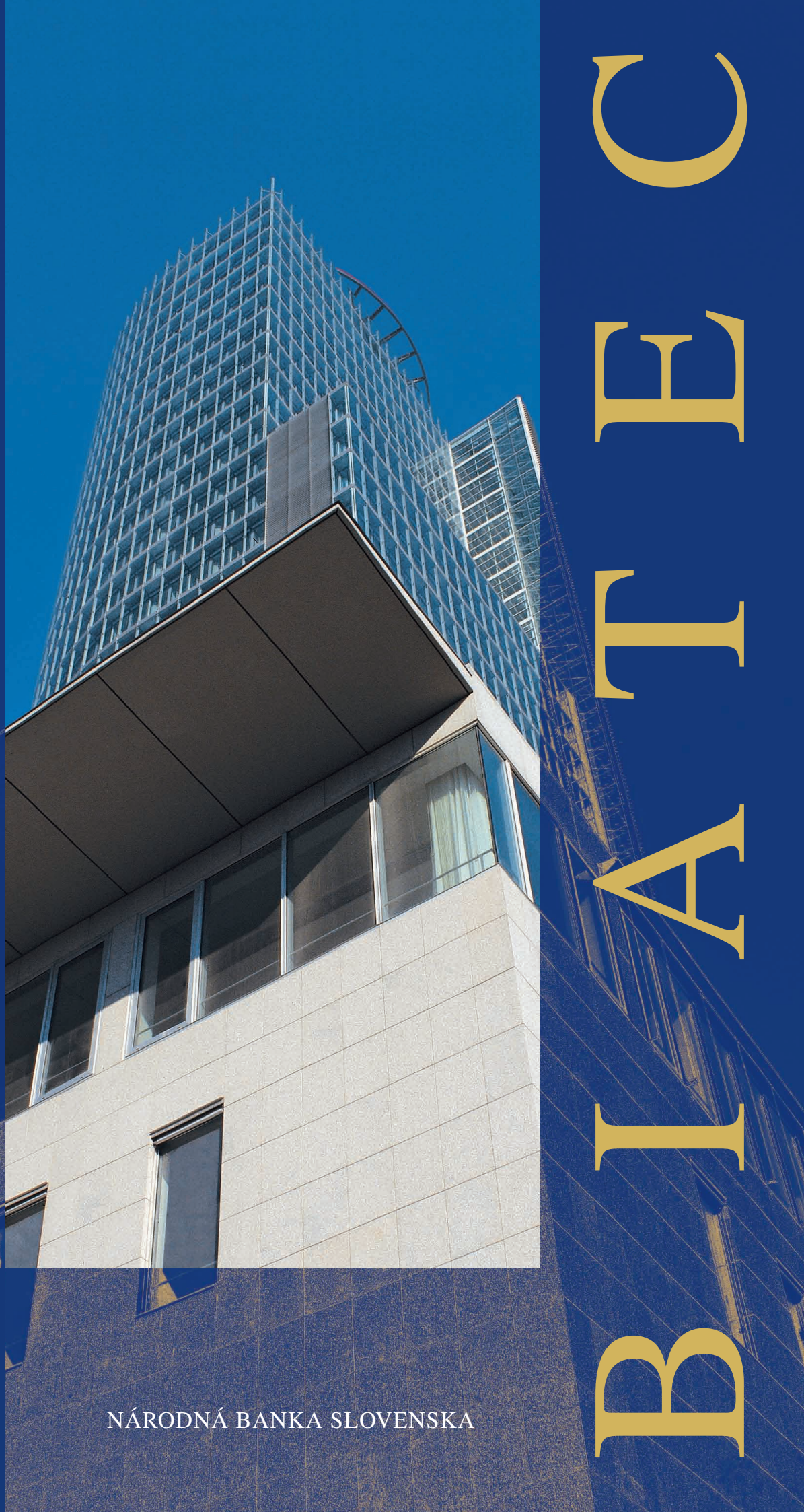


3

Jún 2018  
Ročník 26

ODBORNÝ  
BANKOVÝ  
ČASOPIS



# C E A T I B



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA



# Sympóziium pri príležitosti 25. výročia vzniku NBS

*Dňa 23. mája 2018 sa uskutočnilo sympóziium venované vzniku a činnosti NBS počas uplynulých 25 rokov.*



Na sympóziu sa zúčastnili bývalí členovia Bankovej rady NBS, predstavitelia ČNB, zástupcovia akademickej obce a médií. Úvodný príhovor mal viceguvernér NBS Ľudovít Ódor. V programe vystúpili bývalí guvernéri NBS Vladimír Masár, Marián Jusko, Ivan Šramko a súčasný guvernér NBS Jozef Makúch. Podujatie moderovala bývalá viceguvernérka NBS Elena Kohútiková. Účastníci sympózia si pripomenuli obdobie vzniku NBS a najdôležitejšie udalosti z jej 25-ročnej histórie.

Pozvanie na sympóziium prijali aj bývalí guvernéri Českej národnej banky Zdeněk Tůma a Miroslav Singer, a tiež jej súčasný predstaviteľ, guvernér ČNB Jiří Rusnok a člen Bankovej rady ČNB Tomáš Nidetzský.

Za akademickú obec vystúpil na sympóziu rektor Ekonomickej univerzity v Bratislave prof. Ing. Ferdinand Daňo, PhD., ktorý vyzdvihol význam spolupráce Národnej banky Slovenska s akademickou obcou.



## BIATEC

Odborný bankový časopis  
Jún 2018

### 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: 13. 6. 2018

Dátum vydania: 25. 6. 2018

Evidenčné číslo: EV 2817/08

ISSN 1335 – 0900

Grafický návrh: Bedrich Schreiber

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

Tlač: Bittner 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.

## O B S A H



### THE CHALLENGES FOR CENTRAL BANKING

Medzinárodná konferencia The Challenges for Central Banking. ....	2
Introductory Address by Jozef Makúch, the NBS Governor .....	3
Session 1 – Managing the twin goals of central banks: financial stability and price stability .....	4
Session 2 – Measuring, navigating and responding to financial cycles .....	7
Session 3 – Shaping the Future of Financial Services. ....	9

### NA AKTUÁLNU TÉMU

Očakávaný makroekonomický vývoj SR .....	12
--	----

### FINANČNÁ STABILITA

Hlavné riziká a trendy z pohľadu stability slovenského bankového sektora .....	14
(Jozef Kalman)	

### INFORMÁCIE

Slovenskí experti odovzdávajú skúsenosti s reformou verejných financií .....	19
---	----

### FINANCIAL STABILITY

Follow-up on CCyB in Slovakia: build-up, calibration and release ...	20
(Štefan Rychtárik)	

### FÍŠKÁLNE MULTIPLIKÁTORY

Fíškálne multiplikátory a ich závislosť od interakcií medzi menovou a fíškálnou politikou .....	25
(Michal Benčík)	

### POISŤOVNÍCTVO

Poistenie právnej ochrany v rozsudku Súdneho dvora EZVO. ....	28
(Dominik Baco)	

### RECENZIA

Ľubomír Čunderlík a kolektív: Právo finančného trhu. ....	29
(JUDr. Timotej André)	

### PAMÄTNÉ A ZBERATEĽSKÉ MINCE

Strieborná zberateľská minca k 200. výročiu plavby prvého parníka na Dunaji v Bratislave .....	30
Strieborná zberateľská minca k 150. výročiu narodenia Dušana Samuela Jurkoviča. ....	31
(Dagmar Flaché)	

### ENGLISH SUMMARY

English summary .....	32
-----------------------	----



# Medzinárodná konferencia The Challenges for Central Banking

*Pri príležitosti 25. výročia vzniku Národnej banky Slovenska sa dňa 5. júna 2018 uskutočnila medzinárodná konferencia s názvom The Challenges for Central Banking (Výzvy centrálného bankovníctva).*

Témou konferencie boli kľúčové problémy, ktorým dnes čelia centrálné banky.

Diskusia bola rozdelená do troch tematických blokov:

1. Managing the twin goals of central banks: financial stability and price stability
2. Measuring, navigating and responding to financial cycles
3. Shaping the future of financial services

Ako zdôraznil guvernér NBS Jozef Makúch pri otvorení konferencie, na otázky finančnej stability, nových technológií vo finančnom sektore alebo netradičných menových politík sa musíme pozerať aj z pohľadu globálnej ekonomiky, aj z pohľadu malej otvorenej ekonomiky Slovenska. V niektorých oblastiach je slovenský bankový sektor možno lepšie pripravený na zavádzanie nových technológií, keďže nie je zaťažený dedičstvom starých postupov z 20. storočia.

Účastníkom konferencie sa prihovril aj podpredseda vlády a minister financií Peter Kažimír. Jednotlivé bloky viedli najvyšší predstavitelia centrálnych bánk Českej republiky, Rakúska a Švajčiarska. Vystúpili a diskutovali v nich predstavitelia NBS, medzinárodných finančných inštitúcií, komerčných bánk a univerzít.

Záver konferencie zhrnul viceguvernér NBS Ľudovít Ódor slovami: „Aktuálne najväčšou výzvou pre centrálné banky je zladenie zodpovednosti za cenovú aj finančnú stabilitu. Popritom musíme



Foto: Roman Benický

držať krok s technologickým pokrokom vo finančnom sektore, aby bola regulácia jednoduchšia a zároveň efektívna.“

Rokovanie konferencie prebiehalo v anglickom jazyku, preto aj úvodné slovo guvernéra NBS Jozefa Makúcha a hlavné myšlienky z vystúpení jednotlivých rečníkov vo všetkých troch blokoch, ktoré prinášame na nasledujúcich stranách, sú tiež v anglickom jazyku.



# Introductory Address by Jozef Makúch, the NBS Governor

Dear fellow Governors, Colleagues, Ladies and Gentlemen,

It is my great pleasure to welcome so many distinguished guests to this conference, organised as part of a series of events surrounding the 25th anniversary of the National Bank of Slovakia.

Before we proceed to discuss the current and future challenges for central banking, I would like to say a few words about the history of our bank, which was established on 1 January 1993 along with the Slovak Republic itself. Initially there was a monetary union with the Czech Republic, but that lasted only six weeks. The top challenges back then were to ensure exchange rate stability and to build a regulatory framework for the banking sector. We also succeeded in building up our research capacities basically from scratch. I was privileged to be personally involved in this effort, as head of the newly created Institute of Monetary and Financial Studies. This institute eventually became the central bank's Research Department, which has provided expert oversight for today's conference.

In 1998 we moved to a floating exchange rate and a more traditional framework of monetary policy. Restrictions on capital movement were gradually lifted. In 2005 the National Bank of Slovakia implemented inflation targeting, and in 2006 we became the integrated regulator of all financial institutions in the country.

In 2009 Slovakia adopted the euro, and we hope and believe that the European monetary union – unlike the short-lived Czechoslovak monetary union of 25 years ago – will be a permanent one.

Rapid changes did not stop with the euro adoption. We went on to assume explicit responsibility for macro-financial stability in Slovakia, and we are now an integral part of the process of building the EU's banking union and capital markets union. In addition, we recently assumed responsibility for the oversight of financial consumer protection in Slovakia.

Turning now to the future, there are several challenges facing the central banking community. I hope the debates about them today will be interesting and productive.

I am especially pleased that this conference will provide an opportunity to discuss, in relation to these challenges, specific concerns of converging small open economies. Given my knowledge of these concerns from the view of Slovakia, I am convinced they should be taken into account when new policies are being formulated.

Indeed, the three main themes of our conference can be viewed from two perspectives.

The first is a global perspective, with discussion focused on how financial innovations and new policies should be implemented within the current policy framework. Specifically, we will look at the following questions:

- Should financial stability considerations be embedded within the framework of central bank objectives, and if so, how?
- How can the great pace of innovation in the IT sector and in digital transactions be fully exploited. In other words, how can these new trends be integrated into our framework?
- How can we properly measure and respond to financial cycles?

The second perspective is that of converging small open economies like Slovakia. In this context, we should consider the following points in the respective discussion sessions:

- First, in an environment where inflation is low, incomes are converging to advanced economy levels, and very accommodative monetary policy is the norm, lending naturally tends to be more dynamic. Although double-digit annual credit growth rates may still be deemed sustainable, they may be risky in terms of both price stability and financial stability.
- Second, converging economies have shorter historical time series that do not allow for sound measurement of financial cycles. Furthermore, small open economies are typically more vulnerable to external financial shocks.
- Third, the emerging and converging economies of central Europe saw major structural changes in their banking sectors around 15 to 20 years ago. At that time the internet was expanding and financial innovation was beginning its rapid acceleration. As these banking sectors have been built almost from scratch, some financial services are likely to be more advanced in these countries than in developed economies. Will that give them a head start in the upcoming revolution in digital money?

The topics to be discussed at this conference cover key factors that will shape the future of financial market infrastructures.

It pleases me greatly that these issues can be discussed at such a high level in Slovakia today.

I hope that our discussions will enrich us all and help us both to understand the challenges better and to explore ideas about how to meet them.



## Session 1 – Managing the twin goals of central banks: financial stability and price stability



Speakers in the first session (from left): Ludovít Ódor, Anil Kashyap, Jiří Rusnok, Tuomas Peltonen, and Frank Smets. (Foto: Roman Benický)

<sup>1</sup> European Banking Authority, European Securities and Markets Authority and European Insurance and Occupational Pensions Authority.

Speakers in the first session emphasized interconnections in the transmission channels of monetary and macroprudential policies. It included the practical experience of several countries with the implementation of macroprudential policies in the Czech Republic; and **theoretical considerations** and institutional framework concerning the twin goals of central banks.

**Jiří Rusnok** (Governor, Česká národní banka) noted that managing both price and financial stability in the recent low interest rate environment represents a growing challenge. He argued that monetary and macroprudential policies both affect credit growth, hence their transmission to the economy is interconnected and the two policies can hardly be separated.

As regards the Czech experience with macroprudential policies in the recent years, Governor Rusnok first mentioned instruments aimed at enhancing the resilience of the banking sector. The instruments have been activated since 2014. First, the capital conservation buffer, a Basel III regulation, is set at 2.5% above the regular minimum capital requirement. Banks are able to draw down this buffer in case losses are incurred. Second, the systemic risk buffer varies from 1 to 3% and applies to the 4-5 largest banks in the Czech Republic. Third, the countercyclical capital buffer is designed to increase resilience of the banking sector to fluctuations associated with the financial cycle. Currently, the countercyclical buffer rate is set at 0.5 %.

The second types of macroprudential instruments are to mitigate the risks of growing residential real estate credit exposures. Loan to value (LTV) limits for mortgages are applied since 2015 in the form of a recommendation. For individual loans, a 90% LTV ratio should not be exceeded. On the institutional level, the share of new loans with a 80-90% LTV rate should not exceed 15%. Further, the LTVs of investment type mortgages, which are used to finance real estate to let, should stay below 60%. Finally, credit institutions must monitor and set internal limits for debt to income (DTI) and debt service to income (DSTI) ratios of their clients.

Governor Rusnok concluded his speech by pointing out the usefulness of macroprudential tightening several years ahead of monetary tightening. This mitigates the risk of overheating in certain credit segments in the overly low inflation and interest rate environment.

**Frank Smets** (General Director, European Central Bank) first described the institutional framework for safeguarding price stability and financial stability in the European Union (EU). While the European Central Bank (ECB) is responsible for monetary policy in the euro area, in case of financial stability, the ECB has a monitoring role. On the EU level, the European Systemic Risk Board and the European Financial Authorities (EBA, ESMA, EIOPA<sup>1</sup>) are responsible for monitoring financial stability.

Mr. Smets emphasized that monetary policy and macroprudential policies have different



objectives, however their policy instruments interact. In particular, monetary policy affects the general financial conditions of the corporate sector by setting the risk free interest rate. The transmission from interest rates to prices is then reached via influencing the expectations of economic agents. Whereas macroprudential policies set specific regulatory measures for banks and the financial stability goal is to keep a healthy structure of banks' balance sheets.

Regarding the interactions between monetary and macroprudential policies, Mr. Smets drew a parallel with Tinbergen's optimal policy assignment problem. Both monetary policy and macroprudential policy have an impact on the two goals of price and financial stability, thus monetary and macroprudential measures need to be coordinated. Relative efficiency of monetary stability is higher in achieving price stability, while macroprudential policy is more effective in influencing financial stability.

Several recent studies estimated costs and benefits of monetary versus macroprudential policies. The estimates refer to the case of "leaning against the wind" (LAW), i.e. precautionary interest rate hikes to curb an asset price boom. According to the estimates based on a structural model, the net macroeconomic benefits of macroprudential policies well exceed those of monetary policy as far as LAW is considered.

Further, Mr. Smets expressed his view that assigning the supervision of macroprudential policies to central banks has several advantages. Those include better coordination with monetary policy, central banks' expertise in macroeconomic and financial surveillance, and incentives as a lender of last resort to prevent financial crises.

Before concluding, Mr. Smets discussed the potential risk of financial dominance of monetary policy. This relates to the consequences of a passive macroprudential policy for price stability. For example, an excessively loose monetary policy to deal with debt overhang may produce an inflation bias. Alternatively, an excessively tight monetary policy to avoid possible financial instability due to low interest rates may lead to a deflation bias. Mr. Smets argued that the above risks can be avoided if price stability remains the primary objective for monetary policy and safeguarding financial stability has a clear and separate policy preparation within the central bank.

**Anil Kashyap** (Member of the Financial Policy Committee, Bank of England and Professor, University of Chicago Booth School of Business) focused on the Bank of England's experience and explained how the mandates of financial and monetary policies can be made compatible.

There are two separate committees in the UK: a Financial Policy Committee (FPC) that is in charge of financial stability and a Monetary Policy Committee (MPC) that is in charge of price stability. Each committee has several internal and external members that are unique to that committee. But

there is an important overlap in the membership over the two committees.

Besides the two committees above, there is a third one dealing with prudential regulatory issues. The three committees coordinate their agenda intensively, especially regarding stress tests.

Professor Kashyap highlighted three main questions relevant when setting up a structure as described. First, one could ask why separate bodies are needed. The theoretical justification relates to accountability. Even though, committees interact, they have different objectives. Especially, in case if something goes wrong, we need to understand who is responsible for what.

From a practical point of view, he mentions that monetary policy focuses on the centre of the distribution of risky outcomes, while financial policy is occupied with managing tail risks. In addition, we must keep in mind that financial and business cycles are not aligned in general. At the same time, monetary and financial policies use different tools. Having a single committee would be difficult and we would achieve less satisfactory outcomes.

The second question asks whether and why we need separate people in the committees. The main answer is that expertise required is different. Monetary policy committees around the world are dominated by PhDs in economics, who are capable of solving highly specialized tasks and have an appropriate technical background. On the contrary, solutions of financial policy issues need to rely more on experience from senior positions gained at the private sector, i.e. people who have experience in decision making and understand possible reactions of markets and regulated firms. In the field of financial policy we have less experience and research available, but it is also important to spot the problem and have people with different perspectives.

The last question Prof. Kashyap raised was why we need personal overlaps in the committees. The reason is that interactions between monetary and financial policies need to be communicated between committees. As an illustrative example, he mentioned an MPC statement introducing forward guidance in the UK. The statement included a knockout clause that guidance ceases to apply if MPC recognises that the stance of monetary policy causes significant threat to financial stability that cannot be contained by regulatory actions. Having an overlap in membership helps ensure that interactions in policy decisions are managed smoothly. The overlap in membership also prevents potential conflicts between committees and makes it harder for committees to blame each other if something goes wrong.

**Tuomas Peltonen** (Deputy Head of the Secretariat, European Systemic Risk Board) described the framework of macroprudential policy in the EU. As he noted, ESRB was the youngest institution represented at the conference, established in re-



sponse to the global financial crisis. It was formed to oversee the financial system of the EU and prevent and mitigate systemic risk. In pursuit of its macroprudential mandate, the ESRB monitors and assesses systemic risks and, where appropriate, issues warnings and recommendations.

The ESRB brings together EU central banks, supervisory authorities and EU institutions. The forum provides helps to solve many issues even before any warning or recommendation is communicated. The decisions are made at the General Board, chaired by the ECB President.

Macroprudential policy interacts with various other policies (fiscal policy, microprudential policy, monetary policy, etc.) Concerning the interactions between macroprudential and monetary policies, Mr. Peltonen mentioned that although each of the policies has its own primary objective, they interact extensively. Macroprudential policy impacts the monetary policy transmission mechanisms, while monetary policy impacts financial stability. At the same time financial stability provides ground for effective monetary transmission, thus the tools complement each other. Their common denominator is that both policies impact the incentives and payoffs of lenders and borrowers.

What makes macroprudential policy different from monetary policy is that the monetary policy is common for the involved countries, but macroprudential policy is a national policy tool. The main benefit of the macroprudential policy is then the fact that it can be used in a more targeted way. It can more efficiently address asymmetric developments and shocks at the country or even sectoral level.

However, the timing of macroprudential policies is essential. It is important to identify the early phase of the financial cycle in order to avoid procyclicality.

In a short history of European macroprudential policies many successful instruments have been implemented. The overview of implemented tools and their distribution across countries confirm that the EU countries are in different phases of the financial cycle. As Mr. Peltonen added, Slovakia, the country that organised the conference, was taking a leading position in the number of substantial macroprudential measures implemented in the last few years, followed by the Czech Republic and Cyprus.

Looking forward, the three main challenges are as follows. First, we need to ensure that all European macroprudential authorities have the necessary tools available to address systemic risks. Second, we need to broaden the mandatory reciprocity framework to ensure the effective mitigation of cross-border spillover effects and regulatory arbitrage. Third, we need to extend the

macroprudential framework to non-bank financial institutions in all EU countries.

**Ludovít Ódor** (Deputy Governor, Národná banka Slovenska) opened his talk by projecting a comprehensive list of challenges for managing the twin goals of price stability and financial stability. At the same time, only a limited set of solutions can be offered. In his view, the issue of twin goals has emerged since the recent global financial crisis. At least in case of the U.S. economy, inflation has been relatively stable since the mid 1990s, while output has failed to reach to the pre-crisis trend level. Regarding the implications for monetary policy, the main focus before the crisis was setting short-term interest rates. Since the crisis, the attention turned to managing the whole yield curve by forward guidance, asset purchases, funding for lending and other tools.

The main lessons learnt, according to Deputy Governor Ódor, include the separation of financial stability from medium-term price and economic stability. He added an observation that financial crises can have a substantial and prolonged impact on real activity. Next, he pointed out that microprudential regulation often neglects negative externalities. This means that the focus on individual institutions may lead to the omission of consequences for systemic risk. The recent experience of monetary policy at the zero lower bound highlighted the need for additional financial stability measures.

Among the main challenges, Deputy Governor Ódor noted several unknown features of the transmission mechanisms of monetary and financial stability instruments, including possible interlinkages. As regards the discussion on the optimal institutional setup for financial stability, several questions remain open. For example, the degree of coordination with monetary policy, organization inside or outside the central bank, setting up joint or separate committees with monetary policy, special financial stability issues on the euro area or EU levels, etc.

As for some tentative answers, the speaker adhered to the view that a hierarchical approach to the objectives of price and financial stability is advisable. At the same time he was not fully convinced that leaning against the wind would be currently occurring. Further, he expressed his opinion that central banks should have at least some role in supervising financial stability. Finally he pointed out the scarcity of research results on interactions between fiscal, monetary, macroprudential and microprudential policies, which may be relevant for setting up institutions efficiently.

*(Compiled by Tibor Lalinský and Peter Tóth)*





## Session 2 – Measuring, navigating and responding to financial cycles



Speakers in the second session (from left): Balázs Égert, Tommaso Mancini-Griffoli, Ewald Nowotny, Athanasios Orphanides, and Alexander Michaelides (Foto: Roman Benický)

The second session addressed two topics: The nature and characteristics of financial cycles and specifically the impact of the last downturn on particularly vulnerable economies of the southern EU periphery.

With regards to the topics of financial cycles, the debate focused on certain ambiguity of the concept, namely the difficulties of measuring the financial cycles, the complexity of their relation with real business cycles, and the shifting nature of both the financial cycles and their relation to the real economy. An alternative view downplayed the importance of financial cycles for central bank policies, and instead proposed to shift the attention towards management of vulnerabilities to avoid “dark corners”, which could potentially cause relatively small shocks to have grave consequences.

A good potential example of a “dark corner” is the current state of financial system in the euro area, due to underdeveloped financial stability regulation within the currency union. Using examples of struggling southern EU countries Cyprus and Italy, the speakers stressed the need for considering the heterogenous nature of impact of ECB policies on financial systems of various countries, with particularly grave implications for the southern periphery.

The debate was chaired by **Ewald Nowotny**, Governor of the Oesterreichische Nationalbank. In his opening remarks the governor congratulated the NBS on its anniversary and stressed fruitful

and long lasting cooperation between the two central banks. Governor Nowotny defined the financial cycles as self-reinforcing cycles of booms and busts in different market with a duration of approximately sixteen years, noting Hyman Minsky tradition in studying them. Pointing out the time which has passed since the last peak of the financial cycle in 2007 and the signs suggesting that we are nearing another peak, he stressed the importance of meticulous “leaning against the wind” counter-cyclical policies in both monetary and macroprudential areas.

After the introductory remarks by the Governor, the individual speakers presented their contributions. Due to the dual focus of the panel, the upcoming summary lists the speakers based on the content of their contribution, instead of the actual order in which the speakers took floor at the conference.

**Balázs Égert**, Senior Economist of the OECD, delivered a presentation on the Nature of financial and real business cycles in OECD. He showed historical evidence suggesting potential divergence between real and financial cycles with regards to their volatility. As the former got progressively less volatile, the volatility of the latter has increased. Contrasting the two cycles, he pointed out that the real cycles have become more asymmetric with longer and larger periods of expansion. Additionally, in particular among European countries, the real cycles have become quite strongly correlated with the passage of time.



The shorter, volatile finance cycles have likewise become gradually more asymmetric, with expansion longer and more pronounced, marking a contrast with the past, when they used to be more symmetrical. Just like the real business cycles, financial cycles have also gotten quite well synchronized across OECD. Although they are not necessarily correlated with the real business cycles, the level of correlation appears to have increased over time. In closing, Mr. Égert argued that banking sectors has become increasingly pro-cyclical, in particular as far as the commercial and mortgage bank capital is concerned.

An additional way of looking at the stability in financial way has been presented by **Tommaso Mancini-Griffoli**, who serves as the Deputy Division Chief of Monetary and Capital Markets Department at the IMF. Instead of focusing at the characteristics of the cycle, he suggested focusing on the vulnerabilities, such as balance sheet mismatches, too much leverage, asymmetric information, externalities and mispricing of risk, which could potentially amplify the GDP drop caused by economic shocks. As a way of accomplishing this objective, he proposed shifting attention towards the “Growth-at-Risk” concept as a policy objective, policy modelling tool and concept useful for policy discussion and communication. “Growth-at-Risk” is a concept similar to Value at risk. When it is used to identify weaknesses in the economy, two steps are necessary: estimation of distribution of GDP growth and modelling its dependence on financial conditions. The concept was illustrated by the comparison of the distribution of GDP growth immediately after monetary policy loosening and ten quarters after loosening. The former had a higher kurtosis with very thin left tail (corresponding to a recession), whereas the latter was more flat with fatter tails. The policy loosening is thus stabilizing in the short run, but destabilizing in the medium run. It actually increased the likelihood of recession, creating a “dark corner”. Rather than looking at the median growth impact of policies, he suggested looking at the size of downside risks.

In policy terms, Mr. Mancini-Griffoli argued against explicit targeting of financial stability in “normal” times. Instead, he suggested using macroprudential tools to limit vulnerabilities of being caught in a “dark corner”, where a modest downturn could lead to a potentially massive crisis. While doing this, the policy agents should be mindful of non-linearity of vulnerabilities (the growth at risk might grow exponentially beyond a certain threshold, and of the intertemporal trade-offs where some short term risk decreasing measure might actually lead to more risk in the long term.

The remaining two speakers focused on the situation in the euro area. **Alexander Michaelides**,

the Head of the Department of Finance at the Imperial College London, began his presentation by pointing out his own experience of living in Cyprus at the time the country was hit by a vicious crisis. He stressed the vulnerability of small, open economies in a currency union with a weak fiscal position combined with trade imbalances, credit growth and weak corporate governance. The speaker named three aspects of crisis: the information leakage, transparency and political repercussions.

To address these potential vulnerabilities, he suggested being mindful of a number of hazards. Firstly, he stressed the largely unavoidable information leakages, which might allow highly informed individuals to engage in a rent seeking behaviour and avoid negative impact of policy changes on their personal wealth. The risk is particularly great if decisions of Central Banks are not transparent and predictable. As a final point, he stressed the need to be mindful of the costs of delay to implementation of policies, which can cause unnecessary suffering and destruction of wealth. All the listed vulnerabilities, he argued, are further exacerbated by political considerations. As a potential remedy for the vulnerabilities of the small open economies he suggested promotion of financial literacy among the population, which also helps to limit the unequal impact on individuals due to factors such as information leakages.

**Athanasios Orphanides**, Professor at Massachusetts Institute of Technology, discussed the unique challenges to monetary and financial in the euro area. He stressed the incomplete nature of the currency union lacking financial union, resulting in heterogeneous effects of common monetary policy across member states. Problems caused by heterogeneity can be corrected or amplified by policy. Within this context, he stressed the over-reliance of the ECB on markets, in particular the rating agencies, which in light of the existing multiple equilibria in sovereign debt markets in the euro area create “cliff edges” for countries for which a risk of rating downgrade becomes a self-fulfilling prophecy due to the risk of being rendered ineligible for monetary policy operations in spite of their sound fundamentals. To stress his point, he compared the situation of Italy to the one in Japan, arguing that the risks of financial instability in the southern European country are much greater, even though when looking at fundamentals, it is actually Japan that comes weaker from the comparison. To address this weakness, he suggests a shift of focus towards the fundamentals, which could result in a more efficient policy without introducing arbitrariness to policy making.

*(Compiled by Brian Fabo and Michal Benčík)*



## Session 3 – Shaping the Future of Financial Services



Speakers in the third session (from left): Gernot Mittendorfer, Thomas Jordan, José Manuel González-Páramo, and Ľuboš Pástor (Foto: Roman Benický)

Thomas Jordan, José Manuel González-Páramo, Gernot Mittendorfer and Ľuboš Pástor met to discuss the future of financial services which has been brought by the progress in IT industry. They focused on the implications of new technologies for banks, investors and regulators.

The advent of Fintech brings substantial changes in the financial industry core functions (lending, savings, giving advice and risk management, and executing payments). As outlined by **Thomas Jordan**, Chairman of the Governing Board of the Swiss National Bank, these changes take place across three dimensions: technology, products, and product providers.

Advances in technology which influence financial industry take place in several areas. Rising computational power allows companies to combine efficiently many signals and use this large information set in price creation. The ability to store large data sets enables estimating demand functions of specific customers with a tailored price and product. Machine learning brings changes to trading and financial advice when both financial industry functions are substituted by artificial intelligence. Smart mobile phones changed the communication with banks. Nowadays most clients talk with banks through internet banking. Blockchain technology is changing the settlement of financial transactions from several days to instantaneous clearing.

New technology has triggered the development of new financial products. The most influential are mobile payments, crypto-currencies, direct lending (no need for financial intermediary), quantitative investments and automated financial advice.

Consequently, these products fostered the emergence of new product providers along traditional banks. Innovative start-ups as well as Bigtech companies (e.g. Amazon, Google, Samsung, Facebook) entered the financial industry.

These enormous changes in the industry call for new regulation to level the playing field between new and traditional product providers. Regulation is especially needed to eliminate uncertainty of what is subject to current regulation and what is not. The uncertainty among financial industry players how the data can be utilized distorts the markets. There should be unifying framework regulating data confidentiality and protection against cyber-crime. In the design of regulations, regulators should consider that barriers across sectors (e.g. Bigtech sector and financial sector) and across countries are gradually disappearing. Finally, regulation should be more dynamic to accompany the rapid Fintech evolutions.

**Ľuboš Pástor** (Professor, University of Chicago Booth School of Business and Board Member, Národná banka Slovenska) has focused in his talk on the technology and products from the Asset Management point of view. He identifies three trends related to Fintech emerge in Asset Management.

First, there has been a move from active to passive investing, which is driven by the long run underperformance of active managers to passive investments. This has led to enormous emergence of index funds and ETF's.

The second trend lies in shift from fundamental to quantitative investment. Investment analysts do not scrutinize in detail individual companies (visit companies, meet the management teams or



*1 A smart Beta ETF is a type of exchange-traded fund that uses alternative index construction rules instead of the typical cap-weighted index strategy, in a transparent way. It takes into account factors such as size, value and volatility. It utilizes both passive and active methods of investing – passive, because it follows an index, but active, because it considers alternative factors. Smart Beta ETFs are ideal for investors hoping to maximize their income and returns and minimize risk.*

research the products the firms sell) in an effort to identify a competitive edge. They rely purely on mathematical and statistical concepts to make investment decisions. Combining this trend with the passive investment, Prof. Pástor sees the future mainly in the smart beta ETFs' type of products.

The third trend he identifies stems from financial advice. It used to be that financial advice was solely human based but recently with the new tech generation of millennials the financial advice becomes more and more automated – robotized. Younger generation feels comfortable to take financial advice from the algorithms based on machine learning.

These trends can be seen in US as well as in Europe. In Europe we often see that investment pretends to be active but in fact it is close to passive. Asset managers used this strategy to charge higher fees.

The fundamental question is why active managers underperform? Are we going to see extinction of active management in the future? Prof. Pástor argues that active management is an essential part of price determination. Fundamental analysis of the underlying asset brings the most important part of information into price formation. The reason for the shift from active management is that there is just too much competition on the financial market. There are too many of active managers and since active management is costly the pie of profits is not big enough for everybody. He also believes that active management is likely to become more efficient and more automated in the future and thus become less costly. There will be more space for smart beta type of products.

What are the challenges for regulators? Some people are worried that the sudden outflows from ETFs may destabilize the market. Prof. Pástor is not concerned by the risk represented by sudden outflows. He sees ETFs as well diversified products which are not concentrated in certain type of investment. Therefore the outflow of funds will be proportional – in well diversified way.

Prof. Pástor is however concerned about the liquidity issues. There is a large proportion of ETFs with underlying assets with low liquidity. Hence, in case of a sudden outflow it might be difficult to find a buyer in the short run. Further, he shared his concerns about leverage, inverse and volatility ETFs. These assets are traded with so called zero sum game. This means the proportion of losers is equal to winners and this type of investment has similar characters as a bet. This type of investment is risky because investors often do not realize the betting character of these products. They are part of their retirement portfolios even if the expected value of the investment is zero.

How is the new era of computerized investing going to impact regulation? Prof. Pástor first lays out a small model of how the near future is going to look. He predicts further expansion of smart beta products and quantitative hedge funds. The use of machine learning and big data to get the best information set for the trading. Investors will

increasingly use information such as satellite images to get very quick information on trade activity and electricity consumption, they will calculate number of ships going from place to place. However, he notes that even this very good and quick information will translate into trading because of the heterogeneity in the interpretation of the data. Another example of the use of information is that quant market players with large data set and quick computers can utilize instantly the information from credit card payments of millions of people.

Is this bad or good for regulators? He argues it is a good thing. Markets will be more efficient because of the use of better information to form prices. Hedge funds used to trade on limited set of signals. Nowadays they collect enormous amount of information in price discovery and trading. Automated advice is good for regulators because it is less expensive for clients (lower fees) and more transparent (less likely to be subject to fraud).

**Gernot Mittendorfer** (Chief Financial Officer, Erste Group Bank AG) focused on the link between new products and emergence of new providers of financial services. New financial products foster the emergence of new product providers along traditional banks. Innovative start-ups as well as Bigtech companies with technological know-how, huge capital, large customers base and excellent data (e.g. Amazon, Google, Samsung) enter the financial industry.

The entry of new product providers in the financial industry is facilitated by the fact that new providers are often not subject to or do not comply with the tight regulations faced by banks.

The entry of new product providers reduces banks' revenues and margins. Banks respond by creating independent start-ups that explore Fintech opportunities and by increasing banking digitalization.

In retail banking digitalization engenders a hybrid model of banking. Since young generations adopt technology faster than old generations, young generations use digital banking while old generations use traditional banking.

Surprisingly, Fintech does not affect commercial banking in Eastern Europe. This is the case because only 16% of corporate investments (vs. 97% in the UK) are financed through capital markets. Nevertheless, the advent of Fintech may help to increase the share of corporate investments not financed through banks.

Fintech start-ups constitute a limited threat for traditional banks. Start-ups tend to be extremely flexible and innovative. However, they often lack the data, customer base, and capital necessary to compete with banks

Yet, Bigtech companies entering the financial industry pose a serious threat to traditional banks. While Bigtech (e.g. Amazon, Google, Samsung, Facebook) are less innovative than start-ups, they have technological know-how, huge capital, large customers base and excellent data.



In an industry centered around trust and confidentiality, the high protection of data and savings is banks competitive advantage with respect to Bigtech companies (and fintech startups). In this sense, recent scandals related to data protection (e.g. Facebook collaboration with Cambridge Analytics) represent an obstacle that slows the entry of Fintech start-ups and Bigtech companies into the financial industry.

**José Manuel González-Páramo** (Executive Board Director, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria) has focused in his talk on the role of regulation in the new era. He argues that the advent of Fintech engenders new risks for the financial industry and identifies three main risk channels.

First, new technologies, new products, and new product providers are not regulated (or do not comply with regulation) and so create regulation uncertainty. Second, new product providers frequently come from different sectors (e.g. Bigtech) or different countries. They are often not subject to the same regulations as local banks or simply they do not comply with regulations. Third, new

technologies increasing computational power (e.g. quantum computers, cloud computing) can empower cybercrime.

In particular, the second and the third elements of risk pose a threat for data protection and data confidentiality. Regulation is needed to eliminate uncertainty, level the playing field between new and traditional product providers, and protect data confidentiality, contrast cybercrime, and accompanying technological innovation in the financial industry.

In the design of regulations, regulators should consider that barriers across sectors (e.g. Bigtech sector and financial sector) and across countries are gradually disappearing. Furthermore, regulation should be more dynamic to accompany the rapid Fintech evolutions.

From the supervisory perspective, it is valuable to invest in skills and technology such as cloud computing and big data. The use of these technologies will make supervision of banks less expensive and more efficient.

*(Compiled by Aleš Maršál and Michele Dell'Era)*



Foto: Roman Benický

FINTECH



# Očakávaný makroekonomický vývoj SR

## AKTUÁLNY VÝVOJ AKO VÝCHODISKO STREDNODOBEJ PREDIKCIE P2Q-2018

Ekonomika eurozóny vzrástla v 1. štvrtroku 2018 medzištvrtročne o 0,4 %. Tempo ekonomického rastu v eurozóne sa tak v porovnaní s predchádzajúcim štvrtrokom spomalilo o 0,3 percentuálneho bodu. Rast ekonomiky podporila najmä spotreba domácností. K rastu HDP prispeli zásoby a investičný dopyt. Naopak, pokles čistého exportu tlmil hospodársky rast. Signály z dostupných predstihových indikátorov v súčasnosti indikujú pokračovanie rastu ekonomiky na podobnej úrovni aj v 2. štvrtroku 2018.

Tempo rastu slovenskej ekonomiky v 1. štvrtroku 2018 pokračovalo v doterajšom priaznivom trende (0,9 % medzištvrtročne). Bolo to však pod očakávaniami z predchádzajúcej prognózy, keď napriek rastu produkčných kapacít v automobilovom priemysle oslabil exportnú výkonnosť slabší zahraničný dopyt. Hlavným zdrojom rastu ekonomiky tak bol domáci dopyt. Súkromná spotreba pokračovala v dynamickom raste, pričom bola podporená tak vyššou zamestnanosťou, ako aj výraznou dynamikou miezd. Pozitívne prekvapil najmä investičný dopyt, ktorý profitoval z nízkych úrokových sadzieb, z rozširovania produkčných kapacít v ekonomike a z vyšších verejných investícií.

Vyšší výkon ekonomiky sa prejavil aj v raste počtu pracovných pozícií. Zamestnanosť vzrástla v 1. štvrtroku 2018 o 0,4 % medzištvrtročne, pričom firmy prijímali nových pracovníkov vo všetkých odvetviach, najviac však v priemysle. Zmenšujúca sa ponuka uchádzačov z radov nezamestnaných sa však začína prejavovať v miernom spomaľovaní rastu zamestnanosti. Tlaky na trhu práce sa tak vo väčšej miere prejavujú v dynamickom raste miezd. To podporuje presuny pracovníkov medzi firmami a odvetviami. Aprílové údaje indikujú, že miera nezamestnanosti pravdepodobne bude klesať už pomalšie ako v predchádzajúcom roku.

Inflácia akcelerovala v apríli 2018 na úrovni 3,0 %. Prispeli k tomu nákladové aj dopytové faktory. Rastúce ceny ropy sa prejavili v zvýšení cien pohonných látok. K zvyšujúcemu sa domácejmu dopytu prispeli ceny služieb aj tovarov bez energií. Prejavili sa aj metodické vplyvy, a to zvýšenie váhy leteniek v spotrebnom koši. Tento faktor prispel k inflácii v rozsahu približne 0,2 percentuálneho bodu.

## MAKROEKONOMICKÁ PREDIKCIA

Slabší vývoj zahraničného dopytu SR začiatkom roka sa prejavil v prehodnotení tempa rastu dopytu po slovenskom exporte v roku 2018. V dôsledku pomalšej dynamiky v 1. štvrtroku 2018 bol rast zahraničného dopytu v porovnaní s predchádzajúcou prognózou mierne upravený smerom nadol na 5,2 %. V ďalších rokoch predikcie sa pred-

pokladá jeho spomaľovanie, no vplyvom očakávaného pozitívnejšieho vývoja importu našich obchodných partnerov mimo eurozóny by mal byť rast zahraničného dopytu SR v ďalších rokoch v porovnaní s predchádzajúcou predikciou vyšší. V roku 2019 by mal dosiahnuť 5,0 % (vyšší o 0,4 percentuálneho bodu) a v roku 2020 4,2 % (vyšší o 0,1 percentuálneho bodu).

Spomalenie exportnej výkonnosti začiatkom tohto roka by malo byť len dočasné. Zahraničný dopyt by sa mal v ďalších štvrtrokoch zrýchliť, čo sa spolu so začiatkom zvýšenej produkcie v automobilovom priemysle premietne do rastu exportnej výkonnosti. Tá by mala kulminovať v budúcom roku, keď sa najvýraznejšie prejaví produkcia štvrtej automobilky. V roku 2020 po odznení tohto pozitívneho ponukového šoku by sa mal export spomaliť, stále by však mal predbiehať rast zahraničného dopytu a ekonomika by mala ziskávať trhové podiely.

V tomto roku sa očakáva zvýšená investičná aktivita. Signalizujú to údaje zo začiatku roka. Výraznejšie vzrástli súkromné investície a mesačné štatistiky z 2. štvrtroka naznačujú pokračovanie tohto trendu. Výrobné kapacity v súkromnej sfére sa využívajú na vysokých úrovniach a predpokladá sa, že spolu s pozitívnym ponukovým šokom sa budú produkčné kapacity naďalej rozširovať. V ďalšom období sa očakáva pokračovanie dynamického rastu verejných investícií vplyvom opätovného rozbehnutia veľkých infraštruktúrnych projektov a zvýšeného čerpania eurofondov.

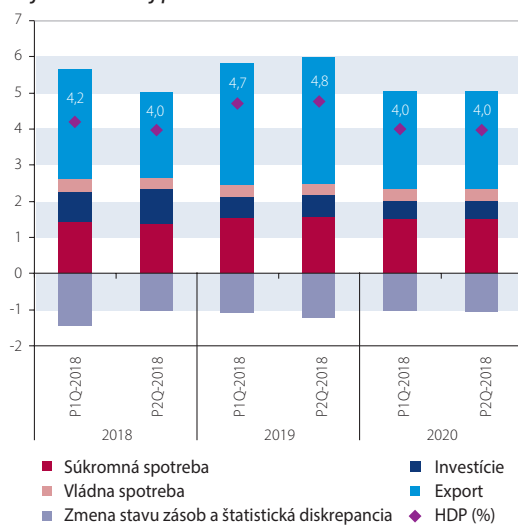
Aktuálny vývoj naznačil, že v tomto roku by mal pokračovať rast súkromnej spotreby približne na úrovni minulého roka. Zdrojom jej rastu by mal byť priaznivý vývoj miezd v dôsledku silného dopytu po pracovnej sile, ako aj legislatívnej úpravy Zákonníka práce. Spotrebiteľský dopyt by mal akcelerovať v roku 2019 a v ďalšom roku by sa mal udržať na podobnej úrovni.

V tomto roku by mala ekonomika v dôsledku rozšírenia produkčných kapacít v automobilovom priemysle zrýchliť tempo rastu na 4,0 % a v roku 2019 ďalej akcelerovať na 4,8 %. K rastu ekonomiky by mal najvýraznejšie prispievať export. V roku 2020 sa po odznení pozitívneho efektu rozšírenia produkčných kapacít v automobilovom priemysle očakáva spomalenie k úrovni 4,0 %. Odhad produkčnej medzery signalizuje, že ekonomika sa postupne dostáva nad svoju rovnovážnu úroveň, čo by sa malo prejavovať v zrýchľovaní dopytovej inflácie.

Aktuálny vývoj na trhu práce naznačil postupné spomaľovanie rastu zamestnanosti. Ekonomika by mala vytvárať nové pracovné miesta, v dôsledku negatívneho demografického vývoja a znižujúceho sa počtu nezamestnaných osôb by sa však mali zaplňať pomalšie. Pomáhať zaplniť



**Graf 1 Vývoj HDP<sup>1</sup> (medziročný rast v %, príspevky v percentuálnych bodoch), porovnanie januárovej a marcovej predikcie**



Zdroj: NBS.

voľné pracovné miesta bude prílev pracovných síl zo zahraničia a zvyšujúca sa participácia. V horizonte predikcie sa predpokladá zvýraznenie napätia medzi ponukou a dopytom na trhu práce, čo sa premietne do ďalšieho spomaľovania rastu zamestnanosti.

Mzdy by mali dynamicky rásť v celom horizonte predikcie, pričom k tomu bude prispievať tak verejný, ako aj súkromný sektor. Vo verejnom sektore sa okrem avizovaného zvýšenia platov v školstve očakáva aj výraznejšie zvýšenie miezd od januára 2019 (úprava mzdových taríf). V súkromnom sektore by mali mzdy odzrkadľovať rastúcu produktivitu práce a nesúlady medzi dopytom a ponukou na trhu práce, čo sa môže prejavovať vo vyšších vyjednaných mzdách. V rámci predikcie sa uvažuje aj s efektom úpravy Zákonníka práce (vyššie odmeny za prácu vo sviatok, cez víkend a v noci) s celkovým kumulatívnym vplyvom 0,6<sup>2</sup> percentuálneho bodu na priemernú mzdu.

Zrýchlenie inflácie v tomto roku vyplýva z aktuálneho vývoja, keď inflácia dosiahla v apríli 3,0 %. K akcelerácii cien prispeli okrem metodických faktorov najmä ceny energií (nákladový faktor), ale aj dopytové tlaky. Tie by sa mali premietajúť v rastúcich cenách služieb a priemyselných tovarov bez energií. Vplyvom spomalenia cien energií a agrokomodít by sa mala inflácia v ďalších dvoch rokoch mierne spomaliť. Prevládať by mal vplyv rastúcich príjmov domácností a rastúce dovozné ceny, ktoré by sa mali výraznejšie premietajúť do cien služieb a priemyselných tovarov bez energií.

V tomto roku sa predpokladá mierny pokles deficitu verejných financií na 0,9 % HDP, pričom za spomalením tempa konsolidácie sú niektoré legislatívne opatrenia vlády (napr. zrušenie daňových licencií, zmeny v penzijnom systéme a v systéme sociálnej starostlivosti), ako aj očakávané zrýchlenie platieb za zdravotnú starostlivosť. V horizonte prognózy by mali klesajúce úrokové náklady, ní-

ky rast sociálnych výdavkov, ako aj rastúce daňové a odvodové príjmy vplyvom pokračujúceho priaznivého ekonomického vývoja prispieť k rýchlejšej konsolidácii verejných financií. Deficit verejných financií by mal klesnúť v roku 2019 na 0,4 % a v roku 2020 na 0,1 % HDP. V horizonte prognózy sa očakáva pokračujúci trend znižovania dlhu, pričom pozitívne by mali pôsobiť narastajúce rozpočtové primárne prebytky, klesajúce úrokové náklady na obsluhu dlhu, ako aj rast HDP.

## RIZIKÁ

V reálnej ekonomike sa v tomto a nasledujúcom roku môže prejavovať riziko nižšieho rastu, najmä vplyvom obavy z nárastu protekcionizmu, prípadného pokračovania utlmeného rastu eurozóny a geopolitických faktorov. Rizikom je aj iné ako predpokladané načasovanie začiatku novej produkcie v automobilovom priemysle. V cenovom vývoji sú riziká vyvážené. K vyššiemu rastu cien by mohli prispieť domáce faktory. Tlmiaci vplyv by naopak mohlo predstavovať možné zmiernenie vývoja globálnej ekonomiky.

## POROVNANIE S PREDCHÁDZAJÚCOU PREDIKCIOU

Celkové makroekonomické tendencie sa výraznejšie nezmenili. Aktuálne slabší rast HDP v 1. štvrťroku sa však premietajú do prehodnotenia celkového rastu ekonomiky v tomto roku smerom k nižšiemu tempu. Súvisí to so slabou exportnou výkonnosťou v 1. štvrťroku, čo sa premietlo do revízie dynamiky exportu v tomto roku smerom nadol. V rámci domáceho dopytu sa na základe aktuálneho vývoja čiastočne zrevidoval smerom nadol rast súkromnej spotreby, čo však bolo kompenzované lepším investičným dopytom. V roku 2019 sa nepatrne zvýšil rast ekonomiky vplyvom lepšieho exportu (priaznivejší výhľad zahraničného dopytu) a pozitívnejšieho výhľadu investícií.

Zamestnanosť sa vyvíja v súlade s predpokladmi z predchádzajúcej predikcie. Aktuálny vývoj naznačil, že miera nezamestnanosti by mala byť mierne nižšia ako v predchádzajúcej predikcii. Zamestnávatelia totiž nové pracovné miesta oproti našim očakávaniam vo väčšej miere obsadzovali domácimi nezamestnanými a v menšej miere z rastúcej participácie na trhu práce. Podobne ako v predchádzajúcej predikcii došlo opäť k revízii rastu miezd k vyššej dynamike. Naznačili to aktuálne údaje zo začiatku roka a podporujú to aj štatistiky, ktoré zachytávajú vyššiu fluktuáciu zamestnancov v dôsledku rastúcich tlakov na trhu práce.

V inflácii došlo k výraznejšej zmene najmä v roku 2018. Do veľkej miery je to spôsobené silno rastúcou cenou ropy, ktorá sa premietajú do cien pohonných látok. Ďalším faktorom sú ceny leteník, ktoré tiež prispievajú k zvýšeniu predikcie inflácie. Výraznejšie sa zvýšili aj dovozné ceny. V ďalších rokoch by sa mali do inflácie pretaviť najmä dopytové tlaky, ktoré budú podporované dynamickým rastom miezd a zlepšujúcim sa sentimentom domácností.

(odbor ekonomických a menových analýz NBS)

1 Štruktúra rastu HDP je vypočítaná ako príspevky rastu jednotlivých komponentov HDP po odrátaní ich dovoznej náročnosti. V našom prípade sa vychádzalo z konštantnej dovoznej náročnosti jednotlivých zložiek HDP (konečná spotreba domácností 30 %, vládna spotreba 7 %, investície 50 % a export 62,5 %). Zvyšok dovozu bol zaradený do zmeny stavu zásob a štatistickej diskrepancie.  
2 Podrobnejšie informácie sú v boxe 1 Strednodobej predikcie P1Q-2018.



# Hlavné riziká a trendy z pohľadu stability slovenského bankového sektora

Jozef Kalman, Národná banka Slovenska

*Obzvlášť priaznivé ekonomické prostredie vplývalo na finančnú stabilitu slovenského finančného sektora skôr pozitívne. Takýto vývoj však so sebou nesie riziká, pokiaľ ide o jeho dlhodobú udržateľnosť. Z hľadiska externých vplyvov na finančnú stabilitu sa tak stále významnejšími stávajú riziká na finančných trhoch, a to predovšetkým riziko spojené s možným nadhodnotením aktív. V domácom prostredí je najvýznamnejším trendom a zároveň rizikom nadmerný rast úverov domácnostiam a s tým spojený výrazný rast zadlženosti domácností. Národná banka Slovenska reagovala na túto situáciu sprísnením pravidiel poskytovania úverov domácnostiam. Rýchly rast úverov stál aj za zvýšením rizika likvidity.<sup>1</sup>*

<sup>1</sup> Článok vychádza zo Správy o finančnej stabilite k máju 2018.

## **V hospodárstve prevládala mimoriadne priaznivá situácia, a to tak v domácom prostredí, ako aj v globálnom meradle.**

Situáciu v externom prostredí formovalo zrýchlenie svetovej ekonomiky, ktorá zaznamenala najrýchlejšiu dynamiku rastu od finančnej a ekonomickej krízy. Pozitívnu črtou tohto rastu je jeho plošný charakter, keďže sa odohráva naprieč regiónmi a vo väčšine krajín. Pod zvýšenú ekonomickú aktivitu sa podpísal jednak nárast investičného dopytu a jednak akcelerácia spotreby. Rovnako pozitívne zostávajú vyhladky globálneho ekonomického rastu na nasledujúci rok až dva, počas ktorých by sa tempo rastu malo udržovať na úrovni porovnateľnej s uplynulým rokom.

Ekonomika Slovenska takisto zažíva priaznivé časy, keď už tri roky rastie na medziročnej báze tempom prevyšujúcim 3 %. K rastu domácej ekonomiky prispel okrem domáceho dopytu aj zahra-

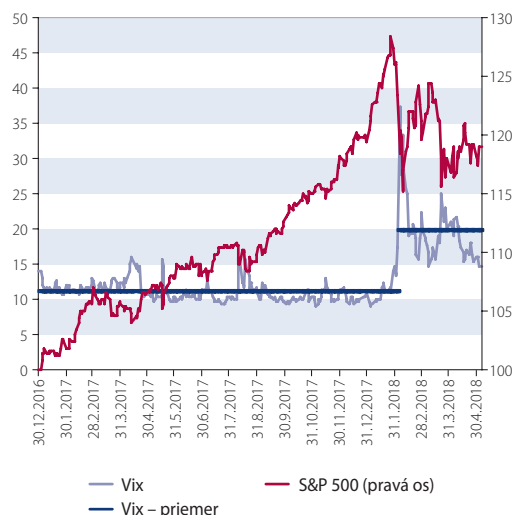
ničný dopyt, a to predovšetkým v druhej polovici roka 2017. Stabilne silnejúcou zložkou domáceho dopytu je v posledných rokoch konečná spotreba domácností. Práve domácnosti svojou spotrebou stabilne významnou mierou prispievajú k rastu slovenskej ekonomiky. V nasledujúcom období sa dá očakávať ďalšie zrýchlenie ekonomického rastu, ktorý by mal kulminovať v roku 2019.

## **Obzvlášť priaznivé podmienky, či už v domácej alebo vo svetovej ekonomike, však so sebou nesú riziká, pokiaľ ide o ich dlhodobú udržateľnosť.**

Prvým dôvodom možného ochladenia je postupné odznievanie podporných prorastových programov, najmä v oblasti menových politík v rozvinutých krajinách. Po druhé, viaceré ekonomiky sa priblížili k úrovni svojho potenciálu, takže ďalší udržateľný rast je možný len prostredníctvom štrukturálnych faktorov, akými sú napr. zvyšovanie produktivity práce alebo demografický rast. Táto skutočnosť sa týka aj slovenskej ekonomiky, ktorá postupne začína vykazovať znaky prehrievania. V ďalšom období sa v dôsledku silnejúceho rastu ekonomiky predpokladá otváranie kladnej produkčnej medzery a postupné prehrievanie ekonomiky. S tým súvisí aj zvýšená tvorba rizík, keď časť ekonomickej produkcie a vytvorených pracovných miest nebude dlhodobo udržateľná. Najmä domáci pracovný trh začína čoraz výraznejšie pociťovať nedostatok kvalifikovanej pracovnej sily. Tretím dôvodom je negatívny vplyv nedávnych protekcionistických opatrení, napr. v oblasti colnej politiky. Tie môžu v prípade ich ďalšej eskalácie výrazne zhoršiť situáciu v medzinárodnom obchode, a tým aj spomaliť globálny ekonomický rast.

Zároveň z hľadiska externých vplyvov na finančnú stabilitu sa stále významnejšími stávajú riziká na finančných trhoch. Tieto riziká dlhodobo rastú a v poslednom období sú čoraz zreteľnejšie. Najvýznamnejšie riziko je spojené s možným nadhodnotením aktív, predovšetkým v dôsledku dlhoročného obdobia nízkych úrokových sadzieb

Graf 1 Vývoj na americkom akciovom trhu



Zdroj: Bloomberg.

Index S&P 500 rebalansovaný (31.12.2016 = 100).





a kvantitatívneho uvoľňovania. Dôležité je, že riziko nadhodnotenia sa týka aj rizikovejších aktív. Citlivosť finančných trhov potvrdzuje aj nedávny vývoj na finančných trhoch vo februári 2018, keď náhla zmena postoja investorov môže rýchlo spustiť vlnu turbulencií. Na globálnych finančných trhoch sú navyše stále vo väčšej miere prítomné charakteristiky, ktoré pripomínajú situáciu pred veľkou finančnou krízou. Na americkom trhu zaznamenáva výrazný rast segment úverov poskytovaných vysoko zadlženým subjektom, často so špekulatívnym ratingom. V globálnom kontexte rastie podiel investícií prostredníctvom investičných fondov, ktoré sú však vystavené rastúcemu riziku likvidity. Zároveň sa objavujú nové inováčné finančné produkty, ktoré umožňujú využívanie výrazného pákového efektu, alebo vysoko špekulatívne investičné stratégie.

**Nepretržitý rast úverov domácnostiam patrí medzi najvýraznejšie trendy z pohľadu finančnej stability.**

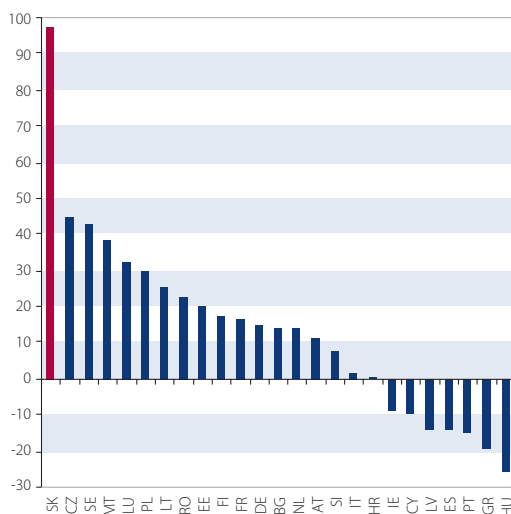
Situácia v domácom bankovom sektore je dlhodobou charakteristická intenzívnym rastom úverov sektoru domácností. Úvery domácnostiam dosiahli najvyšší prírastok v marci 2017, odvtedy sa udržiavajú blízko historických maxim. Medziročná dynamika však naďalej presahuje dvojciferné úrovne. Takýto rast úverov tak stále možno považovať za nadmerný, a to jednak vzhľadom na ekonomické fundamente, ako aj v kontexte krajín EÚ. Obzvlášť dôležitou skutočnosťou je, že Slovensko viac ako šesť rokov zaznamenávalo najvyšší medziročný rast úverov v celej EÚ. V priebehu tohto obdobia sa objem úverov takmer zdvojnásobil. Ďalšie štáty v poradí zaznamenali podstatne nižší nárast objemu úverov.

Rýchly rast úverov bol podporovaný silnými dopytovými a ponukovými faktormi. Rast úverov slovenských domácností bol podporovaný mimoriadne dobrým makroekonomickým prostredím, predovšetkým postupným prehrievaním na trhu práce. Ako podstatný faktor silného rastu úverov sa ukazuje najmä nízka úroveň úrokových sadzieb. Potvrdzuje sa to najmä pri porovnaní rastu úverov na Slovensku a v okolitých krajinách. Makroekonomické prostredie sa zlepšovalo aj v okolitých krajinách, nevedlo však k takému vysokému rastu úverov ako na Slovensku. Slovensko sa od zahraničia odlišuje práve vývojom úrokových sadzieb, ktoré sa od roku 2010 posunuli z takmer najvyšších v regióne na najnižšie.<sup>2</sup>

Veľmi dôležitú úlohu pri súčasnom silnom raste úverov zohrávajú banky. Spomínaný pokles sadzieb znižuje úrokové marže bánk, čo vytvára tlak na ziskovosť bánk. Banky tak pokles marží kompenzujú tlakom na rast objemu úverov. K ochote poskytovať väčšie objemy úverov tiež prispieva aj aktuálne nízky stav zlyhania úverov. Tento optimizmus sa však môže ukázať ako prehnaný, najmä v prípade ekonomického šoku.

Popri ekonomických fundamentoch má na dynamiku úverov domácnostiam pomerne výrazný vplyv aj legislatíva. Na jednej strane sú to dote-

**Graf 2 Rast úverov domácnostiam v EÚ (relatívny nárast objemu úverov domácnostiam medzi februárom 2012 a februárom 2018)**



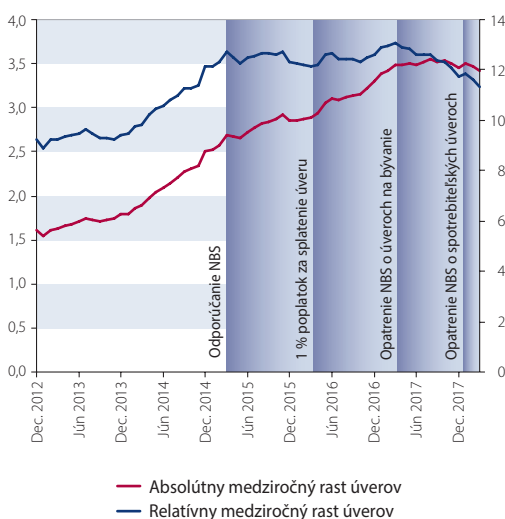
Zdroj: ECB SDW.  
Poznámka: V grafe nie sú zahrnuté údaje o Belgicku, ktoré boli ovplyvnené sekuritizáciou.

rajšie opatrenia NBS zamerané na zmiernenie nerovnováh, ktoré vždy priniesli aj spomalenie tempa úverovania. Na druhej strane bola legislatívna zmena prijatá v roku 2016, ktorá zaviedla strop na poplatok za predčasné splatenie úveru, čo spôsobilo dramatické zmeny na trhu úverov. Výrazne poklesli úrokové sadzby, čo viedlo k nárastu dynamiky úverovania.

Na konci roka 2017 a začiatkom roka 2018 zaznamenal rast úverov domácnostiam určitú stabilizáciu. Takýto vývoj môže súvisieť s niekoľ-

<sup>2</sup> Viac o faktoroch prispievajúcich k zadlženosti domácností možno nájsť v Správe o finančnej stabilite k novembru 2017.

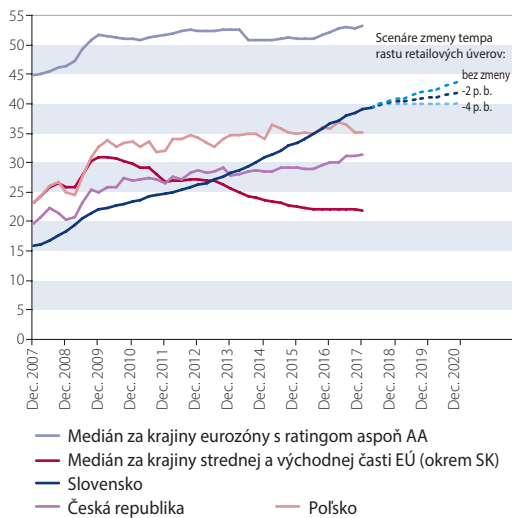
**Graf 3 Vplyv legislatívy na rast zadlženosti domácností na Slovensku (medziročný rast úverov domácnostiam v mld. EUR a %)**



Zdroj: NBS.  
Poznámka: 1 % poplatok za splatenie úveru – ide o zavedenie regulačného limitu na poplatok za predčasné splatenie úveru na bývanie vo výške 1 %.



Graf 4 Vývoj a simulácia podielu zadlženosti domácností k HDP v porovnaní s inými krajinami (v %)



Zdroj: NBS, Eurostat.

Poznámka: Posledné údaje sú k 31. marcu 2018. Simulácia vývoja sa týka obdobia od apríla 2018 do decembra 2020. Predpokladaný vývoj HDP vychádza zo strednodobej predikcie NBS k prvému štvrťroku 2018.

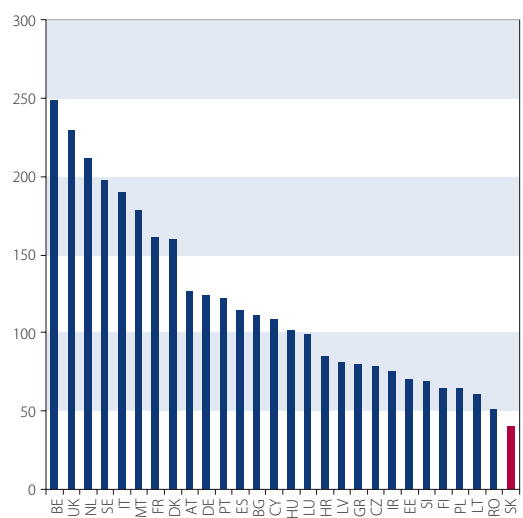
kými faktormi. Prvým sú zásahy NBS zamerané na podmienky poskytovania retailových úverov, pri ktorých sa predpokladá tlmiaci efekt na rast úverov domácnostiam. Druhým faktorom môže byť postupné nasycovanie trhu úverov, ktoré sa v kombinácii s postupným demografickým oslabovaním mladších populačných ročníkov môže začať prejavovať saturáciou úverového trhu.

#### Rastúca zadlženosť je najväčším rizikom pre finančnú stabilitu.

S rastúcim objemom úverov poskytnutých domácnostiam úzko súvisí riziko zadlženosti domácností. Tempo, ktorým sa v súčasnosti zadlžujú slovenské domácnosti je jedno z najrýchlejších v EÚ. Porovnanie s vývojom v regióne strednej a východnej Európy naznačuje, že nadmernosť vykazuje nielen tempo jej rastu, ale v posledných rokoch aj jej úroveň. Zadlženosť slovenských domácností je na najvyššej úrovni v regióne strednej a východnej Európy (vrátane okolitých krajín Česka, Poľska aj Maďarska) a postupne sa výrazne približila aj k niektorým krajinám západnej Európy.

Dlhodobý prítomný rast zadlženosti domácností však vedie k nárastu zraniteľnosti slovenských domácností. Rastúca zadlženosť domácností zvyšuje ich citlivosť na prípadné zhoršenie makroekonomického vývoja. Toto riziko je zvlášť výrazné v krajinách ako Slovensko, kde je makroekonomický vývoj pomerne volatilný. Navyše úrokové sadzby sú historicky nízke a splatnosti nových úverov pomerne dlhé. To znamená, že v prípade ťažkostí klienta zostáva len malý priestor na úpravu splátkového kalendára. Citlivosť slovenských domácností zvyčajne aj najnižší pomer finančných aktív a záväzkov v EÚ. Práve dostatočné fi-

Graf 5 Pomer finančných aktív a záväzkov v EÚ (rozdiel finančných aktív a finančných pasív domácností v pomere k HDP)



Zdroj: Eurostat.

nančné aktíva sú prvou líniou obrany v prípade ťažkostí so splácaním úverov.

Dlhodobý pretrvávajúci rast zadlženosti, ktorý bol v uplynulých rokoch nadmerný, výraznou mierou prehĺbil systémový charakter rizika spojeného so zadlženosťou domácností. S cieľom zmierniť ďalšiu kumuláciu týchto rizík v budúcnosti je preto dôležité zmierniť tempo rastu zadlženosti domácností, a to aspoň na úroveň okolitých krajín. Aj v takom prípade však zostanú prítomné vyššie uvedené riziká, ktoré vyplývajú z doterajšieho nadmerného rastu zadlženosti.

#### V reakcii na riziká plynúce z nadmerného rastu zadlženosti domácností NBS sprísnila pravidlá poskytovania úverov domácnostiam.

Národná banka Slovenska prispieva k tomu, aby bola zadlženosť spotrebiteľov v súlade s ich finančnými možnosťami. Ďalším krokom v tejto snahe bolo prijatie novely opatrení o úveroch na bývanie a spotrebiteľských úveroch. Napriek tomu, že NBS už viackrát reagovala na prítomné nerovnováhy, naďalej pretrvávajú silné tlaky na nadmerný rast zadlženosti. Navyše je nutné poznamenať, že niektoré existujúce podmienky poskytovania úverov sú v aktuálnom medzinárodnom porovnaní stále relatívne mierne. Týka sa to najmä absencie limitu pre zadlženosť vo vzťahu k príjmu domácnosti a nastavenia limitu pre maximálnu výšku úveru vo vzťahu k hodnote nehnuteľnosti, nazývaného LTV. Práve tieto dve oblasti sú preto predmetom postupného dodatočného sprísnenia podmienok poskytovania úverov od júla 2018. Sprísnenie sa týka len nových úverov, a to tak úverov na bývanie, ako aj spotrebiteľských úverov. Zmeny sa nedotknú už existujúcich úverov. Implementácia bude postupná, preto sa neočakáva výrazný jednorazový dopad na trh úverov.



Predmetom zmien je zníženie podielu úverov, ktoré by klientov v porovnaní s ich príjmom neprimerane zadžili, a úverov, ktorých suma je vysoká v porovnaní s hodnotou založenej nehnuteľnosti. Prvou zmenou je tak zrušenie možnosti poskytovania úverov presahujúcich 90 % hodnoty nehnuteľnosti, čiže tzv. 100-percentných hypoték. Zároveň sa postupne zníži podiel úverov presahujúcich 80 % hodnoty nehnuteľnosti. Od 1. júla 2018 sa tento podiel mierne zníži na 35 % a v ďalších krokoch postupne klesne až na 20 % od 1. júla 2019.

Druhou zmenou je zavedenie limitu na zadženosť klienta v pomere k jeho ročnému príjmu na úrovni 8. Nejde ale o absolútny úverový strop. Naďalej bude možnosť poskytnúť istú časť úverov presahujúcich túto hodnotu, podobne ako pri LTV. Od 1. júla 2018 bude môcť túto hodnotu presahovať až 20 % nových úverov, čo je prakticky aktuálny stav pri poskytovaní úverov. Od 1. júla sa teda neočakáva v podstate žiadny dopad zavedenia úverového stropu. Tento podiel úverov, ktoré presahujú limit, sa bude postupne znižovať na končených 10 %, z čoho polovica bude vyhradená pre mladých klientov. Mladých klientov budú banky rozlišovať rovnako ako pri daňovom bonuse.

Nové limity sa dotknú predovšetkým vysoko príjmových domácností. Naopak, nedotknú sa nízko príjmových domácností, pre ktoré bude aj naďalej dôležitý najmä ukazovateľ schopnosti splácať. Význam limitu pre DTI sa prejaví najmä v budúcnosti zmiernením rizika nadmerného rastu zadženosť v prípade pokračujúceho poklesu úrokových sadzieb a rastu príjmov spojených s rastúcim rizikom prehrievania trhu práce a ekonomiky. V dôsledku sprísnenia podmienok poskytovania úverov sa predpokladá mierne spomalenie rastu retailových úverov, približne o 0,5 až 1,4 percentuálneho bodu. Opatrenia tak prispievajú k stabilizácii nadmerného rastu zadženosť domácností, a to práve v prípade tých klientov, u ktorých by zadženosť mohla narásť do neprimeranej výšky. Pri simulovanom raste zadženosť v súlade so základným scenárom stresového testovania, vychádzajúcim zo strednodobej predikcie NBS, by jej podiel na HDP mohol do konca roka 2020 vzrásť na 42 %. V dôsledku prijatých opatrení by sa mal tento nárast podielu zadženosť k HDP zmieriť o 0,4 až 1,1 percentuálneho bodu.

**Popri zvyšovaní zadženosť domácností rástla aj zadženosť podnikov.**

Priaznivá ekonomická situácia spolu s prostredím nízkych úrokových sadzieb naďalej podporovali dynamiku úverov podnikovému sektoru. Napriek tomu došlo v poslednom období ku korekcii tempa medziročného rastu podnikových úverov. Popri úveroch od bánk však zohrával dôležitú úlohu aj dlh získaný prostredníctvom emisie cenných papierov. Táto situácia sa premietla do pokračovania rastu zadženosť podnikového sektora v pomere k HDP, ktorá takmer nepretržite rastie od roku 2014 a postupne presiahla strednú hodnotu

**Tabuľka 1 Postupná implementácia zmien podmienok poskytovania úverov od 1. júla 2018**

	Maximálny podiel úverov s DTI > 8	Maximálny podiel úverov medzi 80 % a 90 % hodnoty nehnuteľnosti
Tretí štvrtrok 2018	20 %	35 %
Štvrtý štvrtrok 2018	15 %	30 %
Prvý a druhý štvrtrok 2019	10 %	25 %
Po 1. júli 2019	5 % + 5 % pri splnení dodatočných podmienok*	20 %

Zdroj: NBS.

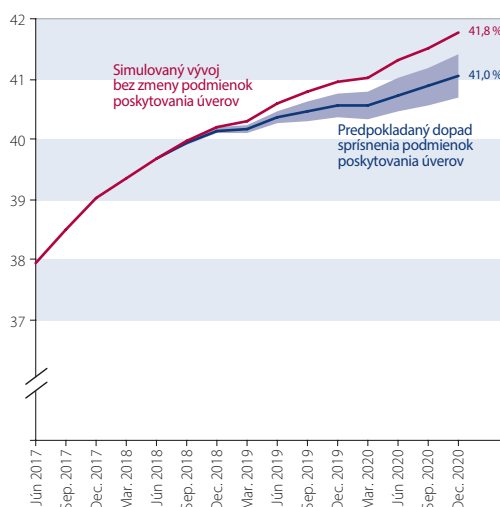
Poznámka: \*Objem úverov s DTI vyšším ako 8 môže presiahnuť 5 % celkového objemu nových úverov (max. do 10 %), len ak ide o úvery na bývanie poskytované klientom do 35 rokov s príjmom neprevyšujúcim 1,3-násobok priemernej mzdy a DTI pri týchto úveroch neprevyšuje hodnotu 9.

krajín strednej a východnej Európy. Rýchly rast podnikového dlhu tak výrazne zvyšuje citlivosť podnikového sektora na prípadný nepriaznivý ekonomický vývoj.

**Riziko likvidity vzrástlo na úroveň, ktorá je v porovnaní s minulosťou vysoká.**

Významným rizikom domáceho bankového sektora je riziko likvidity, v rámci ktorého sa zvýraznili dlhodobé nepriaznivé trendy. Rýchly rast úverov, ktoré majú prevažne charakter dlhodobých, nelikvidných aktív, je do veľkej miery financovaný prostredníctvom krátkodobých vkladov klientov. Dlhodobo tak rastie podiel likvidnej medzery do 1 roka na celkových aktívach, pričom v prvom štvrtroku 2018 tento podiel dosahoval nové historické maximum. Rýchly rast dlhodobých úverov

**Graf 6 Odhad dopadu sprísnenia podmienok poskytovania úverov na podiel zadženosť domácností k HDP (v %)**

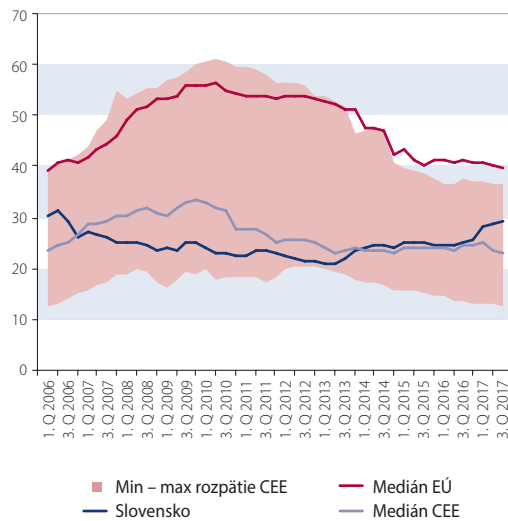


Zdroj: NBS.

Poznámka: Podfarbenie zobrazuje interval dopadu medzi scenárom s nízkym dopadom a scenárom s vyšším dopadom. Posledné údaje sú k 31. marcu 2018. Simulácia vývoja sa týka obdobia od apríla 2018 do decembra 2020. Predpokladaný vývoj HDP vychádza zo strednodobej predikcie NBS k prvému štvrtroku 2018.



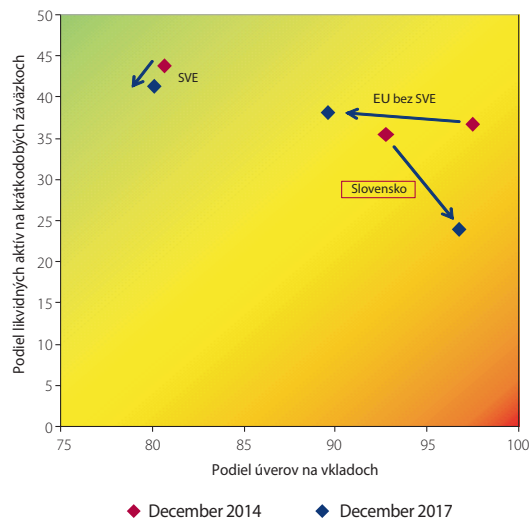
**Graf 7 Porovnanie zadlženosti s krajinami EÚ (v %)**



Zdroj: ECB SDW, Eurostat.

Poznámka: Do výpočtu zadlženosti vstupujú úvery od domácich bánk a celkovo emitované cenné papiere v pomere k HDP.

**Graf 8 Zhoršovanie vybraných ukazovateľov likvidity v bankovom sektore SR (v %)**



Zdroj: ECB, CBD.

Poznámka: Údaje sú za konsolidované bankové sektory. SVE sú krajiny strednej a východnej Európy.

bol taktiež hlavným dôvodom rastu podielu úverov na vkladoch a vplýval aj na relatívny pokles likvidného vankúša.

V dôsledku uvedených trendov mal slovenský bankový sektor v oblasti systémovej likvidity relatívne krehkú pozíciu v porovnaní s ostatnými štátmi EÚ. Tá vyplýva z kombinácie dvoch rizík. Prvým je nízky podiel likvidných aktív na krátkodobých záväzkoch. Nízke krytie krátkodobých záväzkov likvidnými aktívami zvyšuje význam stability týchto záväzkov. Čím sú krátkodobé záväzky stabilnejšie, tým je menšia pravdepodobnosť nutnosti použiť likvidné aktíva. Druhým rizikom je však práve relatívny pokles vkladov (ako najstabilnejších krátkodobých záväzkov) k úverom. Nárast podielu úverov ku vkladom v slovenskom bankovom sektore bol v roku 2017 najvyšší v eurozóne a tretí najvyšší v EÚ. Rast podielu úverov ku vkladom nie je iba ukazovateľom rastúceho cyklického rizika, ale je spravidla aj faktorom prehĺbujúcim krízu. Prehĺbovanie rizika likvidity umožňuje aj nahradenie požiadaviek na krytie likvidity platným, na národnej úrovni harmonizovaným celoeurópskym ukazovateľom, ktorý je výrazne voľnejší, a to od začiatku roka 2018.

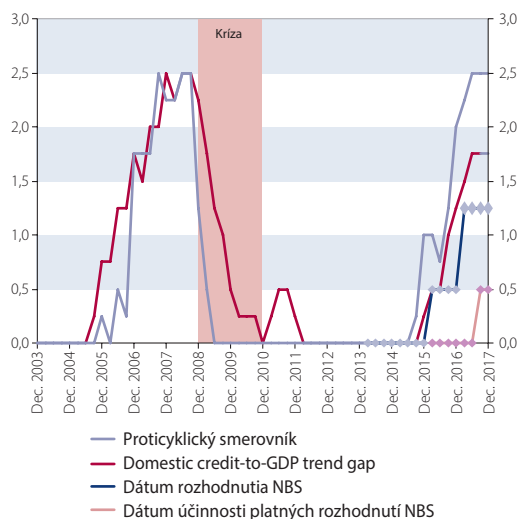
**Odolnosť bankového sektora z hľadiska solventnosti sa mierne zvýšila.**

Bankový sektor bol v období uplynulých rokov schopný kompenzovať klesajúce úrokové marže prostredníctvom silnej úverovej aktivity, a tým si zachovať relatívne stabilnú mieru zisku. Po odpočítaní mimoriadnych vplyvov vzrástol čistý zisk medziročne o 8 % k decembru 2017 a o 3 % k marcu 2018. Hlavným faktorom zvýšenia ziskovosti bola silná úverová aktivita a spomalenie poklesu úrokových marží. Na vývoj ziskovosti priaznivo vplýval aj pokles nákladov na kreditné riziko, a to predovšetkým v sektore

podnikov. Z hľadiska medzinárodného porovnania je naďalej ziskovosť slovenského bankového sektora jedna z najvyšších v bankovej únii. V skupine menej významných bánk je však schopnosť kompenzovať pokles úrokových marží výrazne nižšia. Navyše rýchly rast úverov vytvára zvýšené požiadavky na vlastné zdroje aj na likvidné aktíva. Zároveň kompenzácia poklesu úrokovej marže prostredníctvom zvyšovania objemu úverov výrazne zvyšuje citlivosť bánk na prípadný negatívny vývoj.

Ukazovatele kapitálovej primeranosti aj finančnej páky bánk počas roka 2017 mierne vzrástli. Hlavným faktorom bolo zvýšenie časti zisku, ktorý si banky ponechali vo vlastných zdrojoch. Pozitív-

**Graf 9 Rastúce referenčné hodnoty pre proticyklický kapitálový vankúš a rozhodnutia Bankovej rady NBS (v %)**



Zdroj: NBS.



ne možno vnímať aj skutočnosť, že objem vlastných zdrojov navýšili aj banky, ktorých ukazovatele solventnosti dosahovali v rámci bankového sektora najnižšie hodnoty. Prirodzeným dôsledkom bolo zmenšenie rozdielov v úrovni solventnosti jednotlivých bánk. Na druhej strane v rámci optimalizácie štruktúry kapitálu viaceré banky pokračujú vo zvyšovaní podielu menej kvalitných zložiek. Plnenie rastúcich kapitálových požiadav-

viek si však bude naďalej vyžadovať konzervatívnejšiu dividendovú politiku.

Banková rada NBS na svojom rokovaní v apríli 2018 potvrdila zvýšenie výšky proticyklického kapitálového vankúša na 1,25 % od 1. augusta 2018. Toto nastavenie miery proticyklického kapitálového vankúša je aktuálne pod úrovňou referenčných hodnôt. Pokiaľ tento rozdiel pretrvá, Národná banka Slovenska zväzi jej ďalšie zvýšenie.

## INFORMÁCIE

### Slovenskí experti odovzdávajú skúsenosti s reformou verejných financií

Ministerstvo financií SR pripravilo spoločne s partnermi e-learningový kurz o riadení verejných financií pod vedením vybraných slovenských expertov, ktorý prebieha na vzdelávacom portáli Svetovej banky Open Learning Campus do 22. júna 2018. Po tomto dátume bude kurz voľne dostupný na internetovej stránke <https://olc.worldbank.org/wbg-academy>.

Kurz prináša cenné poznatky, skúsenosti a know-how, ktoré sa naakumulovali počas transformácie Slovenskej republiky na krajinu so zdravou a trvale udržateľnou ekonomikou. Obsahuje šesť individuálnych modulov, ktoré reprezentujú jednotlivé fázy riadenia verejných financií: od makroekonomických projekcií cez rozpočtovanie až po účtovníctvo a audit.

Reformný proces na Slovensku nebol ľahký, ale vo výsledku sa ukázal ako úspešný príbeh, z ktorého sa môžu inšpirovať mnohé rozvíjajúce sa ekonomiky nielen v Európe, ale i na celom svete. Dokazuje to i fakt, že transformácia slovenskej ekonomiky viedla k výraznému zlepšeniu vnímania krajiny zo strany investorov a ratingových agentúr, vďaka čomu Slovensko získalo stabilnú pozíciu v Európskej únii a neskôr v eurozóne.

Ministerstvo financií SR odovzdáva svoje odborné skúsenosti s riadením verejných financií bilaterálne v rámci technickej pomoci, prostredníctvom školení a študijných ciest a výmenou expertízy s vládami partnerských krajín západného Balkánu a strednej Ázie. V posledných rokoch ministerstvo zaznamenalo zvýšený dopyt po slovenskom know-how a vzhľadom na obmedzené kapacity sa rozhodlo poskytnúť tento voľne dostupný e-learningový kurz, aby mohli zo slovenských skúseností čerpať všetci záujemcovia. Kurz bol vyvinutý slovenskými odborníkmi na riadenie verejných financií, ktorí sa reálne podieľali na priebehu reforiem v SR.

Expertí vedú jednotlivé moduly interaktívnym spôsobom. Prvý modul sa podrobne venuje téme makroekonomického projektovania pod vedením viceguvernéra NBS Ľudovíta Ódora. Primárne sa týka budovania kapacít a infraštruktúry pre dôve-

ryhodné makrofiškálne projektovanie budúceho makroekonomického vývoja krajiny a na posudzovanie fiškálneho dopadu prijatej legislatívy.

„Tento kurz nie je o našej prezentácii, mal by byť o transfere našich poznatkov iným krajinám. Som presvedčený, že spoločne s ostatnými expertmi pomôžeme odborníkom z iných krajín upraviť vlastné makrofiškálne režimy a splniť naplánovanú misiu smerom k efektívnejšiemu a transparentnejšiemu riadeniu verejných financií,“ uviedol Ľudovít Ódor.

Modul o implementácii moderných metód v strategickom plánovaní verejných financií, akými je napríklad výsledkovo orientované rozpočtovanie, vedú experti na verejné financie Lucia Kašiarová a Ján Marušinec, ktorí dlhodobo pôsobili pri odovzdávaní skúseností v Moldavsku a Čiernej Hore. Účastníkov kurzu budú tiež sprevádzať ďalším modulom, ktorý podrobne rozoberá vývoj dátového a informačného systému na podporu riadenia verejných financií.

Kurz je obohatený aj o skúsenosti a poznatky riaditeľa Agentúry pre riadenie dlhu a likvidity (ARDAL) Daniela Bytčáneka. Vo svojom module okrem iného opisuje proces očisťovania slovenskej ekonomiky od starých dlhov a záväzkov, ktorý bol súčasťou transformácie na zdravú ekonomiku, a konsolidovaný systém riadenia likvidity a dlhu cez jednotný účet Štátnej pokladnice.

Partnerská organizácia Center of Excellence in Finance so sídlom v Ľubľane sa podieľala na tvorbe kurzu prostredníctvom experta na verejné financie Nihada Nakaša, ktorý účastníkom približuje obsah internej finančnej kontroly verejných financií.

Jedinečnosť kurzu spočíva v tom, že je založený výlučne na prípadových štúdiách z reálnych reforiem, ktoré na Slovensku prebiehali od roku 2003. Je určený tak odborníkom na verejné financie z ministerstiev financií a ostatných ministerstiev, ako aj študentom a akademickým pracovníkom, ktorých táto téma zaujíma.

Ľubomíra Schlosserová  
Public Finance for Development  
UNDP Europe and the CIS



# Follow-up on CCyB in Slovakia: build-up, calibration and release

Štefan Rychtárik, Národná banka Slovenska

Macroprudential policy was designated to use a wide range of policy instruments of different types, scope or legal background. However, their practical implementation varies across the EU due to different legislative environment. Unlike most of other macroprudential policy instruments, countercyclical capital buffer (CCyB) frameworks are implemented in all member states. Despite this general homogeneity stemming from common EU legislation source, its practical implementation in member states reflects different characteristics of local financial and lending markets. Logically, approaches to financial cycle monitoring, calibration of benchmark buffer rates or concept of releasing the buffer remain different. Some frameworks are more sophisticated, while other uses more simple metrics, always searching for a balance between complexity and transparency, accuracy and intuitiveness. So far, reflecting the simple business models of local banks, absence of deep financial market and limited length of time series, NBS has opted for a more transparent and intuitive approach to all stages of countercyclical capital buffer process.

## IDENTIFICATION OF EXCESSIVE CREDIT GROWTH

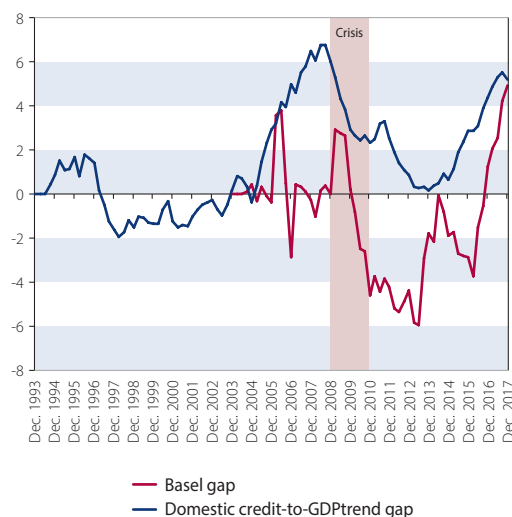
Limited signalling properties of Basel gap as the leading indicator was already mentioned by several authors (See Gersl – Seidler 2012, Rychtárik 2014, Castro et al. 2016 or Plašil et al. 2016). Logically, NBS has decided to anchor its decisions on countercyclical capital buffer rate on two additional indicators, where one is based on credit gap concept and the other benefits from aggregation of several variables under a composite indicator. Similar trends can be observed in other EU macroprudential authorities.

First, *Domestic credit-to-GDP<sub>trend</sub> gap* issues more reliable signals than the Basel gap mostly due increased stability of its denominator (GDP<sub>trend</sub> instead of GDP) and longer time series available for narrow definition of bank credit.

Although the sole use of bank loans instead of total debt is methodologically weaker, it brings several practical advantages. They are mostly related to doubtful data quality regarding debt of enterprises originated abroad, unsolvable question on the treatment of cross-border intra-group funding of enterprises and missing information on any foreign debts of households. Therefore, the narrow definition of credit provides a clearer picture, even if a part of the picture is still missing.

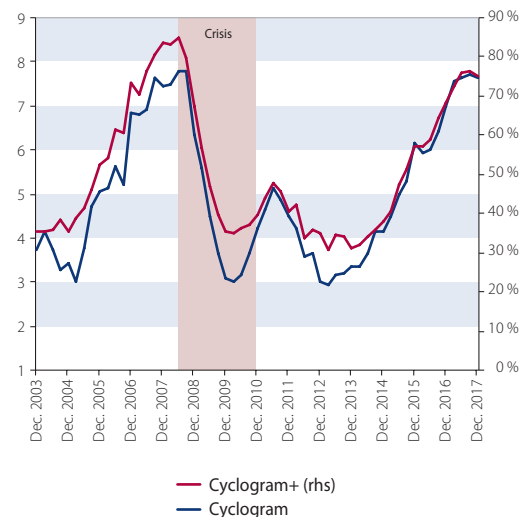
Second, composite indicator (*Cyclogram*) provides a more complex picture on the cyclical developments of Slovak economy. (Rychtárik, 2014) Based on a larger set of variables it covers more aspects of the market and creates an important link between financial and economic cycle. Its implementation in the countercyclical capital buffer

Chart 1 Mind the gap (in %)



Source: NBS.

Chart 2 Cyclogram and Cyclogram+



Source: NBS, author.



**Table 1** List of variables in *Cyclogram* and *Cyclogram+*

Category	Cyclogram	Cyclogram+	Methodology
Lending market	Domestic household credit-to-GDP <sub>trend</sub> gap	Domestic household credit-to-GDP <sub>trend</sub> gap	Gap
		Domestic enterprises credit-to-GDP <sub>trend</sub> gap	Gap
	Credit growth (Households)	Credit growth (Households)	Absolute change
	Credit growth (Enterprises)	Credit growth (Enterprises)	Absolute change
Risk appetite	Non-performing loans	Non-performing loans (Households)	Level
		Non-performing loans (Enterprises)	Level
	Default rates (Enterprises)	Default rates (Enterprises)	Level
		Interest margins (Housing loans)	Level
	Interest margins (Enterprises)	Level	
Indebtedness	Indebtedness (Households)	Indebtedness (Households)	Level
	Indebtedness gap (Households)	Indebtedness gap (Households)	Gap
	Indebtedness (Enterprises)	Indebtedness (Enterprises)	Level
	Indebtedness gap (Enterprises)	Indebtedness gap (Enterprises)	Gap
Property market	Residential property price growth	Residential property price growth	Relative change
		Residential property price growth (Bratislava)	Relative change
	Price-to-income	Price-to-income	Level
		Price-to-rent	Level
	Flat-to-house	Level	
Macro-economy	Economic Sentiment Indicator	Economic Sentiment Indicator	Level
	Unemployment rate	Unemployment rate	Level
	Output gap	Output gap	Gap
		Revenues gap	Gap
		Current account deficit-to-GDP	Level

Source: Author.

decision-making confirmed several advantages of composite indicators within this framework.

Apart from this official indicator, monitoring of cyclical developments is also done using a modified version of *Cyclogram* (*Cyclogram+*). Major amendments are related to a continuous approach to variables in their historical distributions instead of percentile approach and to a modified set of underlying variables (Table 1).

Despite these modifications, core principles of *Cyclogram+* remain unchanged and the message about the cyclical developments is very similar to its official version (Chart 2). From an analytical viewpoint, the only difference is in the magnitude of the peak of 2008. Yet, the value added of *Cyclogram+* is not in its general message about the cycle but rather in enhanced analytical properties and interpretations.

Firstly, as there are no weights assigned to respective variables, in its amended version, there is more equality in the number of variables per category. This practically means that the major five categories have similar weights, which enables more efficient guided judgment discussions

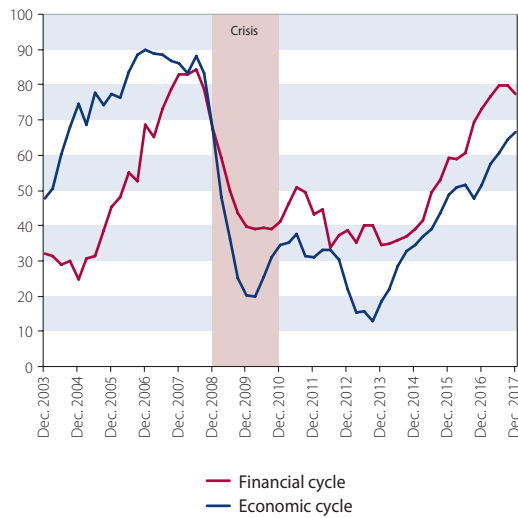
(Table 1). Secondly, *Cyclogram+* can be easily decomposed into economic and financial cycle (Chart 3), or to separate cyclical trends in households and enterprises (Chart 4). Both decompositions are important when taking decisions on CCyB rate.

Identification of possible differences between financial and economic cycle can help to guide the cost-benefit discussion. For example, in expansionary phase of 2003-2007, the credit boom seems to be driven by buoyant macroeconomic trends. This appears to be slightly different in the current build-up phase, where low interest rates stimulate excessive credit growth, while economy recovery lags slightly behind. Within a cost-benefit discussion it is important to know if increase in capital requirements might negatively affect lending market and could consequently slowdown economic growth. Even if this causality was not observed so far, such dilemma can be avoided if output gap is positive.

Similarly, there is a clear benefit from differentiation between the contribution of households and enterprises to the financial cycle. This is par-

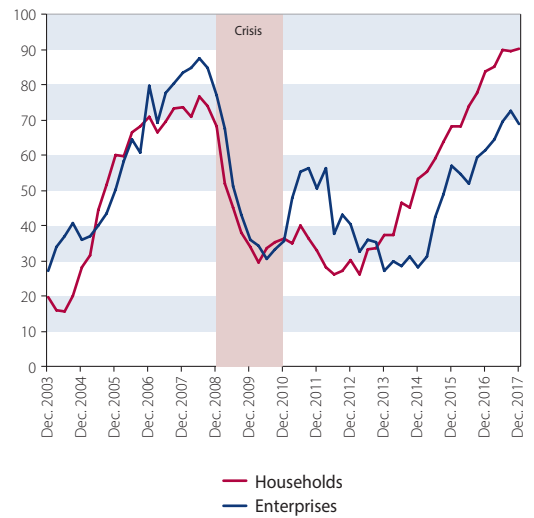


Chart 3 Decomposition: financial and economic cycle (in %)



Source: NBS, author.

Chart 4 Decomposition: households and enterprises (in %)



Source: NBS, author.

ticularly important because countercyclical capital buffer is a very raw instrument. As its rate is applied to all risk exposures, any non-zero decision should not be driven by excessive lending observed in one of the segments only. Moreover, currently identified excessive lending to households outpacing credit to enterprises can support macroprudential policy focused on borrower-based measures.

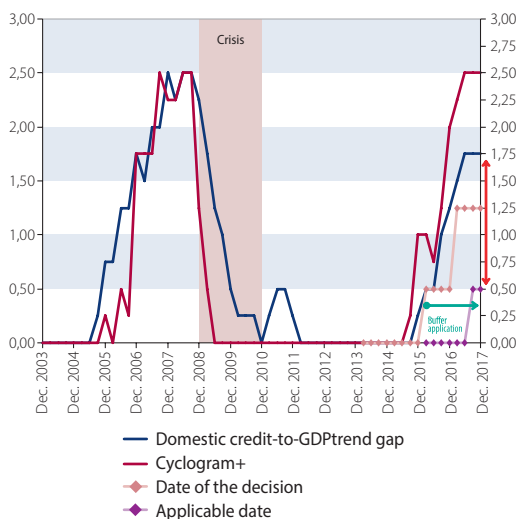
Finally, the new *Cyclogram+* also comprises the current account deficit as an additional variable and thus it better reflects available research and ESRB recommendation 1/2014. Even is signaling properties of current account deficit for Slovakia is not extremely strong (Rychtárik – Kopčár, 2018), this indicator should be part of the financial cycle monitoring also due to its obvious conceptual link to debt market.

### CALIBRATION

Decision on countercyclical capital buffer rate is built on the concept of guided discretion. This generally means that sole identification of financial cycle build-up phase is not enough to prepare a countercyclical capital buffer decisions. To guide such decision, selected indicator or indicators need to be translated into benchmark buffer rates. These benchmarks are part of the official public communication. Consequently, under the guided judgment framework, benchmark rates are expected to be translated into the decisions on countercyclical capital buffer rate.

It is important to mind the gap between the reference period and the date when the decision enters into force. Due to a combination of natural lag of financial and macroeconomic data reporting, to compulsory legislative procedures and to usual 12 month phase-in period, this gap is usually close to 6 quarters. This should essentially tighten the calibration as the capital buffer build-up materially lags behind the build-up of imbalances (see red flash on Chart 5).

Chart 5 Benchmark buffer rates and NBS decisions (in %)



Source: NBS, author.

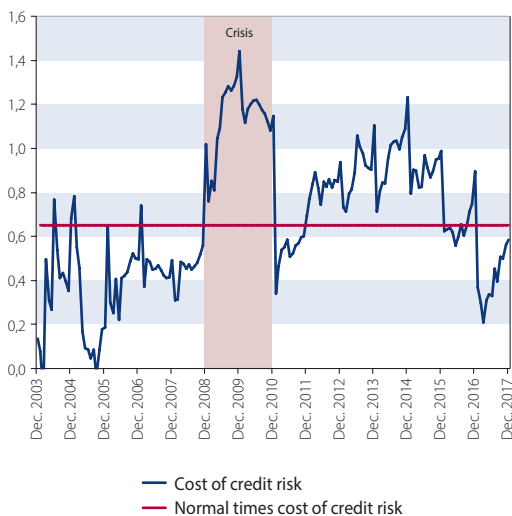
### COVERING HISTORICAL LOSSES

The most straightforward approach to calibration of benchmark buffer rates is based on historical observations of cost of credit risk. Cost of credit risk can be defined as a sum of net provisioning, net costs of write-offs and sell-offs. Such approach is conceptually based on the primarily objective of countercyclical capital buffer, i.e. to protect banking system against credit losses related to excessive credit growth. Historical observation of cost of credit risk clearly identifies years 2008-2010 as a period of increased cyclical losses (Chart 6). Simple comparison of their magnitude with the "normal times" average results into a stylised calibration. In simple terms, to absorb cyclical





Chart 6 Cost of credit risk and its normal times average (in %)



Source: NBS, author.

losses of 2008-2010, the Slovak banking sector would cumulatively need an additional capital of approximately 2,5% of risk exposures. Consequently, both leading indicators (*Domestic credit-to-GDP<sub>trend</sub> gap* and *Cyclogram+*) can be calibrated to indicate a capital buffer of 2,5% of risk exposure in March 2008. However, such calibration has some serious limitations. First, to have the capital buffer of 2,5% ready in March 2008, this level must have been decided in March 2007, based on end-2006 data. Yet the data of December 2006 indicate a level of 1,75% only. Second, we have only one observation of cyclical losses on an emerging lending market. Furthermore, many trends, such as growing indebtedness, decreasing average risk weights, different accounting standards or weaker banks' profitability should tighten the countercyclical capital buffer calibration.

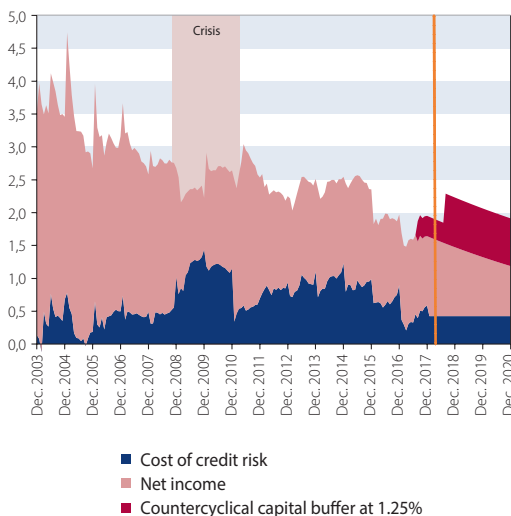
### HISTORICAL LOSSES IN THE CONTEXT OF PROFITABILITY DYNAMICS

As mentioned above, falling banks' profitability should be a part of the discussion. This is because banks' earnings from the current year constitute the first line of defence against credit losses. However, this should, by no means, lead to a framework in which we do not require banks holding countercyclical capital buffer not even in case banks are sufficiently profitable or hold voluntary capital buffers. Importantly, weak profitability outlook should help us to understand the growing role of capital buffers in absorbing losses and could contribute to a tighter calibration of the countercyclical capital buffer rate (Chart 7).

### STRESS TESTING

Macro stress-testing can be used as an additional tool to enhance the discussions on countercyclical capital buffer rate. As already mentioned, possible positive stress test result indicating that

Chart 7 Net income and cost of credit risk (in %)



Source: NBS, author.

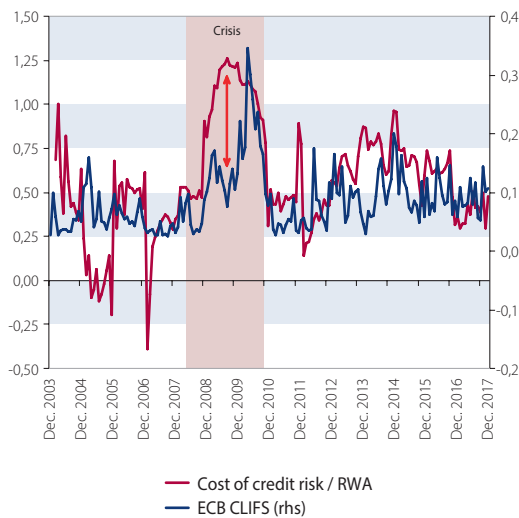
banks have sufficient voluntary capital buffers or robust profitability to face even cyclical losses must not be used as a pretext for inactivity. However, stress testing results can help to better understand different sources of capital needs in times of crisis. Also, the design of adverse scenario can provide an intuition about the type of crisis from which is banking sector protected due to a non-zero countercyclical capital buffer. Interestingly, some results show, that the fall in Tier 1 ratio in adverse scenario is not resulting from cyclical losses only. Even larger decrease in the ratio comes from an increase in risk exposures resulting from the continuation in lending and increase in risk parameters on existing portfolio. Such results return the discussion to the very beginning about the countercyclical capital buffer objective.

### RELEASE PHASE

Countercyclical capital buffer was only recently introduced into legislation of EU member states. Therefore, there is no practical experience with its release or reduction resulting from a turning financial cycle. So far, all thoughts on the release phase are only theoretical concepts. In this context, the European Systemic Risk Board recommends using measures of stress in bank funding markets and measures that indicate general systemic stress. Under such frameworks, the countercyclical capital buffer would be reduced in case banks or financial markets face a stress situation. However, primary objective of countercyclical capital buffer is to protect banks against cyclical losses. Thus, the capital buffer should not be released unless no cyclical credit losses occur. Moreover, there are examples such as dot-com bubble, where the market stress was not accompanied by cyclical credit losses and potential release of the countercyclical capital buffer would be unnecessary.

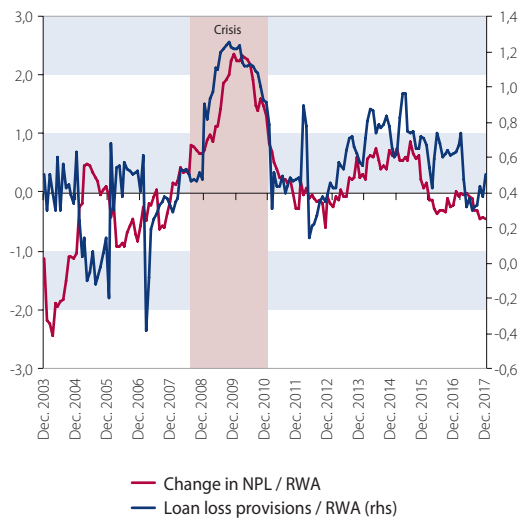


Chart 8 ECB CLIFS and cost of credit risk (in %)



Source: NBS, ECB, author.

Chart 9 Examples of release indicators (in %)



Source: NBS, author.

A different example is Slovak experience from 2009. Despite an extraordinary increased cyclical credit losses observed in Slovak banking sector, the ECB CLIFS indicator was not particularly high. It peaked only in mid-2010, when credit losses were already on downward trend (Chart 8). This was mainly due to the character of the Slovak banking sector that is rather dependent on real economy performance than on financial market developments.

Against this backdrop, use of balance sheet items indicating credit losses seems to be better linked to countercyclical capital buffer objectives than potential overreliance on market stress information (Chart 9). Need for consistency between build-up and release phase can be underlined by countercyclical capital buffer objective. Firstly, capital buffer should be built along excessive credit growth. Secondly, capital buffer release should be triggered by credit losses resulting from previously observed excessive credit growth.

Importantly, use of balance sheet indicators for the release or reduction of countercyclical capital buffer is conditioned by a flexible decision-making framework. It is important that the capital buffer can be used without any delay, as banks incur cyclical credit losses.

## CONCLUSIONS

Although any experience with implementation of countercyclical capital buffer is very limited, it is possible to collect several practical thoughts:

- Problems with credit gaps should not be exaggerated. Their signalling properties, even if limited under certain conditions, can still contribute to guided judgment.
- Composite indicators proved to be useful in decision-making framework as they are intuitive and easy to discuss.
- More detailed insight into cyclical developments (e.g. households vs. enterprises or finance vs. macroeconomy) is useful.
- Due to dynamic circumstances, calibration of benchmark buffer rates is far from exact and this fact should be accordingly considered in guided judgment framework.
- Calibration of countercyclical capital buffer rate should take into account not only the magnitude of the benchmark rates, but also the persistence of gap between decided capital buffer and benchmark rates.
- Signalling properties of market stress indicators such as CISS or CLIFS should not be overstated in the release phase. Use of simple bank balance sheet data can be more efficient and is conceptually consistent.

## References

1. Castro et al. [2016] The countercyclical capital buffer in Spain: An analysis of key guiding indicators. Documentos de Trabajo. N.º 1601 Banco d'España.
2. ESRB Recommendation of the European Systemic Risk Board of 18 June 2014 on guidance for setting countercyclical buffer rates (ESRB/2014/1).
3. Geršl, A. – Seidler, J. [2012] Credit Growth and Capital Buffers: Empirical Evidence from Central and Eastern European Countries. ACTA VSFS, 6(2), 91.
4. Plašil et al. [2016] In the Quest of Measuring the Financial Cycle. Working paper series. ČNB.
5. Rychtárik – Kopčár [2018] Impact of external imbalances on the countercyclical capital buffer decisions in Slovakia. Slovenská štatistika a demografia. 2/2018 ročník 2018.
6. Rychtárik, Š. [2014] Analytical background for the countercyclical capital buffer decisions in Slovakia, Biatec ročník 22, 4/2014.



# Fiškálne multiplikátory a ich závislosť od interakcií medzi menovou a fiškálnou politikou

Michal Benčík  
Národná banka Slovenska

## Úvod

Ako ukázali viaceré prehľadové štúdie, veľkosť fiškálnych multiplikátorov sa značne líši medzi jednotlivými krajinami a pre rôzne ekonomické podmienky. Preto je vhodné modelovať ich ako funkcie vyplývajúce z podmienok danej ekonomiky. Úrokové miery sú blízko nuly, teda technicky na spodnej hranici. Táto situácia bola identifikovaná a skúmaná pred viacerými desaťročiami v rámci keynesiánskej syntézy ako pasca likvidity. Hlavný záver tejto teórie pre túto situáciu je, že kým monetárna politika stráca účinnosť, fiškálna politika si ju udržiava. Vyplýva to z vertikálnej krivky agregátneho dopytu, ktorá vedie k permanentnej nerovnováhe na trhu tovarov. Eggertson a Krugman (2010) používajú ešte radikálnejší predpoklad rastúcej krivky agregátneho dopytu, ktorý vedie k javom ako paradox flexibility a paradox námahy. Tieto paradoxy popisujú situácie, keď jednotlivé ekonomické subjekty čelia nedostatnému dopytu zvýšením flexibility alebo celkovým zvýšením ponuky pri daných cenách, čo je z individuálneho hľadiska potenciálne osožné, ale z makroekonomického hľadiska kontraproduktívne. Chýbajúci dopyt v pasci likvidity sa rieši v tradičnej keynesiánskej syntéze posunom agregátneho dopytu prostredníctvom fiškálnej politiky, z čoho vyplýva kladný multiplikátor. Christiano a kol. (2011) skúmajú multiplikátory pri aktívnej dolnej hranici úrokových mier (zero lower bound, ZLB) pomocou viacerých DSGE modelov a za hlavný mechanizmus zvýšenia multiplikátora oproti normálnej situácii považujú absenciu reakcie úrokových mier pri fiškálnej expanzii. Iné DSGE modely identifikujú ešte ďalší kanál – predpokladajú, že fiškálna politika zrýchli infláciu aj pri aktívnej ZLB a pri konštantných nominálnych mierach preto klesnú reálne úrokové miery, čo zvýši fiškálny multiplikátor. V tomto prípade, keď ZLB prestane byť aktívna, je však potrebná fiškálna reštrikcia, teda proticyklické správanie fiškálnej politiky voči menovej politike. Preto sú v tomto prípade vysoké iba hraničné multiplikátory a pre veľké expanzie sa znižujú. Olivier a Takangmo (2014) s ich DSGE modelom prichádzajú k ešte pesimistickejšiemu záveru – podľa nich multiplikátory pri aktívnej ZLB nie sú vyššie ako obyčajne, pretože zhodnocovanie reálneho výmenného kurzu vykompenzuje efekt fiškálneho stimulu.

V tomto článku sa zameriame na kanál, ktorý identifikovali Christiano a kol. (2011), budeme ho však skúmať v prostredí štruktúrnych VAR modelov, ktoré majú všeobecnejšie predpoklady než DSGE modely. Netechnické úvahy, popisujúce mechanizmus zmeny fiškálnych multiplikátorov pri aktívnom ohraničení ZLB, možno popísať v dvoch krokoch – v objasnení mechanizmu vplyvu konštantnosti úrokových mier na tzv. policy mix a v samotnom modelovaní tejto situácie pomocou kompenzujúcich šokov.

## TEORETICKÉ PREDPOKLADY

V našich úvahách vychádzame z predpokladu, že centrálna banka má pomerne stabilnú reakčnú funkciu, ktorá určuje úrokové miery podľa známych ukazovateľov (napríklad podľa neutrálnej úrokovej miery, inflačného cieľa, inflačnej medzery a/alebo produkčnej medzery v Taylorovom pravidle). Predpokladáme ďalej, že ak je úroková miera nad (nulovou) dolnou hranicou (ZLB), centrálna banka môže vždy nastaviť úrokovú mieru podľa svojej reakčnej funkcie. V súvislosti s aktívnou dolnou hranicou môžu nastať štyri prípady.

1. Ak je úroková miera blízko ZLB a **reakčná funkcia centrálnej banky implikuje prudký pokles úrokovej miery**, skutočná úroková miera klesne na dolnú hranicu a z úrokovej miery, ktorú určuje reakčná funkcia centrálnej banky, sa stane tieňová úroková miera. Tieňová úroková miera je pod dolnou hranicou (často výrazne záporná úroková sadzba) a nemožno ju dosiahnuť – ekonomika vstúpila do režimu ZLB. Rozdiel medzi skutočnou a tieňovou úrokovou mierou je úroková medzera.
2. Ak je ekonomika v režime ZLB a **reakčná funkcia centrálnej banky implikuje pokles úrokovej miery**, tieňová úroková miera sa posunie smerom od dolnej hranice, skutočná úroková miera ostane na dolnej hranici a úroková medzera sa zväčší. Výsledný *policy mix* v tomto prípade je reštriktívnejší v porovnaní so štandardným režimom menovej politiky, pretože úroková miera mala klesnúť, ale ostala konštantná.
3. Ak je ekonomika v režime ZLB a **reakčná funkcia centrálnej banky implikuje nárast úrokovej miery, ktorý je menší ako úroková medzera** (napríklad pre mierne inflačné tlaky), tieňová úroková miera sa posunie smerom k dolnej hranici, skutočná úroková miera ostane na dolnej



hranici a úroková medzera sa zmenší. Výsledný *policy mix* je v tomto prípade expanzívnejší v porovnaní so štandardným režimom, pretože úroková miera mala vzrásť, ale ostala konštantná.

4. Ak je ekonomika v režime ZLB a **reakčná funkcia centrálnej banky implikuje nárast úrokovvej miery, ktorý je väčší ako úroková medzera**, táto sa celkom eliminuje. Skutočná úroková miera stúpne nad dolnú hranicu a ekonomika vystúpi z režimu ZLB.

Prípady 2. a 3. sú pre nás zvlášť dôležité, pretože tu je *policy mix* ovplyvnený aktívnou dolnou hranicou. Zároveň je z týchto prípadov zrejmé, že ekonomiku v režime ZLB je možné modelovať tak, že sa zavedie predpoklad konštantnosti úrokovej miery.

### MODELOVANIE KOMPENZUJÚCICH ŠOKOV

Na samotné modelovanie používame štruktúrny VAR model s úrokovou mierou, mierou rastu verejnej spotreby a prírastkom (relatívnej) produkčnej medzery. Tento model pretransformujeme do tzv. Woldovej reprezentácie, kde sú endogénne premenné funkciou nezávislých štruktúrnych šokov. Naša analýza potom pozostáva z dvoch krokov:

- zo simulácie šoku do verejnej spotreby, pričom úrokové miery nie sú ohraňované (štandardný režim),
- zo simulácie šoku do verejnej spotreby, pričom úrokové miery ostávajú konštantné na úrovni pred začiatkom fiškálneho šoku.

V druhom kroku sú odhady doplnené o šok do úrokových mier, ktorý kompenzuje vplyv fiškálneho šoku. Logiku výpočtu týchto kompenzujúcich šokov si môžeme priblížiť pomocou predpokladu, že ak do nášho VAR modelu zavedieme kladný permanentný jednotkový šok do vládnych výdavkov, úrokové miery v nasledujúcom období vzrastú o  $dif\_r\_f$  a v ďalších obdobiach ostanú na tejto úrovni; obdobne úrokové miery vzrastú v reakcii na jednotkový permanentný šok do úrokových mier o  $dif\_r\_r$  a ďalej ostanú na tejto úrovni. Ak potom do VAR modelu zavedieme súčasne pôvodný šok do vládnych výdavkov z prvého kroku a záporný permanentný šok do úrokových mier o veľkosti  $dif\_r\_f/dif\_r\_r$ , úrokové miery ostanú nezmenené a reakcia produkčnej medzery na kombináciu týchto dvoch šokov bude udávať výsledok fiškálnej expanzie v prostredí konštantných úrokových mier. V praktickom uplatnení tohto princípu (keď sme použili dočasný šok do vládnych výdavkov) sa úrokové miery zafixujú iba na jedno obdobie a do ďalších období treba definovať dodatočné menšie šoky, aby úrokové miery ostali konštantné až do posledného obdobia. Tieto šoky sa postupne kumulujú a ich veľkosť sa určí obdobne, iba v čitateli zlomku bude rozdiel reakcie  $dif\_r\_f$  a trajektórie úrokových mier z predchádzajúceho výpočtu. Takto sa postupuje až do posledného obdobia. Tento iteratívny spôsob výpočtu kompenzujúcich šokov je inováciou našej štúdie<sup>1</sup>. Z logiky výpočtu vyplýva, že 2. prípad vyžaduje kladný kompenzujúci šok, čo spôsobí dodatočnú reštrikciu, a 3. prípad vyžaduje zá-

porný kompenzujúci šok, čo spôsobí dodatočnú expanziu. Znamienko zmeny multiplikátora závisí od reakcie úrokových mier na fiškálnu expanziu.

Z uvedeného vyplýva, že koordinácia fiškálnej a menovej politiky určuje smer zmeny multiplikátora počas aktívnej dolnej hranice. Ak teda úrokové miery s fiškálnou expanziou rastú (menová politika *de facto* ruší vplyv fiškálnej politiky), pri aktívnej dolnej hranici vstupuje záporný kompenzujúci šok a multiplikátor vzrastie. Ak úrokové miery s fiškálnou expanziou klesajú (menová politika podporuje fiškálnu politiku), pri aktívnej dolnej hranici vstupuje kladný kompenzujúci šok a multiplikátor oproti štandardnému režimu klesne.

### VÝSLEDKY

Túto metódu sme aplikovali na eurozónu a USA, a následne na Slovenskú republiku (s mierne modifikovaným VAR modelom, ale kompenzujúce šoky sme počítali tak isto). V eurozóne menová politika pôsobila proti fiškálnej politike, čo viedlo k zápornému kompenzujúcemu šoku. Ten spôsobil rast dlhodobého multiplikátora, ktorý v bol v štandardnom režime pod jednotkou, pri aktívnej dolnej hranici bol však vyšší ako tri a v čase neklesal. Reakcia úrokovvej miery na dočasnú fiškálnu expanziu a multiplikátory pre eurozónu sú znázornené na grafoch 1 a) a 2 a).

V USA menová politika mierne podporovala fiškálnu politiku, čo viedlo ku kladnému kompenzujúcemu šoku. V tomto prípade bol strednodobý a dlhodobý multiplikátor v štandardnom režime medzi 0 a 0,5, zatiaľ čo pri aktívnej dolnej hranici bol prakticky nulový (graf 1 b) a 2 b)).

Situácia na Slovensku bola analogická ako v eurozóne, menová politika pôsobila proti fiškálnej politike, kompenzujúci šok bol kladný a dlhodobý multiplikátor mal hodnotu 2 v normálnej situácii a 4 pri aktívnej dolnej hranici. Reakciu úrokových mier na fiškálnu expanziu a multiplikátor znázorňujú grafy 1 c) a 2 c).

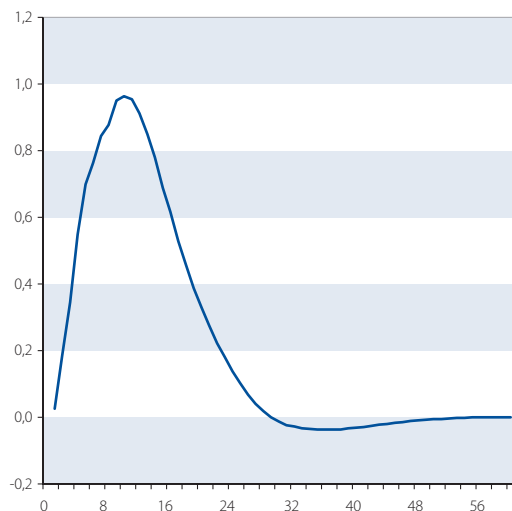
### ZÁVER

V tomto článku sme sa zaoberali efektívnosťou fiškálnej politiky pri aktívnej dolnej hranici úrokových mier. Inovatívnu technikou kompenzujúcich šokov sme dokázali, že kým v Spojených štátoch účinnosť fiškálnej politiky pri aktívnej dolnej hranici úrokových mier klesá, v eurozóne vrátane SR stúpa. Či multiplikátor počas aktívnej dolnej hranice vzrastie alebo klesne, záleží na znamienku reakcie úrokových mier na fiškálnu expanziu, teda na charaktere interakcie fiškálnej a monetárnej politiky. Ak úrokové miery s fiškálnou expanziou klesajú (menová politika podporuje fiškálnu politiku), pri aktívnej dolnej hranici vstupuje kladný kompenzujúci šok a multiplikátor oproti štandardnému režimu klesne. Ak však úrokové miery s fiškálnou expanziou rastú (menová politika *de facto* ruší vplyv fiškálnej politiky), pri aktívnej dolnej hranici vstupuje záporný kompenzujúci šok a multiplikátor vzrastie.

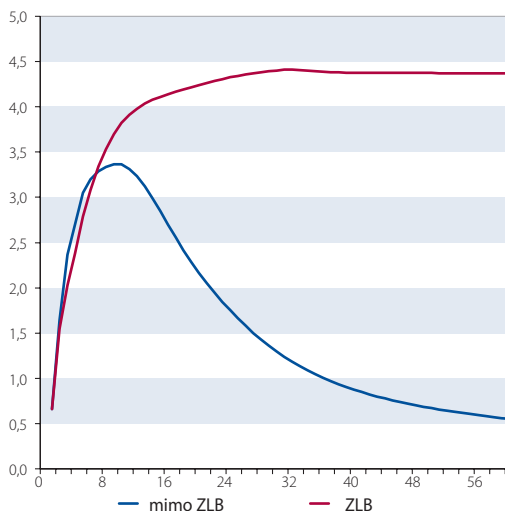
1 Podrobný postup výpočtu je v štúdiu s názvom *Do Fiscal Multipliers Vary with Different Character of Monetary-Fiscal Interactions?* zverejnenej na [https://www.nbs.sk/\\_img/Documents/PUBLIK/WP\\_11\\_2017\\_Bencik\\_Fiscal\\_Multipliers\\_EN.pdf](https://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/WP_11_2017_Bencik_Fiscal_Multipliers_EN.pdf)



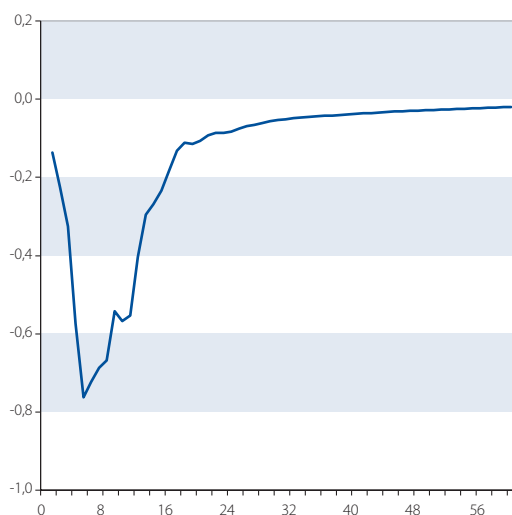
Graf 1 Reakcia úrokových mier na fiškálnu expanziu  
a) eurozóna



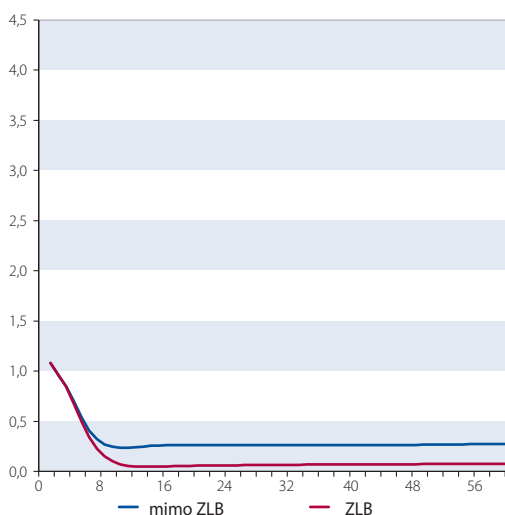
Graf 2 Fiškálne multiplikátory  
a) eurozóna



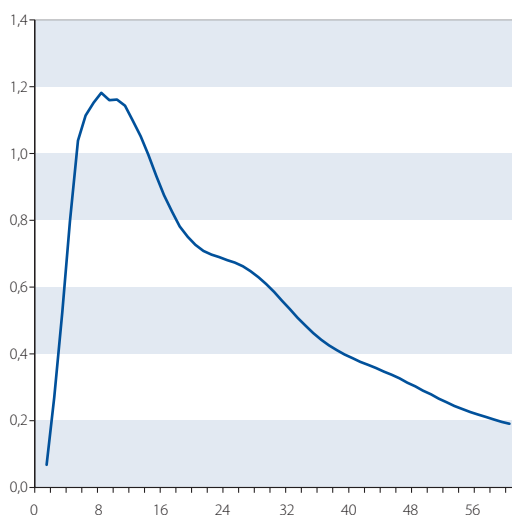
b) Spojené štáty



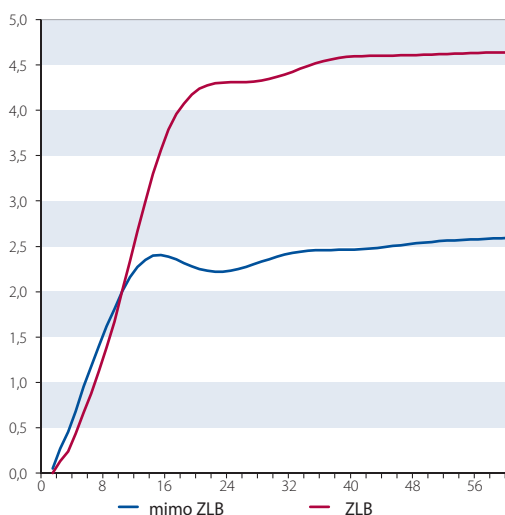
b) Spojené štáty



c) Slovenská republika



c) Slovenská republika



Zdroj: Vlastné výpočty.

Poznámka: Vododorovná os znázorňuje štvrtky.

Literatúra

1. Bilbiie, F. O., Monacelli, T., Perotti, R. (2014): Is Government Spending at The Zero Lower Bound Desirable?, Working Paper, NBER.
2. Coenen, G. et al. (2012): Effects of Fiscal Stimulus in Structural Models, American Economic Journal: Macroeconomics 4 (1), pp. 22-68.
3. DeLong B. and Summers L. H. (2012): Fiscal Policy in a Depressed Economy, Brookings Papers on Economic Activity, pp. 233-297.
4. Eggertson G. (2011): What Fiscal Policy Is Effective at Zero Interest Rates? in: Daron Acemoglu and Michael Woodford (editors): NBER Macroeconomics Annual 2010, Volume 25, University of Chicago Press.
5. Eggertson G. and Krugman P. (2010): Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo approach, NY Fed and Princeton.
6. Felderer B. and Homburg, S. (1992): Macroeconomics and New Macroeconomics, 2-nd edition, Springer Verlag, Berlin etc.
7. Christiano, L., Eichenbaum M., Rebelo S. (2011): When Is the Government Spending Multiplier Large? Journal of Political Economy, Vol. 119, No. 1 (February 2011), pp. 78-121.
8. Olivier and Takangmo (2014): Government Spending Multipliers and the Zero Lower Bound in an Open Economy, Scientific Series, CIRANO, Montreal.
9. Warmedinger, T., Checherita-Westphal, C. & Hernández de Cos, P. (2015), Fiscal multipliers and beyond, Occasional Paper, European Central Bank.
10. Woodford, M. (2011): Simple Analytics of the Government Expenditure Multiplier, American Economic Journal: Macroeconomics 3(1), pp. 1-35.
11. Zeman, J. (2016): Fiscal Multipliers in Slovak Economy, Working Paper, NBS.



# Poistenie právnej ochrany v rozsudku Súdneho dvora EZVO

Dominik Baco, Národná banka Slovenska

Poistenie právnej ochrany je produktom, ktorý sa na Slovensku začal poskytovať koncom 90. rokov. Tento produkt v západnej Európe pôvodne vznikol v súvislosti s rozvojom motorizmu a najmä v tomto segmente bol uvedený produkt medzi slovenskými klientmi aj známy. Ešte v rámci niekdajšieho Európskeho hospodárskeho spoločenstva (EHS), predchodcu dnešnej Európskej únie, sa však ukázalo, že poisťovňa sa pri tomto produkte môže ľahko dostať do konfliktu záujmov, ak súčasne poskytuje aj iný poisťný produkt. Inými slovami, poisťovňa nebude motivovaná poskytnúť najlepšiu právnu ochranu, ak by v dôsledku poskytnutej ochrany mala poskytnúť poisťné plnenie (alebo poskytnúť vyššie poisťné plnenie) z iného poisťného produktu.

1 Ustanovenia niekdajšej smernice 87/344/EHS sa medzičasom bez väčších zmien stali súčasťou smernice 2009/138/ES (Solvency II), a to v článkoch 199 až 205.

2 Z odôvodnenia smernice 87/344/EHS vyplýva, že úplné organizačné oddelenie (tzv. povinná špecializácia poisťovne) bolo už predtým zakotvené vo vtedajšej Nemeckej spolkovej republike. Európska legislatíva však považovala za dostatočnú záruku pred konfliktmi záujmov aj manažérske oddelenie, a najmä spomínané poskytovanie právnej ochrany externými právnikmi. Pozri: <https://eur-lex.europa.eu>.

3 Bolo otáznne, či má podľa smernice právo na slobodný výber externého právnicka skutočne každý klient. Takto formulované právo dokonca zaskočilo aj Európsku komisiu, ktorá ešte v prvom prejednávanej prípadе vo veci poistenia právnej ochrany argumentovala v prospech reštriktívneho výkladu. Pozri bod 30 a nasl. rozsudku vo veci C-199/08 Eschig, dostupného na <https://curia.europa.eu/>.

4 Tento princíp sa prvýkrát objavil v bode 33 rozsudku vo veci C-293/10 Stark dostupnom na <https://curia.europa.eu/>.

5 Judikatúra oboch súdov sa pritom zvyčajne nasleduje: to znamená, že Súdny dvor EZVO vo svojich rozhodnutiach vychádza z predchádzajúcich rozhodnutí Súdneho dvora EÚ a opačne. Keďže však pod Súdny dvor EZVO spadajú len jurisdikcie troch štátov (okrem Lichtenštajnska ide ešte o Nórsko a Island), rozhodovacia činnosť Súdneho dvora EZVO zďaleka nie je taká robustná ako rozhodnutia Súdneho dvora EÚ, pod ktorý spadá 28 štátov.

6 Stanovisko za Slovenskú republiku pripravené Národnou bankou Slovenska je zhrnuté v bodoch 40 a 41 správy súdca spravodajcu k prípadu vo veci E-21/16 Nobile, dostupnej na <http://www.eftacourt.int>.

7 Bod 49 rozsudku Súdneho dvora EZVO vo veci E-21/16 Nobile, dostupného na <http://www.eftacourt.int>.

## SMERNICA O POISTENÍ PRÁVNEJ OCHRANY A JEJ VÝKLAD

V rámci EHS bola v roku 1987 prijatá smernica (87/344/EHS)<sup>1</sup>, ktorá uvedený možný konflikt záujmov vyriešila tromi spôsobmi: 1. úplným organizačným alebo 2. aspoň manažérskym a personálnym oddelením poskytovania právnej ochrany od poskytovania iných poisťných produktov, alebo 3. poskytovaním právnej ochrany prostredníctvom slobodne vybraného externého právnicka (advokáta).<sup>2</sup> Smernica však súčasne posilnila postavenie klienta tak, že právo na slobodný výber externého právnicka má klient vždy, ak ide o zastupovanie v súdnom či správnom konaní, alebo ak klient nesúhlasí s postupom, ktorý navrhol interný právnik.<sup>3</sup>

Dá sa teda povedať, že aj keď poisťovňa organizačne či aspoň manažérsky a personálne zabezpečí oddelenie poskytovania právnej ochrany od iných poisťných produktov, právo klienta na slobodný výber externého právnicka aj tak zostáva pomerne široké. Súdny dvor Európskej únie v jednom zo svojich ďalších rozhodnutí aspoň špecifikoval, že slobodný výber externého právnicka nezahŕňa slobodný výber „akéhokoľvek“ externého právnicka a teda, že jeho odmena, hradená z poisťného plnenia, by mala priamoúmerne zodpovedať výške poisťného.<sup>4</sup>

## LICHTENŠTAJNSKÝ PRÍPAD

V poslednom spore o interpretáciu smernice sa lichtenštajnský občan Pascal Nobile nedohodol so švajčiarskou poisťovňou právnej ochrany pôsobiacej aj v Lichtenštajnsku. V pôvodnom spore išlo o vrátenie časti nájomného medzi p. Nobilem a majiteľkou nehnuteľnosti, v ktorej p. Nobile býval ako nájomník. Poisťovňa so svojimi internými právnikmi otáľala so žalobou proti majiteľke nehnuteľnosti a prípad chcela riešiť mimosúdne. Pán Nobile sa však medzičasom obrátil na externého právnicka, ktorý pripravil žalobu. Poisťovňa nechcela externému právnikovi uhradiť jeho odmenu a dokonca konanie klienta považovala za porušenie poisťnej zmluvy, v dôsledku čoho mala

poisťná zmluva aj zaniknúť. Spor sa tak dostal až pred lichtenštajnský vyšší súd.

Lichtenštajnsko síce nie je členským štátom EÚ, je však zmluvným štátom dohody o Európskom hospodárskom priestore. O interpretácii smernice zo sporu majúceho pôvod v Lichtenštajnsku tak nerozhoduje Súdny dvor Európskej únie, ale Súdny dvor Európskeho združenia voľného obchodu (po anglicky EFTA Court), ktorý taktiež sídli v Luxemburgu.<sup>5</sup>

Podobne ako k prípadom pred Súdnym dvorom EÚ, aj k prípadom pred Súdnym dvorom EZVO sa môžu vyjadriť aj členské štáty Európskej únie. Keďže v Slovenskej republike vykonáva dohľad nad poisťovníctvom Národná banka Slovenska, možnosť pripraviť stanovisko za Slovenskú republiku dostala práve NBS. Po oboznámení sa s doterajšími rozhodnutiami Súdneho dvora EÚ dospela NBS k tomu, že p. Nobile mal právo na slobodný výber externého právnicka.<sup>6</sup> Súdny dvor EZVO napokon tiež rozhodol v prospech p. Nobileho. Vo svojom rozsudku sa riadil úvahami, ktoré naďalej otvárajú cestu širokej interpretácii práva na slobodný výber externého právnicka, limitovaného výškou poisťného plnenia, ktoré je zase limitované výškou poisťného.<sup>7</sup> Otázkou zostávalo nanajvýš to, či p. Nobile toto právo mal preto, lebo žalobou, ktorú namiesto poisťovne pripravil jeho advokát, sa začína súdne konanie (v rámci ktorého mu smernica zaručuje slobodný výber advokáta), alebo preto, lebo poisťovňa nesúhlasila s riešením jeho prípadu súdnou cestou. Súdny dvor si vybral prvú možnosť, už len preto, lebo takto sformuloval predbežnú otázku lichtenštajnský vyšší súd.

Na záver, na základe uvedeného sme toho názoru, že aj v slovenskej legislatíve, alebo podrobnejšie aspoň v poisťných podmienkach, by sa mohol viac akcentovať sprievodný fenomén široko interpretovaného práva na slobodný výber externého právnicka: **konkrétne, že výber externého právnicka je limitovaný výškou jeho odmeny hradenej z poisťného plnenia (čo priamoúmerne zodpovedá výške poisťného).**



# PRÁVO FINANČNÉHO TRHU

ĽUBOMÍR ČUNDERLÍK A KOLEKTÍV

Bratislava: Wolters Kluwer, 2017, 260 strán

Autorský kolektív Katedry finančného práva Právnickej fakulty Univerzity Komenského zložený z odborníkov v oblasti finančného trhu (doc. JUDr. Ľubomír Čunderlík, PhD., JUDr. Yana Daudrikh, PhD., JUDr. Simona Heseková, PhD., Mgr. Ján Mazúr, PhD., Mgr. Peter Rakovský) si za cieľ svojej vysokoškolskej učebnice vytýčil kompaktné spracovanie právnej úpravy finančného trhu vrátane súčasných osobitostí regulácie jeho sektorov.

Z vecného hľadiska je učebnica zameraná na právnu reguláciu finančného trhu v Slovenskej republike, pričom sa systematicky člení podľa jeho pododvetví. Text zároveň odkazuje aj na súvisiaci európsky regulačný rámec. Ambíciou spracovať samostatne problematiku práva finančného trhu je potrebné oceniť, keďže v akademickom prostredí takéto ucelené spracovanie dlhodobo absentovalo. Autori pod vedením vedúceho autorského kolektívu Ľ. Čunderlíka pokryli túto dôležitú a dynamickú oblasť tak pre potreby pedagogického procesu, ako aj odbornej praxe. Je potrebné poukázať na to, že hoci je problematika práva finančného trhu značne rozsiahla, autorský kolektív sa s touto skutočnosťou vyrovnal naozaj účelne. Učebnica je z rozsahového hľadiska vhodne zameraná na najpodstatnejšie aspekty a súvislosti a výstižne charakterizuje hlavné výzvy v regulácii jednotlivých sektorov finančného trhu, pričom táto problematika je spracovaná veľmi prehľadne a ucelene. Pozitívne možno hodnotiť aj súvislé prepojenie teoretického výkladu s aktuálnym stavom a aplikačnou praxou v rámci príslušných častí učebnice. Je vhodné dodať, že text sa tvoril za pomoci značného počtu relevantných domácich, ale aj zahraničných odborných zdrojov.

Vysokoškolská učebnica je rozdelená na dve časti, na všeobecnú a na osobitnú časť.

Úvodná všeobecná časť pozostáva z teoretického vymedzenia finančného trhu a špecifikuje právo finančného trhu z hľadiska pojmu, predmetu úpravy, metódy regulácie, systému či zásad. Poukazuje aj na základné východiská a význam regulácie.

Osobitná časť sa venuje jednotlivým pododvetviam práva finančného trhu a člení sa na osem kapitol. Prvá kapitola sa zaoberá bankovým právom. Výklad je zameraný na verejnoprávnu úpravu komerčného bankovníctva. Prehľadným spôsobom opisuje bankový systém, funkcie a činnosti bánk, kategorizáciu bánk a osobitné požiadavky kladené na podnikanie bánk. V rámci tejto časti je výstižne spracovaná aj právna úprava poskytovania platobných služieb.

Druhá kapitola je zameraná na kapitálový trh a s ním súvisiaci právny rámec. Na spracovanie

a charakteristiku tejto špecifickej a rozsiahlej oblasti bol vhodne zvolený didaktický prístup, vďaka čomu ponúka učebnica problematiku kapitálového trhu v prehľadnej forme a v primeranom rozsahu. Autori sa v tejto časti postupne venujú obchodnému miestu, regulácii vstupu na trh, regulácii trhového správania s dôrazom na zneužívanie kapitálového trhu, regulácii výstupu z trhu, a napokon vymedzeniu investičného bankovníctva a kolektívnemu investovaniu.

Obsahom tretej kapitoly je poisťné právo z hľadiska subjektov vykonávajúcich poisťovaciu činnosť a právna úprava dôchodkového sporenia na Slovensku. Vo štvrtjej kapitole autori objasňujú systém a inštitúty finančného sprostredkovania a finančného poradenstva, definujú kategórie finančného agenta a činnosť finančného poradcu. Piata kapitola je zameraná na devízové právo, pričom sa venuje právam a povinnostiam viažucim sa na tuzemcov a cudzozemcov, záležitostiam spojeným s devízovou licenciou či osobitným opatreniam vo forme depozitnej povinnosti a núdzového stavu v devízovom hospodárstve.

Šiesta kapitola je venovaná dohľadu nad finančným trhom a jeho regulácii. Autori sa v tejto časti zamerali na pôsobnosť Národnej banky Slovenska v oblasti dohľadu nad finančným trhom, na charakteristiku dohľadacej činnosti Národnej banky Slovenska prostredníctvom dohľadu na mieste, dohľadu na diaľku, ale aj výkonu tzv. mystery shopping. Časť obsahu je venovaná aj konaniu pred Národnou bankou Slovenska, správnym deliktom na finančnom trhu a tiež devízovému dohľadu. Následne sa autori venujú dohľadu nad finančným trhom a jeho regulácii v kontexte Európskej únie (EBA, ESMA, EIOPA, banková únia EÚ). Súčasťou tohto celku je aj spracovanie problematiky ochrany finančného spotrebiteľa.

Zameranie siedmej kapitoly spočíva v právnej úprave nástrojov finančného trhu. V tejto časti sa bližšie špecifikuje široké spektrum cenných papierov a pozornosť sa venuje aj problematike finančných derivátov. Posledná ôsma kapitola adekvátne dopĺňa obsah publikácie o aktuálnu oblasť, ktorú predstavujú fintech a finančné inovácie (crowdfunding, kryptomeny).

Vzhľadom na dlhoročnú absenciu samostatného spracovania predmetnej problematiky predložená vysokoškolská učebnica nepochybne obohatí odbornú literatúru v oblasti finančného práva. Predstavuje prínos a praktické využitie nielen pre poslucháčov právnických fakúlt, ale aj pre širšiu odbornú verejnosť.

JUDr. Timotej Andrý  
Národná banka Slovenska



## Strieborná zberateľská minca k 200. výročiu plavby prvého parníka na Dunaji v Bratislave

V roku 1818 priplávala po Dunaji do Bratislavy prvýkrát loď poháňaná parou.  
Pri príležitosti 200. výročia tejto udalosti vydala Národná banka Slovenska 22. mája 2018  
striebornú zberateľskú mincu v nominálnej hodnote 10 eur.



Minca realizovaná podľa návrhu akad. soch. Zbyňka Fojtů



3. cena  
Karol Ličko



Ďalšia 3. cena  
akad. soch. Imrich Svítana

Foto: Štefan Fröhlich

Devätnáste storočie, storočie pary, prinieslo rozvoj paroplavby aj v rakúskej monarchii. Aj dovtedy využívali rieky na lodnú dopravu, no proti prúdu ťahali lode po upravených brehoch pomocou konských záprahov. Už v roku 1817 sa na Dunaji objavil prvý parník Caroline, ktorý vo Viedni skonštruoval Antal Bernhard (1779 – 1830). Drevený kolesový parník meral 15 metrov, bol široký 3,5 m a mal výšku boku 2,3 m. Parný stroj mal výkon 24 konských síl a proti prúdu dokázal vliecť 45 ton nákladu. Skúšku parníka na dlhšiu vzdialenosť uskutočnili 2. septembra 1818 plavbou z Viedne do Bratislavy, ktorá trvala tri hodiny. Parník zakotvil v prístavisku oproti Korunovačnému pahorku (dnes Námestie Ľudovíta Štúra). Na druhý deň, podľa novin Pressburger Zeitung, predviedol zvedavcom niekoľko obrátov po prúde a proti prúdu a pokračoval do Pešti. Na historickú prvú plavbu proti prúdu vyplával z Pešti 16. septembra 1818. Keďže parolod nemala svetlá, plavila sa len počas dňa a do Komárna priplávala 26. septembra 1818. Čistý čas plavby bol podľa zachovaného protokolu 71 hodín, počas ktorých parník prekonal vzdialenosť 120 km.

Na výtvarný návrh striebornej zberateľskej mince vyhlásila Národná banka Slovenska v marci 2017 verejnú anonymnú súťaž, do ktorej bolo predložených deväť výtvarných prác. Komisia na posudzovanie výtvarných návrhov pamätných mincí a zberateľských mincí ich hodnotila v máji 2017. Jej odbornými poradcami boli PhDr. Ľubica Kázmerová, CSc., zástupkyňa Historického ústavu Slovenskej akadémie vied, a Ing. Erich Piš, zástupca Slovenského technického múzea – Múzea dopravy v Bratislave.

Na základe odporúčania odbornej komisie schválila Banková rada NBS na realizáciu výtvarný návrh akad. soch. Zbyňka Fojtů, ktorému bola udelená prvá cena. Komisia hodnotila návrh ako najlepší pre vysokú výtvarnú i obsahovú úroveň averzu i reverzu. Na averze sa autor zameril na detailné zobrazenie technickej schémy fungovania parného stroja. Na reverze je dobre zvolená dobová veduta Bratislavy a v jeho dolnej časti je zobrazený parník Carolina. Návrh komisia hodnotila ako mimoriadne kvalitný aj vzhľadom na veľmi dobré spojenie technického a historického pohľadu na zadanú tému.

Druhá cena nebola v súťaži udelená.

Tretiu cenu získal výtvarník Karol Ličko. Komisia ocenila výtvarnú i obsahovú kvalitu návrhu. Averz návrhu zachytáva širšiu vedutu Bratislavy z petržalského brehu s dobovým figurálnym motívom. Reverz zobrazuje prvý parník Carolina z vtáčej perspektívy.

Ďalšia tretia cena bola udelená akad. soch. Imrichovi Svítanovi. Averz jeho návrhu dominuje veduta Bratislavy s naznačením hladiny Dunaja. Reverzu dominuje verne zobrazený parník. Zaujímavým výtvarným prístupom je minimalistické stvárnenie námetu.

Strieborná zberateľská minca s priemerom 34 mm a hmotnosťou 18 g bola vyrazená zo striebra s rýdzosťou 900/1000 v Mincovni Kremnica. Na hrane je razbou do hĺbky uvedený nápis „ – VIEDEŇ – BRATISLAVA – BUDAPEŠŤ“. Zo schváleného limitovaného počtu 11 000 kusov mincí bolo vyrazených 2 750 kusov v bežnom vyhotovení a 5 650 kusov vo vyhotovení proof.

Dagmar Flaché





## Strieborná zberateľská minca k 150. výročiu narodenia Dušana Samuela Jurkoviča

Pri príležitosti 150. výročia narodenia Dušana Samuela Jurkoviča, jedného z najvýraznejších architektov Slovenska, vydá Národná banka Slovenska 10. júla 2018 striebornú zberateľskú mincu v nominálnej hodnote 10 eur.



Minca realizovaná podľa návrhu Karola Lička

Dušan Samuel Jurkovič (23. 8. 1868 Turá Lúka – 21. 12. 1947 Bratislava) je jednou z najvýznamnejších osobností architektúry Slovenska v 20. storočí. Jeho početné a rozmanité dielo, ktoré sa vyznačuje charakteristickým autorským prejavom, sa stalo súčasťou mnohotvárneho procesu formovania modernej slovenskej architektúry. Koncom 19. storočia navrhol stavby, ktoré patria medzi jeho najznámejšie diela inšpirované folklórom – Pustevny na Radhošti. Už tu sa prejavila jeho znalosť ľudovej architektúry a schopnosť transformovať ju do osobitých diel. V roku 1928 vytvoril jedno z ikonických diel modernej architektúry – mohylu jeho osobného priateľa Milana Rastislava Štefánika na Bradle. Jurkovič mal zodpovednosť za celú prípravu smútočného ceremonálu. Do tohto diela sa naplno premietli jeho idey v oblasti pamätníkovej tvorby. Jurkovičovu všestrannosť dokladujú aj industriálne stavby, ktoré vytvoril v tridsiatych rokoch minulého storočia. Medzi nimi majú výnimočné postavenie stanice lanovej dráhy na Lomnický štít vo Vysokých Tatrách.

Na výtvarný návrh mince vyhlásila Národná banka Slovenska v marci 2017 verejnú anonymnú súťaž. Do súťaže bolo predložených 21 výtvarných prác od 16 autorov. Komisia na posudzovanie výtvarných návrhov pamätných mincí a zberateľských mincí ich hodnotila v júni 2017. Jej odbornými poradkyňami v procese hodnotenia boli doc. PhDr. Danica Bořutová, PhD., z Katedry dejín výtvarného umenia FFUK, a PhDr. Katarína Haberlandová, PhD., zástupkyňa Ústavu stavebníctva a architektúry SAV.

Na základe odporúčania odbornej komisie schválila Banková rada NBS na realizáciu výtvarný

návrh autora Karola Lička, ktorému bola udeľená prvá cena. Jeho averz zobrazuje dve ikonické diela Jurkovičovej medzivojnovovej tvorby – Mohylu M. R. Štefánika na Bradle a vrcholovú stanicu lanovky na Lomnický štít. Reverz komisiu zaujal kvalitným portrétom a vydareným kompozičným riešením. Komisia považovala za veľmi vyvážené reliéfne portrétne stvárnenie v symbióze s písmom, ktoré rešpektuje dobový secesný charakter.

Druhá cena nebola v súťaži udelená.

Dve tretie ceny získal akad. soch. Zbyněk Fojtů. Na prvom z jeho návrhov komisia ocenila nápadité kompozičné riešenie averzu – prezentáciu mohyly na Bradle v podobe spojenia jej zobrazenia z vtáčej perspektívy a zobrazenia jej pôdorysu. Reverzu dominuje umelecky výrazný portrét. Na druhom návrhu akad. soch. Zbyněka Fojtů komisia pozitívne hodnotila skutočnosť, že na averze sú zobrazené všetky tri základné fázy Jurkovičovej tvorby – diela inšpirované folklórom, ktoré reprezentujú Pustevny na Radhošti, monumentálno-pamätníkovú tvorbu, ktorú predstavuje Mohyla M. R. Štefánika na Bradle, a jeho stavby technického rázu, ktoré reprezentuje vrcholová stanica lanovky na Lomnický štít. Reverzu dominuje umelecky výrazný portrét.

Strieborná zberateľská minca s priemerom 34 mm a hmotnosťou 18 g bola vyrazená zo striebra s rýdzosťou 900/1000 v Mincovni Kremnica. Na hrane je razbou do hĺbky uvedený nápis „OSOBNOSŤ SLOVENSKEJ ARCHITEKTÚRY“. Zo schváleného limitovaného počtu 11 000 kusov mincí bolo vyrazených 2 550 kusov v bežnom vyhotovení a 5 050 kusov vo vyhotovení proof.

Dagmar Flaché



3. cena  
akad. soch. Zbyněk Fojtů



Ďalšia 3. cena  
akad. soch. Zbyněk Fojtů

Foto: Štefan Fröhlich



## INTERNATIONAL CONFERENCE: THE CHALLENGES FOR CENTRAL BANKING

On 5 June 2018 an international conference entitled *The Challenges for Central Banking* was held in Bratislava as part of a series of events to mark the 25th anniversary of *Národná banka Slovenska* (NBS). The conference addressed some of the key issues facing central banks today. The discussions were divided into three panels, each focused on a particular topic as follows: (1) *Managing the twin goals of central banks: financial stability and price stability*; (2) *Measuring, navigating and responding to financial cycles*; (3) *Shaping the future of financial services*. The heads of the Czech, Austrian and Swiss central banks each chaired a discussion panel. The panellists included representatives of *Národná banka Slovenska*, international financial institutions, commercial banks, and academia. In his opening remarks to the conference, NBS Governor Jozef Makúch stressed that the issues of financial stability, technological innovation in the financial sector, and non-standard monetary policies had to be viewed from both the position of the global economy and the position of small open economies such as Slovakia's. He also noted that the Slovak banking sector was in some respects better prepared for the introduction of new technology, since it had not been burdened with legacy procedures from the 20th century. (p. 2)

## MACROECONOMIC PROJECTIONS FOR SLOVAKIA ACCORDING TO THE JUNE 2018 MEDIUM-TERM FORECAST (MTF-2018Q2)

Slovakia's annual economic growth in 2018 is now projected to be 4.0%, which although lower than projected in the March 2017 Medium-Term Forecast, is still higher than the last year's growth rate of 3.4%. In addition to a pick-up in export performance, the growth forecast reflects the expansion of production capacity in the car industry and also envisages a gradual strengthening of domestic demand. Household income growth is expected to have an upward impact on consumer demand. Employment is expected to increase throughout the projection period, but the pace of that growth should gradually decrease owing mainly to labour market tightening, negative demographic trends, and a declining pool of skilled unemployed. The unemployment rate is projected to maintain its moderate downward trend and to creep below 6% before the forecast horizon. The inflation rate is expected to accelerate under demand-pull pressures, and remain above 2% throughout the projection period. (p. 12)

## PRINCIPAL RISKS AND TRENDS IN REGARD TO THE STABILITY OF THE SLOVAK BANKING SECTOR

Jozef Kalman, *Národná banka Slovenska*

The notably benign economic environment has been having a rather favourable impact on the financial stability of the Slovak financial sector. This trend, however, also entails risks in regard to long-term sustainability. As for external risks to financial stability, financial market risks are becoming ever more significant and include, in particular, the risk related to the potential overpricing of assets. In the domestic environment, the most significant trend and risk is excessive household credit growth and the related high increase in household indebtedness. *Národná banka Slovenska* has responded to this situation by tightening regulatory requirements for lending to households. Rapid credit growth has also had an upward impact on liquidity risk. (p. 14)

## FOLLOW-UP ON THE CCyB IN SLOVAKIA: BUILD-UP, CALIBRATION AND RELEASE

Štefan Rychtárik, *Národná banka Slovenska*

Macroprudential policy was intended to use a wide range of instruments, differing by type, scope and legal background. The application of these instruments across the European Union has varied in practice due to

differences in the legislative environment. Unlike most other macroprudential policy instruments, countercyclical capital buffer (CCyB) frameworks are implemented in all EU Member States. Although these frameworks have a general homogeneity stemming from common provenance in EU legislation, their practical implementation in Member States reflects different characteristics of local financial and lending markets. Naturally, there continue to be various approaches to financial cycle monitoring, buffer rate calibration, and buffer release. Some frameworks are more sophisticated, while others employ simpler metrics, but always searching for a balance between complexity and transparency, accuracy and intuitiveness. In its conduct of macroprudential policy, *Národná banka Slovenska* has so far opted for a more transparent and intuitive approach to all stages of the CCyB process, such that reflects the traditional business models of local banks, the absence of a deep domestic financial market, and the limited length of time series. (p. 20)

## FISCAL MULTIPLIERS AND THEIR DEPENDENCE ON THE INTERACTION BETWEEN MONETARY AND THE FISCAL POLICIES

Michal Benčík, *Národná banka Slovenska*

Using structural vector autoregressions (SVARs), we investigate the fiscal multiplier in normal times and in the presence of a binding zero lower bound (ZLB) on interest rates. We construct special shocks to interest rates that compensate their reactions to fiscal expansion and hold the rates constant, applying the model to the euro area and the United States. In the case of the euro area, the multiplier increases sharply in the ZLB, but in the United States it decreases. The sign of its change is determined by the coordination of fiscal and monetary policy, i.e. whether interest rates rise or drop in response to fiscal expansion. We also applied this technique to Slovakia and found that the change of the multiplier in the ZLB in Slovakia is analogous to that in the euro area. (p. 25)

## EFTA COURT INTERPRETS LEGAL EXPENSES PROVISION OF EU DIRECTIVE

Dominik Baco, *Národná banka Slovenska*

In this article, the author looks at the issue of legal expenses insurance. Originally under Directive 87/344/ECC and now under Articles 199 to 205 of Directive 2009/138/EC (Solvency II), insured persons enjoy a right (under certain circumstances) to freely choose an external lawyer to serve their interests. Recently, a Liechtenstein court requested the EFTA Court to give a preliminary ruling concerning the interpretation of that right. As usual, the EU Member States were also asked to submit their observations. The author, an employee of the National Bank of Slovakia who participated in the elaboration of that observation, examines the judgment of the Court as well as some of its implications for Slovak legislation or at least for insurers' future practice. (p. 28)

## BOOK REVIEW: PRÁVO FINANČNÉHO TRHU (FINANCIAL MARKET LAW)

by Lubomír Čunderlík et al.

Timotej André, *Národná banka Slovenska*

This university textbook focuses on the legal regulation of the financial market in Slovakia and refers to the related European regulation. Praise is due for the intention to provide a dedicated comprehensive treatment of financial market law in Slovakia, something that has long been lacking in the academic literature. Written by a team of authors led by Lubomír Čunderlík, the book covers its subject matter very clearly and coherently. It is divided into a general part and a detailed part, the latter being subdivided into eight chapters on different aspects of financial market law. While aimed mainly at law students, this book will also be of practical use to professionals in the field. (p. 29)



# Sympóziium pri príležitosti 25. výročia vzniku NBS



Foto: Roman Benický

