

3

Jún 2017
Ročník 25

ODBORNÝ
BANKOVÝ
ČASOPIS



BILITACE



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA



Strieborná zberateľská minca Pamiatková rezervácia Levoča a 500. výročie dokončenia hlavného oltára v Kostole sv. Jakuba

Národná banka Slovenska vydala 15. mája striebornú zberateľskú mincu s motívom Pamiatkovej rezervácie Levoča. Minca súčasne pripomína aj 500. výročie dokončenia jedného z najvýznamnejších diel Majstra Pavla z Levoče – hlavného oltára v Kostole sv. Jakuba. Je už piatou mincou tematického okruhu, ktorý postupne predstavuje pamiatkové rezervácie v Slovenskej republike. Prvá minca s touto tematikou bola venovaná Pamiatkovej rezervácii Trnava (2011), ďalšie Pamiatkovej rezervácii Trenčín (2012), Pamiatkovej rezervácii Košice (2013) a Pamiatkovej rezervácii Banská Bystrica (2016).



Minca realizovaná podľa návrhu Pavla Károlyho (znižená 1. cena)

Levoča vyrástla na križovatke obchodných ciest na východe Slovenska pod Levočskými vrchmi. Spolu so Spišským hradom a kultúrnymi pamiatkami jeho okolia predstavuje autenticky zachovaný súbor stredovekého osídlenia, ktorý nemá obdobu nikde vo svete. Preto bol zapísaný do Zoznamu svetového dedičstva UNESCO. Dokladom bohatstva mesta v stredoveku je zástavba a hradbový systém z 13. až 15. storočia. Hlavné námestie, ktoré bolo obklopené domami bohatých mešťanov, sa postupne zaplnilo zástavbou verejných budov. Uprostred námestia bol postavený v 14. storočí farský Kostol sv. Jakuba a južne od neho radnica.

V Levoči pôsobil významný rezbár Majster Pavol. Z jeho dielne pochádza mnoho unikátnych rezbárskych diel vrátane najvyššieho zachovaného neskorogotického krídlového oltára na svete – hlavného oltára v Kostole sv. Jakuba. Oltár meria viac ako 18 metrov a bol zhotovený z lipového dreva v rokoch 1507 až 1517. Podobu Majstra Pavla má vraj jedna z dvanástich sôch apoštolov Poslednej večere v predele oltára.

Mesto má vo svojom opevnenom stredovekom jadre zachovaných množstvo jedinečných pamiatok, odrážajúcich jeho bohatú históriu. Pre svoje mimoriadne pamiatkové hodnoty bolo v roku 1955 vyhlásené za mestskú pamiatkovú rezerváciu.

(Pokračovanie na 3. str. obálky)



Strieborná zberateľská minca Pamiatková rezervácia Levoča a 500. výročie dokončenia hlavného oltára v Kostole sv. Jakuba

(Pokračovanie z 2. str. obálky)

Na výtvarný návrh mince vyhlásila Národná banka Slovenska v marci 2016 verejnú anonymnú súťaž, do ktorej bolo predložených jedenásť výtvarných prác od dvanástich autorov (jeden návrh bol vytvorený v spolupráci dvoch autorov). Komisia na posudzovanie výtvarných návrhov pamätných mincí a zberateľských mincí ich hodnotila v máji 2016. Odbornými poradcami komisie boli zástupkyňa Pamiatkového úradu SR Ing. arch. Ľubica Pinčíková a Ing. Antónia Jacková, a zástupca mesta Levoča Mgr. Kamil Tomčočík.

Komisia odporučila na realizáciu výtvarný návrh autora Karola Lička. Ocenila výtvarné i obsahové kvality návrhu a kompozičnú vyváženosť oboch strán. Autor podľa jej názoru veľmi dobre vystihol a stvárnil zadanú tému. Na averze si vybral motív sčítania sv. Jakuba z tabule oltárneho krídla hlavného oltára v Kostole sv. Jakuba. Na reverze je v popredí plastika sv. Jakuba, patróna mesta Levoča. Za ňou je v priehľade gotického oblúka zobrazená veža Kostola sv. Jakuba a časť budovy renesančnej radnice.

Banková rada NBS sa v tomto prípade nestotožnila s názorom komisie a guvernér NBS schválil na základe jej rozhodnutia na realizáciu návrh, ktorého autorom je Pavol Károly. Jeho návrh sa vyznačuje vyváženým kompozičným riešením a kvalitnou modeláciou. Na averze sú zobrazené tri ústredné plastiky oltárnej skrine v Kostole sv. Jakuba vynárajúce sa z troch blokov dreva, čím autor vyjadril materiál oltára a proces jeho tvorby. V spodnej časti ľavej plastiky je rok dokončenia hlavného oltára a značka Majstra Pavla. Reverz sa vyznačuje výstižným stvárnením pamiatkovej rezervácie. Je na ňom zľava zobrazená časť Kostola sv. Jakuba s vežou a renesančná radnica v Levoči. V pozadí je okno s gotickou kružbou a v jeho spodnej časti ornamentálna výzdoba oltára. Kompozíciu vhodne dopĺňa erb mesta.

Oba návrhy získali v súťaži zníženú prvú cenu, druhá cena nebola udelená. Tretia cena bola udelená akad. soch. Michalovi Gavulovi. Komisia na jeho návrhu ocenila dobré vyjadrenie témy a vydarenú kompozičnú väzbu medzi reliéfnymi motívmi a písmovými prvkami. Na averze vpravo autor využil motív Poslednej večere z predely hlavného oltára v Kostole sv. Jakuba. Za ním je veža radnice a veža kostola. Na reverze stvárnil architektonické dominanty pamiatkovej rezervácie – zľava evanjelický kostol, Starý minoritský kostol,



Znížená 1. cena Karol Ličko



3. cena akad. soch. Michal Gavula



Nový minoritský kostol a Košická brána s priehľadom na zástavbu meštianskych domov. V spodnej časti je umiestnený erb mesta.

Zberateľská minca v hodnote 20 eur, s priemerom 40 mm a hmotnosťou 33,63 g je vyrazená zo striebra s rýdzosťou 925/1000 v Mincovni Kremnica v počte 3 400 kusov v bežnom vyhotovení a 6 200 kusov vo vyhotovení proof. Na hrane je reliéfný nápis „NAJKRAJŠIE HISTORICKÉ MESTÁ“, pred ktorým je značka v tvare kľúča.

Dagmar Flaché
Foto: Štefan Fröhlich



BIATEC

Odborný bankový časopis
Jún 2017

Vydavateľ:

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

Redakčná rada:

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

Redakcia:

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

Počet vydaní: 6-krát do roka

Cena výtlačku pre predplatiteľov: 2 €

Ročné predplatné: 12 €

Poštovné hradí predplatiteľ.

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

Mediaprint-Kapa Pressegrasso, 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: 7. 6. 2017

Dátum vydania: 19. 6. 2017

Evidenčné číslo: EV 2817/08

ISSN 1335 – 0900

Grafický návrh: Bedrich Schreiber

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

Tlač: i+i print, spol. s r.o.

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

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

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

FINANČNÁ STABILITA

Vplyv nízkych úrokových sadziieb na finančnú stabilitu na Slovensku 2
(Štefan Rychtárik)

REGULÁCIA FINANČNÉHO TRHU

Kvartálne hlásenia finančných sprostredkovateľov 7
(Peter Tkáč)

Hypotekárne záložné listy verus kryté dlhopisy
Východiská harmonizácie legislatívneho rámca pre kryté dlhopisy 11
(Matej Krčmár)

INFORMÁCIE

Pozícia Národnej banky Slovenska ku crowdfundingu 10

Prieskum skupiny EIB v krajinách CESEE 13

Vymenovanie Karola Mrvu za člena Bankovej rady NBS na ďalšie
funkčné obdobie 25

FINANČNÝ TRH

Investovanie do dlhopisových fondov 14
(Ing. Miroslav Kmeťko, PhD.)

DEVÍZOVÝ TRH

Celosvetový kódex správania na devízových trhoch: FX Global Code ... 17
(Miroslava Kosáková)

MAKROEKONOMICKÉ OTÁZKY

Pozícia Slovenska v európskych a globálnych hodnotových reťazcoch ... 19
(Anna Vladová)

KONFERENCIE – SEMINÁRE

Moderné nástroje pre finančnú analýzu a modelovanie 26

ENGLISH SUMMARY

English summary 28



Vplyv nízkych úrokových sadzieb na finančnú stabilitu na Slovensku

Štefan Rychtárik
Národná banka Slovenska

Úrokové sadzby majú zvyčajne veľmi výrazný vplyv na finančnú stabilitu. Potvrdilo sa to napríklad na prelome rokov 2008 a 2009, keď klesajúce sadzby pomohli bankám a ich klientom čeliť nepriaznivému vývoju, najmä prostredníctvom zníženia nákladov na obsluhu dlhov. Na druhej strane pretrvávajúce obdobie nízkych úrokových sadzieb má spravidla negatívny dopad na finančnú stabilitu. Medzi hlavné kanály patrí zadlženosť domácností, trh nehnuteľností, riziko likvidity, ale aj tlak na tradičný obchodný model a s tým spojená ziskovosť a odolnosť bánk. S predlžujúcim sa obdobím nízkych úrokových sadzieb navyše rastie citlivosť finančných inštitúcií a klientov na ich opätovný nárast.

1 Od marca 2016 bol zavedený limit na maximálny poplatok pri predčasnom splatení úveru na bývanie.

POKRAČOVAL HISTORICKY VYSOKÝ RAST ÚVEROV DOMÁCNOSTIAM

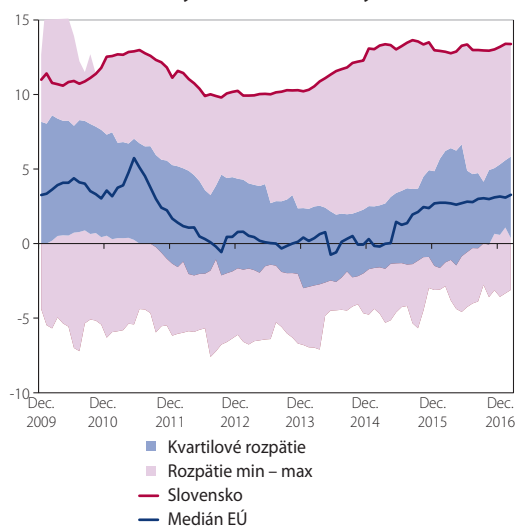
Rast úverov domácnostiam už dlhodobo patrí medzi najvýznamnejšie trendy v domácom bankovom sektore. Zároveň ide o najdôležitejší trend z hľadiska finančnej stability. Dynamika rastu úverov domácnostiam dosiahla v marci 2017 dve významné maximá. Na jednej strane dosiahol medziročný rast úverov v absolútnom vyjadrení najvyššiu hodnotu v histórii Slovenska. Na druhej strane táto dynamika bola najvyššia v rámci všetkých štátov EÚ. Zároveň je potrebné zdôrazniť, že Slovensko dosahuje najvyšší rast úverov na bývanie v rámci EÚ už siedmy rok po sebe.

Dynamický rast úverov bol výsledkom dopytových aj ponukových faktorov. Na strane dopytu po úveroch zohrávala dôležitú úlohu zlepšujúca sa situácia na trhu práce, rast miezd a tiež rast cien nehnuteľností vrátane očakávaní. Za najvýznamnejší faktor však môžeme považovať historicky nízke úrokové sadzby na úvery na bývanie. Nešlo pritom len o dôsledok uvoľnenej menovej politi-

ky, ale aj o jednorazový legislatívny vplyv¹, ktorý posunul úrokové sadzby na spodný kvartil eurozóny. V prevažnej miere však klienti nevyužívali nízke úrokové sadzby na zníženie mesačnej splátky, ale využívali možnosť načerpať väčšie objemy úverov. Pozitívny spotrebiteľský sentiment spolu s nízkymi sadzbami tak dokázal vytvoriť historicky vysoký dopyt po úveroch a kompenzovať postupne sa prehľbujúci demografický trend poklesu počtu potenciálnych žiadateľov o úver na bývanie.

Na stranu ponuky úverov domácnostiam výrazne vplývali dva faktory. Prvým sú historicky nízke miery zlyhania pri úveroch na bývanie, ako aj nízke podiel zlyhaných úverov v tomto segmente s výnimkou spotrebiteľských úverov. Nízke náklady na pokrytie kreditného rizika, ktoré so stratami z úverov súvisí, vytvárali priestor na zvýšenie rizikového apetítu v bankovom sektore. Ešte silnejším faktorom bol pretrvávajúci pokles úrokových marží, ktorý bol výsledkom kombinácie poklesu úrokových sadzieb a rastúcej konkurencie podporenej spomínanou legislatívnou zmenou. V snahe zachovať ziskovosť banky zvyšovali objem poskytnutých úverov, aby tým kompenzovali pokles úrokových marží.

Graf 1 Medziročný rast úverov na bývanie (v %)



Zdroj: ECB.

ZADLŽENOSŤ DOMÁCNOSTÍ AJ NAĎALEJ RÁSTLA

Rýchly rast úverov domácnostiam sa prejavil aj na raste ich zadlženosti. Ešte pred niekoľkými rokmi patrilo Slovensko medzi najmenej zadlžené krajiny v EÚ, vďaka čomu mala ekonomická a finančná kríza v roku 2009 len minimálny dopad na domáci bankový sektor aj na samotné domácnosti. Od tohto obdobia sa však zadlženosť domácností viac ako zdvojnásobila, pričom podobný trend nebol pozorovaný v nijakej krajine EÚ. Zatiaľ čo zadlženosť domácností v krajinách EÚ v pokrízovom období v priemere skôr stagnovala, Slovensko bolo jedinou krajinou, ktorá za posledných 10 rokov zaznamenala jej nepretržitý nárast. Týmto trendom sa Slovensko v roku 2016 posunulo medzi najviac zadlžené krajiny strednej a východnej



Európy, pričom rozdiel oproti mediánu EÚ sa zmenšil. Navyše úroveň zadlženosti domácností vo viacerých krajinách EÚ nemôžeme považovať za zdravú a udržateľnú, o čom svedčí aj trend jej znižovania pozorovaný vo vybraných členských štátoch. Na dôvažok udržateľná úroveň zadlženosti súvisí s celkovou ekonomickou silou a stabilitou konkrétnej krajiny. Preto nie je správne zadlženosť slovenských domácností jednoducho porovnávať s priemerom EÚ. Naša ekonomika totiž nie je rovnako stabilná ako ekonomiky najvyspelejších štátov EÚ. Potvrdilo sa to aj roku 2009, keď výkyvy v ekonomickom vývoji a s tým spojenými zmenami na trhu práce boli podstatne vyššie ako vo vyspelých krajinách EÚ.

Pokračujúci rast zadlženosti domácností je preto z hľadiska finančnej stability zásadný. V prípade negatívneho ekonomického vývoja by sa slovenské domácnosti ocitli v podstatne horšej situácii ako v roku 2009. Dôvodom sú celkovo väčšie dlhy, ktoré boli poskytnuté alebo navýšené pri historicky nízkych úrokových sadzbách a pri veľmi dlhých splatnostiach. Slovenské domácnosti sú preto citlivejšie na prípadné zhoršenie ekonomickej situácie, najmä na trhu práce, ako aj na prípadný nárast úrokových sadzieb. Na tento vývoj reagovala Národná banka Slovenska už v roku 2014 vydaním pravidiel zameraných na podmienky poskytovania retailových úverov.² Tieto pravidlá sú od roku 2016 postupne prenášané do legislatívnej podoby,³ čím sa ich pôsobnosť prenáša aj za hranice bankového sektora, predovšetkým na lízingové spoločnosti a spoločnosti splátkového predaja. V dôsledku zrýchľujúceho sa rastu zadlženosti domácností bola napríklad pôvodná povinnosť z roku 2014 overovať príjem žiadateľa o úver doplnená v roku 2016 o povinnosť zachovať určitú časť disponibilného príjmu domácnosti ako rezervu pre prípad zhoršenia situácie na trhu práce. Vytvára sa tým dôležitý logický predpoklad zdravej a udržateľnej úverovanej domácnosti, t. j. aby existovala určitá rovnováha medzi výškou

dlhu na jednej strane a príjmami domácnosti na strane druhej.

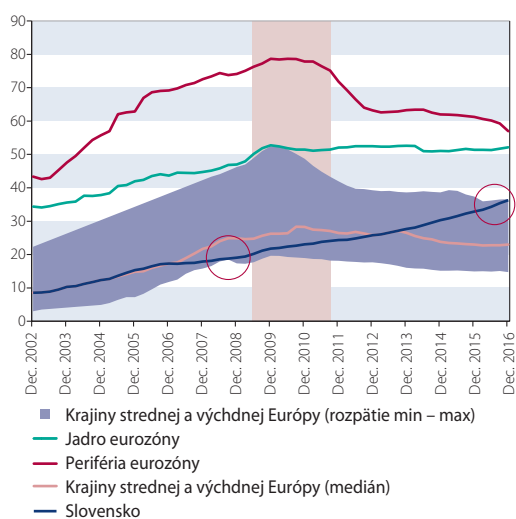
Z hľadiska možného nárastu úrokových sadzieb zostáva pozitívnym faktorom, že pri poskytovaní úverov na bývanie začali prevládať fixácie úrokových sadzieb na obdobie 3 až 5 rokov. Znamená to, že prípadné zvyšovanie úrokových sadzieb by sa neprejavilo okamžite, domácnosti sa by sa mu však celkom nevyhli. Preto je dôležitá aj druhá skutočnosť, a síce povinnosť⁴ testovať každého nového klienta na nárast úrokovej sadzby na jeho úver na bývanie o 2 percentuálne body. Klientovi je teda možné poskytnúť len taký úver, ktorý je schopný splatiť aj pri vyšších úrokových sadzbách. Toto opatrenie nezabraňuje klientom využiť prostredie nízkych úrokových sadzieb na zníženie mesačnej splátky, zmiernuje však riziko plynúce z neprimeraného zadlžovania založeného len na nízkych úrokových sadzbách.

Pri rizikách vyplývajúcich zo zadlženosti domácností je potrebné upozorniť aj na ich celkovú finančnú pozíciu. Tú tvoria nielen ich dlhy, ale aj ich úspory. Pomer úspor k dlhom je však v prípade slovenských domácností jedným z najhorších v EÚ, pričom aj samotný trend je negatívny. Tento ukazovateľ je však potrebné interpretovať veľmi opatrne. Po prvé, z agregovaného pohľadu nie je jasné, ako vyzerá čistá finančná pozícia konkrétnych zadlžených domácností. Inými slovami z priaznivého podielu celkových úspor k celkovým dlhom nevyplýva, že zadlžené domácnosti sú zároveň aj tými domácnosťami, ktoré vlastnia väčšinu úspor v ekonomike a že ich vedia použiť na splatenie dlhov v prípade zhoršenia ekonomickeho vývoja. Po druhé, úspory majú rôznu podobu, od vkladov v bankách a investíciách v podielových fondoch až po životné poisťky alebo dôchodkové účty. Ak by aj konkrétna domácnosť mala dostatok úspor, napríklad v podobe životného poistenia alebo dôchodkového sporenia, neznamená to, že ich môže použiť na splácanie svojich dlhov. Po tretie, čistá finančná pozícia neberie do úvahy nefinančné aktíva, ktorými sú najmä nehnuteľnosti. Slovenské domácnosti majú jednu z najvyšších mier vlastnenia nehnuteľností, v ktorých bývajú. Relatívny nedostatok úspor slovenských domácností pravdepodobne priamo súvisí s ich nefinančným majetkom, t. j. s bytmi a domami. Slovenské domácnosti preto nie sú a priori chudobnejšie, ale v ich majetku sú vo vyššej miere zastúpené nehnuteľnosti.

ZVÝŠOVALO SA PREPOJENIE MEDZI BANKAMI A TRHOM NEHNUTEĽNOSTÍ

Trh bývania je najdôležitejším trhom pre slovenské domácnosti. Byty a domy tvoria najväčšiu časť ich majetku, zatiaľ čo úvery na bývanie sú najvýznamnejšou zložkou ich dlhu. S rastom úverov na bývanie sa prepojenie medzi trhom bývania a bankovým sektorom stále prehĺbuje. Klesajúce úrokové sadzby, ktoré sú hlavným faktorom rastu úverov na bývanie, preto ovplyvňujú aj trh bývania. Vyššia dostupnosť väčších objemov úverov bola dôležitým predpokladom rastu cien bytov, ktoré v pr-

Graf 2 Podiel úverov domácnostiam na HDP (v %)



Zdroj: ECB, Eurostat.

- 2 Odporúčanie 1/2014.
- 3 Opatrenie 10/2016, príprava opatrenia o spotrebiteľských úveroch.
- 4 Opatrenie 10/2016.





vom štvrtroku 2017 dosiahli medziročný rast na úrovni 12 %. Na rozdiel od väčšiny štátov EÚ rast cien bytov nebol koncentrovaný v hlavnom meste alebo v regionálnych metropolitách. Rast cien bytov na Slovensku bol relatívne plošný, zaznamenali ho všetky regióny, pričom išlo o väčšie aj o menšie mestá. Dynamika cien bytov v Bratislave bola dokonca nižšia ako priemer Slovenska. Čiastočne to súvisí s rastúcou ponukou novostavieb v hlavnom meste, ktorá zmiernovala tlak na ceny vyvolané zvyšujúcim sa dopytom. Na druhej strane veľký podiel novostavieb sa predáva ešte pred dokončením, čo súvisí s poklesom počtu voľných bytov na sekundárnom trhu. Takýto vývoj neprispieva k celkovej stabilite trhu nehnuteľností.

Samostatnú pozornosť si zasluhuje vplyv úrokových sadzieb na dostupnosť bývania. Napriek tomu, že vzťah priemernej mzdy a priemernej ceny bytu bol v marci 2017 rovnaký ako v marci 2007, vplyvom nízkych úrokových sadzieb si v roku 2017 môžeme v roku v priemere kúpiť byt až o 58 % väčší ako v marci 2007. Prakticky to však znamená aj lepšie možnosti kúpiť druhý byt s investičným zámerom. V prípade nárastu úrokových sadzieb by sa však mimoriadne priaznivé okolnosti na nákup nehnuteľnosti začali zhoršovať a tlak na rast cien bytov by sa mohol zmierniť. Aj preto je veľmi dôležité, pri akých pomeroch objemu úveru k výške zabezpečenia sú dnes poskytované úvery na bývanie.

Čo sa týka samotných cien bytov, nedá sa spohľadivo určiť rovnovážna cena a tým vyriešiť otázka nadhodnotenia alebo podhodnotenia cien. Je však možné poukázať na dve dôležité skutočnosti. Prvou je porovnanie priemerných cien bytov a priemerných miezd. Z tohto vzťahu vyplýva, že vzhľadom na doterajšiu skúsenosť je priestor na ďalší nárast cien bytov bez toho, aby bola výrazne zhoršená dostupnosť bývania. Tento vzťah je, prirodzene, veľmi ovplyvnený úrokovými sadzbami. Na druhej strane tá istá skúsenosť vedie k záveru,

že zmeny v dostupnosti bývania môžu byť veľmi prudké. Inými slovami, aj keď technicky existuje priestor na nárast cien bytov, neznamená to, že tento trh nie je náchylný na vznik nerovnováh. Naopak, obdobie rokov 2005 až 2009 potvrdzuje nestabilný charakter cien bývania. V kombinácii s rastúcou previazanosťou medzi trhom bývania a bankovým sektorom ide o významný faktor finančnej stability.

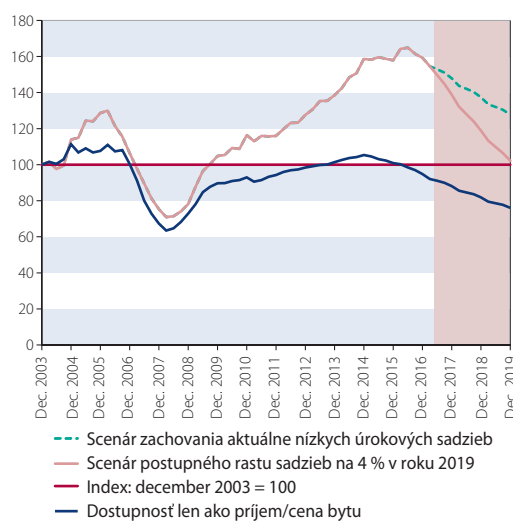
Poskytovanie úverov napojených na trh nehnuteľností však nie je obmedzené iba na rezidenčný segment. V poslednom období sa výrazne zvýšili aj úvery, ktoré banky poskytli na komerčné nehnuteľnosti, napríklad na kancelárske priestory. Ide o segment, ktorý patrí medzi najcitlivejšie na prípadné zhoršenie ekonomickej situácie.

OBCHODNÉ MODELY BÁNK SA DOSTALI POD TLAK

Prevládajúci obchodný model v slovenskom bankovom sektore patrí medzi najtradičnejšie v EÚ. Znamená to, že najrozšírenejšou aktivitou domácich bánk je prijímanie vkladov a poskytovanie úverov, zatiaľ čo obchodovanie tvorí len malú časť aktivít. Logickým dôsledkom je vysoká závislosť ziskovosti domácich bánk od úrokových príjmov. Pretrvávajúce prostredie nízkych úrokových sadzieb má vplyv aj na pokles úrokových marží, ktoré v posledných rokoch zaznamenali výraznejší pokles.

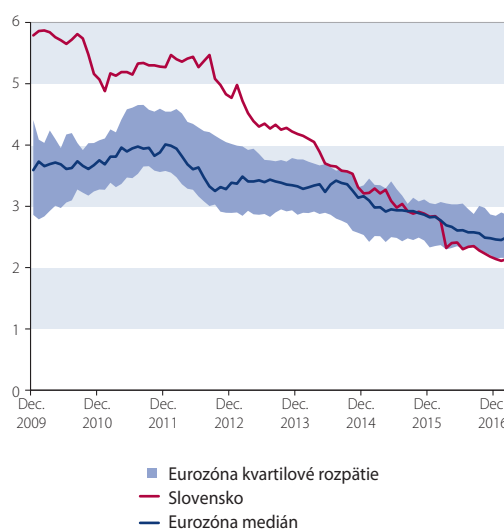
Z hľadiska fungovania obchodných modelov bánk na Slovensku môžeme rozlíšiť tri obdobia. Prvým obdobím boli roky 2005 až 2011, keď boli priemerné úrokové sadzby na nové úvery na bývanie vysoko nad úrovňou eurozóny. Bolo to zároveň obdobie relatívne vyšších úrokových marží, ktoré umožňovali slovenskému bankovému sektoru dosahovať vyššie zisky, ako bol priemer eurozóny. V období 2012 až 2015 pokračoval pokles úrokových sadzieb na úroveň priemeru eurozóny. Bankový sektor však dokázal zvyšovať ziskovosť

Graf 3 Dostupnosť bývania vrátane jej simulácie na nasledujúce roky



Zdroj: NBS, ŠÚ SR, vlastné výpočty.

Graf 4 Ročná percentuálna miera nákladov na úvery na bývanie



Zdroj: NBS.



aj vďaka dynamickému rastu úverov. Počas roka 2015 už však bolo cítiť pokles úrokových marží a tlak na ziskovosť bánk sa zvyšoval. Posledné obdobie sa začalo v marci 2016 legislatívnou zmenou, ktorá limitovala poplatok za predčasné splatenie úveru na bývanie. Banky preto zvýšili snahu získať nových klientov a zároveň udržať si vlastných. Vyššia konkurencia tak jednorazovo stlačila úrokové sadzby na úvery na bývanie na úroveň spodného kvartilu eurozóny. Konsolidovaná ziskovosť bankového sektora k marcu 2017 už medziročne klesla, a to aj napriek jednorazovým pozitívnym vplyvom.

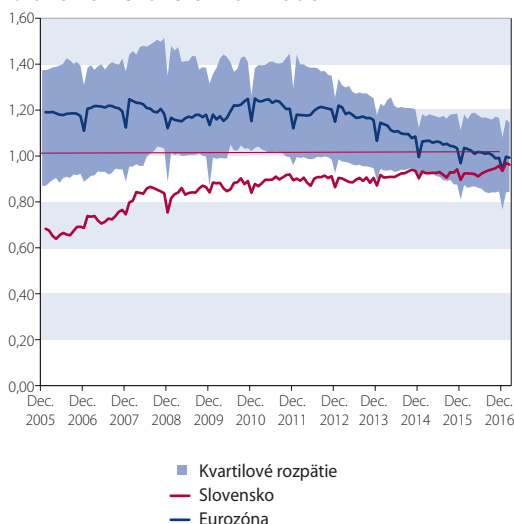
Pri predpoklade zachovania aktuálnych trendov na trhu úverov, ako aj prostredia úrokových sadzieb môžeme predpokladať pokles úrokových príjmov slovenského bankového sektora aj v ďalšom období. Pokles úrokových príjmov bude mať pravdepodobne väčší dopad v skupine menej významných bánk.

Zároveň je potrebné upozorniť na skutočnosť, že pokles ziskovosti bankového sektora sa odohráva na pozadí mimoriadne priaznivého vývoja v oblasti kreditného rizika. Miery zlyhania podnikových úverov a úverov na bývanie sú na mimoriadne nízkych hodnotách. Znamená to, že banky majú minimálne náklady na riešenie strát z nesplácaných úverov. V prípade zhoršenia ekonomického vývoja by zvýšené náklady na kreditné riziko vytvorili dodatočný tlak na ziskovosť bánk.

RIZIKO LIKVIDITY RÁSTLO

Prostredie nízkych úrokových sadzieb má vplyv aj na nárast rizika likvidity. Rýchly rast úverov na bývanie vedie k čoraz vyššiemu podielu dlhodobých nelikvidných aktív na celkových aktívach bánk. Na druhej strane nízke úrokové sadzby nemotivujú domácnosti využívať termínované vklady a zvyšujú sa skôr zostatky na bežných účtoch. Časový nesúlad aktív a pasív sa tak ďalej prehľbuje. Na pokrytie rizika vyplývajúceho z časového nesúladu

Graf 6 Pomer úverov ku vkladom

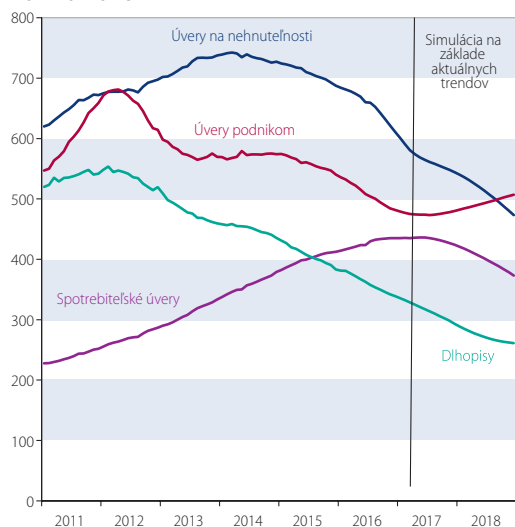


Zdroj: NBS.

aktív a pasív sa tradične využíva vankúš tvorený likvidnými aktívami, zvyčajne štátnymi dlhopismi. Znamená to, že v prípade náhleho výberu vkladov môže banka čerpať potrebnú likviditu prostredníctvom obchodov, v ktorých založí likvidné dlhopisy. Podiel štátnych dlhopisov na aktívach bánk však klesá, čo čiastočne opäť súvisí s nízkymi úrokovými sadzbami. Bankový sektor sa preto musí postupne viac spoliehať na stabilitu samotných vkladov než na likvidný vankúš. Z hľadiska finančnej stability je teda nepriaznivé, že na rozdiel od mediánu eurozóny dosahujú úvery rýchlejší rast než vklady.

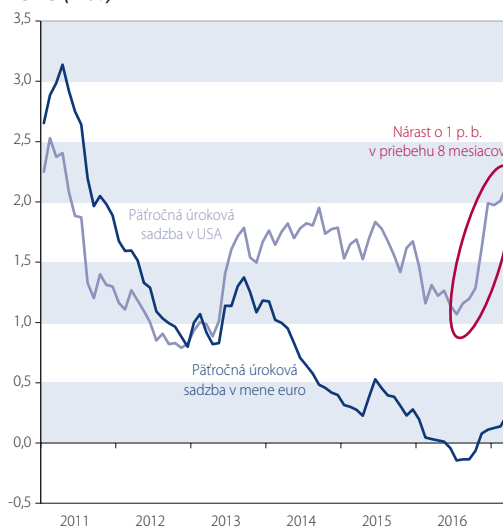
Riziko likvidity by sa pre niektoré banky mohlo zvýšiť aj v prípade nárastu úrokových sadzieb. Banky, ktoré nemajú dostatočné vankúše v podobe likvidných aktív, sú citlivejšie na prípadný výber vkladov. V scenári nárastu úrokových sadzieb by sa do väčšej pozornosti dostali termi-

Graf 5 Úrokové výnosy vrátane simulácie na rok 2017 a 2018



Zdroj: NBS.

Graf 7 Dlhodobé úrokové sadzby v USA a v eurozóne (v %)



Zdroj: NBS.



nované vklady a presúvali by sa do bánk s vyšším ponúkaným výnosom. Na takýto vývoj by boli citlivé najmä banky s relatívne nižšími likvidnými vankúšmi a pravdepodobne by museli reagovať dodatočným zvyšovaním úrokových sadzieb ponúkaných pri termínovaných vkladoch. Takáto situácia by vytvorila dodatočný tlak na úrokové marže a mohla by negatívne vplyvať na ziskovosť bankového sektora.

CITLIVOSŤ NA NÁRST ÚROKOVÝCH SADZIEB

Viacere aktuálne riziká pre finančnú stabilitu súvisia s prostredím nízkych úrokových sadzieb. Preto je paradoxom, že okrem rizika pretrvávajúcich nízkych úrokových sadzieb je rizikom aj ich rýchly nárast. Práve vývoj v USA naznačuje, že návrat úrokových sadzieb na vyššie úrovne môže byť rýchlejší, ako sa všeobecne očakávalo.

Z pohľadu domácností je pozitívne už spomínané predlžovanie fixácií pri úveroch na bývanie, ako aj povinnosť bánk testovať klienta na prípadný nárast úrokovej sadzby o 2 percentuálne body. Zároveň však platí, že zmena trhových úrokových sadzieb sa neprenáša okamžite do úrokových sadzieb na úvery na bývanie.

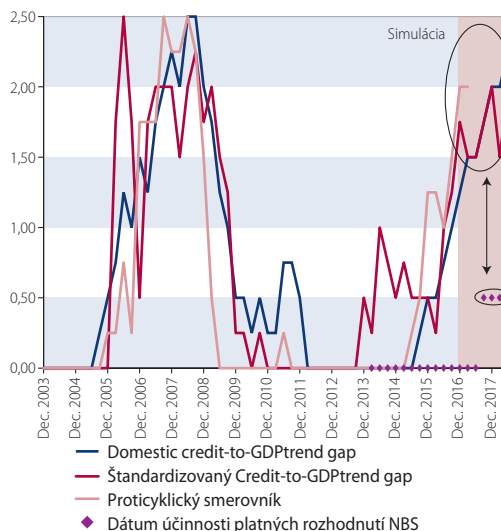
Pri podnikových úveroch je situácia odlišná. Až 90 % investičných úverov má zostatkovú dobu fixácie kratšiu ako rok. Prípadný nárast trhových sadzieb, na ktoré sú úrokové sadzby na úvery podnikom spravidla priamo naviazané, by podnikový sektor pocítil prakticky okamžite.

Prípadný rast trhových úrokových sadzieb by negatívne ovplyvnil aj dlhopisové investície preceňované na reálnu hodnotu. Keďže v bankovom sektore sú dlhopisy vedené predovšetkým v portfóliu dlhopisov držaných do splatnosti, nárast trhových sadzieb by mal limitovaný dopad na banky. Vyšší dopad by bol v prípade niektorých dôchodkových alebo investičných fondov.

ODOLNOSŤ BANKOVÉHO SEKTORA

Napriek rastúcemu tlaku na ziskovosť bankového sektora boli hlavné ukazovatele kapitálu na dostatočnej úrovni. Platilo to nielen pre celkovú kapitálovú primeranosť a primeranosť základných vlastných zdrojov (Tier 1), ale aj pre ukazovateľ finančnej páky. V porovnaní s vývojom v EÚ sa primeranosť kapitálu v roku 2016 nezmenila. Najmä stagnujúca hodnota ukazovateľa Tier 1 na mediáne EÚ si vyžaduje samostatnú pozornosť. Po prvé, minimálna

Graf 8 Referenčné hodnoty pre proticyklický kapitálový vankúš (v %)



Zdroj: NBS.

požadovaná úroveň kapitálu v slovenskom bankovom sektore je (alebo zhrnutko bude) vyššia, ako je priemer EÚ, keďže Národná banka Slovenska aktivovala všetky kapitálové vankúše na relatívne vyššej úrovni. Znamená to, že slovenský bankový sektor je bližšie k minimálnej požadovanej úrovni. Po druhé, úroveň a dynamika cyklických rizík na Slovensku jednoznačne patrí medzi najvyššie v EÚ. Preto by bolo logické očakávať, že vyššia miera kumulácie rizík bude symetricky sprevádzaná vyššou mierou kapitálu. Situácia je o to paradoxnejšia, že slovenský bankový sektor v ostatných rokoch dosahoval výrazne vyššiu ziskovosť ako priemer EÚ. Vplyvom dividendovej politiky, keď banky nezriedka vyplátili akcionárom celý zisk, nedochádzalo k zvyšovaniu ukazovateľa Tier 1, zatiaľ čo požiadavky na jeho minimálnu úroveň sa pomaly zvyšovali. Jedným z nástrojov na posilňovanie odolnosti bánk pre prípad budúcich strát z nesplácaných úverov je proticyklický kapitálový vankúš. S účinnosťou od 1. 8. 2017 bude hodnota tohto vankúša 0,5 %. Národná banka Slovenska zároveň upozornila, že v prípade pokračovania rastových tendencií na trhu úverov zväží jeho ďalšie zvýšenie. Takýto trend potvrdzuje aj simulácia referenčných hodnôt pre proticyklický kapitálový vankúš, ktoré ku koncu roka 2018 dosahujú úrovne okolo 2 %.

Zdroje:

1. Správa o finančnej stabilite, máj 2017.
2. Štvrtročný komentár k politike obozretnosti na makroúrovni, apríl 2017.
3. Opatrenie Národnej banky Slovenska z 13. decembra 2016 č. 10/2016, ktorým sa ustanovujú podrobnosti o posúdení schopnosti spotrebiteľa splácať úver na bývanie, účinné od 1. januára 2017.
4. Odporúčanie Národnej banky Slovenska č. 1/2014 zo 7. októbra 2014 v oblasti politiky obozretnosti na makroúrovni k rizikám spojeným s vývojom na trhu retailových úverov, účinné od 1. novembra 2014.



Kvartálne hlásenia finančných sprostredkovateľov

Peter Tkáč
Národná banka Slovenska

V prvej polovici roka 2017 zažíva sektor finančného sprostredkovania a finančného poradenstva pomerne turbulentné obdobie, a to najmä v súvislosti s pripravovanou zmenou zákona o finančnom sprostredkovaní¹, o ktorej sa intenzívne diskutuje a ktorej súčasťou má byť aj téma regulácie provízií. V tejto situácii Národná banka Slovenska oslovila všetkých samostatných finančných agentov a zaslala im na vyplnenie tzv. kvartálne hlásenie, čo viacerí považovali za dodatočnú záťaž. Dôvody a opodstatnenosť tohto kroku by sme radi vysvetlili v tomto príspevku.

Národná banka Slovenska, ktorej je zverený výkon dohľadu nad finančným trhom², pri plnení úloh a cieľov v rámci výkonu svojich činností prispieva k stabilite finančného trhu ako celku, ako aj k bezpečnému a zdravému fungovaniu finančného trhu v záujme udržiavania jeho dôveryhodnosti, ochrany finančných spotrebiteľov a iných klientov na finančnom trhu a rešpektovania pravidiel hospodárskej súťaže.

Aby tieto ciele mohla efektívne naplniť, zákon o dohlade jej priznáva právo vykonávať dohľad nad dohliadanými subjektmi, ktoré sú povinné umožniť výkon dohľadu, zdržať sa konania, ktoré by mohlo mariť výkon dohľadu, a poskytnúť v štátnom jazyku všetky požadované informácie, dokumentáciu, súčinnosť a pomoc. NBS pri výkone dohľadu využíva dva základné inštitúty, a to výkon dohľadu na mieste a výkon dohľadu na diaľku.

Výkonom dohľadu na diaľku sa rozumie predovšetkým získavanie a vyhodnocovanie informácií a podkladov, ktoré sa týkajú dohliadaného subjektu, v tomto prípade finančného sprostredkovateľa³ a jeho činnosti alebo iných osôb, ktorých postavenie, obchody alebo iná činnosť súvisí s finančným sprostredkovateľom, inak ako dohľadom na mieste. Ide najmä o získavanie a vyhodnocovanie informácií a podkladov predložených NBS na základe jej písomnej žiadosti a informácií uvedených v hláseniach, výkazoch a iných podkladoch predkladaných NBS na základe zákona o dohlade, osobitných zákonov, iných všeobecne záväzných právnych predpisov alebo rozhodnutí vydaných NBS.

A práve dohľad na diaľku bol tým inštitútom, na základe ktorého boli vyžiadané kvartálne hlásenia od samostatných finančných agentov. Považujeme však za potrebné vysvetliť, že kvartálne hlásenia boli vyžiadané jednorazovo, teda ad hoc, na základe povinnosti ukotvenej v zákone o finančnom sprostredkovaní, podľa ktorej sú v tomto prípade samostatní finanční agenti povinní na požiadanie NBS a v ňou určenej lehote vypracovať a predložiť aktuálne, úplné, pravdivé údaje, doklady a informácie potrebné na riadny výkon

dohľadu⁴. Zámerom NBS teda nebolo vytvoriť hlásenie alebo výkaz, ktorý by predkladaný finanční sprostredkovateľia boli povinní predkladať na pravidelnej kvartálnej báze, ale umožniť NBS jednorazovo spracovať požadované údaje a informácie za daný kvartál a tak zmapovať situáciu na trhu.

Nevylučuje to však zámer NBS v budúcnosti zmeniť obsah, rozsah, formu, členenie a frekvenciu predkladania informačných povinností finančnými sprostredkovateľmi, a to aj tým spôsobom, že sa zavedú na základe všeobecne záväzného právneho predpisu vykazovacie povinnosti na kvartálnej báze. Súčasné znenie zákona o finančnom sprostredkovaní to však neumožňuje.

S cieľom uľahčiť predkladanie týchto informácií a následne automatizovať v čo najväčšej možnej miere ich spracovanie, NBS vytvorila v internetovej aplikácii Regfap rozhranie, do ktorého bolo možné zadať jednotlivé údaje a hodnoty. Na pozadí tohto rozhrania zároveň prebiehajú logické kontroly, ktoré dokážu identifikovať a následne eliminovať určité typy chýb, ktoré sú spojené spravidla s manuálnym vkladáním údajov do systému, a ušetriť tak čas pri spätnej kontrole týchto dát.

Potreba vytvoriť takéto ad hoc hlásenie vyšla z viacerých vážnych dôvodov. Z činnosti, ktorú vykonáva NBS v rámci výkonu dohľadu v sektore finančného sprostredkovania, je možné konštatovať všeobecné závery, podľa ktorých:

- množstvo samostatných finančných agentov sa pri výkone svojej činnosti nadmerne spolieha na údaje finančných inštitúcií, ktoré sú ich zmluvnými partnermi pre výkon finančného sprostredkovania, namiesto toho, aby vychádzali zo svojej vlastnej evidencie,
- kvalita predkladaných údajov a dát v rámci plnenia informačných povinností NBS je na nespokojivej úrovni,
- napriek podrobne rozpracovanej metodike vykazovania sa opakovane nedodržiavajú zásady vykazovania (napr. finančné toky, ktoré sa majú vykazovať ako cash flow sa vykazujú nesprávne z účtovného pohľadu, jednotliví finanční sprostredkovateľia majú rôzny prístup pri vykazovaní počtu sprostredkovaných zmlúv), čo

- ¹ 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“).
- ² Porovnaj § 1 ods. 2 zákona č. 747/2004 Z. z. o dohlade nad finančným trhom a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov (ďalej len „zákon o dohlade“).
- ³ Pre potreby tohto príspevku finančným sprostredkovateľom rozumíme samostatného finančného agenta a finančného poradcu.
- ⁴ Porovnaj § 38 ods. 5 zákona o finančnom sprostredkovaní.



vedie k tomu, že vykazované údaje sa stávajú nekonzistentnými pre ďalšie spracovanie a zvyšuje náročnosť dohľadu pre ich identifikáciu a následnú opravu,

- každoročne sa opakuje počet subjektov, ktoré si neplnia riadne a včas pravidelné informačné povinnosti voči NBS,
- predkladané výkazy majú porušenú štruktúru dokumentu, dochádza k posúvaniu riadkov a tým k nesprávnej interpretácii hodnôt vo výkazoch a pod.

K týmto dôvodom sa pridávajú ešte ďalšie, ktoré vyplývajú priamo z činnosti výkonu dohľadu NBS, kde v rámci operatívneho zisťovania, analyzovania a vyhodnocovania podnetov a sťažností NBS zistila, že niektoré subjekty z radu finančných sprostredkovateľov vôbec s dohľadom, ktorý vykonáva NBS, nekomunikujú, dochádza k zmene sídla finančných sprostredkovateľov, pričom si neplnia informačnú povinnosť ohlásiť NBS jeho zmenu, niektorí finanční sprostredkovatelia si nepreberajú zásielky a pod. Aj z tohto dôvodu považujeme za správne zintenzívniť komunikáciu s finančnými sprostredkovateľmi a postupne profesionalizovať sektor finančného sprostredkovania a finančného poradenstva tým, že finanční sprostredkovatelia budú mať povinnosť nielen vykázať informácie o svojej činnosti NBS, ale aj povinnosť sami tieto údaje zbierať, vyhodnocovať ich pre svoju vnútornú potrebu a pracovať s nimi operatívne tak, aby mali neustálu kontrolu nad činnosťou, ktorú vykonávajú.

Vychádzame pritom z premisy, že každá osoba, ktorá pôsobí ako profesionál v oblasti sprostredkovania alebo poradenstva a ktorá ponúka svoje know-how pre finančných spotrebiteľov vo svete financií, im de facto radí, ako majú narábať so svojimi finančnými prostriedkami, a preto musí mať vytvorený informačný systém a nastavené interné procesy tak, aby v ktoromkoľvek momente vedela zodpovedne preukázať komu, na základe akých potrieb finančného spotrebiteľa, v akom rozsahu, pomocou akých distribučných metód, v spolupráci s akou osobou a vo vzťahu k akej finančnej inštitúcii vykonala finančné sprostredkovanie.

Uvedené teda predpokladá schopnosť finančného sprostredkovateľa vykonávať finančné sprostredkovanie tak, že dokáže bezodkladne spätne zrekonštruovať, aký rozsah činností danému finančnému spotrebiteľovi vykonávaním finančného sprostredkovania poskytol. A tu, žiaľ, na základe empirických poznatkov narážame na kameň úrazu.

Mnohí finanční sprostredkovatelia nielenže majú problém spätne zrekonštruovať rozsah svojej činnosti poskytnutej konkrétnemu finančnému spotrebiteľovi, ale ani sami si nevedia vyhodnotiť, či provízie získané ako odmena za výkon týchto činností sú poukázané príslušnými finančnými inštitúciami, resp. v prípade tzv. vratiek započítané v správnej výške, nehovoriac o ich správnom párovaní s konkrétnymi zmluvami. Tejto skutočnosti nepridáva ani fakt, že provízne schémy sú často obmieňané a mimoriadne

zložité. Nazdávame sa však, že sprostredkovateľ im musí rozumieť a musí vedieť zmapovať svoju produkciu na ne a mať spätný tok informácií o službe, ktorú poskytol.

Ďalšou nanajvýš špekulatívnou zostáva otázka používania tzv. tipérov. Napriek tomu, že tipérstvo je zo zákona o finančnom sprostredkovaní zadefinované ako činnosť, ktorá je vylúčená spod jeho pôsobnosti, je potrebné povedať, že ju zákon o finančnom sprostredkovaní druhým dychom aj determinuje, a síce ako poskytovanie kontaktných údajov klienta alebo potenciálneho klienta, pričom kontaktnými údajmi sa rozumejú najmä meno, priezvisko, trvalý pobyt, telefónne číslo a adresa elektronickej pošty, ak ide o fyzickú osobu, alebo názov, sídlo, identifikačné číslo, ak bolo pridelené, telefónne číslo a adresa elektronickej pošty, ak ide o právnickú osobu. Tipér je teda v zásade osoba, ktorá obchoduje s kontaktnými údajmi potenciálnych klientov.

Prax však ukazuje, že deliaca línia medzi tipérstvom a finančným sprostredkovaním je veľmi úzka a mnohokrát nastáva situácia, že klienti pri stretnutí s tipérom získavajú základnú dispozíciu o konkrétnej finančnej službe, prípadne že tipéri sú reálnymi poskytovateľmi finančného sprostredkovania. V zmluvách ale uvedenie nie sú, pretože zmluvy sú fingované pod menom licencovaného sprostredkovateľa. Z tohto dôvodu považujeme za oprávnené skúmať aj tieto informácie a požadujeme, aby finanční sprostredkovatelia, ak využívajú pri svojej činnosti tipérov, riadne o nich viedli evidenciu, zvlášť ak využívajú ich služby na odplatnej báze.

Iným dôvodom, prečo NBS vyžaduje zber podrobných informácií o činnosti finančných sprostredkovateľov, sú dopyty zahraničných autorít, akou je napr. Európsky orgán pre cenné papiere a trhy (ESMA) alebo Európsky orgán pre poisťovníctvo a dôchodkové poistenie zamestnancov (EIOPA), ktoré vykonávajú zisťovanie distribučných metód na úrovni jednotlivých distribučných mechanizmov a nástrojov. Zisťuje sa napr. rozsah sprostredkovania vykonaného prostredníctvom osobných stretnutí, prostredníctvom internetu, telefónu, alebo sa podrobne zisťuje štatistika o produktoch a ich distribúcii a pod.

V neposlednom rade však treba upriamiť pozornosť na osobitosti regulácie sektora finančného sprostredkovania na Slovensku. Slovenská republika pristúpila zákonom o finančnom sprostredkovaní ku komplexnej regulácii finančného sprostredkovania a finančného poradenstva, čo v zásade znamená, že akákoľvek osoba vykonávajúca úkony smerujúce k uzatvoreniu zmluvy s finančnou inštitúciou musí mať oprávnenie NBS na výkon tejto činnosti, eventuálne vykonávať činnosť ako podriadený (viazaný) subjekt k tejto osobe alebo finančnej inštitúcii. V každom prípade, všetky tieto osoby musia byť zapísané v registri finančných agentov, finančných poradcov, finančných sprostredkovateľov z iného členského štátu v sektore poistenia alebo zaistenia a viaza-



ných investičných agentov (ďalej len „register“). Tento register rozoznáva celkovo šesť finančných sektorov⁵ alebo oblastí, v rámci ktorých môže pôsobiť celkovo päť typov alebo druhov finančných sprostredkovateľov a finančných poradcov⁶. Osobitosť tejto regulácie spočíva v tom, že v európskom meradle ide o jedinečný koncept, ktorý sa na jednej strane snaží koncentrovať regulačný rámec sprostredkovania na jednom mieste, ale na strane druhej vytvára pomerne zložitú spleť právnych vzťahov vyplývajúcich z tejto regulácie.

Ďalším zo závažných faktorov determinujúcich osobitosť poskytovania sprostredkovateľstva na Slovensku je vzťah nadriadeného a podriadeného subjektu. NBS má v priamej pôsobnosti výkonu dohľadu kategóriu tzv. nadriadených subjektov, teda samostatných finančných agentov a osobitne finančných poradcov. Samostatní finanční agenti si na seba môžu viazať ďalšie osoby, za výkon činností ktorých bezpodmienečne a plne zodpovedajú⁷, pričom zákon o finančnom sprostredkovaní im dáva určité nástroje na ich kontrolu. Kým k 29. máju 2017 je na Slovensku registrovaných 568 nadriadených subjektov, podriadených subjektov je celkovo 29 510. V nasledujúcej tabuľke je podrobný prehľad o počte udelených oprávnení osobám oprávneným na výkon činnosti finančného sprostredkovania a finančného poradenstva.

Pri interpretácii jednotlivých údajov o nadriadených a podriadených subjektoch je však potrebné upozorniť, že tá istá osoba môže v jednom sektore byť viazaným finančným agentom a v ďalšom sektore podriadeným finančným agentom. Preto

platí, že na určenie celkového počtu agentov nie je možné počty jednotlivých subjektov jednoducho sčítavať.

Iným problémom, s ktorým sa NBS pri dohľade stretáva, je príliš veľká fluktuácia podriadených subjektov, ktorí buď migrujú od jedného nadriadeného subjektu k druhému, alebo sami si zakladajú vlastné sprostredkovateľské siete. Môže to indikovať zlý vplyv na presun klientskych kmeňov, ktorý je často sprevádzaný tzv. prepoisťovaním alebo preúverovaním finančných spotrebiteľov. O vysokej fluktuácii svedčí aj fakt, že NBS v roku 2016 spracovala 6 594 návrhov na zápis, zmenu, zrušenie zápisov v registri, ktoré sa týkali celkovo 36 202 osôb. Z toho bolo 8 613 takých, ktorí boli ako podriadení finanční agenti zapísaní do registra po prvý raz.

Keď si všetky tieto skutočnosti, ako aj mnohé iné, ktoré tu neuvádzame, dáme do vzájomnej súvislosti, nevyhnutne prídeme k záveru, že NBS potrebuje pri výkone dohľadu používať automatizovaný systém, ktorý je schopný spracovať množstvo premenných v rôznych kombináciách tak, aby bola schopná zmapovať a zmerať jednotlivé riziká vyplývajúce z činnosti finančného sprostredkovania a finančného poradenstva. Preto hovoríme, že NBS vykonáva rizikovo-orientovaný dohľad, ktorý vychádza z určitých kvalitatívnych a kvantitatívnych posúdení predpokladov, ktorým pridáva určitú váhu. Riziko sa ohodnocuje na základe stanovených rizikových matíc a ďalej sa posudzuje a vyhodnocuje na individuálnom základe.

- 5 Ide o sektory poistenia alebo zaistenia (PaZ), kapitálového trhu (Kt), doplnkového dôchodkového sporenia (DDS), prijímania vkladov (Vkl), poskytovania úverov a spotrebiteľských úverov (Uv) a starobného dôchodkového sporenia (SDS).
- 6 Ide o samostatného finančného agenta (SFA), podriadeného finančného agenta (PFA), viazaného finančného agenta (VFA), ktorého si viaže finančná inštitúcia, viazaného investičného agenta (VIA), ktorého si viaže obchodník s cennými papiermi a finančného poradcu (FP).
- 7 Porovnaj § 29 zákona o finančnom sprostredkovaní.

Počet osôb poskytujúcich finančné sprostredkovanie a finančné poradenstvo v jednotlivých sektoroch k 29. 5. 2017

			Sektor					
			poistenia alebo zaistenia	kapitálového trhu	prijímania vkladov	poskytovania úverov a spotrebiteľských úverov	doplnkového dôchodkového sporenia	starobného dôchodkového sporenia
Samostatný finančný agent	právnická osoba	499	425	117	126	211	77	42
	fyzická osoba	69	53	10	6	24	0	0
	spolu	568	478	127	132	235	77	42
Finančný poradca	právnická osoba	11	2	1	0	9	0	0
	fyzická osoba	0						
	spolu	11						
Podriadený finančný agent	spolu	17 985	15 995	5 862	5 972	9 072	2 560	4 761
Viazaný finančný agent	spolu	13 340	9 716	488	2 068	4 483	958	2 464
Viazaný investičný agent	spolu	127	x	127	x	x	x	x

Zdroj: NBS.



Aby však NBS mohla riadiť riziká, potrebuje ich najprv zmerať. Na ich zmeranie slúži databáza údajov, ktoré získava predovšetkým z informácií, ktoré jej zasielajú finanční sprostredkovatelia a finanční poradcovia. Informačná povinnosť vyplýva zo zákona o finančnom sprostredkovaní, no ročná báza, ktorá je v ňom aktuálne stanovená, je z viacerých dôvodov nevyhovujúca, predovšetkým pre pomerne rýchlu zastaralosť údajov. Ambíciou NBS je preto upraviť informačné povinnosti tak, aby NBS vedela v dostatočnom časovom priestore identifikovať určité riziká a pristúpiť k opatreniam na ich odstránenie.

Na úvodné zmapovanie sektora finančného sprostredkovania a finančného poradenstva využila práve kvartálne hlásenia, ktorých výsledky už priebežne spracováva. Národná banka Slovenska si uvedomuje dodatočnú záťaž finančných sprostredkovateľov, ktorá je spojená s vypĺňaním

týchto hlásení, na druhej strane sme však presvedčení, že hlásenia boli starostlivo pripravované a každá jedna položka v nich má svoje opodstatnenie pre ďalšiu prácu dohľadu.

Po vyhodnotení všetkých zozbieraných informácií je možné za účasti stavovských asociácií pôsobiacich v sektore finančného sprostredkovania a finančného poradenstva predpokladať širšiu diskusiu o novej podobe pravidelných výkazov predkladaných NBS, tak aby sa ďalej naplnili ciele a funkcie dohľadu a tým zabezpečili rovnaké regulačné podmienky pre všetky subjekty. Sme presvedčení, že benefitovať z tohto prístupu NBS budú všetky dohliadané subjekty, ktoré majú záujem budovať svoje podnikanie v dlhodobom rámci, so stabilnou klientelou a s poskytnutím vysokej pridanej hodnoty pri poskytovaní finančného sprostredkovania a finančného poradenstva.

I N F O R M Á C I E

Pozícia Národnej banky Slovenska ku crowdfundingu

¹ Dokument Európskej komisie o definícii crowdfundingu je možné nájsť na: <http://ec.europa.eu/DocsRoom/documents/10229?locale=sk>

Národná banka Slovenska považuje za potrebné informovať verejnosť aj o činnostiach subjektov, ktoré nepodliehajú jej dohľadu, a to s cieľom chrániť spotrebiteľa a tiež preto, že jednotné pravidlá pre oblasť crowdfundingu¹ doteraz neboli prijaté. Cieľom pozície NBS k oblasti crowdfundingu je poskytnúť verejnosti aktuálne informácie o tejto oblasti a zároveň poukázať na možné riziká.

Vo všeobecnosti pod pojmom crowdfunding rozumieme získavanie prostriedkov od veľkej skupiny osôb rôznym spôsobom, z ktorých každá prispieva pomerne malou čiastkou z celkovej hodnoty. Crowdfunding je možné vnímať aj ako financovanie projektov alebo podnikov prostredníctvom skupiny jednotlivcov namiesto uplatnenia obvyklých veriteľov (investorov), ktorými sú spravidla banky alebo nebankové inštitúcie.

Oblasť crowdfundingu nie je v súčasnosti upravená slovenským právnym poriadkom. Rovnako na európskej úrovni absentuje jednotná regulácia, prípadne právny rámec (napr. smernica, nariadenie), ktorý by oblasť crowdfundingu upravoval záväzným spôsobom. Na úrovni Európskej únie však prebiehajú rokovania k oblasti crowdfundingu

už od roku 2014. V roku 2016 expertná skupina Európskeho výboru pre cenné papiere (EGESC) oslovila členské štáty s cieľom zmapovať aktuálny stav v tejto oblasti. Členské krajiny Európskej únie pristúpili k regulácii crowdfundingu skupinových pôžičiek rôznym spôsobom; niektoré krajiny ho regulujú udeľovaním povolenia, iné uplatňujú registračný princíp a niektoré krajiny crowdfunding neregulujú vôbec.

Národná banka Slovenska vníma problematiku crowdfundingu ako aktuálnu tému s rýchlo sa rozširujúcim potenciálom. NBS monitoruje crowdfundingové aktivity, a preto upozorňuje verejnosť, že oblasť crowdfundingu a činnosti s ňou spojené nepodliehajú jej dohľadu. Samotná účasť verejnosti na týchto aktivitách je konaním na vlastnú zodpovednosť. NBS tiež upozorňuje, že finančné prostriedky, ktoré sú súčasťou činností spojených s crowdfundingom, nepodliehajú ochrane vkladov ani ochrane investícií.

Viac informácií o tejto téme a najmä o rizikách požičiavania formou crowdfundingu je na stránke NBS v časti Tlačové správy: **Pozícia NBS ku crowdfundingu – požičiavaniu formou „lendingu“**



Hypotekárne záložné listy verzus kryté dlhopisy

Východiská harmonizácie legislatívneho rámca pre kryté dlhopisy

Matej Krčmár
Národná banka Slovenska

V posledných piatich rokoch je jednou z významných tém ozdravovania a harmonizovania pravidiel finančného sektora aj oblasť krytých dlhopisov (covered bonds). Ich analyzovaním a definovaním spoločných znakov sa zaoberajú viaceré európske inštitúcie od Európskej bankovej autority (EBA) cez Európsku komisiu až po Európsky parlament a príslušné asociácie. Napriek tomu, že dosiaľ sa nedospelo k spoločnej harmonizácii pravidiel na trhu s krytými dlhopismi, vykonalo sa množstvo práce s prijatými odporúčaniami, ktoré určujú smerovanie ďalšieho vývoja. V dôsledku nich sa v niektorých štátoch na národnej úrovni novelizuje príslušná legislatíva alebo sa tvorí úplne nový právny rámec. V sérii príspevkov sa chceme venovať práve dosiahnutým zmenám, daniu na európskej úrovni, ako aj ich analyzovaniu vo vzťahu k hypotekárnym záložným listom a súvisiacemu domácemu trhu.

Trh s krytými dlhopismi je jedným s najstarších finančných trhov a v niektorých štátoch západnej Európy má viac ako dvestoročnú históriu. Prvé kryté dlhopisy boli vydané v Prusku v roku 1769 a v Dánsku v roku 1795 na obnovu Kodane po veľkom ničivom požiari. Životaschopnosť dánskych dlhopisov sa osvedčila v niekoľkých ekonomických i politických krízach, a to počas bankrotu Dánskeho kráľovstva na začiatku 19. storočia, počas Veľkej hospodárskej krízy v 30-tych rokoch 20. storočia či nedávnej finančnej krízy. Napriek turbulentným okolnostiam každý jednotlivý krytý dlhopis bol plne splatený jeho majiteľovi. Aj vďaka týmto dôvodom ich rating dosahuje najvyššie stupne kvality (AAA podľa S&P) a v niektorých prípadoch je ich likvidita vyššia ako likvidita dánskych štátnych dlhopisov. Medzi základných lídrov európskeho trhu krytých dlhopisov z dôvodu dĺžky trvania trhu a veľkosti bilancie patrí Dánsko, Nemecko, Francúzsko, Švédsko, Taliansko, Spojené kráľovstvo a Nórsko. Prax týchto krajín je základom pre tvorbu harmonizovaných pravidiel krytých dlhopisov.

Kým na jednej strane sú štáty západnej Európy s vysoko rozvinutými trhmi, od ktorých je možné čerpať skúsenosti, na druhej strane sú členské štáty, kde je síce zavedená legislatíva ku krytým dlhopisom, ale trh v podstate neexistuje (napr. Rumunsko, Bulharsko, Litva), alebo štáty, kde vôbec neexistuje právny rámec regulácie krytých dlhopisov (Estónsko, Chorvátsko). Medzi tými dvoma vymedzeniami sú niektoré členské štáty ako Slovensko, kde hypotekárny trh a príslušný legislatívny rámec existujú, ale dynamika rozvoja krytých dlhopisov je nízka, až stagnujúca. Podiel vydaných hypotekárných záložných listov (HZL)

na bilancii sektora bánk na Slovensku tvorí necelých 6 % a na úveroch na bývanie 20 %.

V roku 2015 Európska komisia publikovala konzultačný dokument ku krytým dlhopisom v EÚ, v ktorom načrtla zámer harmonizácie v dvoch rovinách. Prvou je harmonizácia niektorých štandardov pre národné režimy a druhou je zavedenie spoločného európskeho krytého dlhopisu prijatím paneurópskeho rámca pre kryté dlhopisy, tzv. 29. režimu. Návrhy však zatiaľ nevyšli do prijatia európskeho legislatívneho dokumentu, ktorý by zakladal povinnosť, resp. určitý stupeň povinnosti harmonizácie pravidiel, a tak novelizovanie alebo tvorba legislatívnych rámcov pre kryté dlhopisy zostávajú na dobrovoľnej národnej regulácii. K pomalému procesu tvorby prispieva nielen komplikovanosť témy, ale aj priepastná fragmentácia medzi členskými štátmi, resp. štátmi EHS. Navyše Európska komisia sa snaží rozšíriť segment krytých dlhopisov okrem tradičných podkladových aktív aj na financovanie SME (malých a stredných podnikov) a verejnej infraštruktúry.

Čo je krytý dlhopis? Kryté dlhopisy predstavujú finančný nástroj, ktorý zabezpečuje úverovým inštitúciám stabilné zdroje dlhodobého financovania hypotekárných úverov hlavne rezidenčných nehnuteľností, úverov verejného sektora, ale aj firemných úverov a špecifických bankových obchodov, ako je financovanie lietadiel a lodí. Krytý dlhopis je spájaný s vysokou dôverou a bezpečím investorov. Táto istota návratnosti dlhodobo investovaných zdrojov vyplýva z podkladových aktív, ktorými sú zabezpečené kryté dlhopisy a ktoré sú oddelené do samostatného krycieho bloku. Majiteľ (investor) krytého dlhopisu má informácie o aktívach, do ktorých investuje a ktoré mu zá-



- 1 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) (prepracované znenie).
- 2 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.
- 3 Smernica 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.
- 4 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.

roven zabezpečujú návratnosť prostredníctvom splácania úveru dlžníkom. Navyše má priamy nárok na tieto aktíva oddelené v krycom bloku (zábezpeke) v prípade insolventnosti emitenta.

V európskom priestore nenachádzame jednotnú definíciu krytého dlhopisu, ale len popis jeho základných charakteristík odvodených z článku 52 odseku 4 smernice 2009/65/EC¹ týkajúcej sa podnikov kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov (PKIPCP) (ďalej len „smernica UCITS“) a ďalšie rozšírenie znakov v čl. 129 odseku 1 nariadenia EÚ č. 575/2013² (ďalej len „nariadenie CRR“).

Smernica UCITS umožňuje poskytnúť podniku kolektívneho investovania výnimku z limitu investovania a zvýšiť ho v prípade investovania do dlhopisov spĺňajúcich charakteristiky v troch oblastiach:

- **Charakteristika emitenta:** dlhopis musí byť emitovaný úverovou inštitúciou, ktorá má svoje sídlo v členskom štáte.
- **Princíp dvojitej ochrany investície (dual recourse principle):**
 - a) nárok investora voči emitentovi na zabezpečenie plnej platobnej povinnosti z aktív v krycom bloku. (Dlhodobé zdroje majú byť investované do dlhodobých aktív – tzv. zosúladenie splatností aktív a pasív);
 - b) prioritný nárok investora na hradenie istiny, ako aj príslušného úroku z aktív v krycom bloku v prípade zlyhania emitenta.
- **Špeciálny verejný dohľad:** emitent musí byť inštitúciou, ktorá zo zákona podlieha osobitnému verejnému dohľadu určenému na ochranu držiteľov dlhopisov.

Nariadenie CRR v čl. 129, ktorý nadväzuje na smernicu UCITS, používa na označenie týchto dlhopisov už pojem kryté dlhopisy (covered bonds). Na účely uplatňovania preferenčného zaobchádzania pri výpočte požiadaviek kapitálu z riziko vážených aktív rozširuje tieto charakteristické znaky krytých dlhopisov o podmienky stanovujúce primerané zabezpečenie podkladových aktív a o kritériá na zverejňovanie informácií pre investorov.

Ďalšou európskou legislatívou zaoberajúcou sa krytými dlhopismi je smernica BRRD (Bank Recovery and Resolution Directive)³ a RTS (Regulatory Technical Standards) pre zmiernovanie rizík z OTC derivátov.

V súvislosti s rôznou robustnosťou, históriou i stupňom rozvoja trhov naprieč členskými štátmi EÚ a aktivitami Európskej komisie je odôvodnenou otázkou zmysel harmonizácie požiadaviek pre kryté dlhopisy. Dôvody a začiatky týchto aktivít možno nájsť v požiadavkách na likviditu a v triedení jednotlivých aktív podľa stupňa kvality do tried od vysoko likvidných aktív až po nelikvidné aktíva. Ďalším podnetom bola snaha posúdiť kvalitu krytých dlhopisov emitovaných mimo krajín EHS (z tretích krajín) podľa relevantných štandardov. Analýzy trhov s krytými dlhopismi vyústili do definovania požiadaviek na zaradenie krytých dlhopisov medzi likvidné aktíva (likvidné

aktíva úrovne 1, 2A, 2B). Tieto požiadavky boli zavedené do európskej legislatívy prijatím delegovaného nariadenia k ukazovateľom likvidity (LCR – liquidity coverage ratio) dňa 10. októbra 2014⁴. Ďalšou dôležitou reguláciou vo vzťahu ku krytým dlhopisom bude očakávané zavedenie plnenia požiadaviek pre pomer čistého stabilného financovania (NSFR – net stable funding ratio) v blízkej budúcnosti.

Z nelegislatívnych noriem, ktoré významne prispeli k budovaniu spoločných štandardov európskeho trhu krytých dlhopisov, boli dve rozsiahle správy spracované a publikované EBA. V prvej z nich, z roku 2014, sú uvedené odporúčania, ktoré by mali členské štáty implementovať do svojej legislatívy, aby dlhopisy mohli byť považované za kryté dlhopisy a za kvalitné likvidné aktíva. V druhej správe publikovanej na konci roka 2016 EBA hodnotí stav dobrovoľnej národnej implementácie daných odporúčaní a načrtáva postup budúcej harmonizácie krytých dlhopisov v troch krokoch:

- Rozvoj rámca krytých dlhopisov vyúsťujúci do smernice EÚ.
- Novelizovanie ustanovení CRR vo vzťahu ku krytým dlhopisom a ich preferenčného zaobchádzania.
- Ustanovenia, ktoré by boli na dobrovoľnej báze zosúladenia národných pravidiel.

Tieto odporúčania EBA sa týkajú spoločných štandardov krytých dlhopisov vo vzťahu k dvojitej ochrane zabezpečenia nároku platobnej povinnosti, k oddeleniu aktív v krycom bloku, k oddialeniu bankrotu krytého dlhopisu v prípade stresovej situácie na trhu alebo emitenta, k správe krytých dlhopisov, resp. celého programu súvisiaceho s krytými dlhopismi, k zloženiu, výške a zabezpečeniu krycieho bloku, k požiadavkám na zabezpečenie aktív v krycom bloku, k používaniu derivátových finančných nástrojov na zmiernenie rizík súvisiacich s programom krytých dlhopisov, k vankúšu likvidity pre kryté dlhopisy, k stresovému testovaniu, rozsahu požiadaviek na transparentné zverejňovanie, povinností a právomocí verejného správcu a k výkonu dohľadu v súvislosti s programom krytých dlhopisov.

Publikovanie záverov i návrhov regulácie zo správ EBA a z konzultačných dokumentov Európskej komisie vzbudzuje u účastníkov trhu a v príslušných inštitúciách členských štátov opravené obavy o zmysel dobrovoľných noviel pred publikovaním legislatívneho dokumentu EÚ ku krytým dlhopisom. V prieskume vykonanom Credit agricole, Corporate & Investment Bank v marci 2017 sa zistovalo, aké sú najväčšie obavy emitentov krytých dlhopisov vo vzťahu k návrhom harmonizácie. Emitenti sa obávajú, že Európska rada a Európsky parlament neprijmú legislatívne návrhy, vzhľadom na vnútorné legislatívne procesy a blížiac sa voľby do Európskeho parlamentu v novembri 2019. Vychádzajú pritom z praxe, že šesť mesiacov pred skončením mandátu terajšieho Parlamentu sa už nepredkladajú legislatívne texty na schválenie, čo bude zároveň len dva mesiace

Použitá literatúra:

1. Consultation document Covered bonds in the European Union, EK, December 2015, http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/covered-bonds/docs/consultation-document_en.pdf
2. Covered Bonds in the European Union: Harmonisation of legal frameworks and market behaviours, R. Kemmish, Ch. Wilkinson, O.



po plánovanou skončení vyjednávani o brexite. Obávajú sa, že priestor do mája 2019 bude v plnej miere časovo a personálne venovaný vyjednávaniu podmienok o brexite, čo spôsobí spomalenie prác na technických detailoch harmonizovaných štandardov ku krytým dlhopisom.

V Slovenskej republike základy hypotekárneho trhu a trhu s hypotekárnymi záložnými listami boli legislatívne položené v roku 1998, no jeho dynamický rozvoj možno pozorovať po roku 2002 a nasledujúcich pár rokov. Nielen finančná kríza, ale aj vývoj na trhu v podobe rozvoja iných úverov na bývanie ako hypotekárnych obchodov ukázali pozitíva i slabosti legislatívneho rámca, ktorý taktiež prispieva k stagnácii tohto segmentu v bilancii bánk. Ako už bolo uvedené, základným legislatívnym rámcom je dnes smernica UCITS, ktorej článok 52 bol v slovenskom právnom poriadku transponovaný do zákona o kolektívnom investovaní č. 203/2011 Z. z. v znení neskorších predpisov

v § 89 v odseku 7. Navyše v odseku 11 je uvedené, že za takéto dlhopisy (kryté) sa na Slovensku považujú práve hypotekárne záložné listy a komunálne obligácie. Toto ustanovenie bolo jedným z podnetov na analýzu, či dané dlhopisy vyhovujú dnešným požiadavkám a či to postačuje na to, aby hypotekárne záložné listy mali štatút krytých dlhopisov a patrili medzi kvalitné likvidné aktíva.

Na základe podnetov z praxe za ostatných 15 rokov existencie slovenského hypotekárneho trhu, ako aj návrhov európskej harmonizácie štandardov pre kryté dlhopisy prijala Národná banka Slovenska spolu s Ministerstvom financií SR v roku 2016 rozhodnutie o začatí procesu komplexnej revízie doterajšieho legislatívneho rámca k hypotekárnemu bankovníctvu.

Spôsob zavedenia odporúčaní EBA do slovenského právneho rámca krytých dlhopisov s cieľom zlepšenia trhu hypotekárneho financovania bude predmetom nasledujúcich článkov.

- Andruszkiewicz, April 2017, https://bookshop.europa.eu/en/covered-bonds-in-the-european-union-pbEV0216985/downloads/EV-02-16-985-EN-N/EV0216985ENN_002.pdf?FileName=EV0216985ENN_002.pdf&SKU=EV0216985ENN_PDF&CatalogueNumber=EV-02-16-985-EN-N
3. Danish Covered Bond Handbook, Danske Bank, 27 September 2016, <https://danskebank.com/da-dk/ir/Documents/Other/Danish-Covered-Bond-Handbook-2016.pdf>
 4. EBA REPORT ON COVERED BONDS RECOMMENDATIONS ON HARMONISATION OF COVERED BOND FRAMEWORKS IN THE EU, EBA, 20 December 2016, [https://www.eba.europa.eu/document-s/10180/1699643/EBA+Report+on+Covered+Bonds+\(EBA-Op-2016-23\).pdf](https://www.eba.europa.eu/document-s/10180/1699643/EBA+Report+on+Covered+Bonds+(EBA-Op-2016-23).pdf)

I N F O R M Á C I E

Prieskum skupiny EIB v krajinách CESEE

Investičný výhľad v strednej, východnej a juhovýchodnej Európe sa javí pozitívne, no spoločnosti musia investovať viac do špičkových zariadení a vybavenia, ako aj do výskumu a vývoja. Tieto zistenia vyplynuli z prieskumu o investíciách a investičnom financovaní, ktoré Európska investičná banka zverejnila 26. mája na fóre GLOBSEC Forum 2017 v Bratislave. Prieskum sa zameril na investičné prostredie v strednej, východnej a juhovýchodnej Európe (CESEE) a zapojilo sa doň 12 000 firiem.¹

Zistenia z prieskumu ukazujú, že napriek skutočnosti, že podiel spoločností investujúcich v tomto regióne v roku 2015 nedosahoval priemer EÚ, investičná činnosť firiem bola obzvlášť výrazná v Slovinsku, Českej republike a Chorvátsku, a to nad úrovňou priemeru EÚ alebo na jeho úrovni. Výhľad bol vo všeobecnosti pozitívny s tým, že takmer všetky krajiny v tomto regióne vykázali, že viac firiem investičné zámery v roku 2016 skôr posilňovalo než redukovalo.

Z prieskumu vyplýva, že investičný výhľad v regióne CESEE na finančný rok 2016 bol mierne optimistický. Viac podnikov očakávalo expanziu v investovaní v súlade s priemerom v EÚ. Najsilnejšie investičné očakávania boli v Chorvátsku, Maďarsku, Poľsku a na Slovensku, zatiaľ čo najslabšie očakávania investičnej aktivity boli v Litve, Estónsku a Lotyšsku. Zodpovedá to do istej miery pomalšiemu hospodárskemu rastu v pobaltských krajinách, silnému domácejmu dopytu v krajinách CEE4 a zotaveniu sa z dlhého a hlbokého recesie v Chorvátsku.

Ak to porovnáme s EÚ ako celkom, firmy v krajinách CESEE investujú viac v relatívnom vyjadrení do hmotných aktív (napr. do strojov a zariadení,

do vybavenia, pozemkov, budov atď.) a zaostávajú v investíciách do výskumu a vývoja. Môže to negatívne ovplyvniť ich úsilie posunúť sa smerom k produkcii s vyššou pridanou hodnotou v strednodobom horizonte, hlavne vzhľadom na skutočnosť, že firmy v krajinách CESEE zaostávajú za EÚ ako celkom z hľadiska produktivity.

Investičnou prioritou firiem v nasledujúcich troch rokoch je investovanie do výmeny, resp. obnovy existujúcich produktov a služieb, čo sa prejavilo výrazne medzi firmami v Maďarsku a Estónsku. Poľsko, Česká republika a Slovensko vykázali najvyšší podiel firiem plánujúcich investovať do nových produktov a služieb. V relatívnom vyjadrení sa zámery zvyšovať kapacity – čo zvyčajne predstavuje najväčšie investičné náklady – prejavili najvýraznejšie medzi firmami v Chorvátsku (38 % firiem), Rumunsku (33 %) a na Slovensku (30 %).

Z výsledkov vyplýva, že nedostatok investícií nevzniká len v dôsledku nedostatočného kapitálu, ale tiež v zmysle nedostatočného špičkového vybavenia a zariadení a energeticky hospodárnych výrobných či kancelárskych budov. Okrem toho politické a regulačné nastavenie uberať na odvahe investovať v tomto regióne a dostupnosť zamestnancov s požadovanými zručnosťami je dominantným problémom. V porovnaní s priemerom EÚ vyšší podiel firiem nemá dostatočný prístup k externému financovaniu, pričom hlavný dôvod nespokojnosti s externým financovaním sa redukuje na otázku vyžadovaného kolaterálu a nákladov na financovanie.

Z tlačovej správy EIB z 26. mája 2017

¹ Prieskum sa uskutočnil v mesiacoch júl až november 2016. Výsledky sa hodnotia podľa pridanej hodnoty, ktorá odráža prínos firiem do ekonomiky. V krajinách CESEE, ktoré sú členmi EÚ, sa do prieskumu zapojilo 4 881 firiem v 11 krajinách.



Investovanie do dlhopisových fondov

Ing. Miroslav Kmeťko, PhD.
Fakulta podnikového manažmentu
Ekonomická univerzita v Bratislave

Investor, ktorý má averziu k riziku a zároveň chce lepšie zhodnotiť svoj kapitál, si veľmi pravdepodobne zvolí dlhopisový fond. Tento typ fondu zvyčajne ponúka vyššie zhodnotenie ako peňažné fondy a nižšiu mieru rizika ako akciové fondy, pričom odporúčaná doba investovania do dlhopisových fondov presahuje jeden rok. Kľúčovým ukazovateľom pre charakteristiku dlhopisových fondov je durácia. Iný pohľad je z hľadiska štruktúry portfólia týchto fondov. Dlhopisové fondy nemusia investovať len priamo do dlhopisov, ale ich portfólia môžu obsahovať aj iné finančné nástroje, ako sú iné dlhopisové fondy, ETF fondy a podľa zákona aj investície do akcií. Článok je zameraný na aktuálnu situáciu najpredávanejších dlhopisových fondov v SR s faktormi durácie a zloženia portfólia.

- 1 ETF je skratka pre Exchange Traded Fund.
- 2 <http://www.ass.sk/Default.aspx?CategoryId=31>
- 3 <http://ass.sk/Default.aspx?CategoryId=44>
- 4 Podľa www.ass.sk.
- 5 Koniec januára 2017.
- 6 http://www.tam.sk/att/64268/tam-dpf_201701_sk.pdf?inline=true
- 7 <http://www.vubam.sk/Documents/MonthlyReports/2017/01/ABF.pdf>
- 8 http://www.amslsp.sk/userfiles/managedpdfdocuments/edf_janu-ar_2017.pdf

Ak sa bežný investor rozhoduje zhodnotiť svoj kapitál, pokiaľ je to na dlhšie obdobie a s nižším rizikom, voľba pravdepodobne padne na dlhopisové fondy. Odporúčaná doba investovania pre tieto fondy je na úrovni troch až piatich rokov. Keďže ide o dlhopisy, je s tým spojené nižšie riziko ako v prípade investovania do akcií. Na webovom sídle Slovenskej asociácie správcovských spoločností (ďalej len SASS) nájde údaje o fondoch,² a tiež informáciu o tom, ktoré fondy sú charakterizované ako dlhopisové. Na základe týchto údajov by mohol predpokladať, že dlhopisové fondy majú duráciu svojho portfólia vyššiu ako jeden rok a že investujú priamo do dlhopisov. Aká je ale realita?

SASS vymedzuje dlhopisový fond ako „fond, ktorý trvalo investuje na trhu cenných papierov s vopred stanoveným úrokom, pričom tento fond nespĺňa kritériá definície fondu krátkodobých investícií. Doplnkové investovanie do akcií alebo alternatívnych investícií je možné, ale ich podiel spolu nesmie prekročiť 10 % aktív fondu. Dlhopisové fondy zahŕňajú aj indexové a garantované fondy viazané na dlhopisové indexy.“³ Hodnota durácie dlhopisového fondu by tak mala byť vyššia ako jeden rok.

Dlhopisový fond s najvyššími predajmi v SR,⁴ TAM – Dynamický dlhopisový fond, má duráciu

len 0,5 roka.⁵ Z piatich najväčších investícií tri smerovali do hypotekárnych záložných listov materskej banky. Tiež je dôležité upozorniť na to, že takmer 5,5 % investície je do iného podielového fondu⁶ v rámci finančnej skupiny, a to do dynamického dlhopisového podielového fondu spravovaného TAM. Piata najvyššia investícia je nákup ETF do SPDR BARCLAYS CAP. H. YIELD BOND F vo výške 4,7 %, pričom investovanie do ETF fondov je skôr investícia odrážajúca pasívne investovanie. Treba tiež upozorniť na fakt, že tento ETF je zameraný na dlhopisy s vysokým úročením, čo môže pre investorov znamenať vyššiu mieru zhodnotenia.

Druhý najviac predávaný fond s názvom VUB AM Active Bond Fund okrem toho, že neuvádza duráciu, väčšinu investícií smeruje do iných fondov. Až skoro 29 % týchto investícií smeruje do iných fondov Eurizon.⁷ Ďalších 4,78 % smeruje do fondov v rámci skupiny (VÚB AM Prívatný eurový fond) a zvyšné významné investície sú v iných podielových fondoch. Informácia o tom, že investície budú smerovať do iných fondov, je uvedená v investičnom profile a charakteristike fondu.

Tretí najviac predávaný fond, SPORO Eurový dlhopisový fond, má priemernú duráciu na úrovni 2,90 roka.⁸ V rámci piatich najvyšších

Durácia

Durácia alebo priemerná doba do splatnosti dlhopisu je riziková miera vyjadrujúca približnú citlivosť dlhopisu na zmenu úrokovej miery. Inak povedané, je to približná percentuálna zmena ceny dlhopisu pri paralelnom pohybe časovej štruktúry úrokových mier o 100 bázičných bodov (1 percentuálny bod). Pohyb úrokovej miery a ceny dlhopisov je nepriamo úmerný – keď jedno klesá, druhé rastie. Pod pojmom durácia sa rozumejú Macaulayova durácia (Macaulay

duration) a modifikovaná durácia (modified duration), ktoré majú skoro rovnakú numerickú hodnotu, je však potrebné mať na pamäti konceptný rozdiel medzi nimi. Macalayova durácia vyjadruje váženú priemernú dobu do prijatia peňažných tokov meranú v rokoch. Modifikovaná durácia je upravená verzia Macalayovej durácie, ktorá vyjadruje cenovú citlivosť a predstavuje percentuálnu zmenu v cene na jednotku zmeny vo výnose.


Portfólia štyroch najpredávanejších dlhopisových fondov (ku koncu januára 2017)

Názov investície	Typ investície	Stanovenie výnosnosti	Dátum splatnosti	Mena investície	Podiel investovaného kapitálu v %
TAM Dynamický dlhopisový fond					
TB HZL80 ¹	Hypotekárny záložný list	Variabilný kupón, 6-mesačný EURIBOR + 0,20 % p. a. ²	28. 10. 2019	EUR	7,3
TB HZL76	Hypotekárny záložný list	Variabilný kupón, 6-mesačný EURIBOR + 0,70 % p. a. ³	21. 11. 2017	EUR	6,9
TAM – Dynamický dlhopisový fond	Dlhopisový podielový fond	N/A ⁴	N/A	EUR	5,5
TB HZL81	Hypotekárny záložný list	Variabilný kupón, 6-mesačný EURIBOR + 0,25 % p. a. ⁵	29. 1. 2018	EUR	5,3
SPDR BARCLAYS CAP. H.YIELD BOND F.	Dlhopisový ETF	N/A	N/A	USD	4,7
VUB AM Active Bond Fund					
Eurizon EF Bond High Yield trieda Z	Dlhopisový podielový fond	N/A	N/A	EUR	11,55
Eurizon EF Bond Corporate Eur Z	Dlhopisový podielový fond	N/A	N/A	EUR	9,99
Eurizon EF Bond Emerging Markets Z	Dlhopisový podielový fond	N/A	N/A	EUR ⁶	7,39
iShares JPM Emerging Markets Bond	Dlhopisový ETF	N/A	N/A	USD	4,96
VÚB AM Privátny eurový fond	Podielový fond krátkodobých investícií	N/A	N/A	EUR	4,76
Nordea European HY Bond Fund	Dlhopisový podielový fond	N/A	N/A	EUR	4,72
Deutsche Invest I Euro Corporate Bonds	Dlhopisový podielový fond	N/A	N/A	EUR	4,56
NN L Emerging markets debt hard currency I Cap.	Dlhopisový podielový fond	N/A	N/A	USD	4,56
HSBC GIF Euro High Yield Bond	Dlhopisový podielový fond	N/A	N/A	EUR	4,43
Epsilon Fund Euro Bond I	Dlhopisový podielový fond	N/A	N/A	EUR	4,02
SPORO Eurový dlhopisový fond					
Slovakia Government Bond 229	Dlhopis	Fixný kupón, 1,62 % p. a.	21. 1. 2031	EUR	4,21
HZL TB 82	Hypotekárny záložný list	Variabilný kupón, 6-mesačný EURIBOR + 0,30 % p. a.	25. 3. 2018	EUR	2,48
Bulgaria government bond	Dlhopis	Fixný kupón, 4,25 % p. a.	9. 7. 2017	EUR	2,10
HZL CSOB	Hypotekárny záložný list	Fixný kupón, 1,2 % p. a.	30. 5. 2018	EUR	2,09
HZL SLSP	Hypotekárny záložný list	Fixný kupón, 0,625 % p. a.	5. 11. 2020	EUR	2,08
VÚB AM Eurový fond					
EUR ISPIM Float	Dlhopis	Variabilný	18. 5. 2017	EUR	3,50
BTPS ⁷	Dlhopis	Fixný kupón, 5,25 % p. a.	1. 8. 2017	EUR	3,25
Spain government bond	Dlhopis	Fixný kupón, 5,5 % p. a.	30. 7. 2017	EUR	3,18
BTPS	Dlhopis	Fixný kupón, 4,5 % p. a.	1. 2. 2018	EUR	2,98
BTPS	Dlhopis	Fixný kupón, 4,0 % p. a.	1. 2. 2017	EUR	2,92
HZL CSOB	Hypotekárny záložný list	Fixný kupón, 3,8 % p. a.	5. 4. 2017	EUR	2,34
Eurizon EF BD EUR Short Term LTE Z	Dlhopisový podielový fond	N/A	N/A	EUR	1,88
BTPS	Dlhopis	Fixný kupón, 4,75 % p. a.	1. 9. 2021	EUR	1,80
Intesa Sanpaolo	Dlhopis	Fixný kupón, 5,00 % p. a.	28. 2. 2017	EUR	1,34

¹ TB HZL80 – Tatra banka hypotekárny záložný list č. 80 atď.

² <https://www.tatrabanka.sk/att/5413859/emisne-podmienky-tb80.pdf>

³ <https://www.tatrabanka.sk/att/5413850/suhrnny-dokument-hzl-tb-76-z-28-3-2014.pdf>

⁴ N/A – nie je stanovené.

⁵ <https://www.tatrabanka.sk/att/5413862/emisne-podmienky-hzl-81.pdf>

⁶ Väčšina investícií je v USD.

⁷ BTPS – Buoni del Tesoro Poliannuali, talianske štátne dlhopisy.



9 <http://www.vubam.sk/Documents/MonthlyReports/2017/01/EF.pdf>

10 <http://www.franklintempleton.sk/sk-sk/investor/fondy/portfolio-fixed-income/4819/Templeton-Global-Total-Return-Fund/Portfolio>

11 <http://www.franklintempleton.sk/sk-sk/investor/fondy/portfolio-fixed-income/256/Templeton-Global-Bond-Fund/Portfolio>

investícií sú dve do štátnych dlhopisov SR a Bulharska, ostatné sú do hypotekárnych záložných listov nielen v rámci finančnej skupiny, ale aj do iných bánk.

Štvrtý najpredávanejší fond – VÚB AM Eurový fond – je fondom, ktorý najviac priamo investuje do štátnych dlhopisov. Prevládajú hlavne talianske štátne dlhopisy, čo možno súvisí s materskou spoločnosťou tejto správcovskej spoločnosti. Medzi významnými investíciami môžeme tiež nájsť aj ETF a hypotekárne záložné listy. Jeho durácia je na úrovni 0,67 roka.⁹

Aj pri ďalšom najpredávanejšom fonde – TAM Dynamickom dlhopisovom fonde – je možné vidieť, že portfólio tohto fondu sa prevažne skladá z iných fondov. Jeho priemerná durácia je na úrovni 2,2 roka.

Z fondov, o ktoré slovenskí investori zatiaľ nemajú záujem, ako príklad môžeme uviesť NN (L) Absolute Return Bond. Pre tento fond je zvláštne, že ide o dlhopisový fond, ktorý má uvedený ako benchmark 1-mesačný EURIBOR, čo je krátkodobá úroková sadzba vhodná skôr ako benchmark pre peňažné fondy.

ZÁVER

SASS uvádza, že pre fondy peňažného trhu durácia nesmie prekročiť hodnotu 1. Pre fondy krátkodobých investícií je durácia stanovená na úrovni 1,5 roka. Preto by dlhopisové fondy mali mať duráciu vyššiu ako 1,5 roka. TAM dlhopisový fond a VÚB AM Eurový fond túto charakteristiku aktuálne nespĺňajú. VUB AM Active Bond Fund duráciu neuvádza, pričom ide o veľmi dôležitú informáciu, vzhľadom na možnú volatilitu. Taktiež stanovenie benchmarku na úrovni 1-mesačnej sadzby EURIBOR, ako je to pri NN (L) Absolute Return Bond, je pre dlhopisový fond veľmi nezvyčajné.

Nízka durácia TAM dlhopisového fondu je spôsobená hlavne vysokou mierou peňažných

investícií. Celková hodnota peňažných investícií reprezentuje až 45 %. Pre dlhopisový fond, ktorý je charakteristický ako strednodobá investícia, je táto hodnota peňažných investícií nezvyčajne vysoká. Podobne vysoká je tiež hodnota krátkodobých investícií aj pre SPORO Eurový dlhopisový fond. Tieto investície reprezentujú skoro 27,5 % z celkových investícií.

Finančná kríza spôsobila, že základné úrokové sadzby, ktoré sú stanovené centrálnymi bankami, klesli na historické minimá. Znížené úrokové sadzby sa následne prejavili aj do vysokých cien dlhopisov (nízka miera výnosu do splatnosti) a tiež viedli k nedôvere investovania do štátnych dlhopisov niektorých krajín z obavy možného nesplatenia ich záväzkov. Táto neistota sa prejavila aj v riadení dlhopisových podielových fondov.

Nízka priemerná durácia portfólia sa netýka iba slovenských správcovských spoločností. Pre slovenských investorov sú v ponuke aj fondy globálnych správcovských spoločností, ako je napríklad Templeton. Tieto podľa štatistiky SASS reprezentujú najvyššiu čistú hodnotu aktív v rámci dlhopisových fondov (slovenskí investori ich zatiaľ nenakupujú). Dva najväčšie fondy, Templeton Global Total Return Fund a Templeton Global Bond Fund, majú duráciu na úrovni 0,03¹⁰ a 0,16¹¹.

Ak sa ekonomická situácia zmení a ECB začne zvyšovať úrokové sadzby, dopad zmeny úrokových sadzieb na trhu na hodnotu dlhopisových fondov bude nižší pre dlhopisové fondy s nižšou duráciou a vyšší pre dlhopisové fondy s vyššou duráciou. Rast úrokových sadzieb na trhu znižuje cenu dlhopisov v portfóliu dlhopisových fondov, čo má za následok zníženie minulej výkonnosti dlhopisových fondov. Zároveň však má pozitívny vplyv pre potenciálnych nových investorov, podielový fond bude môcť dosiahnuť vyššiu budúcu výkonnosť zodpovedajúcu aktuálnym vyšším úrokovým sadzbám na trhu.

Zdroje:
www.ass.sk
www.tam.sk
www.vubam.sk
www.amslsp.sk
www.franklintempleton.sk



Celosvetový kódex správania na devízových trhoch: FX Global Code

Miroslava Kosáková
Národná banka Slovenska

Po viac ako trojročnej príprave bol v máji 2017 zverejnený celosvetový kódex správania pri obchodovaní na devízovom trhu s názvom FX Global Code. Jeho zverejnenie uvítali mnohé centrálné banky z hlavných svetových aj z menších krajín, keďže jeho cieľom je prispieť k dobre fungujúcemu, čestnému a transparentnému celosvetovému devízovému trhu. Kódex funguje na základe dobrovoľného záväzku prevzatia princípov trhovým účastníkom, ktorý prispieva k jeho reputačnému charakteru.

DEVÍZOVÝ ŠKANDÁL

Devízový trh má najväčší podiel na obrate v rámci svetového finančného systému, na ktorom sa podľa dostupných údajov Banky pre medzinárodné zúčtovanie v roku 2013 denne zobchodovala suma 5,3 bil. USD. Obchodovanie prebieha prostredníctvom elektronických obchodných systémov, v ktorých trhový účastník uvádza ceny, za ktoré je ochotný kúpiť či predať cudziu menu, pričom tá sa odvíja od dopytu a ponuky po danej mene. Cena meny vyjadrená v inej cudzej mene sa mení v mimoriadne krátkych časových intervaloch, pričom dopyt a ponuku danej meny veľmi často ovplyvňujú ekonomické faktory. Keďže sa ceny mien, resp. trhové výmenné kurzy v priebehu dňa priebežne menia, vytvorili sa medzinárodné benchmarky, ktoré sú využívané na každodenné ocenenie devízových aktív a pasív investorov (finančných aj nefinančných). Medzi najširšie využívaný devízový benchmark patrí WM/Reuters, ktorý denne poskytuje benchmarkové kurzy viac ako 150 svetových mien.

V júni 2013 zverejnila agentúra Bloomberg správu, v ktorej sa odvolávala na štyroch nemeňovaných devízových obchodníkov komerčných bánk, ktorí vypovedali o údajných manipuláciách benchmarkových kotácií výmenných kurzov devízovými obchodníkmi svetovo najväčších komerčných bánk¹. Podľa ich anonymných výpovedí zamestnanci týchto významných bánk zneužívali informácie o objednávkach svojich klientov vo svoj prospech a ovplyvňovali celosvetovo využívanú benchmarkovú kotáciu WM/Reuters, čo malo následne vplyv na oceňovanie investičných a penzijných fondov, indexov, derivátov a mnohých ďalších nástrojov finančného trhu, ktoré využívajú devízové vyrovnávanie. Následne sa začalo vyšetrovanie regulátorov v USA, Spojenom kráľovstve, Ázii a vo Švajčiarsku.

K dojednávaniu tajných a nečestných obchodov dochádzalo prostredníctvom elektronických obchodných komunikačných miestností s kryciami názvami ako mafia a kartel, vstup do ktorých bol veľmi prísne strážený administrátormi. V týchto virtuálnych miestnostiach mali členstvo devízoví obchodníci – zamestnanci bánk, medzi ktorými boli aj vysoko postavení manažéri a senior obchodníci,

profesijne známi v komunite devízových obchodníkov. Prostredníctvom tejto osobitnej a diskretnej komunikácie si vymieňali informácie o plánovaných obchodoch. Vychádzali pritom z objednávok klientov bánk, ktoré by mohli ovplyvniť výmenný kurz, čo využívali vo svoj osobný prospech. Podľa výpovedí anonymných obchodníkov tieto obchody sa sústredili do rámca 60 sekúnd, počas ktorých dochádzalo k fixácii WM/Reuters kurzov². Cielené ovplyvňovanie benchmarkových kotácií, o ktorých zainteresovaní obchodníci vďaka tomuto účelovo vytvorenému a utajovanému systému v predstihu vedeli, následne vytváralo nekonkurenčné príležitosti na ich osobný zisk.

Počas vyšetrovania vzniknutého devízového škandálu bolo zbavených funkcie viac ako 40 devízových obchodníkov a dohľadacie authority udelili zúčastneným obchodným bankám pokutu v celkovej sume viac ako 10 mld. USD. Následne bol upravený postup stanovovania – fixácie benchmarkových kurzov WM/Reuters na interval obchodovania 5 minút, čo sťažuje prípadný zámer ovplyvnenia kotácie devízového kurzu. Keďže devízový trh patrí medzi svetovo najväčší sektor finančného trhu a úroveň výmenných kurzov ovplyvňuje široký okruh subjektov, po devízovom škandále vznikla významná požiadavka usmereniť obchodovanie na devízovom trhu. Vzhľadom na rozsah tohto trhu a rozdielnosti v legislatívnych štruktúrach jednotlivých jurisdikcií v celosvetovom meradle sa usúdilo, že nie je možné vydať jednotné, celosvetovo platné regulačné a právne vymožiteľné opatrenia. Z tohto dôvodu Banka pre medzinárodné zúčtovanie iniciovala projekt vytvorenia princípov, podľa ktorých sa má riadiť celosvetové obchodovanie na devízovom trhu.

PRÍPRAVA A VÝVOJ KÓDEXU

V máji 2015 bola pod záštitou Banky pre medzinárodné zúčtovanie založená pracovná skupina pozostávajúca zo zástupcov centrálnych bánk vyspelých aj rozvojových krajín a účastníkov devízového trhu z obchodného sektora. Skupina bola poverená vytvorením súboru celosvetovo jednotných princípov, ktoré mali reprezentovať potrebné postupy čestného obchodovania na

- ¹ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2013-06-11/traders-said-to-rig-currency-rates-to-profit-off-clients>
- ² WM/Reuters benchmarkové kurzy boli kalkulované zo zrealizovaných obchodov 30 sekúnd pred a 30 sekúnd po 16.00 hodine každý obchodný deň.



devízovom trhu s dôležitým poslaním opätovného nastolenia dôvery na tomto trhu. Prvá verzia kódexu bola pripravená a publikovaná v máji 2016, pričom obsahovala približne 20 princípov obchodovania. Už v tomto období získala značnú podporu centrálnemu aj komerčnému bankovníctvu. Finálna verzia kódexu bola publikovaná 25. mája 2017 a k jej podpore sa formou spoločného prehlásenia Európskeho systému centrálnych bánk prihlásila aj Národná banka Slovenska.

OBSAH KÓDEXU

Kódex je založený na princípoch a nemá žiadny právne regulačný, vynútiteľný či legislatívny rámec. Princípy majú odporúčací charakter s cieľom prispieť k spoločnému, efektívnemu a korektnému devízovému obchodovaniu a tým k zabezpečeniu transparentných trhových podmienok. Predpokladá sa, že medzi účastníkmi devízového trhu nájde širokú podporu. Prevzatie a akceptovanie princípov kódexu sa vníma ako významný znak profesijnej korektnosti, resp. symbol reputácie. Po zapracovaní princípov kódexu do interných postupov akceptujúci subjekt podpíše vyhlásenie o dodržiavaní princípov, tzv. Statement of Commitment, ktorý vyjadruje osvedčenie prevzatia praktík čestného obchodovania. Keďže princípy kódexu majú byť všeobecne známe medzi účastníkmi devízového trhu, ich porušenie môže byť pre takú inštitúciu významným reputačným rizikom. Taktiež v prípade, ak sa inštitúcia rozhodne nepristúpiť k prevzatiu kódexu, môže byť určitým spôsobom znevýhodňovaná medzi trhovými subjektmi, keďže verejne nebude podporovať čestné obchodovanie na devízovom trhu.

FX Global Code obsahuje súbor 55 princípov, rozdelených do šiestich oblastí:

1. Etika – trhoví účastníci postupujú podľa etických a profesionálnych princípov, ktoré podporujú čestný a integrovaný devízový trh.
2. Riadenie – trhoví účastníci majú jasne definované postupy a organizačnú štruktúru podporujúce zodpovedný prístup na devízovom trhu.
3. Výkon – trhoví účastníci dôkladne pristupujú k dohadovaniu a uzatváraniu obchodov tak, aby prispievali k čestnému, likvidnému, otvorenému a transparentnému devízovému trhu.
4. Zdieľanie informácií – trhoví účastníci poskytujú jasné a pravdivé informácie a zároveň dodržiajú diskretnosť pri dôverných informáciách.
5. Rizikový manažment a jeho dodržiavanie – trhoví účastníci zabezpečia presvedčivú kontrolu a dodržiavanie poctivého správania.

6. Potvrdzovacie a zúčtovacie postupy – trhoví účastníci zabezpečia efektívne a transparentné zúčtovacie procesy.

ŠÍRENIE KÓDEXU

Na úrovni Európskeho systému centrálnych bánk (ESCB) sa na projekte FX Global Code zúčastnila Európska centrálna banka, ktorá delegovala jeho distribúciu v jednotlivých jurisdikciách na národné centrálné banky. Národná banka Slovenska (NBS) spolu s ostatnými centrálnymi bankami ESCB podporujú túto iniciatívu, a keďže v rámci svojich investičných aktivít NBS tiež participuje na devízovom trhu, zaväzuje sa implementovať relevantné princípy kódexu do interných postupov. Po ich zapracovaní pristúpi k podpisu Statement of Commitment, ktorý bude deklarováním plnenia tohto záväzku a dodržiavania čestných praktík pri obchodovaní na devízovom trhu.

FX Global Code popri centrálnych bankách podporujú aj asociácie finančných trhov. K distribúcii kódexu sa pripojila aj celosvetová asociácia finančných subjektov ACI so sídlom v Paríži. V rámci slovenského bankového sektora verejne podporila kódex aj Slovenská banková asociácia.

Na systéme FX Global Code sa naďalej pracuje. Jednou z dôležitých a neuzatvorených oblastí je prístup pri zistení nedodržiavania kódexu. Keďže kódex má len odporúčací charakter, neexistuje žiadny kontrolný orgán, ktorý by mal dosah a oprávnenie na jeho kontrolu. Na druhej strane však existuje predstava, že každý subjekt, ktorý sa so svojím prehlásením Statement of Commitment zaviazal, že princípy kódexu prevzal do svojich interných postupov, bude pri obchodovaní postupovať v súlade s týmito princípmi a obchodovať čestne. Porušenie, ktoré sa navyše môže stať verejne známym, môže mať pre inštitúciu negatívne reputačné následky. Mnohé princípy, ktoré sú obsiahnuté v kódexe, sú v určitej forme obsiahnuté aj v existujúcich formalizovaných postupoch individuálnych finančných systémov, a preto môže mať porušenie kódexu ďalšie významné implikácie.

Na zabezpečenie dostatočnej informovanosti o inštitúciách, ktoré sa zaviazali k čestnému obchodovaniu, sa uvažuje o vytvorení registra, v ktorom si bude môcť finančná inštitúcia pred uskutočnením devízového obchodu overiť, či sa jej protistrana prihlásila k princípm čestného obchodovania.



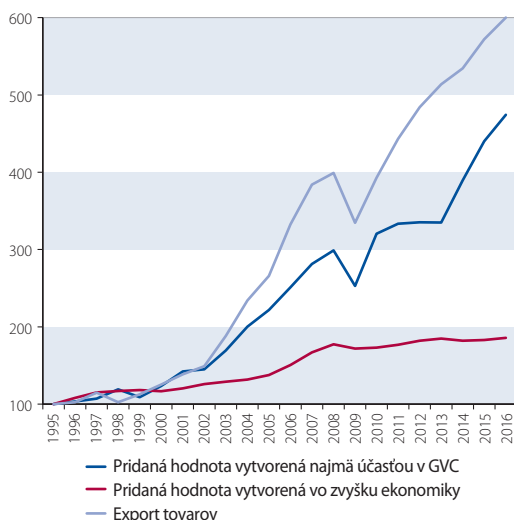
Pozícia Slovenska v európskych a globálnych hodnotových reťazcoch

Anna Vladová
Národná banka Slovenska

Slovensko je krajinou masívneho vývozu. Reálny objem tovarov a služieb, ktorý od nás kupuje zahraničie, minulý rok dosiahol takmer hodnotu celého hrubého domáceho produktu (HDP) Slovenska. V Európe sú exportne výkonnejšími – v pomere k svojmu HDP – už len malé ostrovné krajiny Malta a Írsko a „ostrov služieb na export“ Luxembursko. Výroba vyvážených tovarov je náročná na dovoz, preto aj objem dovozu je značný. Celkový obrat obchodovania so zahraničím (súčet vývozu a dovozu, ktorým sa vyjadruje otvorenosť ekonomiky) v roku 2018 dosiahne dvojnásobok objemu slovenského HDP. Vysoká miera exportnej výkonnosti a otvorenosti Slovenska je výsledkom jeho účasti v globálnych hodnotových reťazcoch.

Globálne hodnotové reťazce (Global Value Chain, ďalej len „GVC“) fragmentujú výrobný proces v medzinárodnom priestore. K ich prudkému rozšíreniu došlo v poslednej dekáde minulého a v prvej dekáde tohto storočia, a to najmä v elektrotechnickej, automobilovej, nábytkárskej, textilnej a hračkárskej výrobe. Masívnejšie zastúpenie Slovenska v GVC možno identifikovať v ostatných 15 rokoch. Hoci sa z celosvetového hľadiska po roku 2011 rozširovanie GVC pozastavilo (čo je jedným zo závažných faktorov spomalenia globálneho obchodu), proces zapájania Slovenska do fragmentácie výrobných procesov pokračuje. Najmä z tohto dôvodu slovenská ekonomika získava významné tržové podiely na globálnom obchode. A najmä vďaka tomu máme zabezpečený dlhodobý ekonomický rast – rast pridanej hodnoty v ekonomike.

Graf 1 Rast pridanej hodnoty dvoch sektorov (1995 = 100, stále ceny)



Zdroj: ŠÚ SR, vlastné výpočty.

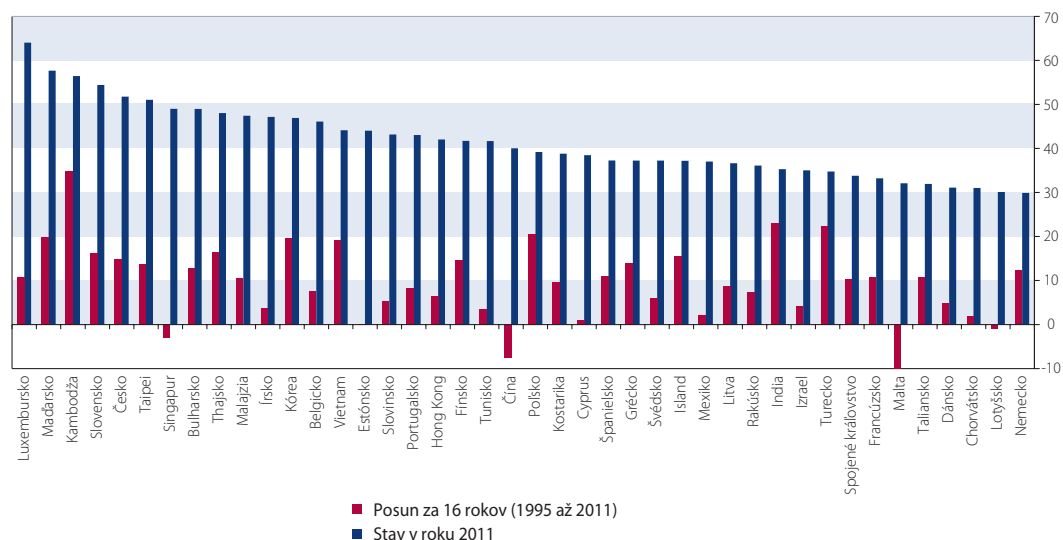
Koopman a i. [1] definujú hodnotový reťazec ako systém zdrojov pridanej hodnoty z rôznych destinácií v globálne integrovanej produkčnej sieti. Každý producent pridá k dovezenému produktu určitú časť hodnoty a vyvezie ju inému producentovi na ďalšiu úroveň spracovania. Často citovaným príkladom [2] je iPod, exportovaný z Číny v hodnote 144 USD, v čom je obsiahnutých približne 100 USD hodnoty pridanej v Japonsku (disk, displej, batéria), 15 USD pridanej hodnoty USA (procesor, pamäť), 22 USD čínskej a malý príspevok kórejskej pridanej hodnoty. Tradičná štatistika zahraničného obchodu zaznamená vývoz tovaru z Číny v hodnote 144 USD, ale domáca pridaná hodnota Číny bola iba 22 USD. Dvojité, resp. viacnásobné započítanie tej istej hodnoty spôsobuje nafúknutie exportnej výkonnosti jednotlivých krajín, a (nielen) preto nemožno tradičnú štatistiku zahraničného obchodu použiť na meranie a zisťovanie pozície jednotlivých krajín v GVC.

Na detailnejšie skúmanie GVC možno použiť databázu TiVA, Trade in Value Added, spoločný projekt OECD a WTO. TiVA potvrdzuje, že nadštandardnú exportnú výkonnosť si Slovensko nezabezpečuje vlastnými silami. Viac ako polovicu slovenského exportu tovarov tvorí zahraničná pridaná hodnota, ktorá k nám bola dovezená. Z vyše 60 krajín v databáze má vyšší podiel zahraničnej pridanej hodnoty na hrubom exporte tovarov už len Kambodža, Maďarsko a z geograficko-ekonomických dôvodov Luxembursko (najnižší podiel, necelé 3 %, má Saudská Arábia; USA obsadili 50. miesto). Výsledky rebríčka súvisia aj s veľkosťou ekonomiky, keďže malé ekonomiky nemajú možnosť diverzifikovať tvorbu vlastnej pridanej hodnoty do množstva rozdielnych podsektorov tak, ako veľké ekonomiky.

Na vrchole rebríčka sa Slovensko ocitlo z dôvodu dovozu zahraničnej pridanej hodnoty do štyroch priemyselných výrobných sektorov: výroby rafinérskych ropných produktov, základných kovov, elektroniky a áut.



Graf 2 Podiel zahraničnej pridanej hodnoty na národnom exporte tovarov v % (prvých 42 krajín v rebríčku)



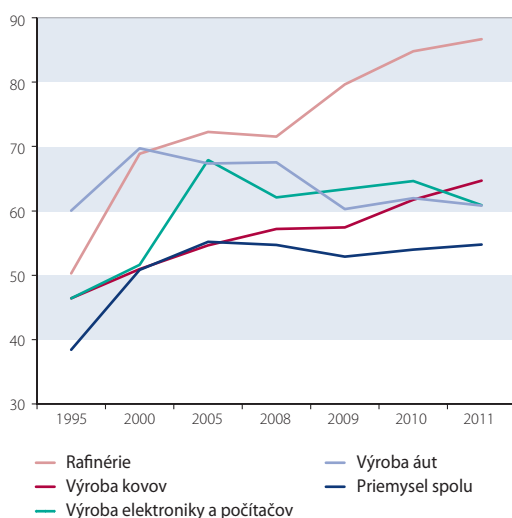
Zdroj: Databáza OECD-WTO TiVA.

Tieto štyri odvetvia sa na hrubom exporte tovarov podieľajú 40 percentami a zásadne tak formujú zahraničný obchod a dodávateľsko-odberateľské väzby vo vnútri ekonomiky, ale na tvorbe domácej pridanej hodnoty sa zúčastňujú v oveľa menšom rozsahu. Domáca pridaná hodnota obsiahnutá v slovenskom vývoze bola v rámci regiónu najslabšia v troch zo štyroch uvedených odvetví, pre slovenský vývoz takých zásadných. V porovnaní s okolitými krajinami potrebovalo Slovensko na realizáciu svojho vývozu najviac doviezť do rafinérií a oceliarní a spolu s Maďarskom aj do automobilového priemyslu. K dovezenej hodnote pridal iba 13 € domácej hodnoty v rafinériách, resp. 39 € v automobilovej výrobe, aby každá z týchto výrob mohla vyviezť 100 € tovaru.

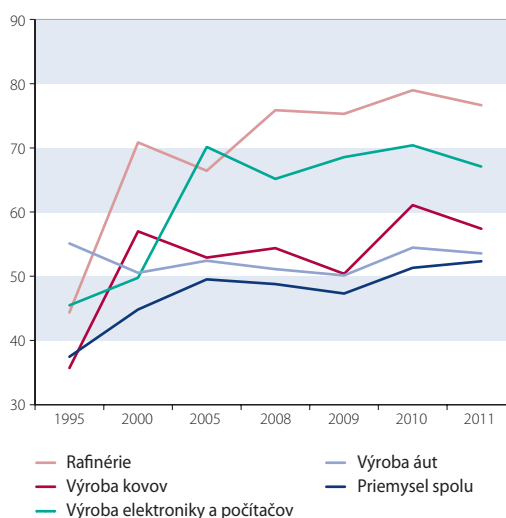
Aj keď od roku 2011, ktorý je posledným spracovaným rokom v databáze TiVA, došlo k zmenám vo vývoji priemyslu, ani jedno zo štyroch odvetví sa s veľkou pravdepodobnosťou nezbaavilo nálepky nadpriemernej náročnosti na zahraničnú hodnotu. Predpokladáme však, že sa znížil podiel cudzej pridanej hodnoty v rafinériách, ktorý mohol byť práve v roku 2011 na vrchole. Príčinou bola rastúca produkcia slovenských rafinérií v rámci GVC spolu s rastúcou náročnosťou na dovoz zahraničnej pridanej hodnoty nielen z Ruska, ale aj z okolitých krajín (najmä z Česka). Zo štatistiky zahraničného obchodu ďalej vyplýva, že sa od roku 2011 znížila dovozná náročnosť automobilového priemyslu s dnom v rokoch 2013 a 2014, pričom roky 2015 až 2017 budú

Graf 3 Priemyselné výroby s nadpriemerným podielom zahraničnej pridanej hodnoty na hrubom exporte v %

a) Slovensko



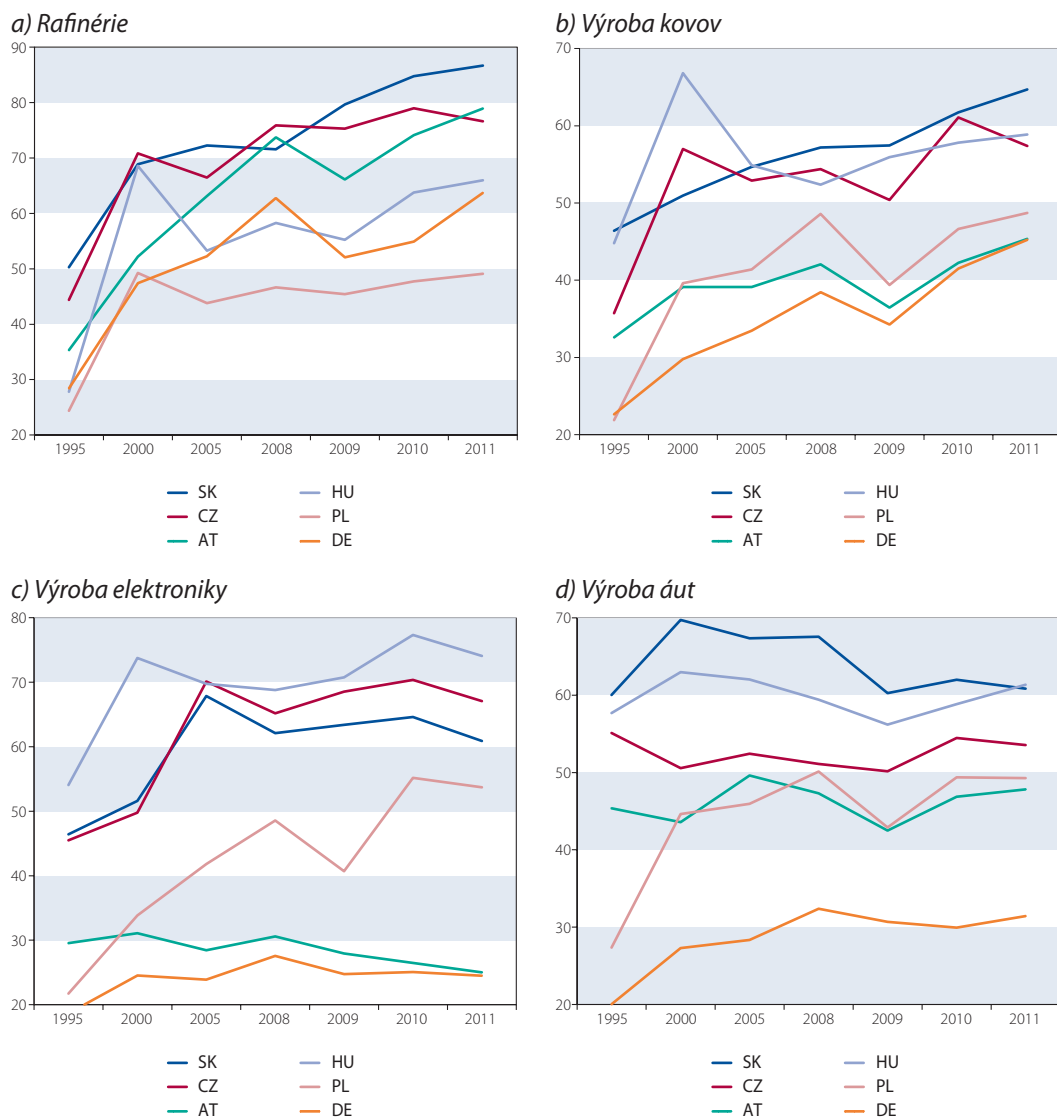
b) Česko



Zdroj: TiVA, vlastné výpočty.

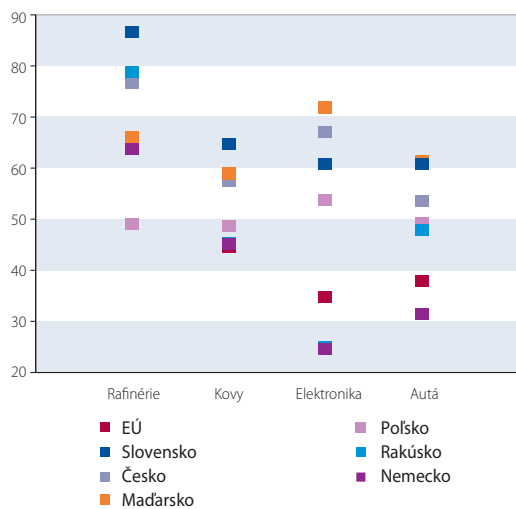


Graf 4 Vývoj podielu zahraničnej pridanej hodnoty na hrubom exporte v %



Zdroj: TiVa, vlastné výpočty.

Graf 5 Podiel zahraničnej pridanej hodnoty na hrubom exporte v roku 2011 v %



Zdroj: TiVa, vlastné výpočty.

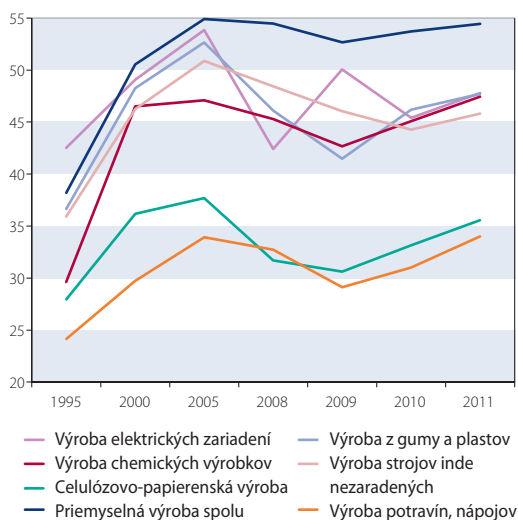
zrejme poznačené vyšším dovozom investícií do odvetvia, a teda prechodným zvýšením dovozonej náročnosti.

Medzi odvetviami s podpriemerným podielom zahraničnej hodnoty, a teda s relatívne vyššou tvorbou domácej hodnoty patrí výroba potravín a nápojov, celulózo-papierenská výroba, výroba elektrických, plastových, chemických výrobkov a strojov inde nezaradených.

Vysoký podiel spracovávanej dovezenej pridanej hodnoty a jej následný vývoz predurčuje značnú mieru participácie Slovenska v GVC. Mieru zapojenia krajiny v reťazcoch možno merať podielom zahraničnej a domácej pridanej hodnoty na celkovom vývoze krajiny. Ide o zahraničnú pridanú hodnotu zahrnutú do celkového vývozu krajiny a o domácu pridanú hodnotu krajiny vyvezenú partnerovi v rámci reťazca a potom zahrnutú do vývozu tohto obchodného partnera. Na Slovensku je podiel exportu, ktorý prechádza reťazcami, najvyšší z porovnávaných krajín.



Graf 6 Priemyselné výroby s podpriemerným podielom zahraničnej pridanej hodnoty na hrubom exporte v %

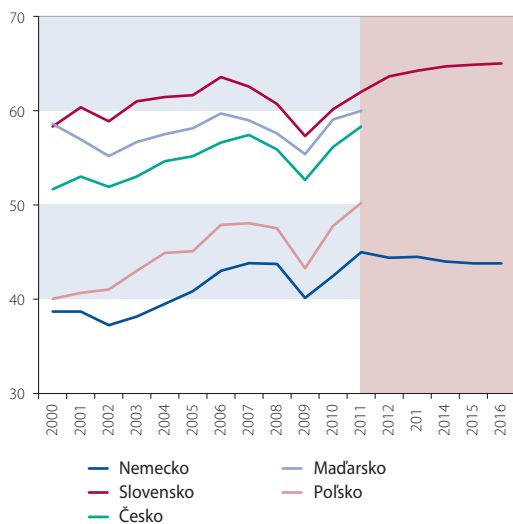


Zdroj: TiVA, vlastné výpočty.

Podľa vývoja dovážanej medzispotreby zo štandardnej štatistiky zahraničného obchodu možno určiť, akým smerom sa v rokoch 2012 až 2016 (nepodchytených v databáze TiVA) uberala participácia krajín v GVC. Vývoj podielu medzispotreby na dovozoch indikuje, že participácia Slovenska v GVC naďalej rastie a zdá sa, že na úkor eurozóny (ktorú v grafe reprezentuje Nemecko).

Rovnakým spôsobom – pomocou podielu zahraničnej a domácej pridanej hodnoty na hrubom exporte krajiny – možno odmerať aj význam jednotlivých obchodných partnerov pre Slovensko v rámci GVC. Výsledky nie sú prekvapujúce,

Graf 7 Miera participácie krajiny v GVC (podiel z hrubého exportu v %)



Zdroj: TiVA do roku 2011. Odhad vývoja na Slovensku a v Nemecku v rokoch 2011 až 2016: vlastné výpočty na základe podielu medzispotreby súvisiacej s vývozom na celkovom dovoze krajiny, pričom dovoz Slovenska v roku 2015 bol očistený od nadmerných dovozov súvisiacich s eurofondovými investíciami.

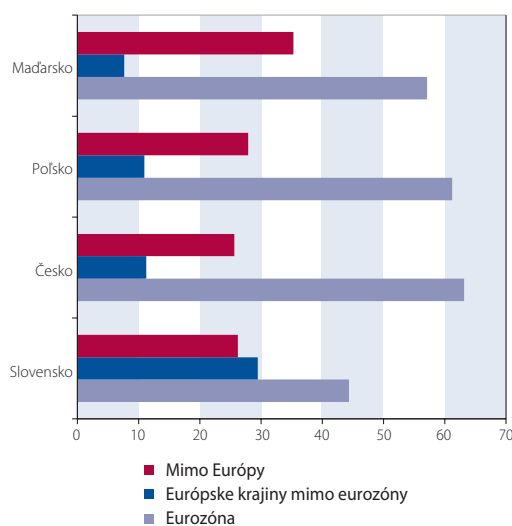
Tabuľka 1 Význam obchodných partnerov v GVC pre Slovensko a Česko (podiel z hrubého exportu Slovenska/Česka v %)

	Slovensko	Česko
Nemecko	15,7	15,6
Česko	7,8	x
Rusko	7,8	3,3
Taliansko	4,7	2,7
Poľsko	4,7	3,1
Čína	4,4	3,4
Maďarsko	4,3	.
Francúzsko	4,3	2,3
Rakúsko	3,6	2,8
Kórea	2,2	.
Spojené kráľovstvo	2,0	1,9
USA	1,5	2,5
Japonsko	0,8	2,1
Slovensko	x	3,0

Zdroj: TiVA, vlastné výpočty (údaje o Slovensku), Mesačný bulletin ECB, jún 2013 (údaje o Česku).

Poznámka: Význam Ruska v tabuľke je výrazne nadhodnotený oproti súčasnej situácii. Rok 2011 bol rokom najintenzívnejšej obchodnej výmeny s Ruskom za 15 rokov, odvtedy zahraničnoobchodný obrat klesol na polovicu.

Graf 8 Podiel teritórií na GVC (v % z exportu krajiny V4 prechádzajúceho cez GVC)



Zdroj: TiVA, vlastné výpočty (za Slovensko), Mesačný Bulletin ECB, jún 2013 (ostatné krajiny).

v tabuľke 1 je 13 najvýznamnejších obchodných partnerov, s ktorými je Slovensko prepojené v GVC (na porovnanie uvádzame aj Česko). Dôležitosť Nemecka pre slovenský vývoz je nepopierateľná. Takmer 16 % hrubého slovenského vývozu tvorí nemecká pridaná hodnota dovezená na Slovensko a zahrnutá do nášho vývozu (do ostatných krajín) a slovenská pridaná hodnota vyvezená do Nemecka a zahrnutá v nemeckom vývoze (do



ostatných krajín). Štatistika zahraničného obchodu za rok 2011 uvádza, že do Nemecka smerovalo 20 % slovenského hrubého vývozu. Odmeranie jednosmerného hrubého toku tovaru teda znamená vyšší podiel; do Nemecka vyvážame aj značnú časť pridanej hodnoty dovezenej z rôznych krajín. Opačným príkladom je Kórea, kam podľa štatistiky zahraničného obchodu priamo smerovalo 0,2 % slovenského hrubého vývozu. Ale podľa obojsmerných tokov pridanej hodnoty to bolo 2,2 % hrubého exportu, keďže slovenské vývozy obsahujú značnú časť dovezenej kórejskej pridanej hodnoty.

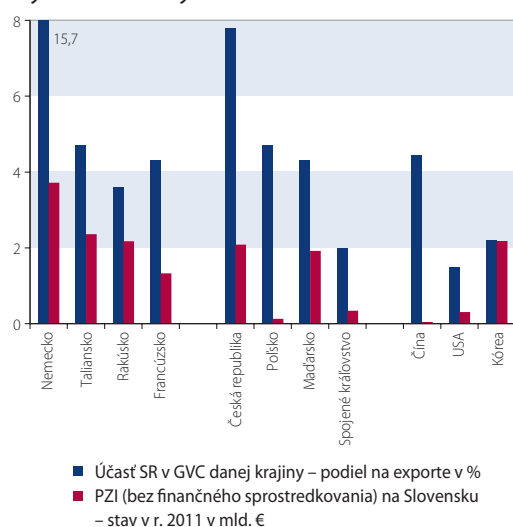
Teritoriálna diverzifikácia zapojenia Slovenska do reťazcov z hľadiska troch teritórií (eurozóna,

európske krajiny mimo eurozóny a neeurópske krajiny) je vyváženejšia ako v ostatných krajinách V4. Tie sú viac sústredené na eurozónu, ale len v dôsledku toho, že Slovensko ako jeden z ich aktívnych obchodných partnerov je súčasťou eurozóny. Prepojenie V4 a mimoeurópskych krajín v reťazcoch je zhruba vyrovnané.

Všetky krajiny V4 sú v GVC najviac previazané so štátmi eurozóny, čo je priamym dôsledkom priamych zahraničných investícií v regióne. Skladba zahraničného obchodu Slovenska, ktorý prechádza cez reťazce, súvisí s teritoriálnou skladbou PZI na Slovensku. Slovenskí exportéri sú často priamo vo vlastníctve spoločností v eurozóne alebo fungujú ako podniky s ich majetkovou účasťou. Túto formu účasti v GVC možno okrem štátov eurozóny vzťahovať aj na Kóreu a USA a sčasti aj na Česko a Maďarsko. Prepojenie Slovenska s Ruskom v GVC je dané úrovňou surovínovej závislosti od Ruska v roku 2011, ktorý bol rokom najintenzívnejšej obchodnej výmeny za ostatných 15 rokov (v súčasnosti klesla na polovicu). Značné prepojenie s Čínou aj bez jej zreteľnejšej majetkovej účasti na našom území vyplýva z rozsiahleho zastúpenia Číny v GVC v rôznych teritóriách. Čínska pridaná hodnota sa s veľkou pravdepodobnosťou vyskytuje aj vo vývoze krajiny, s ktorou Čína nemá priame obchodné väzby.

Význam obchodných partnerstiev neurčuje samotnú pozíciu Slovenska v GVC, aj keď intuitívne ide o nižšie – dodávateľské miesta. Krajiny regiónu sú v GVC obvykle nižšie ako ich obchodní partneri z eurozóny, resp. ich partneri s vysokou majetkovou účasťou v regióne. Kým význam obchodného partnerstva (tab. 1) bol daný podielom dvoch druhov pridaných hodnôt na hrubom exporte krajiny, pozíciu v GVC (tab. 2) možno odmerať ako pomer týchto dvoch druhov pridaných hodnôt. Čitateľ, teda dovoz zahraničnej pridanej hodnoty, reprezentuje aktivitu nižšej úrovne v GVC. Menovateľ,

Graf 9 Participácia Slovenska v GVC a stav priamych zahraničných investícií na Slovensku



Zdroj: TIVA, vlastné výpočty.

Poznámka: PZI = majetková účasť a reinvestovaný zisk okrem odvetvia finančného sprostredkovania.

Tabuľka 2 Pozícia obchodných partnerov v GVC voči krajinám V4 (pomer aktivít nižšej úrovne voči aktivitám vyššej úrovne v GVC)

	Slovensko	Česko	Maďarsko	Poľsko
Japonsko	12,7	12,9	8,6	6,0
Rusko	9,9	8,7	11,4	11,5
Kórea	4,4	2,6	4,4	3,1
USA	4,3	6,5	8,2	5,5
Čína	2,1	2,6	2,0	1,3
Nemecko	1,8	1,2	2,1	0,9
Francúzsko	1,8	1,5	2,9	1,3
Česko	1,7		1,1	0,5
Taliansko	1,7	2,2	2,2	2,0
Poľsko	1,6	1,9	1,5	
Spojené kráľovstvo	1,6	2,1	2,3	1,4
Rakúsko	1,2	0,8	1,7	1,0
Maďarsko	1,2	.	x	0,6

Zdroj: TIVA, výpočty NBS (za Slovensko), Mesačný Bulletin ECB, jún 2013 (ostatné krajiny).

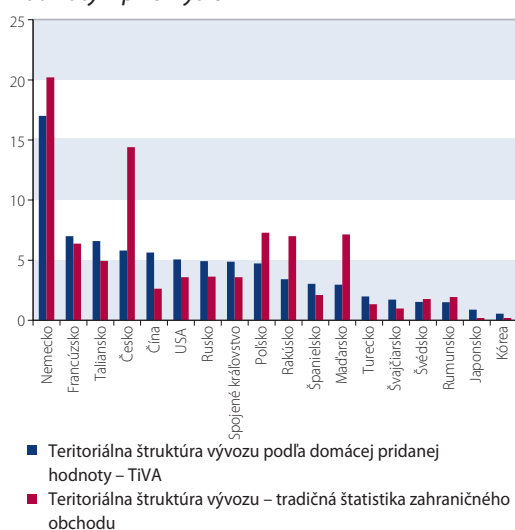
Poznámka: Pozícia Ruska je nadhodnotená (poznámka k tab. 1).



teda domáca pridaná hodnota, ktorú vyvezieme obchodnému partnerovi na jeho ďalší vývoz, odráža aktivitu vyššej úrovne v GVC, lebo je to práve tá časť vývozu, ktorú Slovensko dostane zaplatenú v čistom (po odrátení nákladov na dovezené komponenty). Preto čím je pomer vyšší, tým je pozícia obchodného partnera v reťazci voči Slovensku vyššia.

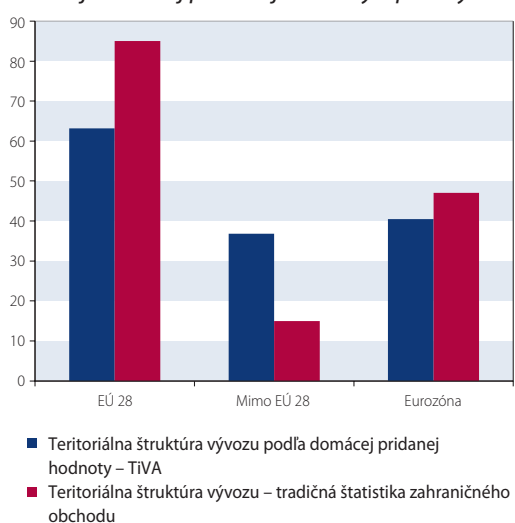
Voči Slovensku má v GVC najvyššiu pozíciu Japonsko so svojimi sofistikovanými produktmi s vysokou mierou pridanej hodnoty. Japonská pridaná hodnota sa v slovenskom exporte vyskytuje 12,7-krát častejšie ako slovenská pridaná hodnota v japonskom exporte. Naša pridaná hodnota k dovezenému japonskému komponentu je taká nízka, že indikuje pravdepodobne len predajný servis

Graf 10 Relatívny vplyv finálneho dopytu krajiny (dopytu po spotrebných a investičných statkoch) na tvorbu slovenskej domácej pridanej hodnoty v priemysle



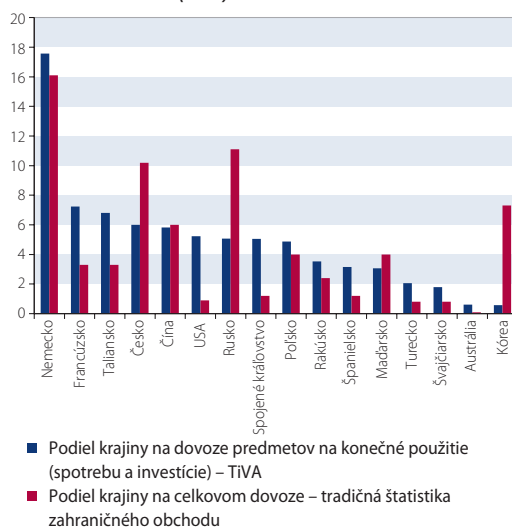
Zdroj: TIVA, ŠÚ SR, vlastné výpočty.

Graf 11 Relatívny vplyv regiónu na tvorbu slovenskej domácej pridanej hodnoty v priemysle



Zdroj: TIVA, ŠÚ SR, vlastné výpočty.

Graf 12 Štruktúra dovozu tovarov na Slovensko z dvoch hľadísk (v %)



Zdroj: TIVA, ŠÚ SR, vlastné výpočty.

konečnému spotrebiteľovi. Vysoká pozícia Ruska v roku 2011 súvisela s prechodne vysokým špecializovaným dovozom prírodných zdrojov z Ruska. Kórejskí investori držia Slovensko spolu s Maďarskom na najnižšom stupni v stredoeurópskom regióne. No pre amerických investorov má Slovensko hodnotnejšiu (aj keď stále veľmi slabú) pozíciu v rámci V4. Voči európskym investorom je Slovensko a celá V4 na lepšej pozícii. Viac ako spracovateľom európskej pridanej hodnoty je teda Slovensko spracovateľom mimoeurópskej pridanej hodnoty.

V neprospech Slovenska vyznieva výsledok českej a poľskej pozície. Česko má podľa merania pozícií v GVC pod sebou z regiónu V4 iba Slovensko (pomer 1,7 je najvyšší z regiónu V4), pričom pozícia Česka voči Maďarsku je viac-menej vyrovnaná (pomer blízky 1). Poľsko má pod sebou všetky tri ostatné krajiny V4. V Ekonomickom bulletinu ECB z júna 2016 sa poukázalo na schopnosť poľských a českých exportérov, vrátane dcérskych spoločností nadnárodných firiem z eurozóny, vytvárať regionálne hodnotové reťazce v regióne strednej a východnej Európy. Tieto závery sú platné aj pre Slovensko, navyše Slovensko figurovalo v regionálnych hodnotových reťazcoch na pomerne nízkych pozíciách.

Kvantifikácia účasti a pozície Slovenska v GVC pomáha spoznať kanál prenosu produkčných výkyvov, ale aj zmien v zásobách v jednotlivých krajinách, ktoré sa šíria cez celý reťazec smerom na Slovensko. Z druhej strany je potrebné poznať aj vplyv zmien zahraničného dopytu určitej krajiny na domácu pridanú hodnotu. Využitie tradičnej štatistiky zahraničného obchodu môže byť mäťúce. Nestačí poznať objem (podiel) hrubého slovenského vývozu predaného v danej krajine, ale domácu pridanú hodnotu vyvolanú zahraničným dopytom cez priamy a nepriamy kanál. Priamy kanál je priamym vývozom slovenskej domácej pridanej hodnoty do dopytujúceho štátu. Nepriamy kanál predstavuje vývoz medziproduktov na



výrobu dopytovaných statkov do iných štátov, ktoré sa ale v konečnom dôsledku predávajú v dopytujúcom štáte. Takýmto indikátorom sa meria prepojenosť domácich odvetví (upstream v GVC) na nákup statkov v inom štáte, aj keď nemusí existovať priama obchodná väzba Slovenska s daným štátom.

Použitím údajov TiVA sa mení aj pohľad na nadmernú závislosť Slovenska od dopytu EÚ 28, ktorá vyplýva z tradičnej štatistiky zahraničného obchodu. Z hľadiska vývozu domácej pridanej hodnoty sa zvyšuje podiel, a teda dôležitosť dopytu z mimo-európskych krajín z 15 % (tradičná štatistika) na 37 % (vývoz pridanej hodnoty).

Použitie údajov o pridanej hodnote vo vývoze pomôže získať aj prehľad o tom, odkiaľ si dovážame infláciu finálneho (spotrebného a investičného) dopytu. O tom vypovedá zahraničná pridaná hodnota zahrnutá v domácom finálnom dopyte, teda objem zahraničnej pridanej hodnoty v tovaroch a službách, ktoré nakupujú slovenské domácnosti, vláda, neziskové inštitúcie a hodnoty v investíciách. Ide o dovoz zahraničnej pridanej hodnoty a naznačuje, ktoré odvetvia v zahraničí sú napojené na našu finálnu spotrebu, aj keď priame obchodné väzby nemusia existovať.

ZÁVER

Hodnota vývozu zo Slovenska predstavuje hodnotu celého objemu HDP. Viac ako polovicu slovenského vývozu tovarov tvorí zahraničná pridaná hodnota, ktorá k nám bola dovezená. Z porovnaných krajín má vyšší podiel zahraničnej pridanej

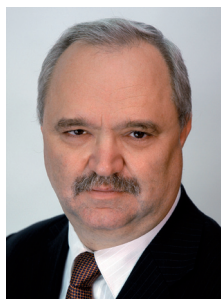
hodnoty na hrubom exporte tovarov už len Kórea, Maďarsko a Luxembursko. Nadmerné toky vývozu a dovozu sú výsledkom zapojenia do globálnych hodnotových reťazcov. Najväčší podiel exportu prechádza cez reťazce, na ktorých participujeme s Nemeckom. Výrazná je aj participácia v reťazcoch s krajinami mimo eurozóny (Česko, Poľsko, Maďarsko, Spojené kráľovstvo) aj s neeurópskymi krajinami (Čína, USA, Kórea). Slovenskí exportéri sú vďaka priamym zahraničným investíciám priamo vo vlastníctve spoločností v eurozóne alebo fungujú ako podniky s ich majetkovou účasťou. Túto formu účasti v GVC možno okrem štátov eurozóny vzťahovať aj na Kóreu a USA a na časť obchodu s Českom a Maďarskom. Značné prepojenie s Čínou aj bez jej výraznejšej majetkovej účasti na našom území vyplýva z rozsiahleho zastúpenia Číny v GVC v rôznych teritóriách. Pokiaľ ide o pozíciu Slovenska v reťazcoch, najnižšiu pozíciu máme voči Japonsku. Poľsko a Česko vytvorili regionálne hodnotové reťazce v regióne strednej a východnej Európy, v ktorých Slovensko figuruje na nízkych pozíciách. Použitím štatistiky TiVA sa zmiernuje význam Česka v našich vzájomných zahranično-obchodných vzťahoch. Kým v štatistike zahraničného obchodu patrí Česko k našim najdôležitejším partnerom, TiVA ho zaraďuje na nižšie miesta, aj pokiaľ ide o jeho vplyv na tvorbu slovenského HDP či o dovážanú infláciu. V konečnom dôsledku vďaka vysokej miere zapojenia do GVC získavame ako krajina výraznejšie trhové podiely na zahraničných trhoch, merané ako rozdiel rastu slovenského exportu a indikátora zahraničného dopytu.

Literatúra:

1. Koopman, R., Powers, W., Wang, Z. and Wei, S.: Give Credit Where Credit Is Due: Tracing Value Added in Global Production Chains, NBER Working Paper, No 16426, The National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, September 2010.
2. Dedrick, Kraemer, and Linden, 2008.
3. http://www.nbs.sk/_img/Documents/ECBPUB/MESBUL/protected/eb201606.pdf
4. www.stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=TIVA_OECD_WTO

I N F O R M Á C I E

Vymenovanie Karola Mrvu za člena Bankovej rady NBS na ďalšie funkčné obdobie



Dňa 3. mája 2017 vláda Slovenskej republiky vymenovala na ďalšie funkčné obdobie za člena Bankovej rady Národnej banky Slovenska RNDr. Karola Mrvu s účinnosťou od 2. júna 2017.

Karol Mrva pôsobí v Národnej banke Slovenska od jej vzniku na rôznych riadiacich pozíciách. V súčasnosti je členom Bankovej rady NBS (do 1. júna 2017) a výkonným riaditeľom pre riadenie rizika, vysporiadanie bankových operácií a platobné služby Národnej banky Slovenska.

Funkčné obdobie člena Bankovej rady NBS je 6 rokov.



Moderné nástroje pre finančnú analýzu a modelovanie

Dňa 8. júna 2017 sa v priestoroch Národnej banky Slovenska konala odborná konferencia *Moderné nástroje pre finančnú analýzu a modelovanie*, ktorá sa pod záštitou Národnej banky Slovenska koná raz za dva roky v spolupráci so spoločnosťou Humusoft, s. r. o. Konferencia bola určená širokej odbornej verejnosti z výskumného, akademického, finančného a podnikového prostredia. Cieľom konferencie bola výmena poznatkov, skúseností a výsledkov analytickej práce vo finančnom a makroekonomickom modelovaní.

1 MATLAB – analytický, maticovo orientovaný softvér na vedecké a inžinierske výpočty. Na finančnú a ekonomickú analýzu sa využíva vo väčšine centrálnych bank.

Po ročnej prestávke išlo už o piatu udalosť podobného druhu, ktorá naďalej oslovuje širokú odbornú verejnosť. Svedčí o tom aj účasť, keď tento

rok prišlo na konferenciu viac ako 70 účastníkov. Podobne ako po minulé roky, aj tentokrát konferencia vytvorila priestor nielen na prezentácie a odbornú diskusiu, ale aj na získavanie kontaktov a rozšírenie záujmu o danú oblasť.



Dôkladné monitorovanie a analyzovanie makroekonomického a finančného prostredia spolu s prípravou prognóz ekonomiky patrí medzi hlavné procesné činnosti v Národnej banke Slovenska. K tejto oblasti patrí neoddeliteľne aj tvorba analytických nástrojov a modelov. Pri napĺňaní týchto úloh sa kladie čoraz väčší dôraz na kvalitu a efektivitu používaných nástrojov, a to tak v oblasti teoretického modelovania, ako aj v oblasti algoritických a numerických postupov.



A práve téme efektívneho programovania v prostredí MATLAB¹ a možnostiam zrýchlenia výpočtových algoritmov sa venoval odborný seminár vedený Janom Studničkom (Humusoft) v doobedňajších hodinách ešte pred samotnou konferenciou. Oproti predchádzajúcim ročníkom to bolo po prvýkrát, čo sa program konferencie rozšíril o tento ranný seminár, určený najmä aktívnym užívateľom MATLAB-u.



V rámci samotného programu konferencie boli hlavnými prednášajúcimi zahraniční experti zo spoločnosti MathWorks: Alexander Diethert a Emelie Andersson. Prezentácia Alexandra Dietherta (vľavo hore) bola zameraná na algoritmy strojového učenia (Machine Learning) pre finančné aplikácie v prostredí MATLAB. Emelie Andersson (vľavo v strede) vo svojom vystúpení na príklade analýzy hodnoty v riziku prezentovala funkcionality nového analytického balíka Risk Management Toolbox. Uvedený analytický balík rozširuje skupinu finančných nástrojov v MATLAB-e na analýzy a riadenie trhového a kreditného rizika.

S ostatnými príspevkami na konferencii vystúpili samotní užívatelia MATLAB-u. Obsahovo možno prezentácie rozdeliť do dvoch blokov. Prvý blok sa venoval makroekonomickému modelovaniu reálnej ekonomiky a analýzám hospodárskej politiky. Tentokrát boli všetky prezentácie v tomto bloku zamerané na oblasť verejných financií. Branislav Reľovský (vľavo dolu) z Národnej banky Sloven-



ska prezentoval koncept modelovania penzijných záväzkov so zameraním na verejný sektor. Ďalšie dve prezentácie sa zaoberali analýzami verejného dlhu v SR. Milan Výškrabka (vpravo hore) z Ministerstva financií SR prezentoval stochastický odhad vývoja verejného dlhu pomocou vektorového autoregresného modelu (VAR). Zuzana Múčka (druhá vpravo) z Rady pre rozpočtovú zodpovednosť prezentovala výsledky analýzy optimálneho fiškálneho pravidla pre dlhovú brzdu a jeho implementácie s využitím modelu z triedy Strategic Default Models.

Druhý blok prezentácií bol orientovaný viac na súkromný sektor. Adam Nowicki (Raiffeisen Bank Polska, vľavo dolu) sa venoval problematike vplyvu dlhodobých odhadov bezrizikovej výnosovej krivky na oceňovanie záväzkov poisťovacích spoločností v rámci aplikovania smernice Solventnosť II. Energetike, predikcii spotreby a optimalizácii portfólia s elektrickou energiou bola venovaná prezentácia Kristiána Baráta (vpravo dolu) zo SZE, a. s. Jan Pospíšil (druhý zdola) zo Západočeskej univerzity v Plzni vo svojom vystúpení na príklade oceňovania opcií poukázal na nepresnosti numerických metód pri výpočte integrálov a prezentoval návrh algoritmu na minimalizáciu uvedenej nepresnosti.

Vysoká účasť a kvalita prezentovaných príspevkov potvrdili, že o takýto typ vzdelávacích podujatí pretrváva naďalej veľký záujem. Pestrá diskusia zo strany účastníkov zároveň potvrdila, že napriek relatívne širokému obsahovému záberu si každý účastník našiel svoju oblasť záujmu.

Podrobnejšie informácie o konferencii a prezentovaných príspevkoch sú na stránke <http://www.humusoft.cz/event/finkonf-2017/>.

*Miroslav Gavura
Národná banka Slovenska
Foto: Roman Benický*





THE IMPACT OF LOW INTEREST RATES ON FINANCIAL STABILITY IN SLOVAKIA

Štefan Rychtárik, Národná banka Slovenska

In general, interest rates have a considerable impact on financial stability. This was evident, for example, at the turn of 2008-09, when falling rates helped banks and their customers face adverse developments, mainly by reducing debt servicing costs. On the other hand, a prolonged period of low interest rates usually has a negative impact on financial stability, mainly through the channels of household indebtedness, the real estate market, and liquidity risk, as well as through pressures on traditional business models and, consequently, on banks' profitability and resilience. Moreover, prolonged periods of low interest rates increase the sensitivity of financial institutions and customers to a rebound in interest rates. (p. 2)

FINANCIAL AGENTS' QUARTERLY REPORTS

Peter Tkáč, Národná banka Slovenska

In the first half of 2017 Národná banka Slovenska, acting within its off-site supervisory remit, required all independent financial agents in Slovakia to complete electronically a report on the activities they conducted in the first quarter of 2017. This step was grounded in the need to map the sector of financial intermediation and financial advisory services in response to undesirable market practices that have come to NBS's attention. The data obtained from the quarterly reports, both quantitative and qualitative, was then processed and analysed. This article also explains the working methods of risk-oriented supervision and the grounds on which NBS requested the data. (p. 7)

MORTGAGE BONDS VERSUS COVERED BONDS: BASES FOR HARMONISING COVERED BOND LEGISLATION

Matej Krčmár, Národná banka Slovenska

Covered bonds have in the past five years been a major issue in the recovery of the financial sector and in the harmonisation of financial sector rules. The task of analysing and identifying the common features of these bonds is being addressed by several European Union institutions (including the European Banking Authority, European Commission and European Parliament) and by competent associations. Although the harmonisation of rules in the covered bond market has not yet been accomplished, much work has been done towards that goal, and conclusions and recommendations have been adopted which map the future course and progress of that work. At the national level, some EU countries are enacting the recommendations in national law either by amending existing legislation or by introducing entirely new legislation. This

article looks at the changes made and at EU-level developments, and analyses them in relation to mortgage bonds and the related market in Slovakia. (p. 11)

INVESTING IN BOND FUNDS

Ing. Miroslav Kmeťko, PhD., University of Economics in Bratislava

Risk averse investors seeking to increase their returns on capital are highly likely to invest in bond funds. These funds typically offer higher returns than cash funds and at less risk than equity funds; the recommended term of bond fund investments is more than one year. The duration of a bond fund is the key indicator of its profile, as well as of its sensitivity to interest rate movements. Bond funds are also differentiated by their asset portfolio structure, which need not consist only of bonds but may include shares in other bond funds and exchange-traded funds, and, in accordance with law, equities. This article focuses on the duration and asset structure of the biggest-selling bond funds in Slovakia. (p. 14)

FOREIGN EXCHANGE GLOBAL CODE OF CONDUCT: FX GLOBAL CODE

Miroslava Kosáková, Národná banka Slovenska

After more than three years in preparation, a global code of conduct for trading in the foreign exchange market – the FX Global Code – was published in May 2017. Its publication was welcomed by many central banks of both major and smaller countries, with its purpose being to promote a well-functioning, fair and transparent global foreign exchange market. The Code functions on the basis of market participants voluntarily committing to abide by its principles and thus strengthening their standing. (p. 17)

SLOVAKIA'S POSITION WITHIN EUROPEAN AND GLOBAL VALUE CHAINS

Anna Vladová, Národná banka Slovenska

The Slovak economy's strong export performance and high degree of openness result from its integration in global value chains. This integration is the main reason why the economy is gaining significant market shares in global trade and why its value added has been increasing for a long time. Slovakia's integration in global value chains is deeper than that of the other V4 countries. That the entire region is integrated in global or Europe-wide value chains with approximately similar sectoral structure is mainly the result of foreign direct investment in the region. Slovakia is not flattered by its very low position in these chains, in other words by its capacity to add value to imported products. Moreover, Poland and the Czech Republic have also established regional value chains in which Slovakia has a low position. (p. 19)

