06/Republic-of-Latvia-Selected-Issues-48567*

12 *Russian investor Guselnikov becomes majority shareholder in Norvik banka. 20.12.2013. Dostupné na: http://www.baltic-course.com/eng/finances/?doc=85497*

13 *BULLOUGH, Oliver. How Britain let Russia hide its dirty money. 25.5.2018. Dostupné na: https://www.theguardian.com/news/2018/may/25/how-britain-let-russia-hide-its-dirty-money*

schránkové firmy spojené so severokórejským raketovým programom, jej FKTK udelila v roku 2017 sankciu vo výške približne 1,3 mil. €.[14] PNB nebola jediná lotyšská banka, ktorá bola potrestaná za porušenia medzinárodných sankcií voči Severnej Kórei, ale patrila k tým, ktoré dostali najvýraznejšie tresty. Aj preto podľa niektorých patrila PNB spolu s ABLV a Rietumu Banka medzi tzv. tri škaredé sestry lotyšského bankovníctva.[15] Po zlyhaní ABLV a uvedených reformách sa Norvik Banka premenovala na PNB a namiesto nerezidentov sa chcela primárne sústrediť na lotyšských dôchodcov.[16] Stanovila si za cieľ stať sa bankou číslo jeden pre dôchodcov, čo je v čase stále väčšieho množstva digitálnych bánk zameraných na mladých pomerne neortodoxná stratégia.

V situácii, keď bola PNB spolu s inými bankami sankcionovaná zo strany FKTK za nedostatočné dodržiavanie pravidiel AML/CFT, sa predstavitelia tejto banky na čele s väčšinovým vlastníkom Guselnikovom pustili do boja s guvernérom Rimšēvičsom a následne s celým Lotyšskom. V decembri 2017 iniciovali zástupcovia PNB konanie voči Lotyšsku na Medzinárodnom stredisku pre riešenie investičných sporov (ICSID).[9] V tejto veci do súčasnosti nepadlo meritórne rozhodnutie. Guselnikov následne aj verejne obvinil Rimšēvičsa z požadovania úplatku za zmiernenie dohľadu voči PNB. Guvernér Rimšēvičs však dodnes nebol na rozdiel od prípadu Trasta Komercbanka za tento prípad ani len obvinený. Napriek tomu však FKTK následne požiadala ECB o prevzatie pôsobnosti nad PNB. Podľa FKTK bolo vzhľadom na medzinárodnú arbitráž priamo súvisiacu s výkonom dohľadu zo strany FKTK vhodnejšie, aby dohľad nad PNB vykonávala ECB, ktorej sa arbitráž netýkala.[17] Právne predpisy umožňujú, ak je to nevyhnutné na zabezpečenie jednotného uplatňovania vysokej úrovne dohľadu, aby ECB prevzala pôsobnosť nad menej významnou bankou. ECB môže rozhodnúť o prevzatí pôsobnosti buď z vlastnej iniciatívy, alebo na základe žiadosti príslušného orgánu dohľadu.[18] ECB tejto žiadosti vyhovela a od apríla 2019 prevzala pôsobnosť nad PNB.[19]

PNB nedodržiavala kapitálové požiadavky od konca roku 2017. Preto ECB krátko po prevzatí pôsobnosti 11. júla 2019 rozhodla o uložení opatrenia včasnej intervencie, ktorým banke určila lehotu na predloženie riešení problému s nedostatkom kapitálu.[20] PNB sa už predtým snažila tento problém vyriešiť pomocou plánovanej rekapitalizácie, ktorú mali zabezpečiť noví akcionári. Koncom júna sa väčšinový vlastník PNB Grigory Guselnikov dohodol na odpredaji svojho podielu.[21] Kupujúcim sa mala stať skupina investorov združených okolo amerického podnikateľa egyptského pôvodu Rogera Tamraza.[22] Dňa 25. júla však PNB zverejnila finančné výkazy overené externým audítorom, z ktorých vyplývalo, že banka nevytvorila dostatočné opravné položky. Na základe toho vykonala ECB 12. augusta 2019 dohľad na mieste, pri ktorom zistila výrazný nedostatok opravných položiek a prišla k záveru, že aktíva PNB sú nižšie ako jej záväzky. Navyše, podľa ECB jej PNB nedokázala predložiť dôkazy o tom, že sa jej podarí doplniť kapitál v lehote stanovenej v opatrení včasnej intervencie. Na základe týchto zistení následne ECB 15. augusta 2019 konštatovala, že PNB zlyháva alebo je zjavné, že v blízkej budúcnosti zlyhá, keďže existujú okolnosti, ktoré nasvedčujú tomu, že aktíva banky sú nižšie ako jej záväzky.[20]

Po konštatovaní príslušného orgánu dohľadu, že banka zlyháva alebo sa javí, že v blízkej budúcnosti zlyhá, posudzuje rezolučný orgán zvyšné dve podmienky pre začatie rezolučného konania. Za normálnych okolností by tieto podmienky pre menej významnú úverovú inštitúciu mal posudzovať lotyšský rezolučný orgán, ktorým je taktiež FKTK. Vzhľadom na to, že ECB prevzala pôsobnosť nad PNB, však bola v zmysle právnych predpisov pre túto banku príslušným rezolučným orgánom SRB.[23] V ten istý deň, t. j. 15. augusta 2019, SRB posúdila, že druhá podmienka pre začatie rezolučného konania bola naplnená a v tejto situácii neexistovali žiadne alternatívne opatrenia v rámci súkromného sektora ani opatrenia dohľadu, v dôsledku ktorých by sa mohlo v primeranom čase predísť zlyhaniu tejto banky. Odpísanie a konverzia kapitálových nástrojov by taktiež nedokázali zabrániť zlyhaniu. Po posúdení, že banka zlyháva a žiadne dostupné opatrenia by nedokázali zabrániť zlyhaniu v primeranom čase, posudzuje rezolučný orgán, či je rezolučné konanie vo verejnom záujme. SRB rozhodla, že rezolúcia PNB nie je vo verejnom záujme. Tento záver vychádzal z toho, že podľa SRB táto banka nevykonávala žiadne kritické funkcie a jej zlyhanie by nemalo mať zásadný negatívny dopad na finančnú stabilitu Lotyšska ani iného členského štátu, predovšetkým pre malú prepojenosť PNB a ostatných finančných inštitúcií.[24]

PNB bola šiestou najväčšou bankou v Lotyšsku s celkovými aktívami vo výške približne 550 mil. €.[20] Vzhľadom na veľkosť PNB nebolo rozhodnutie SRB o neexistencii verejného záujmu prekvapivé. Na porovnanie, ani v prípade ABLV, ktorá bola treťou najväčšou bankou v Lotyšsku s celkovými aktívami vo výške 3,63 mld. €, neexistoval podľa SRB verejný záujem na začatí rezolučného konania.[25]

V ten istý deň 15. augusta 2019 v reakcii na rozhodnutie SRB zaviedla FKTK moratórium voči PNB. Na základe moratória musela táto banka zastaviť poskytovanie všetkých finančných služieb od 21.00 hod. Pre klientov PNB to znamenalo, že od tohto momentu už nemohli využívať internet banking, platiť kartou či vybrať si svoje peniaze z bankomatu. FKTK však zároveň so zavedením moratória rozhodla o nedostupnosti vkladov, čím spustila proces, v rámci ktorého bol lotyšský fond ochrany vkladov povinný do ôsmich pracovných dní od tohto rozhodnutia začať vyplácať náhrady za kryté vklady.[26] Výplata náhrad za kryté vklady do výšky 100 000 € sa začala už 22. augusta 2019 prostredníctvom banky Citadele. Celkovo malo byť vyplatených krytým vkladateľom necelých 280 mil. €.[27] Presne v ten istý deň podala FKTK návrh na vyhlásenie konkurzu z dôvodu, že PNB

14 *CMC in collaboration with U.S. law enforcement authorities identifies weaknesses and imposes monetary fines on JSC "NORVIK BANKA" and JSC "Rietumu Banka.21.7.2017. Dostupné na: https://www.fktk.lv/en/news/press-releases/fcmc-in-collaboration--with-u-s-law-enforcement-authorities-identifies-weaknesses-and-imposes-monetary-fines-on-jsc-norvik--banka-and-jsc-rietumu-banka/*

15 *MANGION. George. Latvia Banks - Enter The Three Ugly Sisters. 25.6.2018. Dostupné na: https://www.maltachamber.org.mt/en/blogs/126*

16 *PNB Banka Annual report 2018. 16.7.2019. Dostupné na: https://static.pnbbanka.eu/media/documents/gada_parskats_2018aud_en.pdf*

17 *ECB will take over direct supervision of AS PNB Banka in Latvia.11.3.2019. Dostupné na: https://www.fktk.lv/en/news/press-releases/ecb-will-take--over-direct-supervision-of-as-pnb--banka-in-latvia/*

18 *Čl. 6 ods. 5 písm. b) nariadenia Rady (EÚ) č. 1024/2013 z 15. októbra 2013, ktorým sa Európska centrálna banka poveruje osobitnými úlohami, pokiaľ ide o politiky týkajúce sa prudenciálneho dohľadu nad úverovými inštitúciami (Ú. v. EÚ L 287, 29.10.2013).*

19 *ECB takes over direct supervision of AS PNB Banka in Latvia. 11.3.2019. Dostupné na: https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ssm.pr190311~24201e56e0.en.html*

20 *ECB has assessed that AS PNB Banka in Latvia was failing or likely to fail. 15.8.2019. Dostupné na: https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ssm.pr190815~-b8e2038aa9.en.html*

21 *Guselnikov sells off stake in Latvia's PNB bank. 28.6.2019. Dostupné na: https://eng.lsm.lv/article/economy/banks/guselnikov-sells-off-stake-in--latvias-pnb-bank.a323936/*

22 *O' DONNEL, John a GELZIS, Gederts. Russian businessman behind shuttered Latvian bank PNB attacks ECB 16.8. 2019. Dostupné na: https://www.reuters.com/article/us-latvia--bank-closure/russian-businessman--behind-shuttered-latvian-bank-pnb--attacks-ecb-idUSKCN1V61NI*

23 *Čl. 7 ods. 2 písm. a), ii) nariadenia Európskeho parlamentu a Rady 806/2014/EÚ z 15. júla 2014, ktorým sa stanovujú jednotné pravidlá a jednotný postup riešenia krízových situácií úverových inštitúcií a určitých investičných spoločností v rámci jednotného mechanizmu riešenia krízových situácií a jednotného fondu na riešenie krízových situácií a ktorým sa mení nariadenie (EÚ) č. 1093/2010 (Ú. v. EÚ L 225, 30.7.2014).*

24 *Notice summarising the decision taken in respect of AS PNB Banka. 15.8.2019. Dostupné na: https://srb.europa.eu/sites/srbsite/files/20190815_summary_of_non--resolution_decision_pnb_banka.pdf*

25 *Decision of SRB of 23 February 2018 concerning the assessment of the conditions for resolution in respect of ABLV Bank, AS (SRB/EES/2018/09). 23.2.2018. Dostupné na: https://srb.europa.eu/sites/srbsite/files/decision_srb-ees-2018-09_ablv_lv_non_confidential_version_final_0.pdf*

26 *FCMC, following the decisions of the ECB and SRB, suspends the provision of financial services by JSC "PNB Banka" and decides on the unavailability of deposits. 15.8.2019.*

bola podľa názoru FKTK predlžená, t. j. hodnota jej aktív bola nižšia ako jej záväzky.[28] Súd sa stotožnil s návrhom FKTK a 12. septembra 2019 vyhlásil konkurz.[29]

Pôvodný väčšinový vlastník PNB Guselnikov, ako aj nový najväčší akcionár Tamraz kritizovali predovšetkým ECB, že im neumožnila banku zachrániť. Tamraz tvrdil, že on a ďalší investori boli pripravení poskytnúť PNB nový kapitál vo výške približne 140 mil. €.[22] Na webovej stránke PNB uvádzali noví investori mierne vyššiu sumu, konkrétne 146 mil. €.[30] V inom rozhovore Roger Tamraz dokonca spomínal sumu 176 mil. €.[31] Tamraz tvrdil, že tieto prostriedky by bol schopný zabezpečiť do 90 dní. Na to mu však ECB nedala dosť času. PNB neplnila kapitálové požiadavky od roku 2017, a preto by podľa Tamraza nebola nijakým spôsobom ohrozená finančná stabilita, ak by ECB so svojím posúdením pár týždňov počkala.[31] Rovnako tvrdo kritizoval ECB aj Guselnikov, ktorý sa vyjadril, že za postup ECB voči PNB môže jeho spor s guvernérom Rimšēvičsom.[22]

Predstavitelia PNB však neskončili iba pri slovnej kritike ECB, ale snažia sa brániť aj právnou cestou. Správnou žalobou napadli rozhodnutie FKTK o uložení moratória.[32] Po vyhlásení konkurzu sa obrátili na miestnu prokuratúru so žiadosťou, aby zrušila toto rozhodnutie súdu.[33] Tieto snahy však doteraz neboli úspešné. Do budúcna sa na základe skúseností z iných prípadov dá očakávať aj žaloba voči ECB a SRB za ich postup v celom procese riešenia krízovej situácie PNB.

Dôsledky krízovej situácie PNB

Prípad zlyhania PNB otvoril viacero dôležitých otázok, ktorých zodpovedanie môže mať v budúcnosti dôsledky aj pre iné členské štáty bankovej únie vrátane Slovenska. Prvé otázky v tomto prípade vyvstávajú ešte pred vznikom samotnej krízovej situácie. V apríli 2019 prešla pôsobnosť za dohľad nad PNB z FKTK na ECB a tým aj pôsobnosť za riešenie krízovej situácie prešla z lotyšského rezolučného orgánu, ktorým je opäť FKTK, na SRB. ECB prevzala pôsobnosť nad PNB na základe žiadosti FKTK, ktorá to explicitne odôvodnila arbitrážou voči Lotyšsku. V rámci arbitráže sa mal posudzovať nesprávny postup pri výkone dohľadu FKTK voči PNB. Na jednej strane toto rozhodnutie dáva zmysel, keďže ECB mala byť vo vzťahu k PNB nestrannejšia ako FKTK. Na druhej strane pôvodný väčšinový vlastník PNB Guselnikov spochybňoval aj nestrannosť ECB, vzhľadom na jej vzťah ku guvernérovi Rimšēvičsovi. Je tiež otázne, či by FKTK požiadala o prechod pôsobnosti na ECB aj v prípade, ak by PNB neiniciovala medzinárodnú arbitráž, ale bránila by sa „iba" správnymi žalobami na vnútroštátnych lotyšských súdoch. Dohliadané subjekty majú právo brániť sa právnou cestou a v niektorých prípadoch im dajú súdne orgány za pravdu. S právnymi spormi preto pri výkone dohľadu a riešení krízových situácií treba počítať. Špeciálne v prípade riešenia krízových situácií, keď akékoľvek rozhodnutie príslušných orgánov (rezolúcia/konkurz/likvidácia) zásadným spôsobom zasiahne akcionárov, veriteľov a zamestnancov banky, sa právne spory očakávajú. To, že prebieha právny spor medzi dohliadaným subjektom a príslušným orgánom dohľadu (prípadne rezolučným orgánom), by však nemalo automaticky viesť k tomu, že daný orgán ako celok by už nebol považovaný za nestranný. Mimo bankovej únie vo väčšine prípadov ani neexistuje možnosť, aby pôsobnosť za dohľad prešla na iný orgán. V rámci bankovej únie však pri dohľade nad menej významnými úverovými inštitúciami táto možnosť existuje, a preto bude zaujímavé sledovať, či sa stane prípad PNB inšpiráciou pre orgány dohľadu v ďalších prípadoch.

Ďalšou kľúčovou otázkou v prípade PNB bolo posúdenie toho, kedy banka zlyháva alebo je zjavné, že v blízkej budúcnosti zlyhá. Právne predpisy upravujú túto problematiku pomerne všeobecne, čím dávajú príslušnému orgánu dohľadu, prípadne rezolučnému orgánu značnú mieru voľnosti pri posúdení. Banka zlyháva alebo je zjavné, že v blízkej budúcnosti zlyhá, ak:[34]

- sú splnené podmienky alebo existujú okolnosti, ktoré by umožňovali v blízkej budúcnosti vydať rozhodnutie o odobratí bankového povolenia,
- aktíva banky sú nižšie ako jej záväzky alebo existujú okolnosti, ktoré nasvedčujú tomu, že aktíva banky budú v blízkej budúcnosti nižšie ako jej záväzky,
- banka nie je schopná uhrádzať svoje záväzky v čase splatnosti alebo existujú okolnosti, ktoré nasvedčujú tomu, že banka v blízkej budúcnosti nebude schopná uhrádzať svoje záväzky v čase splatnosti,
- banke má byť poskytnutá mimoriadna verejná finančná podpora (okrem niektorých explicitných výnimiek).

Porušovanie kapitálových požiadaviek môže byť jedným z dôvodov na odobratie bankového povolenia.[35] PNB mala problémy s dodržiavaním kapitálových požiadaviek od roku 2017. FKTK a následne ani ECB však okamžite nekonštatovali, že táto banka zlyháva, ale snažili sa zlyhaniu PNB predísť. ECB po pár mesiacoch od prevzatia pôsobnosti uložila PNB prostredníctvom opatrenia včasnej intervencie povinnosť riešiť problém s nedostatkom kapitálu v stanovenej lehote. Následne, po konštatovaní externého audítora, že PNB nevytvorila dostatok opravných položiek, vykonala ECB dohľad na mieste, v rámci ktorého zistila, že situácia je ešte horšia, ako sa zdalo, a aktíva PNB sú nižšie ako jej záväzky. Práve na základe toho následne konštatovala, že banka zlyháva alebo je zjavné, že v blízkej budúcnosti zlyhá. Značná miera diskrécie pri tomto posúdení by zrejme príslušným orgánom dohľadu, resp. rezolučným orgánom umožnila skonštatovať, že PNB zlyháva alebo je zjavné, že v blízkej budúcnosti zlyhá dávno predtým, ako tak urobila ECB. Otázka je, či mohla ECB s týmto posúdením v auguste 2019 ešte chvíľu počkať. Noví väčšinoví akcionári na čele s Rogerom Tamrazom tvrdili, že potrebovali na rekapitalizáciu PNB iba 90 dní. Z tohto dôvodu ostro kritizovali ECB za to, že im nebola schopná

Dostupné na: https://www.fktk.lv/en/news/press-releases/fcmc-following-the-decisions-of--the-ecb-and-srb-suspends-the--provision-of-financial-services-by--jsc-pnb-banka-and-decides-on-the--unavailability-of-deposits/

27 *Guaranteed compensation payments to JSC "PNB Banka" customers will be started on 22 August.17.8.2019. Dostupné na: https://www.fktk.lv/en/news/press-releases/guaranteed--compensation-payments-to-jsc--pnb-banka-customers-will-be-started-on-22-august/*

28 *FCMC files an application for insolvency to the court against JSC "PNB Banka". 22.8.2019. Dostupné na: https://www.fktk.lv/en/news/press--releases/fcmc-files-an-application--for-insolvency-to-the-court-against--jsc-pnb-banka/*

29 *EGLITIS, Aaron. Latvian Court Declares PNB Bank Insolvent After ECB Suspension. 12.9.2019. Dostupné na: https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-09-12/latvian-court--declares-pnb-bank-insolvent-after--ecb-suspension*

30 *AS PNB Banka's new shareholders and Management Board announcement. 18.8.2019. Dostupné na: https://pnbbanka.eu/en/pnb/about_bank/news/share-holders-146-mil*

31 *ROSCA, Matei. Troubled Latvian bank's owner seeks time to recapitalize. 16.8.2019. Dostupné na: https://www.politico.eu/article/pnb-banka-roger--tamraz-troubled-latvian-banks--owner-seeks-time-to-recapitalize/*

32 *PNB Banka at court contests financial watchdog's decision on suspension of its operations. 22.8.2019. Dostupné na: http://www.baltic-course.com/eng/legislation/?doc=150960*

33 *PNB Banka will request Prosecutor's Office to annul bank's insolvency.13.9.2019. Dostupné na: https://www.baltictimes.com/pnb_banka_will_request_prosecutor_s_office_to_annul_bank_s_insolvency/*

34 *§ 34 ods. 2 zákona č. 371/2014 Z. z. o riešení krízových situácií na finančnom trhu a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov je transpozíciou čl. 32 ods. 4 smernice Európskeho parlamentu a Rady 2014/59/EÚ z 15. mája 2014, ktorou sa stanovuje rámec pre ozdravenie a riešenie krízových situácií úverových inštitúcií a investičných spoločností a ktorou sa mení smernica Rady 82/891/EHS a smernice Európskeho parlamentu a Rady 2001/24/ES, 2002/47/ES, 2004/25/ES, 2005/56/ES, 2007/36/ES, 2011/35/EÚ, 2012/30/EÚ a 2013/36/EÚ a nariadenia Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 1093/2010 a (EÚ) č. 648/2012 (Ú. v. EÚ L 173, 12.6.2014). Skoro rovnaké znenie má aj čl. 18 ods.4 nariadenia Európskeho parlamentu a Rady 806/2016/EÚ z 15. júla 2014, ktorým sa stanovujú jednotné pravidlá a jednotný postup riešenia krízových situácií úverových inštitúcií a určitých investičných spoločností v rámci jednotného mechanizmu riešenia krízových situácií a jednotného fondu na riešenie krízových situácií a ktorým sa mení nariadenie (EÚ) č. 1093/2010 (Ú. v. EÚ L 225, 30.7.2014) (SRMR), podľa ktorého rozhodovala ECB a SRB v prípade PNB.*

dať potrebný čas. Ak príslušné orgány dohľadu tolerovali, aby banka ďalej fungovala napriek tomu, že od roku 2017 porušovala kapitálové požiadavky, títo akcionári nechápali, prečo nemohla ďalej fungovať ďalších pár týždňov, kým dôjde k rekapitalizácii. Je však dôležité poznamenať, že tieto vyjadrenia akcionárov nezohľadňujú skutočnosť, že hoci PNB nedodržiavala kapitálové požiadavky už od roku 2017, pokles hodnoty aktív pod hodnotu záväzkov bol odhalený až v auguste 2019. Táto skutočnosť bola dôležitá aj z dôvodu, že banka sa vďaka tomu stala predlženou, čo je dôvod na vstup do konkurzu.

Vyjadrenia akcionárov o pripravovanej rekapitalizácii však zároveň otvárajú otázku, či SRB správne posúdila druhú podmienku pre začatie rezolučného konania – neexistenciu alternatívnych opatrení súkromného sektora. Podľa právnych predpisov musí SRB posúdiť, či neexistujú akékoľvek alternatívne opatrenia súkromného sektora, ktoré by dokázali zabrániť zlyhaniu banky v primeranom časovom horizonte.[36] SRB vo svojom rozhodnutí došla k záveru, že žiadne takéto opatrenie by nedokázalo zabrániť zlyhaniu v primeranom čase. Otázkou teda je, či bolo 90 dní v prípade PNB primeraným časom.

Značná miera voľnosti pri posudzovaní týchto dvoch podmienok vedie k tomu, že predstavitelia bánk, ktorých krízová situácia sa v minulosti riešila, spravidla zažalovali ECB a SRB na CJEU. V prípade PNB sa dá očakávať rovnaký postup. Vzhľadom na to, že celá právna úprava riešenia krízových situácií vznikla na úrovni EÚ len pred piatimi rokmi, zostávajú mnohé otázky nezodpovedané. Väčšiu mieru právnej istoty môže okrem spresnenia legislatívy do tejto situácie priniesť predovšetkým CJEU. Súd by však v takomto prípade mal zohľadniť, že všeobecné definície prvých dvoch rezolučných podmienok sú zámerným rozhodnutím zákonodarcu, ktorý chcel ponechať príslušným orgánom dohľadu a rezolučným orgánom dostatok voľnosti na zohľadnenie špecifík daného prípadu. Pokiaľ by podľa očakávania skončil prípad PNB pred CJEU, mohla by táto krízová situácia pomôcť objasniť, ako sa majú vykladať prvé dve podmienky pre začatie rezolučného konania, čo by malo zásadný význam aj pre Slovensko, ak by sa raz do krízovej situácie dostala niektorá z našich bánk.

Záver

Krízová situácia PNB je ďalším prípadom zlyhania lotyšskej banky, ktorá mala problémy s dodržovaním pravidiel AML/CFT. PNB mala okrem toho už od roku 2017 problémy aj s dodržiavaním kapitálových požiadaviek. Veci sa však výrazne pohli až s prechodom pôsobnosti za dohľad z lotyšského FKTK na ECB, ktorá po pár mesiacoch konštatovala, že PNB zlyháva alebo je zjavné, že v blízkej budúcnosti zlyhá, keďže jej aktíva boli nižšie ako jej záväzky. SRB následne rozhodla, že neexistuje verejný záujem na začatí rezolučného konania a PNB následne skončila v konkurze.

Prípad PNB bol špecifický tým, že národný orgán dohľadu FKTK dobrovoľne požiadal ECB o prevzatie pôsobnosti, vzhľadom na arbitráž, ktorá sa priamo týkala postupu FKTK pri výkone dohľadu. Tým, že ECB tejto žiadosti vyhovela, zároveň otvorila do budúcna pre národne orgány dohľadu možnosť, ako sa vysporiadať s menej významnými bankami, ktoré sú v právnom spore s príslušným orgánom dohľadu. Najbližšie roky ukážu, či bol prípad PNB výnimkou alebo novým precedensom.

Riešenie krízovej situácie PNB poukázalo aj na značnú mieru diskrécie, ktorou disponujú príslušné orgány dohľadu a rezolučné orgány pri posudzovaní prvých dvoch podmienok na začatie rezolučného konania. V prípade PNB zrejme mohlo byť konštatované, že táto banka zlyháva alebo je zjavné, že v blízkej budúcnosti zlyhá dávno pred tým, ako k tomu ECB pristúpila. Vzhľadom na deklarované snahy akcionárov rekapitalizovať banku je otázne, či mala ECB dať PNB požadovaných 90 dní. Rovnaká otázka sa vynára pri druhej rezolučnej podmienke, v rámci ktorej SRB posudzovala, či existovali alternatívne opatrenia súkromného sektora, ktoré by dokázali predísť zlyhaniu banky v primeranom čase. Na jednej strane by bola chyba, keby ECB a SRB predčasne ukončili fungovanie banky, ktorá mohla prežiť. Na druhej strane by nebolo správne príliš dlho udržiavať naživе banku, ktorá neskôr tak či tak zlyhá. A to špeciálne v situácii, keď je daná banka predlžená a jej ďalšie fungovanie by výrazne sťažilo prípadnú rezolúciu alebo zhoršilo uspokojenie veriteľov v konkurze. Správne určiť moment stlačenia spúšte je nesmierne náročne a právne predpisy v tomto dávajú príslušným orgánom dohľadu a rezolučným orgánom značnú voľnosť. Mantinely tejto voľnosti by teoreticky mohol stanoviť CJEU, ak sa raz naň tento prípad dostane.

Prípad PNB naznačil nové možnosti, ako sa môžu príslušné orgány dohľadu vysporiadať s menej významnými bankami a zároveň poukázal na niektoré otvorené otázky v právnej úprave riešenia krízových situácií. Zodpovedanie týchto otázok by vyjasnilo, ako majú príslušné orgány dohľadu a rezolučné orgány postupovať pri posudzovaní prvých dvoch podmienok na začatie rezolučného konania.

35 Čl. 18 písm. d) smernice Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 2013/36/EÚ z 26. júna 2013 o prístupe k činnosti úverových inštitúcií a prudenciálnom dohľade nad úverovými inštitúciami a investičnými spoločnosťami, o zmene smernice 2002/87/ES a o zrušení smerníc 2006/48/ES a 2006/49/ES (Ú. v. EÚ L 176, 27.6.2013).

36 Čl. 18 ods. 1 písm. b) SRMR.

Návrh de lege ferenda a zápis do registra poskytovateľov osobitného finančného vzdelávania

Andrea Slezáková[1]
Ekonomická univerzita v Bratislave

Osobitné finančné vzdelávanie tvorí jednu zo zložiek odbornej spôsobilosti. Účel regulácie spočíva v zabezpečení znalostí a schopností u fyzických osôb tak, aby boli naplnené minimálne požiadavky zákona, a to vzhľadom na zložitosť a rozsah činností vykonávaných finančnými agentmi a finančnými poradcami. Cieľom osobitného finančného vzdelávania je formovanie a prehlbovanie informácií vzťahujúcich sa na reguláciu v príslušnom sektore, v ktorom bude alebo je vykonávaná činnosť.

Úvod

Osobitné finančné vzdelávanie (ďalej spravidla len „OFV") vytvorilo priestor na podnikanie na trhu ďalšieho vzdelávania. V praxi táto školiaca činnosť nepodliehala do 22. februára 2018 zásahom zo strany štátu v podobe akéhokoľvek schvaľovania, povoľovania či akreditácie na jej poskytovanie, mohla ju vykonávať fyzická osoba podnikateľ či právnická osoba. Podľa právneho stavu *de lege lata* do 22. februára 2018 vyhláška Ministerstva financií SR č. 600/2009 Z. z. o osobitnom finančnom vzdelávaní osôb vykonávajúcich finančné sprostredkovanie a finančné poradenstvo v znení vyhlášky Ministerstva financií SR č. 181/2013 Z. z., ktorou sa mení a dopĺňa vyhláška Ministerstva financií SR č. 600/2009 Z. z. o osobitnom finančnom vzdelávaní osôb vykonávajúcich finančné sprostredkovanie a finančné poradenstvo, zakotvovala okruhy tém, ktoré boli predmetom vzdelávania v jednotlivých sektoroch. Na túto vyhlášku nadväzovalo odporúčanie útvaru dohľadu nad finančným trhom Národnej banky Slovenska z 27. októbra 2014 č. 1/2014 určujúce sylaby k jednotlivým okruhom.[2] Právna úprava sa však zásadným spôsobom zmenila. Od 23. februára 2018 zákon č. 186/2009 Z. z. o finančnom sprostredkovaní a finančnom poradenstve a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov (ďalej len „zákon o finančnom sprostredkovaní") definuje kategóriu subjektov podnikajúcich v oblasti osobitného finančného vzdelávania ako poskytovateľov osobitného finančného vzdelávania. Zároveň 23. februára 2018 nadobudla účinnosť vyhláška Ministerstva financií SR č. 39/2018 Z. z. o osobitnom finančnom vzdelávaní osôb vykonávajúcich finančné sprostredkovanie a finančné poradenstvo.

Zápis do registra poskytovateľov osobitného finančného vzdelávania

S účinnosťou od 23. februára 2018 zákonodarca uložil Národnej banke Slovenska povinnosť viesť a zverejňovať na jej webovom sídle register poskytovateľov osobitného finančného vzdelávania (ďalej spravidla len „register poskytovateľov OFV").[3] Ide o súbor špecifických údajov zverejňovaných v zákonne stanovenom rozsahu o poskytovateľoch osobitného finančného vzdelávania. V súlade s § 22a ods. 4 zákona o finančnom sprostredkovaní Národná banka Slovenska zverejňuje údaje o poskytovateľovi osobitného finančného vzdelávania v rozsahu obchodné meno, webové sídlo, identifikačné číslo, ak ide o právnickú osobu, alebo meno, priezvisko, webové sídlo, identifikačné číslo a miesto podnikania, ak ide o fyzickú osobu, dátum zápisu do registra poskytovateľov a sektory poskytovania osobitného finančného vzdelávania.

Národná banka Slovenska na svojom webovom sídle zverejnila vzor návrhu na zápis do registra poskytovateľov OFV.[4] Pri uskutočňovaní zápisu do tohto registra Národná banka Slovenska nevedie konanie vo veciach dohľadu, a preto nedochádza k vydávaniu individuálneho správneho aktu. Pri zápise do registra poskytovateľov OFV sa odzrkadľuje registračný princíp. Vyplýva z neho, že pokiaľ návrh spĺňa zákonné náležitosti, vzniká povinnosť zápis vykonať.[5] Navrhovateľ je však povinný predložiť dôkazy (uniesť dôkazné bremeno) na preukázanie splnenia zákonných podmienok na poskytovanie osobitného finančného vzdelávania. Nazdávame sa, že môžeme hovoriť o dôkaznom bremene, keďže ide o zodpovednosť navrhovateľa za preukázanie skutočností uvedených v návrhu, ako aj o záujem navrhovateľa na preukázaní tvrdení, keďže tie by mali vyústiť do registrácie.

1 *Právne názory vyslovené v príspevku nie sú názormi inštitúcie, v ktorej je autorka zamestnaná.*
2 *Dostupné na http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Legislativa/_Vestnik/ODPORUC_UDFT_1_2014.pdf*
3 *Dostupné na https://registre.nbs.sk/odb-sposobilost/institucie*
4 *Dostupné na http://www.nbs.sk/sk/dohlad-nad-financnym-trhom/dohlad/financne-sprostredkovanie-a-financne-poradenstvo/osobitne-financne-vzdelavanie*
5 *ČIČ, M. a kol.: Komentár k Ústave Slovenskej republiky. Bratislava: Eurokódex, 2012, s. 216 – 217.*

6 http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Dohlad/ORM/Sprostredkovanie/Zoznam_priloh_k_navrhu_na_zapis_do_registra_poskytovatelov_osobitneho_financneho_vzdelavania.pdf
7 Porovnaj § 22a ods. 6 zákona o finančnom sprostredkovaní.
8 JEMELKA, L., PONDĚLÍČKOVÁ, K., BOHADLO, D.: Správní řád. Komentář. 4. vydání. Praha: C. H. Beck, 2013, s. 308.

Zo zákonného znenia možno odvodiť, že podmienky, ktoré je nutné na účely zápisu do registra poskytovateľov OFV preukázať, možno rozdeliť do dvoch skupín.

V prvej skupine ide o podmienky, pri ktorých je preukázanie ich splnenia zabezpečované dôkaznými prostriedkami pochádzajúcimi z činnosti iných orgánov, ako je Národná banka Slovenska. Sem môžeme zaradiť preukazovanie splnenia podmienky bezúhonnosti a oprávnenia na vykonávanie vzdelávacej činnosti. Pri preukazovaní bezúhonnosti zákonodarca nepožaduje, aby navrhovateľ – právnická osoba preukázal, že nebol právoplatne odsúdený za trestný čin (v porovnaní s § 18 zákona o finančnom sprostredkovaní). Bezúhonnosť preukazuje budúci poskytovateľ osobitného finančného vzdelávania – fyzická osoba a u právnickej osoby taxatívne určený okruh fyzických osôb, ktoré v nej vykonávajú zákonne vymedzené funkcie.

Získanie oprávnenia na vykonávanie vzdelávacej činnosti predchádza doručeniu návrhu. Ide o jednu zo zákonných podmienok, ktorú navrhovateľ preukazuje v návrhu na zápis. *Ergo* v čase jeho doručenia už musí existovať. Zákonodarca výslovne nezakotvuje, akým spôsobom má budúci poskytovateľ preukázať oprávnenie na vykonávanie vzdelávacej činnosti. Z hľadiska aplikačnej praxe existuje niekoľko alternatív preukázania tohto oprávnenia. Napr. obchodná spoločnosť predloží Národnej banke Slovenska výpis z obchodného registra, z ktorého vyplýva, že jej predmetom činnosti je vykonávanie mimoškolskej vzdelávacej činnosti, alebo záujmové združenie právnických osôb doručí výpis z registra záujmových združení právnických osôb, z ktorého je zrejmé, že oblasťou jeho činnosti je uskutočňovanie školení, kurzov a pod.

Druhá skupina predstavuje podmienky technickej a organizačnej pripravenosti na poskytovanie osobitného finančného vzdelávania, pri ktorých sa preukázanie ich splnenia zabezpečuje dôkaznými prostriedkami pochádzajúcimi z činnosti navrhovateľa. Záujemca o poskytovanie osobitného finančného vzdelávania je povinný preukázať súborom listín technické, materiálno-technické a organizačné požiadavky. Národná banka Slovenska na svojom webovom sídle zverejnila zoznam príloh k návrhu na zápis do registra poskytovateľov OFV, kde bližšie objasňuje, ktoré požiadavky by mal navrhovateľ splniť.[6]

Lehota na zápis do registra poskytovateľov OFV začína plynúť od okamihu úplnosti návrhu na zápis do predmetného registra. Zákonodarca ukladá Národnej banke Slovenska v rámci 30-dňovej lehoty súčasne s registráciou:

- prideliť poskytovateľovi prihlasovacie meno a heslo do zoznamu osôb, ktoré absolvovali osobitné finančné vzdelávanie, kde bude nahlasovať orgánu dohľadu fyzické osoby, ktoré úspešne absolvovali osobitné finančné vzdelávanie (dané údaje sa budú zobrazovať v zozname vedenom Národnou bankou Slovenska),
- odoslať uvedené informácie poskytovateľovi.

Ak je návrh na zápis do registra poskytovateľov OFV neúplný, právnym následkom neúplnosti návrhu je vznik povinnosti doplniť ho v lehote určenej orgánom dohľadu. Zákonodarca v tomto prípade určuje Národnej banke Slovenska dve povinnosti: povinnosť odoslať navrhovateľovi výzvu a určiť mu lehotu, ktorá je primeraná k rozsahu údajov potrebných na doplnenie. V súvislosti so zákonným znením je nevyhnutné zaoberať sa pojmom „neúplnosť návrhu na zápis do registra poskytovateľov OFV". Neúplnosť, podľa nášho názoru, je nutné vnímať nielen ako neuvedenie niektorého z údajov, ktorý je obsahovou náležitosťou návrhu, ale je ňou aj absencia preukázania niektorej zo zákonných podmienok.

Návrh *de lege ferenda*

Ako sme uviedli, zo zákonnej úpravy vyplýva, že pred registráciou je navrhovateľ na zápis do tohto registra povinný preukázať splnenie zákonom stanovených podmienok.[7] Zákonodarca tak zahrnul do právnej úpravy pre orgán verejnej správy aplikujúci právo nielen povinnosť formálne preskúmať návrh na zápis do registra poskytovateľov OFV, ale zamerať sa aj na obsahovú stránku. Na základe tejto skutočnosti sa javí ako vhodné uvažovať o návrhu *de lege ferenda* vzťahujúcom sa na potenciálnu možnosť posudzovania pripravenosti na poskytovanie osobitného finančného vzdelávania v konaní vo veciach dohľadu. Regulácia predmetného konania je obsiahnutá v tretej časti zákona č. 747/2004 Z. z. o dohľade nad finančným trhom a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov (ďalej len „zákon o dohľade") a predstavuje správno-procesné konanie, avšak bez subsidiárnej aplikácie zákona č. 71/1967 Zb. o správnom konaní (správny poriadok) v znení neskorších predpisov. V konaní vo veciach dohľadu Národná banka Slovenska rozhoduje o právach a povinnostiach dohliadaných subjektov finančného trhu alebo iných osôb, ako to ustanovujú osobitné predpisy, pričom výsledkom je individuálny správny akt, ktorý môže mať povahu procesného rozhodnutia (napr. zastavenie konania), povoľovacieho alebo sankčného rozhodnutia.

V nadväznosti na návrh *de lege ferenda* je potrebné venovať pozornosť povoľovaciemu konaniu vedenému Národnou bankou Slovenska. V povoľovacom konaní sú predovšetkým udeľované povolenia, licencie, súhlasy a predchádzajúce súhlasy Národnej banky Slovenska. Dané rozhodnutia sú individuálnymi vrchnostenskými a jednostrannými aktmi vydanými vykonávateľom verejnej správy na základe zákona a individuálnymi a jednostranne zaväzujúcimi pravidlami vydanými ako odraz administratívno-správnej regulácie vzťahov.[8] *De lege ferenda* by k zápisu do registra poskytovateľov OFV mohlo dôjsť nie registráciou, ale na základe povolenia na poskytovanie osobitného finančného vzdelávania udeleného rozhodnutím Národnej banky Slovenska v konaní vo veciach dohľadu, obsahujúcom výrok, odôvodnenie a poučenie o rozklade. Zákon

o dohľade ukladá Národnej banke Slovenska, aby v odôvodnení uviedla skutkové zistenia tvoriace podklad pre rozhodnutie, z ktorých dôkazov a akých úvah pri hodnotení dôkazov vychádza rozhodnutie a podľa akých ustanovení všeobecne záväzných právnych predpisov bol posudzovaný zistený skutkový stav.[9] Jadro rozhodovacieho procesu predstavuje dokazovanie. Ide o poznávaciu činnosť, ktorej účelom je získanie skutkových a právnych poznatkov nevyhnutne potrebných na vydanie rozhodnutia Národnej banky Slovenska. Všeobecne pod pojmom dokazovania rozumieme proces získavania poznatkov podstatných k posúdeniu danej veci.[10] Dokazovanie pozostáva z troch štádií, a to zo získania dôkazu, z vykonania dôkazu a z vyhodnotenia dôkazu.[11] Navrhovateľ nesie dôkazné bremeno pri preukazovaní splnenia podmienok na zápis do registra poskytovateľov OFV. Dôkazné bremeno je procesnou zodpovednosťou účastníka konania za preukázanie tvrdení, ktorá rezultuje do rozhodnutia v jeho prospech; zásadne ho nesie účastník konania, ktorý má záujem na preukázaní určitej skutočnosti.[12]

Pri posudzovaní návrhu na zápis do registra poskytovateľov OFV získava Národná banka Slovenska – najmä z listín predložených navrhovateľom – informácie potrebné na posúdenie splnenia zákonných podmienok na poskytovanie osobitného finančného vzdelávania. Zastávame názor, že sa uplatňuje zásada materiálnej pravdy, podľa ktorej je Národná banka Slovenska povinná zistiť skutočný stav veci. Dokazovanie sa teda vykonáva aj pri zápise do registra poskytovateľov OFV. Keďže však nedochádza k vydaniu individuálneho správneho aktu, navrhovateľ sa o priebehu predmetného procesu nedozvedá. Skutočnosť, že ide o registráciu, ktorá nie je ukončená individuálnym správnym aktom, v praxi navrhovateľ „nepociťuje" negatívne, v prípade, že je do registra poskytovateľov OFV zapísaný. Ak však nepreukázal splnenie niektorej zo zákonných podmienok a nebude zapísaný do registra poskytovateľov OFV, o tejto skutočnosti je písomne upovedomený. Zákonodarca neurčuje obsahové náležitosti predmetného písomného oznámenia.[13] Z platnej právnej úpravy nemožno jednoznačne abstrahovať, do akej miery bude navrhovateľ upovedomený o skutkovom a právnom posúdení návrhu na zápis (*ergo* aj o priebehu dokazovania), čo môže vzbudzovať stav právnej neistoty. A preto sa z hľadiska *de lege ferenda* nazdávame, že by potenciálne stálo za úvahu zmeniť reguláciu a zápis do registra poskytovateľov OFV spojený s registračným princípom nahradiť konaním vo veciach dohľadu ukončovaným rozhodnutím Národnej banky Slovenska, t. j. individuálnym správnym aktom.

9 Porovnaj § 27 ods. 3 zákona o dohľade.

10 BOGUSZAK, J., ČAPEK, J., GERLOCH, A.: Teorie práva. Praha: ASPI, 2003, s. 131.

11 POTÁSCH, P., HAŠANOVÁ, J.: Zákon o správnom konaní (správny poriadok). Komentár. Praha: C. H. Beck, 2012, s. 157.

12 VLČEK, R.: Dôkazné prostriedky v občianskom súdnom konaní z právneho, sociologického a psychologického pohľadu. Bratislava: Epos, 2006, s. 33–34.

13 Porovnaj § 22a ods. 12 zákona o finančnom sprostredkovaní.

Použitá literatúra

1. BOGUSZAK, J., ČAPEK, J., GERLOCH, A.: Teorie práva. Praha: ASPI, 2003, 323 s., ISBN 80-86395-74-X.
2. ČIČ, M. a kol.: Komentár k Ústave Slovenskej republiky. Bratislava: Eurokódex, 2012, 831 s., ISBN 978-80-89447-93-0.
3. JEMELKA, L., PONDĚLÍČKOVÁ, K., BOHADLO, D.: Správní řád. Komentář. 4. vydání. Praha: C. H. Beck, 2013, 848 s., ISBN 978-80-7400-484-1.
4. POTÁSCH, P., HAŠANOVÁ, J.: Zákon o správnom konaní (správny poriadok). Komentár. Praha: C. H. Beck, 2012, 376 s., ISBN 978-80-7400-422-3.
5. ŠTEVČEK, M., DULAK, A., BAJÁNKOVÁ, J., FEČÍK, M, SEDLAČKO, F. TOMAŠOVIČ, M. a kol.: Občiansky zákonník I. § 1–450. Komentár. Praha: C. H. Beck, 2015, 3208 s., ISBN 978-80-7400-597-8
6. VLČEK, R.: Dôkazné prostriedky v občianskom súdnom konaní z právneho, sociologického a psychologického pohľadu. Bratislava: Epos, 2006, 206 s., ISBN 80-80576-831.
7. Webové sídla: https://registre.nbs.sk/odb-sposobilost/institucie, www.nbs.sk

Key risks and trends from the perspective of Slovakia's financial sector stability

Jozef Kalman, Národná banka Slovenska

The global economic slowdown during 2019 has gradually been having an impact on developments in the Slovak economy. Unfavourable economic outlooks have been reflected in the European Central Bank's decision to resume the loosening of monetary policy, which means that interest rates will be even lower, and for a longer time, than previously expected. The low interest rate environment is therefore now a key factor affecting financial stability in Slovakia, in particular with regard to the following: excessive growth in household indebtedness; the long-term negative impact on the profitability of banks and insurance companies; increasing sensitivity to the business cycle; upward pressure on property prices; and the need for fund managers to search for yield in riskier or less liquid assets. (p. 2)

Three essays on risk modelling and empirical asset pricing

František Čech, Institute of Economic Studies, Charles University

This article is a summary of an eponymous dissertation, which won first prize in the NBS Governor's Award. The work looks at financial asset pricing from both a theoretical and applied perspective and proposes ways of estimating asset returns more accurately, which it then applies to futures contracts from the US and European markets. The dissertation consists of three papers that focus on risk modelling and empirical asset pricing. Specifically, the first paper contributes to the literature by providing a method of obtaining more efficient estimates and forecasts of covariance matrices. The second paper identifies common risk factors in panels of volatilities that drive the distribution of asset returns, and the third paper introduces a basic quantile asset-pricing equation with application to factor pricing. (p. 9)

Drivers of deindustrialisation: An input-output approach

Erika Majzlíková, Faculty of National Economy, University of Economics in Bratislava

This article is a summary of a dissertation of the same name, which won the second prize in the NBS Governor's Award. The paper analyses causes of declining employment and value added in manufacturing, as well as differences in the deindustrialisation process among individual countries. Despite its decline in terms of value-added creation, manufacturing continues to contribute significantly to growth rates of national economies. Outsourcing and automation appear to be reducing manufacturing value added, since employment is falling in traditional industrial companies; on the other hand, the creation of value added usually shifts to other companies within the economy. However, offshoring and globalisation facilitate the transfer of value added creation to countries in the group of "risers". (p. 15)

Covered bond harmonisation in European markets

Matej Krčmár, Národná banka Slovenska

The subject of this article is the EU's new Directive on the issue of covered bonds and covered bond public supervision and the related amendment of Regulation (EU) No 575/2013. In the first part, the author describes the plan to harmonise covered bonds in the European market in terms of its process and bases. The focus then turns to the new developments and amendments that emerged from the "trialogue" negotiations and feature in the final version of the Directive. These concern inter alia eligible assets of credit quality step three, the liquidity buffer, overcollateralisation, the coverage ratio, and transparency. The author explains the difference between ordinary and premium European covered bonds in the context of new regulatory requirements. The last part focuses on the implementation period, the importance of issuing the Directive as a separate document, and how the Directive will benefit the market. (p.21)

Failure of Latvia's AS PNB Banka

Daniel Ďuriač, Národná banka Slovenska

At the request of Latvia's Financial and Capital Market Commission in its capacity as the competent supervisory authority, the European Central Bank (ECB) decided in March 2019 to classify Latvia's AS PNB banka as significant and to assume its direct supervision as of 4 April 2019. On 12 August 2019 the ECB concluded an on-site inspection, which found indications that the assets of the bank were less than its liabilities. As a result, on 15 August, the ECB issued its assessment that PNB was failing or likely to fail. Subsequently on the same day, the Single Resolution Board determined that resolution action was not necessary in the public interest. Less than one month later, on 12 September 2019, a Latvian court declared PNB insolvent. The PNB case shows how European authorities have managed to deal with a failing bank within half a year after taking charge of the matter. At the same time, however, the PNB case has revealed something of the current issues surrounding the resolution framework. In addition to that, PNB case brought to light some open questions regarding current resolution framework. The article therefore seeks not only to provide a closer look at this particular case, but also to address these open questions in a more comprehensive manner and to set the PNB case in the broader context of changes taking place in Latvia and in the EU as a whole. (p. 24)

A de lege ferenda proposal and the registration of providers of special financial education

Andrea Slezáková, University of Economics in Bratislava

Special financial education is one of the components of professional competence of financial agents and financial advisers. The purpose of regulation in this area is to ensure that, with regard to the complexity and scope of the activities they perform, natural persons who work as financial agents and advisers have the knowledge and skills to meet at least the minimum statutory requirements. The objective of special financial education is to develop and deepen knowledge of the regulatory framework of the sector in which the agent or adviser operates. The author looks at the current situation in this area and puts forward some ideas for legislative changes. (p. 29)

Strieborná zberateľská eurominca k 200. výročiu vymenovania Alexandra Rudnaya za ostrihomského arcibiskupa

Strieborná zberateľská eurominca realizovaná podľa návrhu Mgr. art. Petra Valacha

Alexander Rudnay (4. 10. 1760 – 13. 9. 1831) bol vysvätený za kňaza v Trnave v októbri 1783. Krátko pôsobil ako kaplán v Častej, od roku 1789 bol farárom v Krušovciach a postupne vykonával rôzne významné funkcie v cirkevnej správe. Dobové pomery boli priaznivé pre jeho postup v cirkevnej hierarchii. V roku 1815 ho vysvätili za sedmohradského biskupa a v roku 1819 ho vymenovali za ostrihomského arcibiskupa a uhorského primasa. V roku 1826 ho pápež Lev XII. vymenoval za kardinála (*In pectore*) a v roku 1828 bolo menovanie zverejnené. V roku 1822 začal ako arcibiskup budovať ostrihomskú baziliku. S jeho podporou zrealizoval Juraj Palkovič slovenský preklad Biblie. Bol podporovateľom bernolákovcov a slovenského národného hnutia. Jeho zásluhou prichádzali na významné cirkevné posty v Hornom Uhorsku hodnostári slovenského pôvodu. Cirkevné obrady a náboženská výchova v školách prebiehali v materinskej reči.

Na výtvarný návrh striebornej zberateľskej euromince v nominálnej hodnote 10 eur k 200. výročiu vymenovania Alexandra Rudnaya za ostrihomského arcibiskupa vyhlásila Národná banka Slovenska v júni 2018 verejnú anonymnú súťaž, do ktorej bolo predložených šesť výtvarných prác od šiestich autorov. Komisia na posudzovanie výtvarných návrhov pamätných mincí a zberateľských mincí ich hodnotila v októbri 2018. Odborným poradcom v procese hodnotenia bola zástupkyňa Historického ústavu SAV Mgr. Diana Duchoňová, PhD.

Odborná komisia odporučila na udelenie prvej ceny a na realizáciu výtvarný návrh Mgr. art. Petra Valacha, ktorý, podľa jej názoru, najlepšie vystihuje zadanú tému. Averz pôsobí veľmi výrazne celkovou kompozičnou umiernenosťou a na reverze komisia ocenila autorovo stvárnenie osobnosti cirkevného dejateľa v zrelom veku.

Druhú cenu získal Mgr. art. Martin Sabol. Autor riešil averz ako voľnú skladačku motívov dokresľujúcich životné aktivity cirkevného hodnostára. Reverz využíva v celom rozsahu rozmer mincového poľa na pretlmočenie portrétu Alexandra Rudnaya, ktorý sa v štylizácii opiera o historickú predlohu zachovanej olejomaľby.

Tretia cena nebola v súťaži udelená.

Strieborná zberateľská eurominca v nominálnej hodnote 10 eur má priemer 34 mm a hmotnosť 18 g. Bola vyrazená zo striebra s rýdzosťou 900/1000 v Mincovni Kremnica. Na hrane je uvedený nápis do hĺbky „ALEXANDER RUDNAY – UHORSKÝ PRÍMAS 1819“. Zo schváleného limitovaného počtu 11 000 kusov euromincí bolo vyrazených 3 000 kusov v bežnom vyhotovení a 6 600 kusov vo vyhotovení proof. Slávnostné začatie emisie sa uskutočnilo 5. novembra 2019 v priestoroch Rímskokatolíckej bohosloveckej fakulty UK v Bratislave.

Hana Janíková

2. cena
Mgr. art. Martin Sabol
Foto: Kristína Poláčeková Cinková

B I A T E C