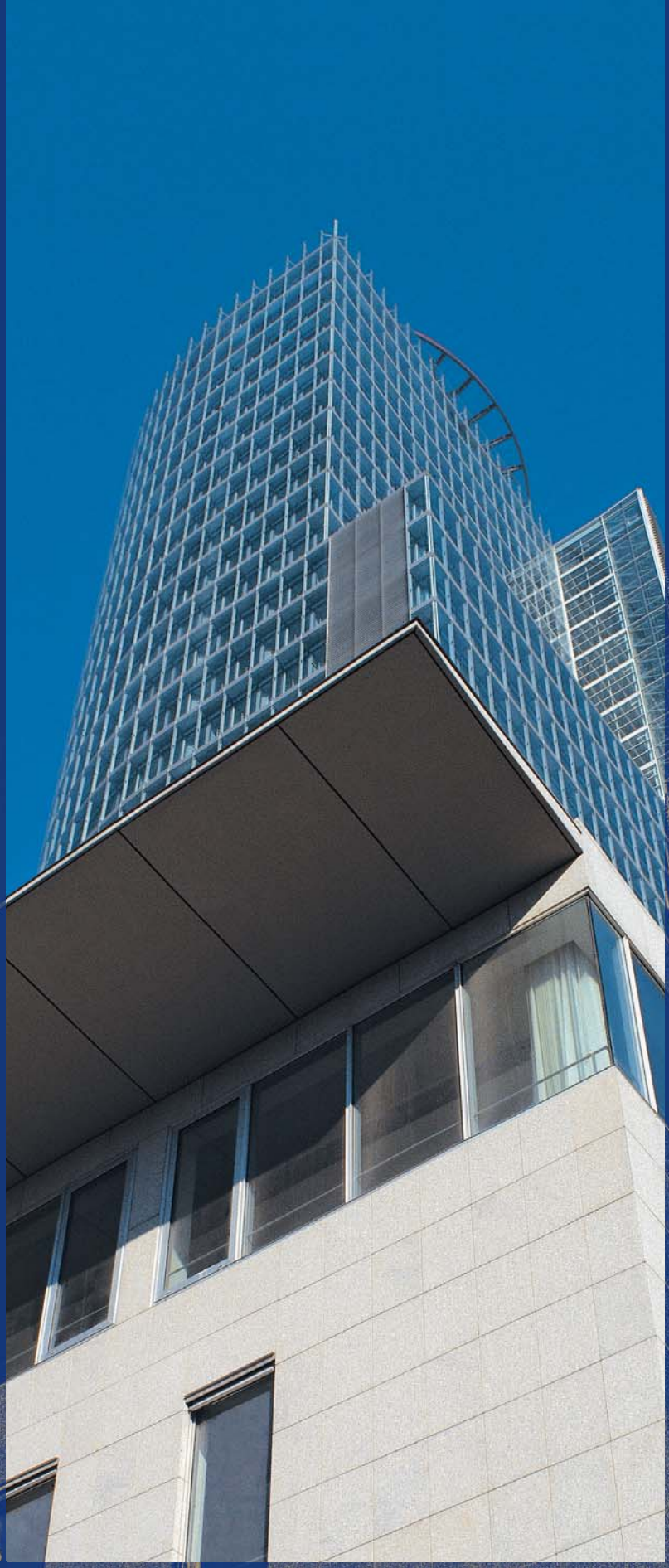
BATEC

3

Marec 2014
Ročník 22

ODBORNÝ
BANKOVÝ
ČASOPIS



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA

Vladimír Dvořáček

nový člen Bankovej rady NBS

Od 2. apríla 2014 má Banková rada Národnej banky Slovenska nového člena. Stáva sa ním Ing. Vladimír Dvořáček, ktorý pracuje v centrálnej banke od roku 2010 na pozícii výkonného riaditeľa útvaru dohľadu nad finančným trhom. Do jeho pôsobnosti spadá dohľad nad bankovníctvom, trhom cenných papierov, poisťovníctvom a dôchodkovým sporením vrátane regulácie týchto oblastí, politika obozretnosti na makroúrovni, finančná stabilita a ochrana finančného spotrebiteľa. Národnú banku Slovenska zastupuje v Európskom orgáne pre bankovníctvo (EBA), v Európskom výbore pre systémové riziká (ESRB), v Ekonomickom a finančnom výbore Rady EÚ (EFC) a od januára 2014 aj v Rade pre dohľad ECB v rámci jednotného mechanizmu dohľadu.

Vláda Slovenskej republiky vymenovala Vladimíra Dvořáčka za člena Bankovej rady NBS 19. februára 2014.

Finále národného kola súťaže pre študentov Generácia €uro

Národná banka Slovenska usporiadala 14. marca 2014 národné finálové kolo stredoškolskej súťaže Eurosystému s názvom Generácia €uro – súťaž pre študentov. Do národného finálového kola postúpilo päť študentských tímov z gymnázií a stredných škôl z celého Slovenska, ktoré pred odbornou porotou prezentovali svoje fiktívne menovopolitické rozhodnutia Eurosystému.

Víťazným tímom sa stal tím študentov z Gymnázia J. M. Hurbana z Čadce, druhé miesto obsadili študenti z Gymnázia Andreja Kmeťa z Banskej Štiavnice a na treťom mieste sa umiestnili študenti zo Spojenej školy Tvrdošín – SPŠ TIS. Finálového kola sa zúčastnili aj študenti zo Spojenej školy Tvrdošín – Obchodná akadémia a zo Súkromného gymnázia v Žiline.

Ceny študentom odovzdala generálna riaditeľka odboru ekonomických a menových analýz NBS a zároveň predsedníčka poroty Renáta Konečná. Počas slávnostného odovzdávania cien vyzdvihla nadšenie a profesionalitu tímov pri spracúvaní náročnej odbornej problematiky.

Foto: Archív NBS.

BIATEC
Odborný bankový časopis
Marec 2014

Vydavateľ:
Národná banka Slovenska
Imrich 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: 10-krát do roka
Cena výtlačku pre predplatiteľov: 2 €
Ročné predplatné: 20 €
Poštovné hradí predplatiteľ.

Objednávky na predplatné v SR a do zahraničia, reklamácie, distribúcia:
VERSUS, a. s., Expedičné stredisko,
Pribinova 21, 819 46 Bratislava
tel.: 02/5728 0368, fax: 02/5728 0148
e-mail: expedicia@versusprint.sk
Termín odovzdania rukopisov: 19. 3. 2014
Dátum vydania: 31. 3. 2014
Evidenčné číslo: EV 2817/08
ISSN 1335 – 0900

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

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

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

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

Obsah

Na aktuálnu tému

Očakávaný makroekonomický vývoj SR 2
(Odbor ekonomických a menových analýz NBS)

Menová politika

Výkon menovopolitických operácií ECB a aktivita európskych bánk na peňažnom trhu v roku 2013 4
(Roman Kostelný)

Transmisný mechanizmus menovej politiky na Slovensku 12
(Ján Beka)

Kríza zvýšila dopyt bánk po rezervách – peňažný multiplikátor klesol 18
(Rastislav Čársky)

Informácie

Ponuka podujatí Inštitútu bankového vzdelávania NBS, n. o., na apríl 2014 17

Banková únia

Aktuálny vývoj v rámci druhého piliera bankovej únie 20
(Vladimír Dvořáček, Júlia Čillíková, Peter Pénzeš)

Labour market

Estimates of Labour Supply Elasticities in Slovakia 25
(Matúš Senaj, Zuzana Siebertová, Norbert Švarda, Jana Valachyová)

Očakávaný makroekonomický vývoj SR

Slovenská ekonomika v poslednom štvrťroku 2013 mierne zrýchlila tempo rastu, predovšetkým v dôsledku priaznivého vývoja našich obchodných partnerov. Z hľadiska zdrojov rastu ekonomiky sa k zahraničného dopytu pridal aj domáci investičný dopyt. Súkromná spotreba však naďalej stagnovala. V roku 2014 sa predpokladá pokračovanie týchto tendencií a ekonomika by mala dosiahnuť rast 2,4 % s následným zrýchlením na 3,3 % v roku 2015 a na 3,5 % v roku 2016. Situácia na trhu práce by sa mala zlepšovať v súlade s očakávaným zrýchľovaním ekonomickej aktivity. Inflácia by mala v roku 2014 takmer stagnovať. Zrýchlenie rastu cien sa predpokladá až s výraznejším oživením súkromnej spotreby v rokoch 2015 a 2016.

Aktuálny vývoj ako východisko strednodobej predikcie

V poslednom štvrťroku 2013 pokračovalo postupné oživovanie globálnej ekonomiky, naďalej však pretrvával diferencovaný vývoj v jednotlivých zoskupeniach. Kým vo vyspelých krajinách sa upevnil hospodársky rast, rozvíjajúce sa ekonomiky rástli pomalším tempom v dôsledku slabšieho domáceho dopytu, obmedzeného priestoru na ďalšie podporné domáce politiky a napätia na finančných trhoch. Ekonomika eurozóny zaznamenala vo 4. štvrťroku 2013 rast 0,3 %. Dynamika rastu hrubého domáceho produktu sa tak zrýchlila o 0,2 percentuálneho bodu. Viaceré predstihové indikátory naznačujú pokračovanie mierneho ekonomického rastu aj v 1. štvrťroku 2014.

Na Slovensku sa zlepšovanie nálad v ekonomike vo 4. štvrťroku 2013 prenieslo aj do reálnych čísel. Ekonomika podporená najmä pokračujúcim oživením v eurozóne vzrástla vo 4. štvrťroku o 0,4 %, čo bolo v súlade s očakávaniami januárovej strednodobej predikcie. Štruktúra rastu však bola priaznivejšia, keď sa k zahraničnému dopytu pridal aj domáci dopyt (predovšetkým investičná aktivita). Export rástol pomerne robustne a opätovne rýchlejšie ako zahraničný dopyt. Dopyt po slovenských výrobkoch a službách pochádzal tak z eurozóny, ako aj zo zvyšku sveta a bol tak vyváženejší. Pozitívnym znakom bol výraznejší príspevok exportu do krajín mimo eurozóny. K tomuto vývoju pravdepodobne prispieval aj podhodnotený reálny efektívny výmenný kurz.

Z domácej časti ekonomiky bol hlavným zdrojom rastu investičný dopyt. Po negatívnom vývoji v prvých troch štvrťrokoch 2013 prišlo v poslednom štvrťroku k jeho relatívne silnému oživeniu. Obnovili sa investície v celej ekonomike, najväčšiu časť však tvorili investície do veľkých projektov (automobilový priemysel, dostavba Mochoviec, infraštruktúrne projekty).

Rast súkromnej spotreby sa stále nenaštartoval. V poslednom štvrťroku 2013 sa síce zaznamenal mierny rast, ktorý ovplyvnil najmä vyšší dopyt po tovaroch dlhodobej spotreby, za rok 2013 ako celok však klesla súkromná spotreba o 0,1 % a pokračovala tak v štyri roky trvajúcom poklese.

Konečná spotreba verejnej správy pokračovala v poslednom štvrťroku 2013 v raste, keď sa výraznejšie zvýšili kompenzácie pri umiernenom vývoji medzispotreby. Za celý rok tak verejná spotreba po dvoch rokoch poklesu vzrástla a prispela kladne k rastu ekonomiky.

Na trhu práce sa v poslednom štvrťroku 2013 prejavili pozitívne trendy. Zamestnanosť sa zvýšila o 0,3 %, čiže mierne rýchlejším tempom, ako sa očakávalo. Väčšiu časť rastu zamestnanosti tvorilo zvýšenie počtu živnostníkov. Rástol ale aj počet zamestnancov vo všetkých hlavných odvetviach ekonomiky. Pozitívny vývoj sa zachoval v priemysle a stavebníctve, kde rástla zamestnanosť aj počet odpracovaných hodín na zamestnanca, čo súvisí s pretrvávaním konkurencieschopnosti priemyslu. V súlade s tvorbou nových pracovných miest a s rastom zamestnanosti sa znížila miera nezamestnanosti. V poslednom štvrťroku 2013 dosiahla 14,1 % a bola mierne nižšia ako očakávania. V oblasti miezd došlo v poslednom štvrťroku 2013 k negatívnemu vývoju v porovnaní s očakávaniami. Nominálne mzdy v súkromnom sektore stagnovali a k nepatrnému rastu prispelo najmä zvyšovanie miezd vo verejnej správe.

Pokles cien sa v poslednom štvrťroku 2013 na medzištvrťročnej báze prehĺbil a dosiahol -0,2 %. Inflácia tak poklesla už druhý štvrťrok po sebe, v dôsledku čoho sa medziročná dynamika spomalila na 0,5 %. Pokles cien bol mierne vyšší, ako sa čakalo, a najväčší vplyv mal prepad cien potravín (predovšetkým nespracovaných). V prvých dvoch mesiacoch tohto roka pokračovala inflácia v poklese a vo februári sa medziročná dynamika dostala dokonca do zápornej hodnoty (-0,1 %). Okrem potravín pôsobili tlmiaco ceny energií, služieb aj priemyselných tovarov bez energií.

Makroekonomická predikcia[1]

Aktuálna predikcia naďalej pracuje s predpokladom výraznejšieho oživenia ekonomiky eurozóny. Potvrdzujú to zahraničné predstihové indikátory, ktoré sa vyvíjali v prvých dvoch mesiacoch pozitívne, a poukazujú tak na pokračovanie zvyšovania ekonomickej aktivity v tomto roku. Zlepšovanie situácie v eurozóne by malo podporiť

1 Horizont predikcie bol predĺžený až do konca roku 2016.

výkon slovenskej ekonomiky. Pomerne robustný rast vývozu v prvom mesiaci roka 2014 podporil priaznivý výhľad pre vývoj exportnej výkonnosti v tomto roku. Predpokladá sa rýchlejší rast vývozu ako zahraničného dopytu po našich výrobkoch a službách. Slovensko by malo naďalej získavať trhové podiely a tým konvergovať k vyspelým ekonomikám.

K zahraničnému dopytu ako hlavnému zdroju rastu ekonomiky v roku 2014 by sa mal pridať aj domáci dopyt. V ďalších rokoch sa očakáva vyšší príspevok domáceho dopytu. Ekonomika by mala v roku 2014 zrýchliť tempo rastu na 2,4 % s následnou akceleráciou na 3,3 % v roku 2015 a na 3,5 % v roku 2016.

Domáci dopyt by mal byť podporený rastom všetkých jeho zložiek. Po výraznom prepade investícií v minulom roku sa čaká obnova investičného dopytu. Ako naznačili údaje za posledný štvrťrok 2013, keď vzrástli investície vo viacerých odvetviach, predpokladá sa pokračovanie priaznivého vývoja v celom horizonte predikcie. Po konsolidačnom úsilí vlády v minulom období sa očakáva naštartovanie aj verejných investícií, najmä prostredníctvom čerpania fondov EÚ.

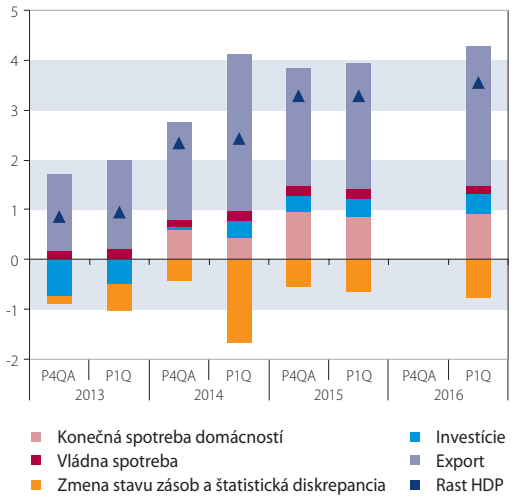
Súkromná spotreba dlhodobo stagnuje, preto došlo k miernej korekcii jej vývoja k pomalšej obnove. Predpokladá sa len postupná obnova dôvery s pozitívnym dopadom na rast súkromnej spotreby. Prvý mesiac v tomto roku naznačil pozitívne trendy v spotrebe, jej výraznejšiu akceleráciu však predpokladáme až v druhom polroku 2014, keď by sa malo zrýchliť tempo rastu reálnych príjmov. V horizonte predikcie sa očakáva postupné zrýchľovanie súkromnej spotreby v súlade s rastom príjmov bez dosahu na mieru úspor.

Aktuálne dostupné údaje v prvých mesiacoch 2014 naznačujú pomerne rýchly rast výdavkov centrálnej vlády. Tento vývoj sa premietol do predikcie na tento rok, keď sa predpokladá nepatrné zrýchlenie rastu verejnej spotreby v porovnaní s minulým rokom. V rokoch 2015 a 2016 sa očakáva mierne spomalenie rastu verejnej spotreby. V štruktúre by sa mali zvyšovať najmä výdavky na mzdy a sociálne transfery.

V tomto roku by sa mal prejaviť výraznejší rast dovozu. Na jednej strane to súvisí s relatívne robustným rastom vývozu, ktorý pri zachovaní dovoznej náročnosti bude podporovať aj rast dovozu. Na strane druhej sa predpokladá oživenie domáceho dopytu, čo spôsobí obnovu dovozu investícií a tovarov na spotrebu. V ďalších rokoch sa očakáva mierne spomalenie dynamiky dovozu, keďže aj rast exportnej výkonnosti by sa mal spomaliť.

Zlepšovanie výkonnosti slovenskej ekonomiky sa už začalo premietať aj do situácie na trhu práce. Po pozitívnom vývoji koncom minulého roka sa očakáva pokračovanie tohto trendu aj v roku 2014. Zlepšili sa očakávania firiem o budúcej potrebe zamestnancov, čo sa premietne do nárastu zamestnanosti. Najvýraznejšie by sa to malo prejaviť v prvej polovici tohto roka. V ďalšom období sa rast zamestnanosti v súlade so zvyšujúcou sa ekonomickou aktivitou ustáli. Miera nezamestnanosti by mala v priebehu prognózovaného obdobia klesať, ku koncu horizontu predikcie by mala dosiahnuť 11,7 %, čo by malo byť blízko úrovne NAIRU (miery nezamestnanosti, ktorá nevytvára dopytové inflačné tlaky). Rast produktivity práce by sa mal v horizonte predikcie zrýchľovať, keď bude odrážať nárast exportnej výkonnosti a akceleráciu domáceho dopytu. Zároveň sa predpokladá v tomto roku pokrytie zvýšenia ekonomickej aktivity cez zamestnanosť a v ďalšom období aj cez vyšší počet odpracovaných hodín.

Vývoj HDP2 (medziročný rast v %, príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS.

Po výraznom minuloročnom dezinflačnom procese by sa mal rast cien v prvom polroku takmer zastaviť v dôsledku nízkeho spotrebiteľského dopytu a klesajúcich dovozných cien energií a potravín. Mierny rast cien sa predpokladá len pri priemyselných tovaroch bez energií a pri službách. Postupná akcelerácia v priebehu roka by mala odzrkadľovať sezónne faktory a obnovu spotrebiteľského dopytu. Ten by mal podporiť infláciu v ďalších rokoch, keď sa uvažuje s rastom cien priemyselných tovarov bez energií a cien služieb.

Podľa aktuálnej strednodobej prognózy by reálna ekonomika mohla v roku 2014 zaznamenať vyšší rast, ako sa očakáva, aj vďaka teplej zime, pokračujúcemu rastu trhových podielov na zahraničných trhoch (vyšší rast exportnej výkonnosti) a vyššiemu čerpaniu fondov EÚ. Čiastočným rizikom by mohlo byť vyhrotenie geopolitických rizík. Riziká vývoja HDP v rokoch 2015 a 2016 sa zdajú byť vyvážené. Vyvážené sú aj riziká cenového vývoja v roku 2014. V nasledujúcich rokoch predstavujú riziko smerom k vyššiemu rastu cien technické predpoklady (ceny ropy, výmenný kurz a dovezená inflácia) a rýchlejší rast verejnej spotreby. Zahraničný dopyt a nižší ako predpokladaný rast kompenzácii by mal čiastočne tlmiť výraznejší rast cien.

Odbor ekonomických a menových analýz NBS

2 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 60 %). Zvyšok dovozu bol zaradený do zmeny stavu zásob a štatistickej diskrepancie.

Výkon menovopolitických operácií ECB a aktivita európskych bánk na peňažnom trhu v roku 2013

Roman Kostelný
Národná banka Slovenska

Článok sumarizuje najdôležitejšie udalosti, ktoré sa zaznamenali na agregátnej úrovni eurozóny. Ďalej sa zaoberá postupmi ECB v oblasti menovopolitických operácií a ich samotným výkonom. Súčasťou je aj správanie bánk eurozóny pri čerpaní zdrojov z ECB prostredníctvom refinančných tendrov a na druhej strane ich aktivita pri riadení prebytku likvidity. Na vytvorenie celkového obrazu o situácii v eurozóne slúži popis obchodnej aktivity európskych bánk na peňažnom trhu, ktorá odráža ochotu zobchodovať voľné prostriedky na medzibankovom trhu a tým prakticky zabezpečiť fungovanie transmisného mechanizmu menovej politiky ECB. Článok je rozdelený do štyroch častí. Prvá sumarizuje výkon menovopolitických operácií ECB a rozhodnutia menovej autority. Druhá sa špecializuje na správanie domácich bánk v menovopolitických operáciách ECB. Tretia časť sa zameriava na situáciu na peňažnom trhu na agregátnej úrovni eurozóny a posledná opisuje správanie domácich bánk na peňažnom trhu.

Úvod

V roku 2013 mali banky eurozóny po prvýkrát možnosť predčasne splácať oba trojročné tendre. Vzhľadom na viditeľné zlepšenie situácie na medzibankovom trhu sa odborná verejnosť zameriavala na tempo, aké si zvolia najmä najväčší účastníci trojročných tendrov. To by malo zásadný vplyv na redukciu prebytku likvidity, ktorý sa viditeľne naakumuloval po ich zrealizovaní. Trhoví analytici vnímali objem prebytku veľmi citlivo, pretože pri dosiahnutí určitej kritickej úrovne sa predpokladal jeho významný vplyv na vývoj úrokových sadzieb na peňažnom trhu, prípadne na vyššiu volatilitu.

Po významných mimoriadnych opatreniach uskutočnených v rokoch 2011 a 2012, ako bolo uskutočnenie trojročných tendrov a vyhlásenie prezidenta ECB M. Draghiho o podniknutí nutných krokov na záchranu eura (realizácia priamych menových transakcií – *outright monetary transactions*, tzv. program OMT), trhoví analytici zvažovali, či bude ECB pokračovať v implementácii ďalších mimoriadnych opatrení, prípadne či sa odhodlá aj na iné opatrenia, napr. na program nákupu aktív.

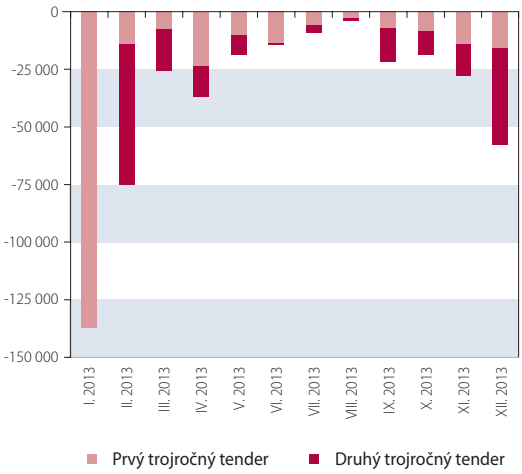
Očakávania sa týkali aj situácie na peňažnom trhu, najmä aktivity mechanizmu menovej politiky. Vzhľadom na neochotu bankových subjektov vstupovať do nezabezpečených transakcií s protistranami z problémových krajín sa však v tejto oblasti zaznamenáva veľmi nízka aktivita.

Po vstupe do eurozóny sa domáce banky zúčastňovali skôr na sterilizačných operáciách, pričom výnimkou vyššej participácie v rámci refinančných operácií boli len uskutočnené mimoriadne dlhodobé splatnosti. Prípadná zmena v ich záujme o menovopolitické operácie mohla nastať vplyvom vyššej aktivity na peňažnom trhu. Samotný peňažný trh pre ne stále predstavoval priestor, kde mohli dostatočne pokryť potreby likvidity a zobchodovať voľné prostriedky. Vplyvom prípadnej zmeny situácie na peňažnom trhu mohli rozšíriť okruh protistrán mimo vlastnej bankovej skupiny.

Menovopolitické operácie ECB

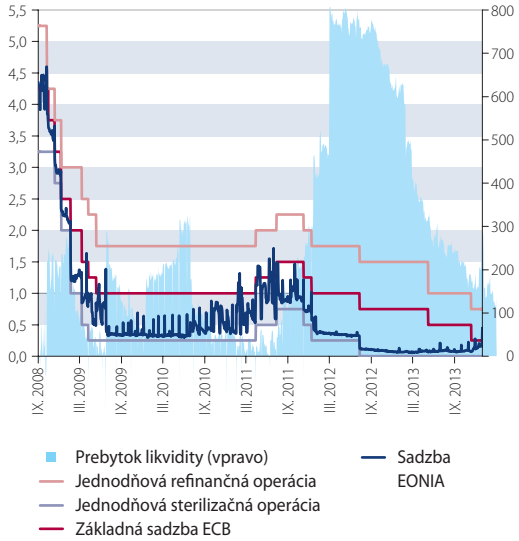
Pozitívne účinky vyhlásenia prezidenta ECB o uskutočnení akýchkoľvek potrebných krokov na záchranu eura a zároveň implementácia programu OMT v roku 2012 prispeli k viditeľnému zmierneniu negatívnych javov zaznamenaných na finančnom trhu.

Graf 1 Tempo predčasného splácania trojročných zdrojov (v mil. EUR)



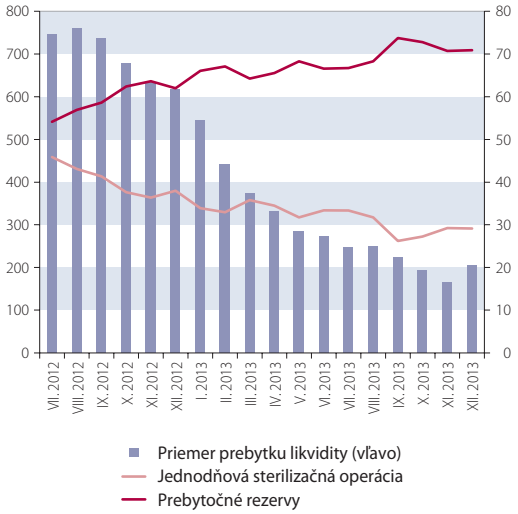
Zdroj: ECB, NBS (spracovanie).

Graf 2 Vývoj prebytku likvidity (v mld. EUR) a kľúčových sadzieb ECB (v %)



Zdroj: Bloomberg, ECB.

Graf 3 Rozloženie prebytku likvidity (v mld. EUR) medzi prebytočnými rezervami a jednodňovými sterilizačnými operáciami (v %)



Zdroj: ECB, NBS (spracovanie).

Zlepšovanie podmienok na medzibankovom trhu pokračovalo aj v roku 2013. Mnohé banky eurozóny preto mohli využiť možnosť predčasného splácania a čiastočne alebo úplne zredukovať čerpané trojročné zdroje, ktoré im pravdepodobne slúžili len na vytvorenie preventívnej rezervy pre prípad nepredvídateľných udalostí. Najvýraznejšie zredukovali čerpané trojročné zdroje pri prvej možnosti v oboch trojročných tendroch, keď z prvej tranže predčasne vrátili až 28 % a z druhej 12 %.

V ostatnom období spôsobili redukciu trojročných zdrojov viaceré skutočnosti. Jednou z nich bolo pominutie špekulatívnych motívov držby trojročnej likvidity, no najmä znižovanie portfólií štátnych dlhopisov pred hodnotením kvality aktív (*asset quality review* – AQR), ktorú uskutoční ECB v rámci jednotného dohľadu v eurozóne.

Na celkové refinančné zdroje z ECB nemali zásadnejší vplyv uskutočnené refinančné tendre, najkratšie MRO (*main refinancing operations*) a dlhodobejšie tendre LTRO (*longer-term refinancing operations*). Čerpanie najkratších MRO síce vzrástlo, no naďalej tvorilo len minoritnú časť, čím sa stále nepotvrdzuje ich pôvodný účel, keď touto operáciou ECB štandardne pokrývala približne dve tretiny likviditných potrieb. Tak ako banky eurozóny znižovali čerpanie trojročných zdrojov a tým aj celkový refinančný objem z ECB, klesal aj prebytok likvidity.

Práve jej objem sa stal predmetom diskusie odbornej verejnosti v súvislosti s tým, pri akej úrovni sa prejaví zvýšenie a vyššia volatilita úrokovej krivky EURIBOR (najmä sadzba EONIA) a prípadne obnoví obchodná aktivita na peňažnom trhu. Trhoví analytici pripisovali dôležitosť úrovni 200 mld. €, ktorú, vychádzajúc z predošlých empirických dôkazov, označili za psychologickú hranicu. Podľa prezidenta ECB M. Draghiho sa skôr očakávala vyššia citlivosť cien depozitov na prebytok likvidity v prípade jej redukcie do pásma 100 až 200 mld. €. Vzájomná prepojenosť medzi týmito dvoma úrovňami však nie je stabilná, pretože významne závisí od stupňa fragmentácie obchodnej aktivity. V skutočnosti ide o to, aké je rozloženie subjektov v skupine bánk deponujúcich voľné zdroje a v skupine bánk čerpajúcich zdroje z ECB.

V priebehu roku 2013 bol výrazný pokles prebytku likvidity k úrovni 150 mld. € vyvolaný výlučne predčasným splácaním trojročných tendrov. Sprievodným javom bol aj výrazný pokles prepĺňania minimálnych rezerv počas udržiavacích období, a to takmer na polovicu z úrovne okolo 500 %. Samotná hodnota je však skreslená skutočnosťou, že ECB prestala od júla 2012 úročiť voľné prostriedky na účtoch bánk deponované v rámci jednodňových sterilizačných operácií, čo vyústilo do menšieho využívania tejto automatickej operácie. Banky eurozóny si skôr ponechávali voľné prostriedky na bežných účtoch. Preferencia v riadení voľných prostriedkov však do značnej miery závisela od požiadaviek regulátorov a od interných predpisov. Samotné rozloženie prebytku likvidity bolo v prospech ponechania na bežných účtoch, kde deponovali až tri štvrtiny voľných prostriedkov.

Trhoví analytici sa okrem avizovaných predčasných splátok trojročných tendrov zameriavali na výsledky sterilizačných tendrov, ktorými ECB odčerpávala likviditu dodanú z programu pre trhy s cennými papiermi (SMP). Ich úspešnosť závisela od objemu prebytku likvidity a od ochoty bánk eurozóny deponovať voľné prostriedky v ECB.

V podmienkach vyššieho prebytku likvidity a neúročenia voľných zdrojov v rámci jednodňových sterilizačných operácií stláčal zvýšený záujem o zúročenie voľnej likvidity hraničnú úrokovú sadzbu na nižšie úrovne v porovnaní s dolnou hranicou sadzby v tendri (t. j. sadzby jednodňovej sterilizačnej operácie). Výnimku predstavova-

li len obdobia ukončenia mesiacov, keď banky eurozóny boli menej ochotné deponovať voľné prostriedky v ECB z dôvodu vylepšenia svojich bilancií. Dôsledkom nižšieho dopytu vzrástla požadovaná úroková sadzba výraznejšie v porovnaní s bežnými úrovňami.

K trvalejšej zmene v požadovaných úrokových sadzbách došlo až výrazným zredukovaním prebytku likvidity. Dokonca pri jeho poklese pod úroveň 200 mld. € sa previs agregátneho dopytu nad plánovanou sumou tendra výrazne zmenšil. Nižší agregátny dopyt sa prejavil na viditeľnom nárraste požadovaných úrokových sadzieb, pričom od konca novembra 2013 do polovice februára 2014 ECB uspokojovala predložené ponuky za maximálnu úrokovú sadzbu v tendri a zvýšila sa aj neúspešnosť ECB pri absorbovaní plánovanej sumy.

V sledovanom období ECB dvakrát upravila nastavenie kľúčových úrokových sadzieb, pričom oba prípady boli pre trhových účastníkov prekvapením. Základná sadzba ECB tak bola znížená na najnižšiu historickú hodnotu 0,25 %, pričom úročenie depozitných operácií zostalo bez zmeny na nule. Dôsledkom toho sa zmenilo rozpätie koridoru medzi automatickými operáciami na asymetrické (dolná časť rozpätia 25 a horná 50 bázických bodov). Podľa trhových analytikov sa pozornosť trhu viac sústredila na rozhodnutia ECB a komentáre jej predstaviteľov, pokiaľ išlo o nastavenia depozitnej sadzby, čiže úrokovej sadzby jednodňových sterilizačných operácií. K jej zníženiu do záporného pásma by podľa viacerých analytikov ECB pristúpila len v prípade mimoriadnych okolností, napr. zhoršenia výhľadu inflácie a neakceptovateľných problémov v ekonomickom raste eurozóny. Motívom tohto kroku by bolo stimulovať banky eurozóny, aby uvoľnili prostriedky do reálnej ekonomiky prostredníctvom úverov alebo ich poskytli iným subjektom na medzibankovom trhu.

Zásadnejším rozhodnutím než úprava úrokových sadzieb bola v júli 2013 zmena komunikačnej stratégie súvisiacej s budúcim nastavením kľúčových úrokových sadzieb (*forward guidance*). ECB vtedy vyhlásila, že očakáva menovopolitické sadzby na aktuálnych alebo nižších úrovniach počas dlhšieho obdobia, ktoré však bližšie nešpecifikovala. Dôvodom bola tiež snaha ECB odlíšiť sa od situácie v USA, kde Fed signalizoval ukončenie stimulov vzhľadom na ekonomický rast a na situáciu na trhu práce. Zámerom ECB bolo zabrániť nežiaducemu nárastu cien depozitov, a preto sa zdôraznila snaha ponechať ich cenu v eurozóne na nižšej úrovni, aby sa tým podporila reálna ekonomika.

V sledovanom období ECB pokračovala vo výkone refinančných tendrov nezmeneným spôsobom, a to metódou FRFA (pri plnom pridelení a za pevné úrokové sadzby). Pokračovala aj v nezmenenej štruktúre refinančných tendrov, a to každý týždeň MRO, po jednom STRO tendri (*special term refinancing operation*) v udržiavacom období a so splatnosťou tri mesiace. Spôsob výkonu refinančných tendrov bol dvakrát predĺžený až do konca júnového udržiavacieho obdobia v roku 2015. Dôvodom jeho potvrdenia vopred na dva roky (vôbec najdlhšie obdobie harmonogramu) je zmierniť neistotu trhu, čo sa týka budúceho postupu ECB pri prideľovaní likvidity v refinančných tendroch.

Pretrvávajúce, hoci mierne zotavenie ekonomík krajín eurozóny, no najmä hrozba deflácie vytvárali podľa trhových analytikov očakávania možných ďalších mimoriadnych opatrení. V prípade témy „hrozba deflácie" ECB skôr prognózuje dlhšie obdobie veľmi nízkej inflácie, a to približne na dva roky. Pokles inflácie hodnotí skôr ako proces konsolidácie cenovej hladiny vzhľadom na podniknuté štrukturálne reformy v problémových krajinách.

Podľa odbornej verejnosti má ECB naďalej priestor na implementáciu ďalších mimoriadnych opatrení. Medzi najviac diskutované patrí v oblasti kvalitatívneho uvoľňovania pokračovanie v znižovaní kľúčových úrokových sadzieb (tentoraz pomalším tempom, než je 25 bázických bodov), ale najmä zavedenie záporného úročenia prebytku likvidity (na bežnom účte a jednodňových vkladoch). Ostatnými opatreniami by mohla byť opätovná implementácia dlhodobejších tendrov, prípadne ich modifikácia v účelovom naviazaní čerpania zdrojov na poskytovanie úverov nefinančným korporáciám (sektor malých a stredných podnikov).

V rámci kvantitatívneho uvoľnenia by ECB mohla pristúpiť k nákupu cenných papierov tak, ako to uskutočnili ostatné významné centrálne banky. Najviac spomínaným aktívom sú cenné papiere kryté aktívami (ABS), kde by podkladovým aktívom boli úvery nefinančným spoločnostiam (najmä sektoru malých a stredných podnikov). Podľa prezidenta ECB je tento trh kľúčový na podporu úverovej aktivity – úverového kanála transmisného mechanizmu menovej politiky. K pasívnemu uvoľneniu menovej politiky by mohlo dôjsť znížením minimálnych rezerv alebo ukončením výkonu sterilizačných tendrov odčerpávajúcich sumu programu SMP. Ďalšie opatrenia by sa týkali uvoľnenia kritérií na akceptáciu aktív ako kolaterálu v refinančných operáciách ECB.

Účasť domácich bánk v menovopolitických operáciách ECB

V sledovanom období sa aktivita domácich bánk v menovopolitických operáciách ECB výraznejšie nezmenila. Keďže likviditné potreby pokrývali dostatočne obchodmi na peňažnom trhu, prípadný dopyt po zdrojoch v uskutočnených tendroch bol výrazne limitovaný.

Participácia domácich protistrán sa zúžila len na kratšiu refinančnú operáciu MRO. Na refinančných operáciách dlhodobejšieho charakteru (LTRO) sa domáce banky nezúčastnili. Naopak, aktívnejšie boli v redukcii čerpaných trojročných zdrojov, keď využívali možnosť ich úplného alebo čiastočného predčasného splatenia. Dôvody na vrátenie trojročných zdrojov boli v pominutí špekulatívnych motívov (investície do cenných papierov) a tvorby preventívnej rezervy voči nepredvídateľným

okolnostiam vzhľadom na viditeľné zlepšenie podmienok na medzibankovom trhu.

Oveľa väčšia aktivita domácich bánk sa však zaznamenala na strane sterilizačných operácií, ktorými mali možnosť odčerpať voľné prostriedky. Keďže jednodňové vklady v rámci sterilizačných operácií prestali byť úročené od júla 2012, domácim bankám zostala len jediná možnosť, ako efektívne zúročiť voľné prostriedky v centrálnej banke. Mohli ich ponechať na bežných účtoch, pričom prebytočné rezervy neboli úročené. Ďalším sprievodným javom bolo výrazné navýšenie prepĺňania minimálnych rezerv.

Domáce banky sa zúčastňovali na sterilizačných tendroch, ktorými ECB odčerpávala likviditu dodanú prostredníctvom programu SMP, najmä v prípadoch, keď trh očakával vyššie požadované úrokové sadzby. Niektoré z nich však prejavili záujem deponovať voľné prostriedky aj v podmienkach, keď boli agregátne ponuky kumulované pri veľmi nízkych úrokových sadzbách.

Tie domáce banky, ktoré neboli ochotné vzdať sa voľných prostriedkov na dlhšie obdobie, využívali jednodňové sterilizačné operácie. Samotné jednodňové vklady však uskutočnila len užšia skupina domácich bánk. Dôvodom jednodňových vkladov, napriek ich neúročeniu, boli zrejme interné predpisy týchto bánk ktoré určovali taký spôsob riadenia likvidity pri plnení minimálnych rezerv, aby neboli na bežných účtoch deponované nadbytočné zdroje. Väčšina domácich bánk však ponechávala voľné prostriedky na bežných účtoch, čo sa prejavilo na výraznom prepĺňaní minimálnych rezerv.

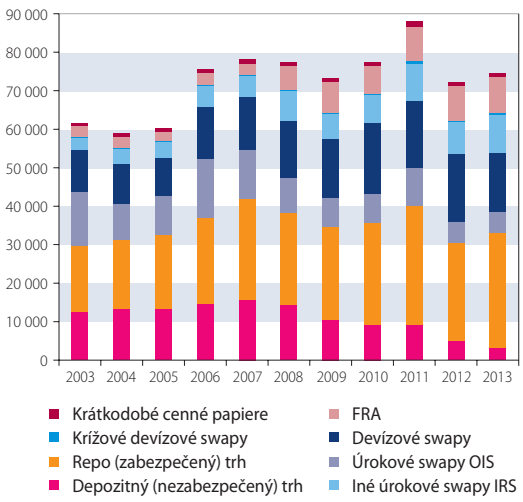
Obchodovanie na agregátnej úrovni (na úrovni eurozóny)

Na agregátnej úrovni aktivita peňažného trhu síce medziročne mierne vzrástla o 3 %, napriek tomu sa stále nachádza výrazne pod štandardnou úrovňou (spred realizácie trojročných tendrov). Dôvodom je skutočnosť, že banky eurozóny mali naďalej pokrytú významnú časť likviditných potrieb z ECB, napriek tomu, že v prvom štvrťroku predčasne splatili už takmer štvrtinu trojročných zdrojov.

Depozitné obchody opätovne viditeľne klesli, pričom od obdobia finančnej krízy už o takmer 80 %. K ich výraznej redukcii prispela nielen neochota požičiavať bez kolaterálu vzhľadom na zvýšené kreditné riziko. Samotný spôsob výkonu refinančných tendrov ECB spôsobil, že banky eurozóny, bez ohľadu na prístup ku zdrojom na peňažnom trhu, mohli trh plne nahradiť čerpaním zdrojov v tendroch ECB, keďže sa v nich prideľujú zdroje v plnej miere za pevné úrokové sadzby. Neochota vstupovať do transakcií s protistranami z problémových krajín vyústila do zvýšenej koncentrácie obchodnej aktivity na národnej úrovni, keď sa takmer polovica z nej uskutočnila len medzi subjektmi z jednej krajiny. Jej podiel predstavuje vôbec najvyššiu koncentráciu.

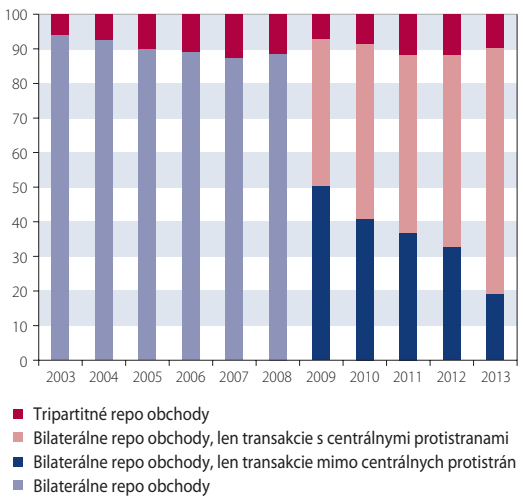
Väčšina transakcií na peňažnom trhu sa uskutočnila zabezpečenou formou, ktorá nadobúdala čoraz väčší význam. Repo trh tvoril aj pred finančnou krízou najväčšiu časť peňažného trhu, ale jeho dominantné postavenie sa vplyvom neštandardných podmienok na finančnom trhu zvýraznilo, keď v porovnaní s depozitným trhom je až takmer desaťnásobne väčší. Po poklese zabezpečených obchodov v roku 2012 z dôvodu realizácie trojročných tendrov nastal ich opätovný návrat na pôvodné úrovne. Môže to znamenať, že sa na peňažný trh vrátili práve tie banky eurozóny, ktoré v prvom štvrťroku predčasne splatili trojročné tendre. Takýto krok si však mohli dovoliť len také subjekty, ktoré mali bezproblémový prístup k likvidite na peňažnom trhu, lebo ostatní účastníci trhu ich vnímali ako menej rizikových. Tieto prostriedky im pravdepodobne slúžili len na vytvorenie preventívnej rezervy proti nepredvídateľným udalostiam. Ďalším dôležitým momen-

Graf 4 Vývoj vybraných nástrojov peňažného trhu (v biliardách EUR)



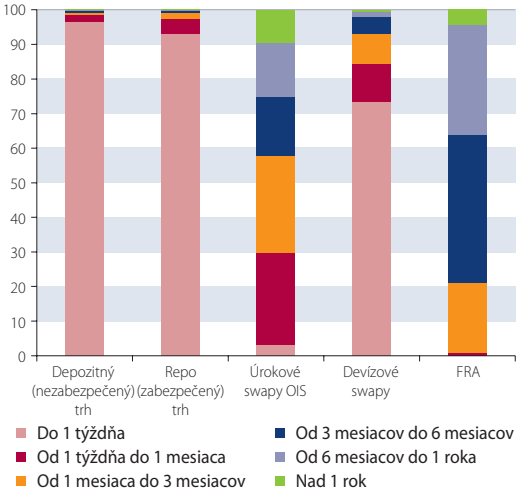
Zdroj: ECB, Euro Money Market Survey 2013.

Graf 5 Štruktúra repo trhu (v %)



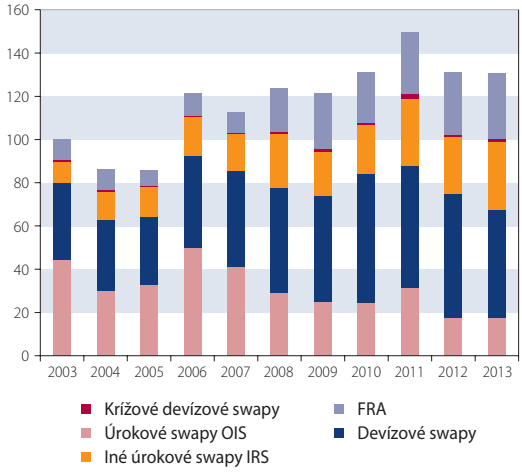
Zdroj: ECB, Euro Money Market Survey 2013.

Graf 6 Štruktúra obchodov podľa dĺžok splatností v roku 2013 (v %)



Zdroj: ECB, Euro Money Market Survey 2013.

Graf 7 Vývoj derivátového trhu (hodnoty oproti roku 2003)



Zdroj: ECB, Euro Money Market Survey 2013.

tom, ktorý významne podporil vo väčšej miere akceptáciu kolaterálov problémových krajín v repo obchodoch a tým aj nárast samotného trhu, bolo vyhlásenie prezidenta ECB M. Draghiho v júli 2012 o uskutočnení akýchkoľvek krokov na záchranu eura. Viditeľné zúženie spreadov štátnych dlhopisov periférnych krajín uvoľnilo požiadavky na tzv. margin calls (výzvy na dodatočné vyrovnanie) u centrálnych protistrán.

Zabezpečené obchody sa uskutočňujú takmer výlučne prostredníctvom bilaterálnych transakcií. V rámci nich viditeľne zvýšili svoj podiel transakcie sprostredkované centrálnymi protistranami, ktoré v období finančnej krízy získavajú na medzibankovom trhu svoje významné postavenie.

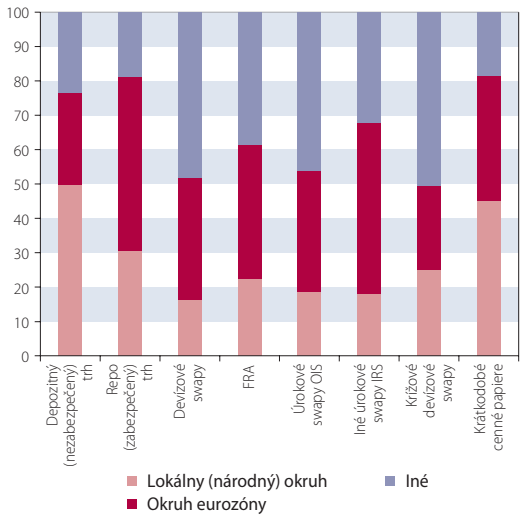
V rámci štruktúry splatností obchodovaných na peňažnom trhu nenastali významnejšie zmeny. Naďalej sa aktivita na depozitnom a repo trhu sústreďuje do najkratších splatností, keď transakcie do jedného týždňa tvoria viac ako 90 %.

Devízové swapy zostali druhým najviac obchodovaným nástrojom, hoci zaznamenali výrazný medziročný pokles o 13 %. Zmena mohla súvisieť s ich nižším využívaním ako alternatívy voči repo obchodom. Argumentom v prospech ich zvýšeného využívania v minulom období bola možnosť eliminovať kreditné riziko a zároveň ťažkosti v repo obchodoch pri akceptácii kolaterálu emitovaného v problémových krajinách eurozóny. Najaktívnejšie boli v tomto segmente protistrany mimo národných okruhov, pričom v posledných troch rokoch rastie zastúpenie subjektov mimo eurozóny. V štruktúre zobchodovaných menových párov nenastali významnejšie zmeny, keď najviac používaným je naďalej hlavný menový pár EUR/USD. Po ňom nasleduje s podielom vyšším než 5 % menový pár EUR/GBP. Ostatné, EUR/CHF a EUR/JPY, spomínanú úroveň nepresiahli.

V rámci derivátov najviac vzrástli úrokové swapy IRS, ktoré tým skorigovali predošlý pokles a navýšili svoj obrat vôbec na najvyššiu hodnotu. Túto skutočnosť by mohla vysvetliť zmena v očakávaní vývoja úrokovej krivky EURIBOR vzhľadom na likviditnú situáciu na peňažnom trhu. Banky eurozóny sa tak zabezpečujú voči možnému nárastu úrokovej krivky EURIBOR a jej prípadnej zvýšenej volatilite z dôvodu redukcie prebytku likvidity v rámci predčasného splácania VLTRO (*very longer-term refinancing operation*). Naopak, úrokové swapy OIS takmer stagnovali, keďže nebolo potrebné zabezpečiť sa voči zvýšenej volatilite sadzby EONIA. Tá v sledovanom období zotrvala v úzkom pásme a na veľmi nízkej úrovni, blízko úrovne sadzby jednodňovej sterilizačnej operácie.

Podľa vyjadrení prezidenta ECB sa roztrieštenosť obchodnej aktivity do viacerých segmentov viditeľne zmiernila. Dôvodom je pozitívny účinok existencie programu OMT, ktorý významne eliminoval riziko rozpadu eurozóny. To sa prenieslo do

Graf 8 Koncentrácia obchodov vo vybraných nástrojoch podľa protistrán v roku 2013 (v %)



Zdroj: ECB, Euro Money Market Survey 2013.

viditeľnej korekcie znefunkčneného finančného trhu. Na dlhopisovom trhu sa zaznamenalo výrazné zúženie rizikových prirážok a pokles prémií CDS. Uvoľnenie napätia umožnilo na druhej strane návrat niektorých emitentov na primárny trh. Mierne oživenie transakcií medzi krajinami v eurozóne spôsobilo zlepšenie, resp. konvergenciu zostatkov v platobnom systéme TARGET2. Vo všeobecnosti možno konštatovať, že program OMT je napriek jeho doterajšiemu neaktivovaniu zatiaľ najúčinnejším mimoriadnym opatrením ECB od začiatku finančnej krízy.

Obchodovanie na národnej úrovni (na úrovni domácich bánk)

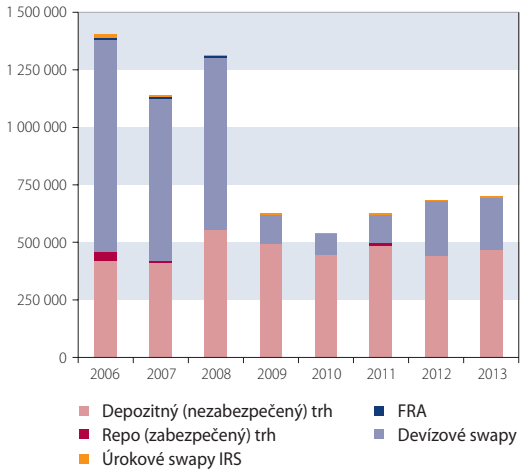
Na domácom peňažnom trhu aktívne pôsobí viac ako 20 bankových subjektov. Podobne aj tu obchodná aktivita na peňažnom trhu mierne vzrástla, a to o 3 %. V posledných dvoch rokoch sa však výrazne spomaľuje tempo prírastku. Napriek zvýšeniu na najvyššiu hodnotu od vstupu do eurozóny zďaleka nedosahuje úrovne z čias korunového peňažného trhu.

V štruktúre nástrojov peňažného trhu naďalej výrazne dominujú depozitné obchody. Po nich nasledujú devízové swapy. Ostatné nástroje sa využívali minoritne (repo obchody, úrokové swapy IRS a forwardové obchody FRA).

Repo obchody medzi domácimi bankami netvoria takú významnú časť obchodnej aktivity ako v eurozóne. Dôvodom je, že požiadavky na kolateralizáciu transakcie sú minimalizované obchodovaním so subjektmi z domáceho okruhu, ale najmä výraznou koncentráciou aktivity v rámci vlastnej bankovej skupiny. Prekážkou pri eventuálnom využívaní kolateralizácie obchodov je podľa dílerov naďalej neprimerane zvolená cenová politika domácich inštitúcií, a to burzy a centrálneho depozitára cenných papierov.

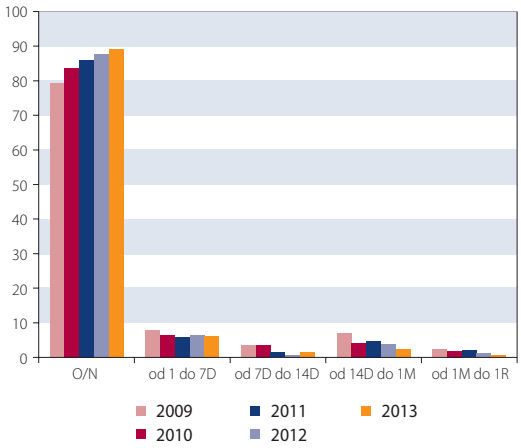
Od vstupu do eurozóny kontinuálne rastie podiel najkratších splatností pri depozitných obchodoch, ktoré tak dosiahli takmer 90 %. V prípade

Graf 9 Vývoj obchodov na peňažnom trhu podľa nástrojov (v mil. EUR)



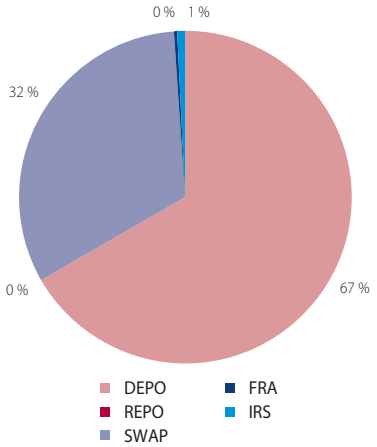
Zdroj: NBS.

Graf 11 Štruktúra depozitných obchodov podľa dĺžok splatností (v %)



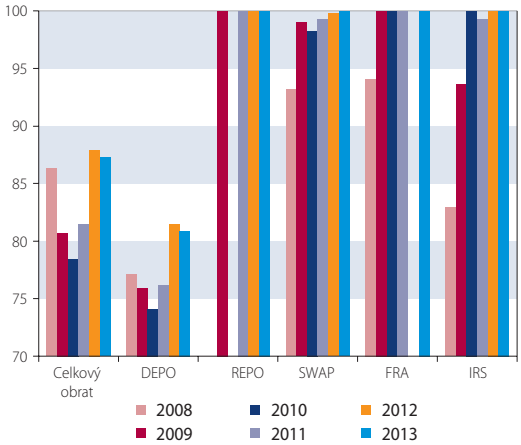
Zdroj: NBS.

Graf 10 Štruktúra nástrojov na peňažnom trhu v roku 2013 (v %)



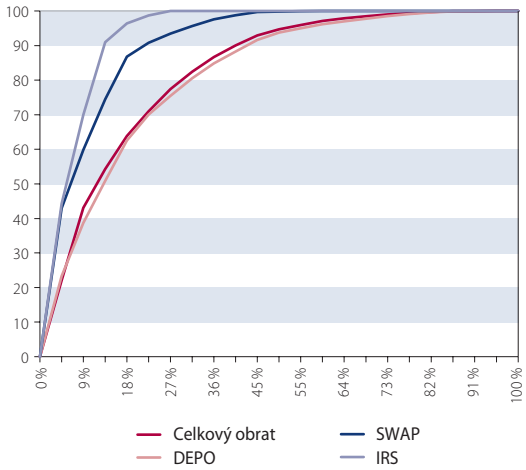
Zdroj: NBS.

Graf 12 Koncentrácia obchodov voči nerezidentom vo vybraných nástrojoch peňažného trhu (v %)



Zdroj: NBS.

Graf 13 Koncentrácia obchodnej aktivity podľa Lorenzovej krivky v roku 2013



Zdroj: NBS.
(os x – relatívne zastúpenie domácich bánk, os y – relatívne vyjadrenie obchodnej aktivity)

devízových swapov sa taktiež najviac obchodovali jednoňové dĺžky splatností. V oboch prípadoch koncentrácia obchodnej aktivity na najkratšie splatnosti odráža preferenciu domácich bánk riadiť likviditu na dennej báze, čo im zároveň umožňuje primerane zefektívniť toky prostriedkov.

Obchodná aktivita sa najčastejšie koncentruje na protistrany pôsobiace mimo domáceho okruhu. Repo obchody a derivátové obchody (devízové swapy, forwardové obchody a úrokové swapy IRS) sa uskutočňujú s nerezidentmi, pričom túto skupinu tvoria najmä subjekty z vlastnej bankovej skupiny. V devízových swapoch sa obchoduje aj s menami okolitých krajín (CZK, PLN, HUF).

Pri podiele menšom ako 20 % sa depozitné obchody realizujú aj s domácimi protistranami. Dôvodom tejto veľmi nízkej obchodnej aktivity medzi domácimi bankami navzájom a na národnej úrovni je viacero skutočností. Domáci bankový sektor sa nachádzal vo výraznom prebytku likvidity, čo výrazne limitovalo priestor na umiestnenie voľných prostriedkov. Práve z tohto dôvodu im zostal jedinou možnosťou priestor vo vlastnej bankovej skupine, keďže takmer všetky domáce banky pôsobia v rámci zahraničných bankových skupín, ktoré systémovo vykazujú výrazný nedostatok vlastných prostriedkov na pokrytie likviditných potrieb.

Koncentrácia obchodnej aktivity vyjadruje, koľko subjektov pokrýva určitú časť trhu, pričom jej číselno-grafické znázornenie umožňuje Lorenzova krivka. Tá ilustruje, ako rovnomerne je obchodná aktivita rozdelená medzi subjektmi na trhu. Platí, že čím je väčšia časť trhu pokrytá menším počtom subjektov, tým je sklon Lorenzovej krivky strmší – bližšie k vertikálnej osi. Na národnom okruhu peňažného trhu najvyššiu koncentráciu vykazujú úrokové swapy IRS a devízové swapy. Dôvodom je nižší počet aktívnych domácich bánk v týchto nástrojoch. O niečo nižšiu koncentráciu, ale stále výrazne nad úrovňou rovnomerného rozdelenia trhu, má zasa celková aktivita a aktivita na depozitnom trhu.

Doplňujúcou informáciou je identifikácia konkrétnych domácich bánk – ktoré sú najaktívnejšie a v akej miere tvoria trh v jednotlivých nástrojoch. Z kritéria agregátnych obratov vyplýva, že päť najaktívnejších domácich bánk sa podieľa na celkovej obchodnej aktivite až 71 %. Podobne to vyzerá aj na depozitnom trhu. Oveľa väčšiu koncentráciu vykazujú derivátové obchody. V prípade devízových swapov sa až 91 % obchodov koncentruje v piatich najaktívnejších domácich bankách. Pri úrokových swapoch IRS je koncentrácia ešte väčšia, a to 99 %.

Záver

V sledovanom období sa makroekonomická situácia v krajinách eurozóny zásadnejšie nezlepšila. Prostredie krehkého zotavovania ekonomík krajín eurozóny a najmä slabý vývoj úverov poskytnutých do reálnej ekonomiky viedli ECB ku kvalitatívnemu uvoľneniu menovej politiky. Kľúčové úrokové sadzby znížila dvakrát, pričom úrokovú sadzbu jednoňových sterilizačných obchodov ponechala bez zmeny.

Oveľa významnejším krokom bolo upustenie od pôvodnej komunikačnej stratégie, keď v júli 2013 zaviedla signalizáciu budúceho nastavenia menovopolitických sadzieb, v rámci ktorej sa očakáva ponechanie kľúčových úrokových sadzieb na aktuálnych alebo nižších úrovniach počas dlhšieho obdobia, bez špecifikácie tohto obdobia. Cieľom tohto mimoriadneho postupu je umožniť uvoľnenú situáciu na peňažnom trhu počas dlhšieho obdobia a najmä zabrániť nežiaducemu sprísňovaniu podmienok na medzibankovom trhu. V opačnom prípade by mohlo byť ohrozené zotavovanie ekonomík.

Banky eurozóny výrazne zredukovali čerpané trojročné zdroje z ECB vzhľadom na zlepšenie situácie na medzibankovom trhu, keď už nie je potrebné viazať prostriedky z ECB na tvorbu preventívnej rezervy pre prípad nepredvídateľných okolností alebo na špekulatívne investície.

Situácia na peňažnom trhu v eurozóne sa zatiaľ výraznejšie nezmenila. Naďalej pretrvávala nízka obchodná aktivita pri najkratších splatnostiach, pričom podľa odbornej verejnosti je otázne, či sa vôbec depozitný trh vráti do úrovne spred krízy. Vzhľadom na neochotu vstupovať do transakcií bez kolaterálu s protistranami z problémových krajín rastie význam repo trhu. V rámci neho sa najviac zabezpečených transakcií uskutočnilo prostredníctvom centrálnych protistrán, ktoré na medzibankovom trhu nadobúdajú dôležité postavenie.

Po piatich rokoch od vstupu do eurozóny je záujem domácich bánk o menovopolitické operácie ECB, najmä o refinančné tendre naďalej nízky. Výnimkou sú len refinančné tendre s mimoriadnymi splatnosťami (ročné a trojročné), kde sa zaznamenala najväčšia participácia domácich protistrán. V hodnotenom období bola aktivita domácich protistrán zameraná viac na redukciu čerpaných

trojročných zdrojov. Dôvodom bolo podľa vyjadrení dílerov zlepšenie situácie na medzibankovom trhu, preto pominuli motívy vytvárania finančnej rezervy voči nepredvídateľným udalostiam.

Domáci bankový sektor sa naďalej nachádza vo výraznom prebytku likvidity. Prebytok likvidity banky takmer úplne ponechávali na bežnom účte, pretože realizácia jednodňových vkladov neprinášala očakávané zhodnotenie, keďže od júla 2012 ECB upustila od úročenia vkladov v rámci jednodňových sterilizačných operácií. Jedinou možnosťou bolo participovať na sterilizačných tendroch, ktorými ECB odčerpáva likviditu dodanú prostredníctvom programu SMP. Jej atraktivita pre domáce banky stúpala pri náraste hraničných úrokových sadzieb v tendri, za ktoré ECB maximálne uspokojuje predložené ponuky.

Za obdobie pôsobenia Slovenska v eurozóne sa štruktúra obchodov takmer nezmenila. Naďalej dominujú depozitné obchody, po nich nasledujú devízové swapy. Keďže domáci bankový sektor sa naďalej nachádza v prebytku likvidity, jedinou možnosťou, ako zobchodovať voľné prostriedky, je vstupovať do transakcií s nerezidentmi. Najčastejšie sú to protistrany pôsobiace v rámci vlastnej bankovej skupiny.

Výhľad na rok 2014

Okrem krehkého zotavovania ekonomík krajín eurozóny sa do popredia dostáva problém s klesajúcou infláciou, ktorá sa výrazne vzdialila od cieľovej úrovne. Odborná verejnosť vzhľadom na spomínané „hrozby" očakáva, že ECB pristúpi k ďalším mimoriadnym opatreniam. V oblasti kvalitatívneho uvoľnenia menovej politiky sa zvažuje možnosť znížiť kľúčové úrokové sadzby, hoci pomalším tempom ako zvyčajných 25 bázických bodov, ale najmä formou záporného úročenia prebytku likvidity.

Medzi ostatnými diskutovanými opatreniami je ukončenie výkonu sterilizačných tendrov odčerpávajúcich sumu programu SMP, opätovná implementácia dlhodobejších tendrov, prípadne ich modifikácia v účelovom naviazaní čerpania zdrojov na poskytovanie úverov nefinančným spoločnostiam (sektor malých a stredných podnikov), zníženie minimálnych rezerv a program nákupu aktív (najmä ABS). Nemenej dôležitou témou je naďalej možná aktivácia programu OMT v niektorej problematickej krajine.

V rámci výkonu menovopolitických operácií ECB bude dôležité, akým tempom budú banky eurozóny pokračovať v redukcii trojročných zdrojov. To bude mať priamy vplyv na vývoj prebytku likvidity. Čím bude nižší, tým bude vyššia citlivosť úrokových sadzieb na peňažnom trhu. Na začiatku roku 2014 sa práve redukciou prebytku likvidity výrazne pod úroveň 150 mld. € spôsobila viditeľná volatilita najkratších úrokových sadzieb EONIA, prejavujúca sa ich nárastom podstatne nad základnú sadzbu ECB. Trhoví analytici vysvetľovali túto skutočnosť návratom niektorých subjektov na peňažný trh, ktoré mohli špekulovať voči výsledku tendra MRO a podmienkam na peňažnom trhu. V otázke možného oživenia aktivity na nezabezpečenom trhu sú však banky eurozóny stále skeptické.

Zásadnou udalosťou budú aj záťažové testy vybraných európskych bánk, ktoré uskutoční ECB v rámci jednotného mechanizmu dohľadu. Samotné zverejnenie výsledkov môže mať podľa trhu významný vplyv na náladu na globálnom finančnom trhu, prípadne na stupňovanie či uvoľňovanie napätia.

Ďalšou významnou skutočnosťou bude uplatňovanie nových regulačných pravidiel v rámci Bazileja 3. Očakáva sa, že budú mať významný vplyv nielen na obchodovanie na peňažnom trhu v eurozóne, ale aj na správanie bánk eurozóny v menovopolitických operáciách ECB. Oveľa väčšia koncentrácia obchodnej aktivity sa zrejme bude viazať na posledné obchodné dni v mesiacoch vzhľadom na možnosť doladiť plnenie ukazovateľa likvidity. V súčasných podmienkach sa bilancie bánk vylepšujú najmä ku koncu štvrťrokov, polrokov a roka.

Otvorenou témou naďalej zostáva aj problematika benchmarku peňažného trhu EURIBOR, keďže sa počet kontribútorov stále znižuje. Neochota bánk participovať na zostavovaní benchmarku je negatívnym dôsledkom vnútorných regulácií a obáv.

Transmisný mechanizmus menovej politiky na Slovensku

Ján Beka
Národná banka Slovenska

Fungovanie transmisného mechanizmu spoločnej menovej politiky na Slovensku po vstupe do eurozóny možno hodnotiť pozitívne. Ak sa pozrieme na prenos kľúčových sadzieb do klientskych pre podniky, ktoré sú z hľadiska rastu ekonomiky a konvergencie najdôležitejšie, zistíme, že sa zmeny v kľúčovej sadzbe pomerne rýchlo a s veľkou intenzitou prenášali do klientskych úrokových sadzieb z úverov nefinančným spoločnostiam. Takže úrokový kanál fungoval pomerne dobre aj pri porovnaní s ostatnými krajinami eurozóny. Čiastočne k tomu pomohlo odstránenie kurzového rizika a s tým spojené zvýšenie konkurencie v bankovom sektore. Úvery podnikom od polovice roka 2012 stagnovali, čo však možno prisúdiť skôr faktorom nižšieho dopytu po úveroch ako porušenému transmisnému mechanizmu.

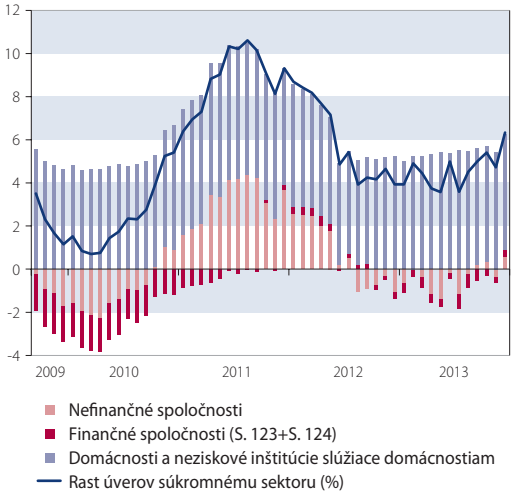
Úvod

Úlohou centrálnej banky je udržiavať cenovú stabilitu. Môže pri tom využívať všetky nástroje menovej politiky. Najčastejšie je to nastavenie kľúčových úrokových sadzieb. Celý proces, ktorým sa potom nastavenie úrokových sadzieb premieta do reálnej ekonomiky (ako ju ovplyvňuje), sa nazýva transmisný mechanizmus menovej politiky. Centrálna banka sleduje fungovanie tohto procesu skúmaním a analyzovaním vývoja menových indikátorov, t. j. menového agregátu M3 a jeho komponentov, protipoložiek menového agregátu M3, medzi ktoré patria najmä úvery, a klientskych úrokových sadzieb z úverov. Takže v jednoduchom ponímaní sa zaujíma o cenu (úrokové sadzby) a množstvo úverov (objem). Tieto dva ukazovatele môžu naznačovať efektivitu transmisného mechanizmu. V prípade, že je niektorý kanál transmisného mechanizmu porušený, je na centrálnej banke, aby v rámci svojich možností napravila fungovanie transmisného mechanizmu. V eurozóne došlo v posledných rokoch k viacerým takýmto narušeniam. Európska centrálna banka vždy prišla s adekvátnymi opatreniami, či už vo forme zníženia kľúčových úrokových sadzieb (posledným znížením sa dostala úroková sadzba pre hlavné refinančné operácie na úroveň 0,25 %), prijatím neštandardných opatrení (dlhodobejšie refinančné operácie pri pevnej úrokovej sadzbe a neobmedzenom objeme poskytnutých prostriedkov, program nákupu dlhopisov na sekundárnom trhu, dlhodobé refinančné operácie so splatnosťou troch rokov, zvoľnenie kritérií na požadovaný kolaterál pri operáciách s ECB, vyhlásenie priamych menových transakcií) alebo zmenou komunikačnej stratégie (signalizácia budúceho nastavenia menovej politiky, tzv. forward guidance). V eurozóne sa po vypuknutí finančnej krízy a prehĺbení dlhovej krízy výrazne zmenilo fungovanie finančného systému. Bolo to spôsobené najmä záchranou finančných inštitúcií vládami (nedostatočná likvidita a solventnosť niektorých bankových skupín) a recesiou v reálnej ekonomike. V bankovom systéme eurozóny nastala fragmentácia, ktorá pretrváva dodnes. Zvýraznil sa rozdiel vo výnosoch vládnych dlhopisov zadlžených krajín voči Nemecku, zvýšili sa rizikové prirážky niektorých krajín, čo malo následne vplyv na nárast klientskych úrokových sadzieb, neposkytovanie nových úverov reálnej ekonomike (najmä malým a stredným podnikom) v postihnutých krajinách, resp. zbavovanie sa úverov vo forme odpredaja, odpísania a pod. V eurozóne spočíva problém tak v cene úverov, ako aj v množstve poskytovaných úverov. Z menových indikátorov to dokumentuje vývoj menových agregátov M3, ktorý sa pohybuje blízko úrovne 2 %, a vývoj úverov. Úvery nefinančným spoločnostiam v medziročnom porovnaní klesajú a úvery domácnostiam stagnujú. Rozdiely v úročení úverov nefinančným spoločnostiam v jednotlivých krajinách sú pomerne veľké. Na vývoj v jednotlivých krajinách vplýva nadmerné zadlžovanie sa firiem aj domácností v predkrízovom období. Regulačný rámec tiež zohral dôležitú úlohu a v poslednom období prispieval tlmiaco na vývoj úverových aktivít bánk v eurozóne. Boli to najmä zvýšené požiadavky bánk na kapitál a prichádzajúce hodnotenie kvality aktív. Na Slovensku bol vývoj na úverovom trhu mierne odlišný. Úvery domácnostiam si udržiavajú medziročný rast na úrovni približne 10 %, čo je výrazný rozdiel oproti eurozóne, kde stagnujú. Domácnosti prejavovali stále relatívne vysoký záujem o úvery na nehnuteľnosti, ktoré tak tvorili celý rast úverov. Úvery nefinančným spoločnostiam na Slovensku podobne ako v eurozóne väčšinu tohto roka medziročne klesali, resp. stagnovali. V posledných mesiacoch však nepatrne vzrástli. Vývoj úverov dokumentujú grafy 1 a 2.

Objem úverov (úverový kanál)

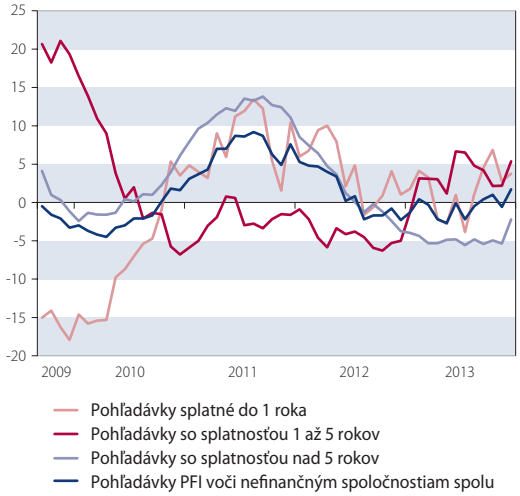
Z pohľadu reálnej ekonomiky je dôležité úverovanie produktívnych odvetví, najmä nefinančných spoločností, ktoré vytvárajú pridanú hodnotu. Úverovanie domácností je do veľkej miery sprevádzané (predovšetkým v posledných dvoch

Graf 1 Vývoj úverov súkromnému sektoru (medziročný rast v %, príspevky v p. b.)



Zdroj: NBS.

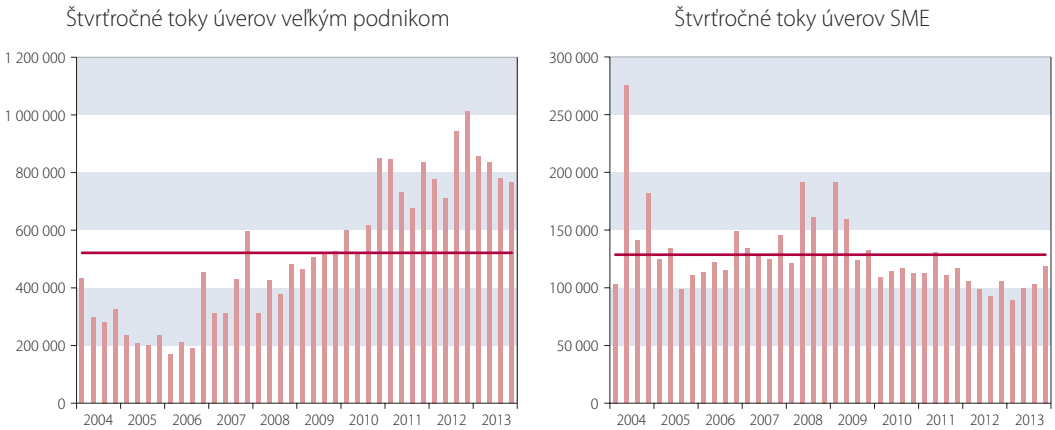
Graf 2 Vývoj úverov nefinančným spoločnostiam (medziročný rast v %)



Zdroj: NBS.

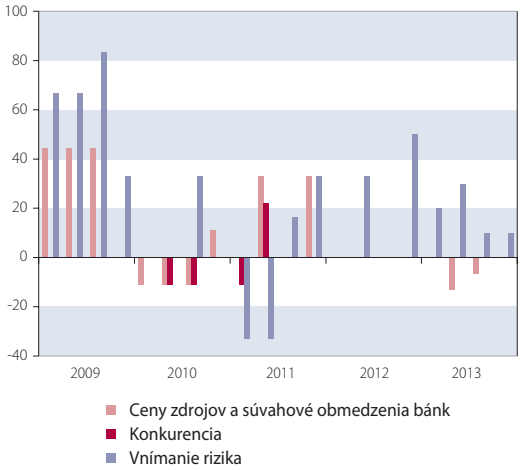
– troch rokoch) kúpou už postavených nehnuteľností, čo sa neprejavuje v náraste investícií. Naopak, zadlžovanie sa domácností skôr odčerpáva zdroje, ktoré by mohli byť použité na rast spotreby. Najdôležitejšie pre reálnu ekonomiku, ktorá je závislá od bankového systému (tak ako je to v eurozóne), je dobré fungovanie úverového trhu. V eurozóne (najmä v periférnych krajinách a v krajinách s vysokým zadlžením) je úverový trh porušený, keď v dôsledku recesie a čiastočne z dôvodu regulácie sa banky zbavujú aktív. Preto je dynamika úverov záporná. Ponuka úverov pravdepodobne tlmí výraznejšie úverové aktivity, ako je dopyt po úveroch, čo dokumentuje dotazník ECB o vývoji ponuky a dopytu na úverovom trhu (BLS) a dotazník o prístupe k finančným produktom podnikov (SAFE). Na Slovensku síce tiež úvery podnikom klesali, faktory však boli viac na strane dopytu ako ponuky. Pri analýze vývoja úverov a transmisného mechanizmu je potrebné pozrieť sa jednak na medziročný rast úverov podnikom (stavové veličiny) a tiež na novoposkytnuté úvery (tokové veličiny). Ako sme už uviedli, v medziročnom porovnaní úvery podnikom klesali. Pri týchto stavových štatistikách možno rozdeliť úvery len podľa dĺžky splatnosti na krátkodobé a strednodobé. V poslednom období sa zvyšoval podiel krátkodobých úverov a naopak znižoval sa podiel dlhodobých úverov. Súviselo to so splácaním dlhodobých úverov a s poklesom investičného dopytu. Toto je však len jeden pohľad, ktorý nedokáže odhaliť detailný vývoj na úverovom trhu. Dôležité je tiež porovnanie úverových aktivít bánk rozdelených podľa veľkosti podnikov, ktorých štatistiku zachytávajú tokové veličiny. V týchto štatistikách možno rozlíšiť poskytovanie úverov veľkým podnikom, malým a stredným podnikom (SME) a mikropodnikom. Z pohľadu menovej politiky je dôležité, aby transmisia prebiehala v celom spektre podnikov a predovšetkým je nevyhnutné za-

Graf 3 Novoposkytnuté úvery (v tis. EUR)



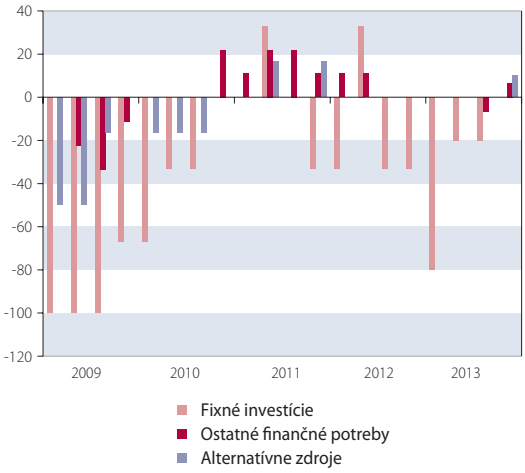
Zdroj: NBS.
Poznámka: Červená čiara v grafoch predstavuje dlhodobý priemer.

Graf 4 Faktory ovplyvňujúce ponuku úverov (čistý percentuálny podiel)



Zdroj: NBS.

Graf 5 Faktory ovplyvňujúce dopyt po úveroch (čistý percentuálny podiel)



Zdroj: NBS.

bezpečiť prístup SME a mikropodnikov k úverom. Veľké podniky majú väčšie možnosti financovať sa aj prostredníctvom iných trhových produktov, resp. v zahraničí. Podiel veľkých podnikov, ktoré využívajú produkty len jednej banky, je približne 60 %, zatiaľ čo pri SME je to 90 %. V prípade Slovenska toky úverov v poslednom období prúdili najmä veľkým podnikom.[1] V porovnaní s dlhodobým priemerom štvrťročné toky sa výrazne zvýšili najmä od roku 2011. Zároveň sa však znížili toky úverov SME a mikropodnikom. Výraznejšie zaostávajú za dlhodobým priemerom. Táto skutočnosť sa prejavuje pri prepojení týchto štatistík s reálnou ekonomikou v zaostávaní tvorby pridanej hodnoty SME a mikropodnikmi za veľkými podnikmi. Rovnako sa podpriemerné financovanie podieľalo na poklese zamestnanosti. Veľké podniky v poslednom období rozbiehali väčšie investičné projekty (napr. automobilový priemysel), kde sa aj zvyšovala zamestnanosť.

Pri analýze vývoja úverov je nutné pozrieť sa na ponukovú a dopytovú stranu. Dotazníkový prieskum dáva čiastočný pohľad na úverový trh. Čiastočný preto, že je založený na subjektívnom názore bánk. Úplný obraz o úverom trhu by doplnil dotazník pre podniky. Ten je k dispozícii za celú eurozónu (telefonicky ho zabezpečuje na reprezentatívnej vzorke ECB), zo Slovenska sa však vzhľadom na veľkosť ekonomiky na tomto prieskume zúčastňuje v porovnaní s ostatnými krajinami eurozóny veľmi malý počet podnikov a len v dvojročných intervaloch, takže nie je možné vyvodiť z neho relevantné závery. Opätovne možno konštatovať, že na Slovensku je aj z pohľadu bánk situácia vcelku priaznivá. Banky na Slovensku na rozdiel od bánk v eurozóne nie sú tlačené k obmedzovaniu ponuky úverov z dôvodu vysokej závislosti od trhového financovania a potreby znižovania bilancií. Vysoký objem vkladov dáva priestor na rast úverov nielen domácnostiam, ale aj nefinančným spoločnostiam. Jediným dôvodom, prečo banky sprísňovali úverové štandardy v posledných rokoch, boli ich obavy o budúci ekonomický vývoj. Z ponukovej strany teda neboli výraznejšie prekážky rastu úverov podnikom. To, ako banky vnímali dopytovú stranu na úverovom trhu, dokumentujú odpovede bánk týkajúce sa faktorov ovplyvňujúcich dopyt podnikov po úveroch. Najvýraznejším faktorom bol pokles investičného dopytu prameniaci z neistoty, ktorá bola zvýraznená dlhou recesiou v eurozóne a pretrvávajúcou dlhovou krízou. Vzhľadom na pomerne dobre kapitalizované banky na Slovensku je predpoklad, že pri očakávanom oživení ekonomiky eurozóny sa výraznejšie rozbehnú aj úverové aktivity v podnikovom sektore. Úvery zaostávajú na základe historických relácií za rastom ekonomickej aktivity spravidla dva až tri štvrťroky.

Cena úverov (úrokový kanál)

Druhá časť transmisného mechanizmu sa týka ceny úverov. Úrokové sadzby sa nachádzajú na historicky najnižších úrovniach. ECB znížila kľúčovú úrokovú sadzbu na 0,25 % a udržiava krátkodobé trhové úrokové sadzby v koridore ohraničenom zhora svojou kľúčovou úrokovou sadzbou. Na krátkodobé úrokové sadzby sú naviazané všetky druhy úrokových sadzieb v ekonomike. Aj dlhodobé sadzby sa odvíjajú od tých krátkodobých. Napätia na finančných trhoch spôsobili, že transmisia z krátkodobých úrokových sadzieb do dlhodobých bola v niektorých prípadoch porušená. Existovalo viacero dôvodov, či už to bolo vysoké zadlženie krajín, prípadne vyššie vnímané riziko makroekonomického vývoja alebo len špekulácie. Všetky dôvody sa premietli do nárastu výnosov z vládnych dlhopisov niektorých krajín eurozóny a zvýšilo sa pre ne riziko bankrotu vyjadrené nárastom CDS rozpätí. Následne vyššie vnímanie rizika krajiny a vyššie náklady bánk z trhového financovania sa pretavili aj do klientskych úrokových sadzieb, ktoré napriek poklesu krátkodobých sadzieb vzrástli. V rámci eurozóny existuje toľko legislatívnych rámcov, koľko je krajín. Preto sa tieto

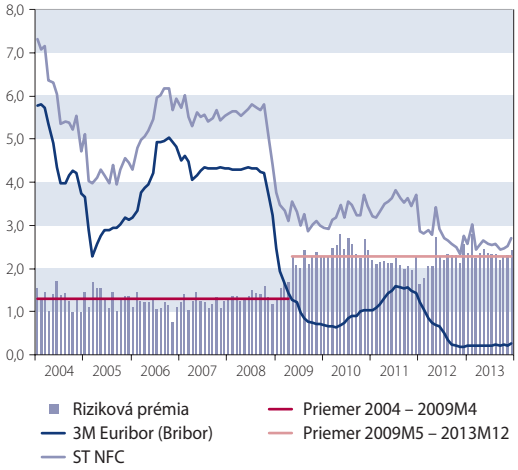
1 *Pri determinácii úverov veľkým podnikom a SME sa využíva aproximácia. Úver vo výške nad 1 mil. € sa spravidla poskytuje veľkým podnikom, úver nad 250 tis. € do 1 mil. € malým a stredným podnikom a úver do 250 tis. € mikropodnikom.*

zmeny nie vždy prejavili rovnako v každej krajine. V niektorých krajinách majú legislatívne upravené stropy pre niektoré druhy úrokových sadzieb (napr. pre domácnosti), preto si banky čiastočne kompenzovali toto „nezvyšovanie" pri úročení úverov nefinančným spoločnostiam. V rámci eurozóny pretrvávajú značné rozdiely v úrokových sadzbách z úverov podnikom, čo do určitej miery sťažuje efektivitu menovej politiky a podkopáva jej stimulačný efekt. Otázka v oblasti menovej politiky na úrovni celej eurozóny v dnešnej dobe však znie, ako podporiť rast ekonomiky prostredníctvom úrokových sadzieb, keď už sú blízko 0 %.

Na Slovensku je situácia relatívne priaznivá, pokiaľ ide o transmisiu zmien kľúčových úrokových sadzieb do úrokových sadzieb z úverov podnikom. Pri skúmaní efektu transmisie je rozhodujúce pozrieť sa na typy úrokových sadzieb z pohľadu dĺžky fixácie úrokovej sadzby. Na Slovensku mala väčšina úverov podnikom pohyblivú sadzbu alebo začiatočnú fixáciu sadzby do jedného roka. V niektorých mesiacoch dosiahol podiel týchto úverov na celkových novoposkytnutých úveroch až takmer 100 %. Z hľadiska účelu použitia úverov dosahovali najdôležitejšie úvery (prevádzkové a investičné) veľmi podobné podiely.

Vysoký podiel úverov s pohyblivou sadzbou a fixáciou do jedného roka na celkových úveroch znamená, že banky presunuli takmer celé úrokové riziko na klientov. Dokonca aj pri dlhodobých investičných úveroch je úroková sadzba vo veľkej miere naviazaná na vývoj krátkodobých medzibankových sadzieb. Preto sa venuje značná pozornosť najmä prenosu zmien kľúčových sadzieb do krátkodobých klientskych úrokových sadzieb. Klientske úrokové sadzby sú zložené z trhových sadzieb a rizikovej prémie a mali by odzrkadľovať približne výnos z alternatívnej investície. Riziková prémia je ovplyvňovaná viacerými faktormi. Patrí k nim napríklad rizikovosť krajiny, likvidita bankového sektora, kapitálová vybavenosť bankového sektora a pod. Ako možno pozorovať z nasledujúcich grafov, krátkodobé úrokové sadzby z úverov podnikom viac-menej korešpondovali s vývojom kľúčovej sadzby ECB a krátkodobej sadzby medzibankového trhu (3-M BRIBOR, resp. po roku 2008 EURIBOR). Banky teda pomerne pružne premietali zmeny trhových sadzieb do klientskych. Rizikovú prémiu by sme mohli aproximovať ako rozdiel medzi klientskou úrokovou sadzbou a trhovou sadzbou (3-M EURIBOR) reprezentujúcou bezrizikovú úrokovú sadzbu. V prípade Slovenska možno vyjadriť rizikovú prémiu tiež ako rozdiel medzi klientskou úrokovou sadzbou a nákladom banky na vklady, buď na vklady nefinančných spoločností, alebo aj na vklady domácností, keďže domácnosti majú uložený pomerne veľký objem vkladov na bankových účtoch. Vývoj rizikovej prémie je podobný pri všetkých troch možnostiach. Vzhľadom na vysoké percento úverových zmlúv, v ktorých sa úroková sadzba explicitne odvíja od trhových sadzieb, ďalej sa uvažuje s rizikovou prémiou vypočítanou ako rozdiel klientskej úrokovej sadzby a trhovej sadzby. Ako dokumentuje

Graf 6 Vývoj úrokových sadzieb a rizikovej prémie (v %, resp. v p. b.)

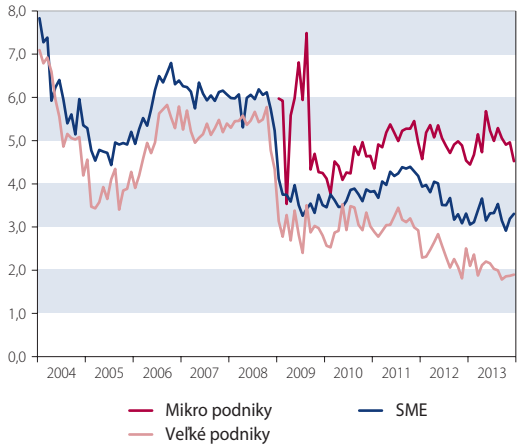


Zdroj: NBS a ECB.
Poznámka: ST NFC znamená krátkodobé úrokové sadzby z úverov podnikom.

graf 6, riziková prémia je konštantná takmer počas celého obdobia, odkedy je k dispozícii štatistika úrokových sadzieb z novoposkytnutých úverov. V roku 2009 však nastal posun rizikovej prémie o 1 percentuálny bod. Možno to pripísať zvýšenému riziku ekonomického vývoja, keď sa výraznejšie prepadla ekonomická aktivita. Banky tiež mohli využiť situáciu a zvýšiť si marže v dôsledku výpadku iných príjmov. Napriek tomu dosiahli krátkodobé úrokové sadzby z úverov podnikom v posledných mesiacoch historicky najnižšie úrovne.

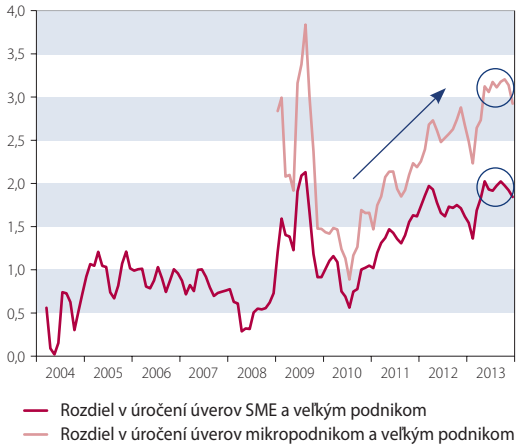
Pozitívne hodnotenie vývoja celkovej úrokovej miery z úverov, keďže poklesli na historicky najnižšiu úroveň, však môže byť neúplné a zavádzajúce. Pohľad na úrokové miery z úverov podnikom nedáva úplný obraz o tom, aké náklady majú jednotlivé druhy podnikov so splácaním úverov. Je preto potrebné pozrieť sa aj na disagregované položky, to znamená, ako sa vyvíjali úrokové miery pre rôzne typy podnikov v závislosti od ich veľkosti. Štatistika novoposkytnutých úverov zachytáva aj tieto rozdiely. Ako možno pozorovať, až do roku 2009 neboli veľmi výrazné rozdiely v úročení úverov veľkým podnikom a SME (spravidla do 1 percentuálneho bodu). Od roku 2010 však začal narastať rozdiel v úrokových sadzbách z úverov veľkým podnikom, SME a mikropodnikom. Pravdepodobne to vyplývalo z vnímania vyššej rizikovosti SME a mikropodnikov. Veľké podniky majú aj iné možnosti financovať sa, takže pri nich je väčší konkurenčný boj. Taktiež majú väčšinou lepší cash flow a v porovnaní so SME a mikropodnikmi aj dostatok zábezpeky a väčšie možnosti použitia interných zdrojov. Ten rozdiel teda vznikol najmä výrazným poklesom úročenia úverov veľkým podnikom. Úroveň úrokových sadzieb pre SME dosiahla v posledných mesiacoch tiež historicky najnižšie úrovne. Problémom by mohol byť mierne rastúci trend úročenia úverov mikropodnikom.

Graf 7 Vývoj úrokových sadzieb (v %)



Zdroj: NBS.

Graf 8 Rozdiel úrokových sadzieb (v p. b.)



Zdroj: NBS.

Tie sú úplne závislé od bankového financovania, a preto by sa politiky mali zamerať na tento typ podnikov. Celkovo by mali nominálne úrokové sadzby pôsobiť prorastovo. Ekonomickí agenti sa však rozhodujú najmä podľa reálnych úrokových sadzieb. Pri abstrahovaní od cien (deflátora HDP alebo výrobných cien) sú úrokové sadzby z úverov na relatívne nízkych úrovniach a mali by tak podporovať rast ekonomickej aktivity.

Analytické nástroje

Na analytické a prognostické účely boli vytvorené modely prenosu zmien trhových úrokových sadzieb do klientskych úrokových sadzieb. Pre nefinančné spoločnosti sú najdôležitejšie krátkodobé úrokové sadzby, preto sa uvádza model pre tieto sadzby. Použitý bol error-correction model s vysvetľujúcou premennou 3-M BRIBOR, resp. od roku 2009 3-M EURIBOR. Krátkodobá trhová sadzba bola vybratá na základe najlepšej korelácie a predikčných vlastností. Rizikový faktor, ktorý by mal odrážať makroekonomické riziká, nebol zakomponovaný z dôvodu nedostatočne dlhých časových údajov takýchto proxy premenných, resp. ich bezvýznamnosťou pri konečnom vyhodnocovaní. V niektorých krajinách sa používajú ako rizikové faktory rast ekonomiky, produkčná medzera, očakávané bankroty a v poslednom čase pomerne často spomínané proxy pre vyššie riziko štátov – CDS rozpätie. Konečný model má tvar:

$$\Delta br_t = \sum_{k=0}^{1} \delta_k \Delta r_{t-k} + \lambda \Delta br_{t-1} + \alpha(br_{t-1} - \beta r_{t-1} - \mu) + u_t$$

kde br je klientska úroková sadzba a r je trojmesačná trhová sadzba. Ostatné koeficienty sa odhadujú. Údajovú základňu tvorí obdobie od januára 2004 do júla 2012.

Koeficienty z rovnice sú uvedené v tabuľke 1.

Model pomerne dobre zachytáva vzťah medzi premennými. Zmeny v trhovej sadzbe sa relatívne pružne premietajú do klientskych úrokových sadzieb. Reakcia je okamžitá (vysoký okamžitý prenos), pričom po určitom čase dochádza ku korekcii (dlhodobý prenos je približne 0,7). Vysoký okamžitý prenos zmien kľúčových (trhových) úrokových sadzieb do klientskych dokumentujú aj grafy 9 a 10, ktoré zachytávajú posledné zníženia kľúčových úrokových sadzieb (od septembra 2011) a ich prenos do klientskych sadzieb v krajinách eurozóny a na Slovensku. Banky na Sloven-

Tabuľka 1

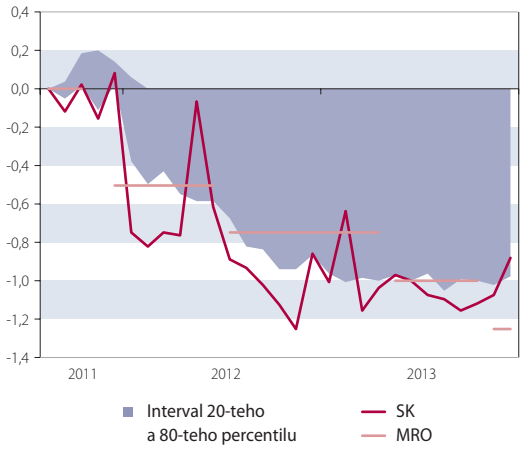
	Okamžitý prenos	Dlhodobý prenos	Koeficient prispôsobenia	Upravené R-squared
	δ	β	α	
Krátkodobé sadzby z úverov podnikom	1,1***	0,71***	-0,34***	0,63
	(0,10)	(0,03)	(0,09)	

Poznámka: V zátvorkách sú uvedené štandardné odchýlky.

Štatistiky chybovosti modelu:

RMSE	Theil U-Statistic	Theil Inequality Statistic	Bias in the forecast	Proportion due to variance	Proportion due to covariance
0,1949	0,6982	0.,0293	0,0013	0,1722	0,8265

Graf 9 Prenos zmien kľúčových sadzieb do klientskych úrokových sadzieb za krajiny eurozóny a Slovensko (zmeny sadzieb kumulatívne v p. b.)



Zdroj: ECB.
Poznámka: MRO – úroková sadzba ECB pre hlavné refinančné operácie.

sku premietali zmeny v kľúčových sadzbách pomerne pružne a s plnou intenzitou, pričom v roku 2012 najvýraznejšie zo všetkých krajín eurozóny a s väčšou intenzitou, ako klesali kľúčové sadzby. Vysvetlenie tkvie pravdepodobne v priaznivom prostredí, či už ide o dostatok lacných zdrojov (vkladov), vysokú kapitálovú primeranosť bankového sektora alebo rast ekonomiky, keďže eurozóna sa nachádzala v recesii a slovenská ekonomika od prvého štvrťroku 2009 nepretržite mierne rástla.

Záver

Správne fungovanie transmisného mechanizmu závisí najmä od zdravia bankového sektora. V prípade Slovenska bol bankový sektor očistený a skonsolidovaný v období rokov 2001 až 2004, najprv zo strany štátu v predprivatizačnom procese a neskôr interne materskými bankami po privatizácii. Tým sa vytvorili predpoklady na bezproblémové fungovanie transmisného mechanizmu najskôr vlastnej menovej politiky a po vstupe do eurozóny aj menovej politiky ECB. Na základe analýzy sa dá konštatovať, že na Slovensku sa zmeny kľúčových sadzieb centrálnej banky premietali pomerne intenzívne do klientskych sadzieb pre nefinančné podniky. Stagnáciu úverov podnikom spôsobila najmä dlhová kríza v eurozóne, ktorá negatívne vplývala na zahraničný dopyt a zvyšovala neistotu podnikov na Slovensku. Znížil sa tak ich dopyt po úveroch, čo zodpovedalo približne pomalšiemu rastu ekonomiky.

Ponuka podujatí Inštitútu bankového vzdelávania NBS, n. o., na apríl 2014

INŠTITÚT BANKOVÉHO VZDELÁVANIA NBS, n.o.

Názov vzdelávacieho podujatia	Dátum konania
Platobný styk I	1. 4. 2014
Prezentačné zručnosti podľa Steva Jobsa	3. – 4. 4. 2014
Analýza dlhopisov, oceňovanie a účtovanie	7. – 10. 4. 2014
Skúška sprostredkovateľov – vyšší stupeň	9. 4. 2014
Platobný styk II	9. 4. 2014
Skúška sprostredkovateľov – stredný stupeň	10. 4. 2014
Jazyková kultúra v bankovníctve a vo verejnej sfére	10. 4. 2014
Meranie, plánovanie a riadenie ziskovosti/výkonnosti banky	14. – 15. 4. 2014
Audit procesov	15. 4. 2014
Základy informačnej bezpečnosti	23.4.2014
Business Discovery/Moderné trendy v BI a kontrolingu	24. 4. 2014
Etiketa a základy spoločenského protokolu v praxi I	24. 4. 2014
Stresové scenáre	24. 4. 2014
Aktuálne otázky v regulácii likvidity	28. 4. 2014
Skúška sprostredkovateľov – vyšší stupeň	29. 4. 2014
Skúška sprostredkovateľov – stredný stupeň	30. 4. 2014

Kríza zvýšila dopyt bánk po rezervách – peňažný multiplikátor klesol

Rastislav Čársky
Národná banka Slovenska

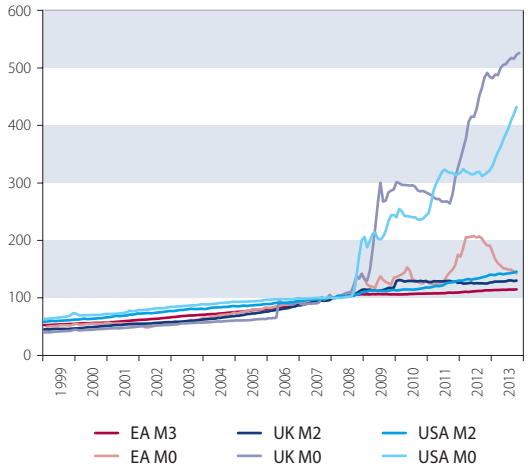
Ekonomická a finančná kríza, ktorá zasiahla svet v roku 2008, spôsobila výraznú zmenu v správaní bankového sektora. V normálnych podmienkach si banky neželajú držať nadbytočné rezervy. Majú skôr záujem zarobiť na každom voľnom eure či dolári, a preto sa snažia požičať ich na trhu. Postupne tak dochádza k niekoľkonásobnej expanzii vkladov, keď banky požičiavajú ďalej svoje voľné zdroje, kým sa prebytočné rezervy plne nevyužijú. Tento proces je založený na peňažnom multiplikátori, ktorý vlastne vyjadruje mieru, v akej menová báza (obeživo a rezervy bánk) znásobuje objem vkladov.

Centrálna banka kontroluje ponuku rezerv alebo menovej bázy, ponuku peňazí však tvoria banky. Na ich správaní záleží, ako bude vyzerať peňažný multiplikátor[1].

Hodnota multiplikátora v zásade závisí od toho, aký podiel zo svojich vkladov si ekonomické subjekty želajú držať v obežive a aký podiel z vkladov si banky držia vo forme rezerv v centrálnej banke. Podiel rezerv na vkladoch je na jednej strane ovplyvňovaný sadzbou povinných minimálnych rezerv, na druhej strane aj preferenciou držby rezerv zo strany bánk.

S príchodom krízy sa postoj bánk k voľným alebo prebytočným rezervám zmenil. Banky držia podstatne vyššie objemy prebytočných rezerv a peňažný multiplikátor v dôsledku toho výrazne poklesol. Dôvodov, prečo si banky želajú mať vysoké prebytočné rezervy, je niekoľko. V prvom rade je likvidita, a najmä v čase krízy, otázkou prežitia. Ďalším dôvodom je výrazný nárast rizika, v dôsledku čoho peňažný trh nedokáže dostatočne efektívne distribuovať voľnú likviditu. Inými slovami, banky majú obavy požičať voľné rezervy druhým bankám. Preto majú banky vo všeobecnosti tendenciu vytvárať si určitú rezervu likvidity. V neposlednom rade vyššie prebytočné rezervy vytvárajú pre banky priestor a čas postupne reštrukturalizovať a zmenšovať svoje bilancie. Centrálne banky tento zvýšený dopyt po rezervách od začiatku krízy začali uspokojovať a snažili sa tak eliminovať negatívne vplyvy segmentácie peňažného trhu, ktoré viedli k poruchám efektívneho fungovania transmisného mechanizmu.

Graf 1 Menová báza a menové agregáty – index (január 2008=100)



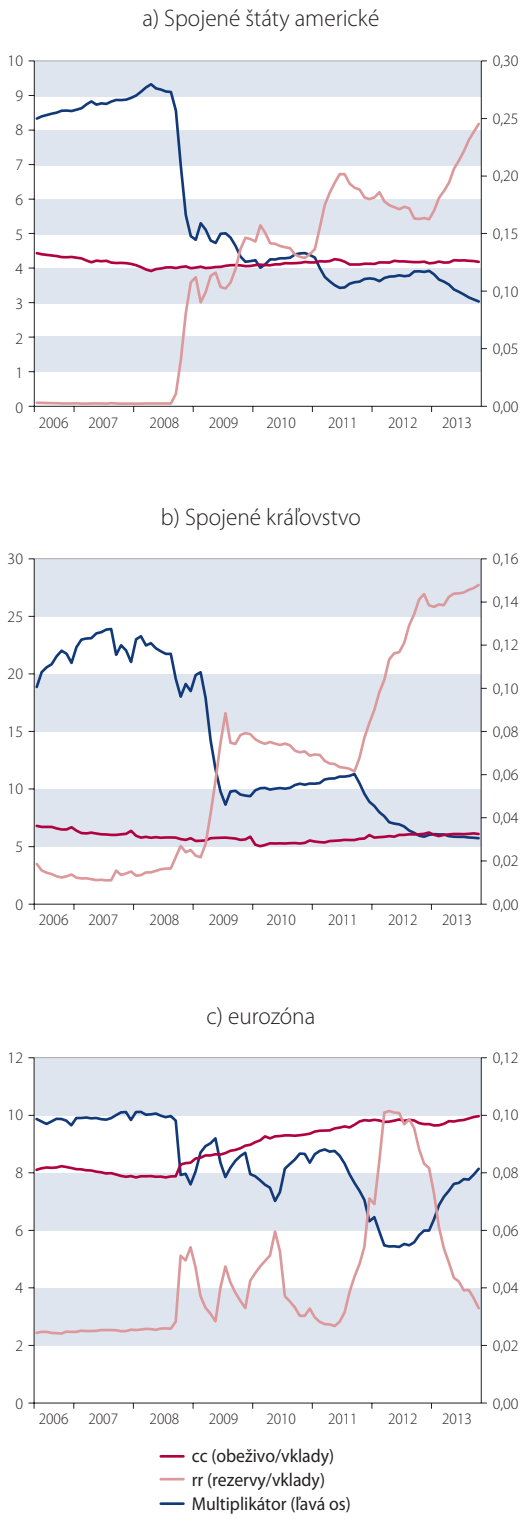
Zdroj: ECB, BoE, FED St. Luis, prepočty NBS.

Napríklad Federal Reserve System (Fed) či Bank of England (BoE) dodávajú výrazné objemy likvidity prostredníctvom tzv. kvantitatívneho uvoľňovania, teda veľkoobjemového nákupu aktív. ECB kvantitatívne uvoľňovanie nerealizuje, zjednodušila však prístup k likvidite realizáciou hlavných refinančných operácií formou tendrov s pevnou úrokovou sadzbou a s neobmedzeným objemom pridelených prostriedkov či poskytla veľký objem likvidity formou dlhodobejších refinančných operácií so splatnosťou až 36 mesiacov. Menová báza Fedu, Bank of England i ECB výrazne narástla, aj keď v prípade ECB bolo jej zvýšenie v porovnaní s ostatnými dvoma centrálnymi bankami podstatne nižšie. Vzhľadom na zvýšenú preferenciu držby prebytočných rezerv zo strany obchodných bánk sa však nárast menovej bázy nepremietal v rovnakej miere ako v minulosti do tvorby vkladov. V dôsledku prepadu peňažného multiplikátora sa dlhodobý vzťah medzi ponukou rezerv a peňažnou zásobou oslabil. Kým v minulosti bol rast menovej bázy sprevádzaný porovnateľným vývojom menových agregátov, výrazný nárast ponuky likvidity zo strany centrálnych bánk sa vo vývoji peňažných agregátov prakticky nepremietol.

Z nasledujúcej trojice grafov je zrejmé, že za výrazným poklesom peňažného multiplikátora bol vo všetkých troch menových oblastiach nárast podielu rezerv na vkladoch. Markantne sa zvýšil

1 *Penažný multiplikátor (m) môžeme vyjadriť ako podiel relevantného menového agregátu (M; môže ísť o rôzne agregáty M1, M2 či M3 v závislosti od definície, ktorá sa používa v tej-ktorej krajine, a menovej bázy M0 (obeživo + rezervy); potom m = M/M0, alebo m = 1/[cc + rr(1 – cc)], kde cc je podiel obeživa na vkladoch a rr je podiel rezerv na vkladoch.*

Graf 2 Multiplikátor a jeho zložky



Zdroj: ECB, BoE, FED St. Luis, prepočty NBS.

najmä v USA, kde sa pred krízou podiel rezerv na vkladoch pohyboval na nízkych úrovniach. Kvantitatívne uvoľňovanie Fedu následne výrazne zvýšilo objem nadbytočných rezerv. Súčasne pomer rezerv a vkladov dosiahol v porovnaní s ostatnými dvoma centrálnymi bankami najvyššiu úroveň (viac ako dvojnásobok v prípade ECB a takmer dvojnásobok v prípade BoE). Kým v rokoch predchádzajúcich kríze sa jeden dolár menovej bázy multiplikoval na 9 dolárov vkladov, v súčasnosti sú to len 3 doláre. Ešte výraznejší prepad multiplikácie zaznamenala Bank of England, kde sa pred krízou jedna libra menovej bázy premietla do zvýšenia vkladov o takmer 23 libier. V súčasnosti je to len 6 libier. V prípade ECB, ktorá na rozdiel od Fedu a BoE nerealizovala kvantitatívne uvoľňovanie, sa veľkosť peňažného multiplikátora znížila najmenej, približne o polovicu. Kým v predkrízových rokoch dosahoval hodnotu 10, v polovici roku 2012 poklesol približne na hodnotu 5 až 6. Najnižšie úrovne dosiahol v období, keď sa realizovali všetky tri 36-mesačné dlhodobejšie refinančné operácie. Objem prebytočných rezerv a ich podiel na vkladoch v tom období kulminoval. Okrem rastu prebytočných rezerv k poklesu multiplikátora čiastočne prispieval aj rast podielu obeživa na vkladoch. V ďalšom období však banky využívali možnosť predčasného splatenia dlhodobejších operácií, čo súviselo so zlepšovaním situácie na peňažnom trhu, s progresom v reštrukturalizácii bilancií a čiastočne aj s tým, že nechceli byť negatívne hodnotené ako závislé od zdrojov ECB. Objem prebytočných rezerv aj ich podiel na vkladoch tak v druhej polovici roka 2013 poklesol blízko predkrízovým úrovniam. Súčasne sa zvýšil peňažný multiplikátor na približne 8.

Pokles peňažného multiplikátora môže naznačovať nižšiu efektívnosť menovej politiky. Môžeme však hodnotiť menovú politiku ako neefektívnu? Ak by centrálne banky neuspokojili veľmi vysoký dopyt bankového sektora po rezervách, viedlo by to pravdepodobne ku kolapsu peňažného trhu a k výrazným problémom v bankovom sektore. Dostatočná dostupnosť likvidity pomohla preklenúť obdobie, keď by jej nedostatok s veľkou pravdepodobnosťou viedol k jej nerovnomernému rozdeleniu a pravdepodobne výrazne vyšším úrokovým sadzbám na peňažnom trhu. Dnes sa sadzby na peňažnom trhu pohybujú na úrovniach konzistentných s menovopolitickými sadzbami. Pravdepodobne by tiež došlo k výraznejšej kontrakcii úverov, menových agregátov a reálnej ekonomiky.

Neochota bánk poskytovať úvery a tak multiplikovať nadbytočné rezervy značne súvisí s ekonomickou krízou, ktorá zvýšila rizikovosť mnohých klientov, najmä malých a stredných podnikov. Súčasne s nízkou ekonomickou aktivitou klesol aj dopyt po úveroch, keď vzrástlo riziko spojené s návratnosťou investícií. Nezáujem investovať v neistej ekonomickej situácii viedol k poklesu investícií a ich úroveň sa stále nachádza pod úrovňami spred krízy. Viaceré ukazovatele poukazujú na rozsiahle nevyužité výrobné kapacity a dopyt po úveroch je tak nižší. Súčasne v prípade Fedu môže menší záujem bánk o poskytovanie úverov súvisieť aj s tým, že nadbytočné rezervy sa od roku 2008 úročia. V neposlednom rade je nízka úroveň poskytovania úverov spojená aj s potrebou reštrukturalizácie bilancií v snahe plniť prísnejšie kritériá kapitálovej primeranosti.

Aktuálny vývoj v rámci druhého piliera bankovej únie

Vladimír Dvořáček, Júlia Čillíková, Peter Pénzeš
Národná banka Slovenska

V predchádzajúcich číslach časopisu Biatec sme sa komplexne venovali predstaveniu bankovej únie a výzvam, ktoré sú spojene s vytváraním jej prvého aj druhého piliera (jednotný mechanizmus dohľadu a jednotný mechanizmus riešenia krízových situácií).[1] Zatiaľ čo nariadenie k prvému pilieru bolo schválené v novembri 2013 a tretí pilier (spoločný systém ochrany vkladov) sa odložil na neurčito, v súčasnosti je predmetom intenzívnych rokovaní druhý pilier. Cieľom príspevku je poskytnúť aktuálne informácie o tomto procese a o krokoch, ktoré bude v SR potrebné podniknúť v súvislosti s vytvorením režimu riešenia krízových situácií v bankách a s vytvorením národného orgánu na riešenie krízových situácií.

Stav rokovaní k druhému pilieru

Právny rámec druhého piliera bankovej únie tvorí smernica o krízovom manažmente[2] (*Bank Recovery and Resolution Directive*, ďalej len „smernica BRRD") a nariadenie o jednotnom mechanizme riešenia krízových situácií[3] (*Single Resolution Mechanism Regulation*, ďalej len „nariadenie SRM"). Pôvodný harmonogram ich prijímania, ktorý schválila Európska rada v polovici marca 2013, mal byť nasledovný:[4]

a) v lete 2013 dokončiť rokovania k smernici BRRD; termín na prijatie smernice BRRD Európska rada neskôr presunula na koniec roka 2013.
b) do konca funkčného obdobia súčasného Európskeho parlamentu (posledné plenárne zasadnutie Európskeho parlamentu sa koná 14. až 17. apríla 2014) dosiahnuť dohodu o nariadení SRM.

Pokiaľ ide smernicu BRRD, dňa 20. decembra 2013 sa zavŕšil legislatívny proces jej prijímania na európskej úrovni,[5] v čase písania tohto príspevku prebieha finalizácia jej textu, pričom predpokladaný termín zverejnenia v Úradnom vestníku EÚ je koniec marca, resp. prvá polovica apríla 2014.[6] Účinnosť by mala nadobudnúť 20 dní od zverejnenia a členské štáty by ju mali transponovať do národných právnych poriadkov do konca roku 2014 tak, aby národná legislatíva bola účinná od 1. januára 2015. Smernica BRRD obsahuje viac ako 20 splnomocňovacích ustanovení na vydanie vykonávacích predpisov (technických štandardov) a usmernení (*guidelines*), ktoré majú byť vydané do 12 mesiacov od nadobudnutia účinnosti smernice, t. j. v apríli 2015.

Jeden z nástrojov smernice BRRD – nástroj na záchranu banky pomocou jej vnútorných zdrojov, tzv. *bail-in* (pojem je potrebné odlišovať od *bail-out*, čo predstavuje záchranu z verejných prostriedkov) sa môže začať uplatňovať neskôr ako zvyšok smernice, konkrétne od 1. januára 2016. Členské štáty eurozóny však prevzali politický záväzok[7] pripraviť tzv. zabezpečovacie mechanizmy (*backstops*) pre prípad, že niektorá z bánk dopadne negatívne v rámci komplexného hodnotenia bankového sektora. Hodnotenie vykonáva ECB[8] v súvislosti s prípravou na začatie výkonu priameho dohľadu nad najvýznamnejšími bankovými skupinami. Jeho výsledky budú známe v novembri 2014.

Ešte pred použitím zabezpečovacích mechanizmov by podľa záverov Rady EÚ (ECOFIN) z 15. novembra 2013[9] mal prebehnúť tento proces:

– členské štáty by mali zabezpečiť, aby banky, ktoré sú predmetom komplexného hodnotenia ECB, vypracovali stratégie vhodnej reštrukturalizácie bez využitia verejných zdrojov,
– ak by sa komplexným hodnotením bankového sektora (resp. stresovými testami, ktoré sú jeho súčasťou) preukázalo, že banka má za určitých okolností nedostatok kapitálu, v prvom rade by ho mala doplniť na finančnom trhu, nerozdeliť zisky a pod.,
– ak by sa tieto kroky ukázali ako nedostatočné alebo v prípade, že by banka nemala prístup ku zdrojom trhového financovania, členské štáty by mali pristúpiť k rekapitalizácii banky, t. j. aktivovať zabezpečovacie mechanizmy.

Presné detaily zabezpečovacích mechanizmov nie sú predpísané, tzv. vyhlásenie o zabezpečovacích mechanizmoch v spomínaných záveroch Rady EÚ (ECOFIN) požaduje, aby sa v súlade s európskymi pravidlami štátnej pomoci uplatnila zásada rozdelenia bremena (*burden sharing*). Túto zásadu konkretizuje ostatné oznámenie Komisie o štátnej pomoci pre bankový sektor,[10] z ktorého vyplýva, že verejné prostriedky možno banke poskytnúť, až keď sa vyčerpajú riešenia súkromného sektora prostredníctvom mechanizmu v zásade zodpovedajúcemu *bail-in*. (Backstop teda možno chápať ako mechanizmus, v ktorom sa najskôr realizuje *bail-in* a pokiaľ je to potrebné, vykoná sa *bail-out*). Zdá sa byť preto logické transponovať úplnú alebo čiastočnú úpravu *bail-in* čím skôr, ešte pred 1. januárom 2016, aby Slovenská republika splnila svoj politický záväzok. V prípade, že národný zabezpečovací mechanizmus nebude postačovať, v súlade so závermi ECOFIN-u sa použije tzv. trvalý euroval.

1 Čillíková, J. – Pénzeš, P.: Banková únia a jednotný mechanizmus dohľadu In: Biatec, ročník 20, č. 8 (2012), s. 8 – 10, dostupné na http://www.nbs.sk/_img/Documents/_PUBLIK_NBS_FSR/Biatec/Rok2012/8-2012/02_biatec12-8_cillikova-penzes.pdf; Dvořáček, V. – Čillíková, J. – Pénzeš, P.: K niektorým otvoreným otázkam jednotného mechanizmu dohľadu v EU In: Biatec, ročník 21, č. 1 (2013), s. 12 – 13, dostupné na http://www.nbs.sk/_img/Documents/_PUBLIK_NBS_FSR/Biatec/Rok2013/04_biatec13-1_dvoracek.pdf; Dvořáček, V., Čilliková, J. Pénzeš, P.: Druhý pilier bankovej únie a jeho výzvy. In: Biatec, ročník 21, č. 7 (2013), s. 2 – 4, dostupné na http://www.nbs.sk/sk/publikacie/biatec-odborny-bankovy-casopis/rocnik-2013/biatec-c-7-2013

2 Návrh smernice Európskeho parlamentu a Rady, ktorou sa ustanovuje rámec pre ozdravenie a riešenie krízových situácií úverových inštitúcií a investičných spoločností a ktorou sa menia smernice Rady 77/91/EHS a 82/891/ES, smernice 2001/24/ES, 2002/47/ES, 2004/25/ES, 2005/56/ES, 2007/36/ES a 2011/35/ES a nariadenie (EÚ) č. 1093/2010, COM(2012) 280, 6.6.2012.

3 Návrh nariadenia Európskeho parlamentu a Rady, ktorým sa stanovujú jednotné pravidlá a jednotný postup riešenia krízových situácií úverových inštitúcií a určitých investičných spoločností v rámci jednotného mechanizmu riešenia krízových situácií a jednotného fondu na riešenie krízových situácií bánk a ktorým sa mení nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. 1093/2010 /* COM/2013/0520 final – 2013/0253 (COD) */

4 Pozri bod 13 záverov Európskej rady zo dňa 14. a 15. marca 2013, dostupné na http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/136151.pdf

5 Bank recovery and resolution: Council confirms agreement with EP, dostupné na http://www.consilium.europa.eu/uedocs/NewsWord/en/ecofin/140277.doc

6 Tento príspevok vychádza z textu smernice BRRD z 18. decembra 2013, ktorý je k dispozícii na http://register.consilium.europa.eu/doc/srv?l=EN&t=PDF&gc=true&sc=false&f=ST%2017958%202013%20INIT&r=http%3A%2F%2Fregister.consilium.europa.eu%2Fpd%2Fen%2F13%2Fst17%2Fst17958.en13.pdf

Čo sa týka druhého predpisu, nariadenia SRM, dňa 18. decembra 2013 bolo na Rade EÚ v zložení ministrov financií (ECOFIN) odsúhlasené tzv. všeobecné smerovanie (*general approach*),[11] t. j. politická dohoda (pozícia resp. pripomienky) členských štátov k návrhu nariadenia, ktorý zverejnila Európska komisia. Predmetom rokovaní ECOFIN-u boli aj výhrady Nemecka, že čl. 114 Zmluvy o fungovaní Európskej únie (ZFEÚ) neposkytuje dostatočný právny základ na vytvorenie jednotného fondu na riešenie krízových situácií (predpokladaná cieľová kapacita 55 mld. €), ktorý sa podľa nariadenia o SRM má vytvoriť centralizáciou národných fondov na riešenie krízových situácií vytváraných podľa smernice BRRD.[12] Ministri financií sa preto dohodli, že fond sa síce založí na základe nariadenia o SRM, niektoré ustanovenia o jeho fungovaní sa však stanú súčasťou medzištátnej zmluvy (*Intergovernmental agreement* – IGA), ktorá mala byť podľa decembrových záverov ECOFIN-u dojednaná do 1. marca 2014.

Podľa návrhu medzištátnej zmluvy by fond spočiatku pozostával z podfondov jednotlivých členských štátov, zodpovedajúcim národným rezolučným fondom. Podfondy by sa v priebehu desiatich rokov postupne spojili. V prípade potreby financovania záchrany bankovej skupiny z fondu by sa v prvom rade použili prostriedky podfondov krajín sídla materskej a dcérskych spoločností. Ak sa tieto prostriedky vyčerpajú, na základe pomerne komplikovaného kľúča sa bude v priebehu prechodného obdobia zvyšovať možnosť čerpať prostriedky z podfondov iných krajín eurozóny (tzv. mutualizácia). Posledným krokom, ktorý nastupuje, ak sú podfondy vyčerpané, je uloženie povinnosti bankám zaplatiť mimoriadny príspevok.

V 1. štvrťroku 2014 pokračuje v súvislosti s nariadením SRM legislatívny proces rokovaniami medzi Radou EÚ a Európskym parlamentom, tzv. trialóg. Vzhľadom na politickú citlivosť prerokúvaných vecí sa však dohoda o nariadení SRM ani medzištátna zmluva zatiaľ nepodarila dosiahnuť. Rada EÚ (ECOFIN) na svojom zasadnutí 18. februára 2014 však potvrdila svoj záväzok dosiahnuť dohodu o SRM do skončenia funkčného obdobia Európskeho parlamentu. Ministri financií sa zároveň dohodli na úpravách všeobecného smerovania k SRM zo dňa 18. decembra 2013 tak, aby poskytli gréckemu predsedníctvu Rady väčšiu flexibilitu pri rokovaniach v rámci trialógu s Európskym parlamentom, ktorého pozícia zostáva stále pomerne odlišná od toho, čo sú schopné akceptovať členské štáty. Parlament sa po zasadaní ECOFIN-u vyslovil, že od ministrov financií očakával väčšie ústupky.[13] Európsky parlament trvá najmä na nasledujúcich prioritách:

- rozhodnutie o tom, že banka zlyháva, alebo pravdepodobne zlyhá, ktoré je predpokladom na použitie nástrojov riešenia krízovej situácie má vydávať ECB,
- o použití konkrétneho nástroja riešenia krízovej situácie banky má rozhodnúť nový európsky orgán, ktorý sa má vytvoriť podľa nariadenia o SRM – Rada pre riešenie krízových situácií (Single Resolution Board – SRB),
- medzištátna zmluva (IGA) na vytvorenie jednotného fondu na riešenie krízových situácií ani systém podfondov počas prvých 10 rokov nie sú potrebné, prostriedky fondu by mali byť od začiatku spoločné a použiteľné na záchranu bánk v ktoromkoľvek štáte eurozóny bez obmedzení.

Rada EÚ (t. j. členské štáty) vo všetkých spomenutých oblastiach požaduje ponechať rozhodovanie čo najviac na členských štátoch, keďže nesprávne rozhodnutia môžu mať dosah na ich štátne rozpočty. Dňa 10. marca 2014 sa konalo zasadnutie ministrov financií (Euroskupina) a nasledujúci deň rokovania Rady EÚ, na ktorom sa opäť upravoval mandát pre grécke predsedníctvo na vyjednávanie v rámci trialógu. Ministri financií sa dohodli na ďalších ústupkoch voči Parlamentu. To, či boli dostatočné, sa ukáže v ďalších rokovaniach v rámci trialógu.

Navrhovaná účinnosť nariadenia SRM podľa textu schváleného Radou EÚ (*general approach*) je 1. januára 2016, okrem ustanovení o tzv. rezolučných plánoch, ktoré sa budú aplikovať od 1. januára 2015. Ak sa nariadenie podarí prijať pred skončením funkčného obdobia súčasného Parlamentu, bude sa uplatňovať v členských štátoch eurozóny paralelne so smernicou BRRD, pričom v niektorých oblastiach obsahuje odchylnú úpravu od BRRD. Rozhodovacie kompetencie sa presúvajú z národnej úrovne na nadnárodnú úroveň, budú najmä spolupracovať s Radou pre riešenie krízových situácií (SRB) a vykonávať jej rozhodnutia. Podrobnosti sme rozobrali v septembrovom čísle časopisu Biatec.

V ďalšom sa budeme venovať len smernici BRRD, pretože jej text je už odsúhlasený a po transpozícii do nášho právneho poriadku sa začne uplatňovať od 1. januára 2015. Aké zmeny teda prinesie?

Smernica BRRD

Smernica BRRD sa začala tvoriť ešte v roku 2009 v priamej reakcii na finančnú krízu, ktorá odhalila viaceré nedostatky v existujúcom mechanizme riadenia kríz vo finančných inštitúciách v EÚ. Podľa Komisie rámec riadenia kríz, ktorý existuje na národnej úrovni, neumožňuje bankám vykonávať základné bankové funkcie v stave ich insolventnosti a nedokáže umožniť zlyhanie systémových finančných inštitúcií s problémami bez výrazného systémového dosahu na stabilitu finančných trhov.[14] Okrem toho smernica BRRD je aj reakciou na rozsiahle náklady vynaložené vládami členských štátov EÚ na záchranu zlyhávajúcich bánk, ktoré v čase prípravy smernice (október 2010) dosahovali 13 % hrubého domáceho produktu EÚ[15] a v konečnom dôsledku boli prenesené na daňovníkov.

Smernice BRRD je naplnením medzinárodného záväzku, ktorý prijali krajiny skupiny G-20 na summite v Toronte v júni 2010, keď vyzvali na vytvorenie a implementáciu systémov prevencie a ria-

7 *Pozri bod 13 b) záverov Európskej Rady z 28. júna 2013 dostupné na http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_Data/docs/pressdata/en/ec/137634.pdf, bod 43 záverov Európskej Rady z 24. a 25. októbra 2013 dostupné na http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/SK/ec/139207.pdf a bod 8 a 9 záverov Rady Európskej únie (ECOFIN) z 15. novembra 2013 dostupné na http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/139626.pdf*

8 *Pozri Note Comprehensive Assessment, October 2013, dostupné na http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/notecomprehensiveassessment201310en.pdf*

9 *http://www.consilium.europa.eu/uedocs/NewsWord/SK/ecofin/139888.doc*

10 *Communication from the Commission on the application, from 1 August 2013, of State aid rules to support measures in favour of banks in the context of the financial crisis, dostupné na http://ec.europa.eu/competition/state_aid/legislation/temporary.html*

11 *Council agrees general approach on Single Resolution Mechanism, dostupné na: http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/140190.pdf*

12 *Objavujú sa aj opačné názory, že vytváranie fondu prostredníctvom medzištátnej zmluvy je v rozpore s európskym právom. Pozri napr. „Short Study: An intergovernmental treaty on the SRM violates European law and can be challenged in the court", dostupné na http://www.sven-giegold.de/wp-content/uploads/2014/01/short-study-IGA-v-EU--law.pdf*

13 *MEPs lay out final offer on bank single resolution mechanism, dostupné na http://www.europarl.europa.eu/news/en/news-room/content/20140305IPR37601/html/MEPs-lay-out-final-offer-on-bank--single-resolution-mechanism*

14 *Commission seeks views on possible EU framework to deal with future bank failures, dostupné na http://europa.eu/rapid/press-release_IP-11-10_en.htm?locale=en*

15 *An EU framework for Crisis Management in the Financial Sector – Frequently Asked Questions, dostupné na http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-10-506_en.htm?locale=en*

denia kríz finančných inštitúcií a na elimináciu prenosu nákladov na daňovníkov.[16] V súvislosti s tým Rada pre finančnú stabilitu (*Financial Stability Board* – FSB) zriadená skupinou G-20 prijala odporúčanie o kľúčových prvkoch efektívneho rámca riešenia kríz finančných inštitúcií,[17] ktorý sa stal inšpiráciou pre smernicu BRRD. Podobná právna úprava bola zavedená i v USA prostredníctvom Doddovho-Frankovho zákona o reforme Wall Street a o ochrane spotrebiteľa,[18] ktorý je v USA platný od júla 2010.

Smernica BRRD nadväzuje na predchádzajúce iniciatívy Komisie v oblasti krízového riadenia, a to predovšetkým na oznámenie Komisie z októbra 2010, v ktorom navrhla všeobecný plán európskeho režimu pre krízový manažment[19], ako aj časový rámec jeho implementácie. Vychádza aj z oznámenia Komisie z mája 2010 o fondoch na riešenie kríz v bankovom sektore[20] a tiež z ďalších predchádzajúcich konzultačných a pracovných dokumentov Komisie v oblasti krízového riadenia.

Bezprostrednou prioritou navrhovaného rámca je zaviesť do praxe efektívny systém krízového riadenia vo všetkých členských štátoch EÚ, ktorý by umožnil zlyhanie bánk bez ohrozenia stability finančných trhov. Rámec by mal zároveň umožniť riešiť problémy bánk takým spôsobom, ktorý by minimalizoval riziko prenosu nákazy na iné subjekty finančného trhu a ktorým by sa zaistila kontinuita základných finančných služieb vrátane nepretržitého prístupu vkladateľov k svojim prostriedkom. Osobitným cieľom nového rámca je zlepšiť podmienky na riešenie krízy prostriedkami súkromného sektora a obmedziť využívanie verejných zdrojov, a poskytnúť tak alternatívu nákladným krízovým balíčkom na záchranu bánk.

Smernica BRRD harmonizuje pravidlá a postupy na riešenie krízových situácií bánk a ďalších inštitúcií, ktoré patria do jej osobnej pôsobnosti.[21] Na dosiahnutie spomenutých cieľov smernica obsahuje nasledujúce nástroje:

a) povinnosť bánk pripravovať ozdravné plány (*recovery plans*),
b) právomoc národných orgánov pre riešenie krízových situácií pripravovať plány riešenia krízových situácií (*resolution plans*),
c) osobitnú úpravu dohôd o finančnej podpore v rámci skupiny (*intragroup asset transfers*),
d) nástroje včasnej intervencie (*early intervention*),
e) komplexný mechanizmus riešenia krízovej situácie banky (*resolution*).

Nástrojmi uvedenými v písmenách a), c) a d) budú disponovať orgány dohľadu, t. j. ECB, resp. NBS, nástrojmi podľa písmena b) a e) budú narábať národné orgány pre riešenie krízových situácií (ďalej len „národné rezolučné orgány", alebo „NRO").

Ozdravné plány

V rámci prípravy na zvládanie krízovej situácie budú mať banky povinnosť vytvárať ozdravné plány. Identifikujú v nich opatrenia, ktoré prijmú v rôznych špecifických makro- a mikroekonomických scenároch, ak dôjde k zhoršeniu ich finančnej situácie. Plány budú podliehať hodnoteniu orgánmi dohľadu, pričom orgán dohľadu by mal mať právomoc žiadať od inštitúcie prijatie pozmeneného plánu, resp. prijatie opatrení, ktoré by mali odstrániť prekážky pre prípadnú implementáciu plánu. Plány by sa mali zostavovať na konsolidovanej úrovni. Navrhne ich materská spoločnosť a schvaľovať ich budú kolégiá orgánov dohľadu, pričom finálne rozhodnutie o zhodnotení plánu, resp. o opatreniach potrebných na odstránenie prekážok jeho implementácie má prijať konsolidovaný orgán dohľadu. V prípade slovenských bánk, ktoré budú spadať pod dohľad ECB, bude schvaľovanie ozdravných plánov v kompetencii ECB.

Plány riešenia krízových situácií

NRO budú pre každú banku vytvárať plány riešenia krízových situácií, aby sa v prípade zlyhania banky alebo v prípade pravdepodobnosti jej zlyhania zaistili adekvátne kroky na jej riešenie pri minimalizácii nákladov. Plány by sa mali vytvárať v rámci tzv. kolégia národných rezolučných orgánov a prijímať spoločným rozhodnutím všetkých dotknutých NRO. Ak je to potrebné, NRO dcérskych spoločností si môžu z dôležitých dôvodov presadiť vytvorenie plánu len pre dcérsku spoločnosť.

Okrem prípravy a schvaľovania plánov riešenia krízových situácií budú mať NRO v tejto súvislosti aj preventívne a prípravné právomoci, konkrétne právomoc žiadať od bánk, po konzultácii s príslušným orgánom dohľadu, prijatie opatrení na odstránenie prekážok v právnych, operačných štruktúrach a v štruktúrach podnikania, ktoré by zabránili efektívnej aplikácii nástrojov navrhovaných v plánoch (*resolvability assessment*). Takéto opatrenia možno prijať na individuálnej aj na konsolidovanej úrovni.

Dohody o finančnej podpore v rámci skupiny

Smernica BRRD vytvára osobitný režim uzatvárania dohôd o finančnej podpore v rámci skupiny, t. j. medzi materskou spoločnosťou a jej zahraničnými dcérskymi spoločnosťami, prípadne medzi dcérskymi spoločnosťami navzájom. Predmetom týchto dohôd je poskytnutie pôžičky, záruky alebo transferu aktív medzi uvedenými subjektmi. Osobitný režim sa bude uplatňovať, len pokiaľ niektorá zo strán dohody spĺňa podmienky na včasnú intervenciu. Návrh dohody majú schvaľovať kolégiá dohľadu príslušných orgánov dohľadu, pričom kľúčovú úlohu má konsolidovaný orgán dohľadu. Poskytnutie konkrétnej finančnej podpory schvaľuje predstavenstvo danej finančnej inštitúcie (dcérskej alebo materskej spoločnosti), návrh musí posúdiť aj príslušný orgán dohľadu, ktorý dohliada na subjekt, ktorý má uskutočniť transfer. Orgán dohľadu má možnosť namietať proti návrhu dohody o finančnej podpore a tiež možnosť zakázať alebo obmedziť konkrétnu navrhovanú podporu. Jeho rozhodnutie však môže byť spochybnené iným dotknutým orgánom do-

16 *The G20 Toronto Summit Declaration, dostupné na http://www.g20.utoronto.ca/2010/to-communique.html*
17 *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions, dostupné na https://www.financialstabilityboard.org/publications/r_111104cc.htm*
18 *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, dostupné na https://www.govtrack.us/congress/bills/111/hr4173/text*
19 *Communication on a new EU framework for crisis management in the financial sector, dostupné na http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/crisis-management/framework/com2010_579_en.pdf*
20 *Communication on bank resolution funds, dostupné na http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/crisis-management/funds/com2010_254_en.pdf*
21 *Ide o obchodníkov s cennými papiermi, ktorí podľa súčasnej právnej úpravy musia mať základné imanie vo výške najmenej 730 000 €, finančné holdingové spoločnosti, zmiešané finančné holdingové spoločnosti, finančné holdingové spoločnosti so zmiešanou činnosťou a finančné inštitúcie, ktoré sú dcérskymi spoločnosťami úverovej inštitúcie alebo obchodníka s cennými papiermi.*

hľadu a môže byť predmetom záväznej mediácie, ktorú vykoná EBA.

Opatrenia včasnej intervencie

Ak banka reálne alebo pravdepodobne poruší niektorú z požiadaviek na podnikanie stanovenú v CRD IV, CRR alebo v smernici MiFID, orgán dohľadu voči nej bude môcť prijať tzv. opatrenia včasnej intervencie. Ide napríklad o tieto právomoci: požadovať predstavenstvo banky, aby realizovalo niektoré z opatrení uvedených v ozdravnom pláne, zvolalo valné zhromaždenie s určitým programom, vykonalo zmeny v obchodnej stratégii banky alebo požadovať odvolanie člena predstavenstva. Ak orgán dohľadu nebude považovať výmenu členov predstavenstva za dostatočné opatrenie, bude v jeho právomoci ustanoviť jedného alebo viacerých dočasných správcov, ktorí nahradia predstavenstvo banky.

Riešenie krízovej situácie banky

Proces riešenia krízovej situácie banky (*resolution*) má zabezpečiť záchranu systémovo významnej banky, ktorá zlyháva, s cieľom zabezpečiť kontinuitu jej zásadných finančných a ekonomických funkcií. Za normálnych okolností by takáto banka skončila v konkurznom konaní. Proces sa spustí, len ak sú súčasne splnené všetky nasledujúce podmienky:

- banka zlyháva alebo pravdepodobne zlyhá, čo znamená, že napríklad porušuje podmienky podnikania spôsobom, ktorý odôvodňuje odobratie povolenia, jej aktíva sú nižšie ako záväzky, nie je schopná uhrádzať svoje záväzky v lehote splatnosti,
- neexistujú reálne vyhliadky, že akékoľvek opatrenie súkromného sektora by zabránilo zlyhaniu banky,
- záchrana banky je odôvodnená verejným záujmom, napríklad potrebou zabezpečiť kontinuitu vykonávania kritických funkcií banky, predísť šíreniu „nákazy", chrániť prostriedky vkladateľov.

Hlavné nástroje na riešenie krízovej situácie banky:

- predaj podniku alebo jeho časti;
- vytvorenie preklenovacej banky (*bridge bank*), t. j. dočasný presun dobrých bankových aktív na účelovo zriadenú banku, ktorá bude úplne alebo čiastočne vo vlastníctve jedného alebo viacerých orgánov verejnej moci alebo pod kontrolou NRO. Jej hlavným účelom by malo byť zabezpečiť, aby sa klientom zlyhanej banky aj naďalej poskytovali základné finančné služby a aby sa aj naďalej vykonávali základné finančné činnosti;
- oddelenie majetku – prevod znehodnotených aktív na účelovo zriadenú správcovskú spoločnosť;
- nástroj na záchranu pomocou vnútorných zdrojov (*bail-in*) – prenesenie strát na akcionárov a nezabezpečených veriteľov podľa poradia seniority určeného smernicou BRRD.

Tieto nástroje by mali zabezpečiť, aby akcionári niesli straty ako prví a aby veritelia niesli straty po akcionároch za podmienky, že žiadnemu veriteľovi by nemali vzniknúť väčšie straty, než aké by mu vznikli, ak by sa inštitúcia likvidovala na základe bežného konkurzného konania (tzv. zásada neznevýhodnenia veriteľov – *„no creditor worse off" principle*).

Podstatou mechanizmu bail-in je umožniť NRO nariadiť konverziu záväzkov banky na kapitálové nástroje (akcie) alebo znížiť výšku istiny dlhových nástrojov banky (odpísanie dlhu), ktorá spĺňa podmienky na záchranu. Určité druhy záväzkov budú trvalo vylúčené z *bail-in*. Rezolučný fond bude možno použiť až potom, keď sa v rámci *bail-in* pokryje aspoň 8 % strát banky z celkových záväzkov vrátane vlastných zdrojov. Vklady fyzických osôb, malých a stredných podnikov budú pokryté v poradí až po záväzkoch voči bežným nezabezpečeným veriteľom bez práva prednosti a vkladov veľkých podnikov. Vklady chránené Fondom ochrany vkladov (t. j. vklady nižšie ako 100 000 €) budú predmetom *bail-in* až naposledy a namiesto vkladateľov bude priamu stratu znášať Fond ochrany vkladov. Retailové vklady teda budú pri použití tohto nástroja chránené v každom prípade.

Aby sa predišlo tomu, že banky budú štruktúrovať svoje pasíva spôsobom, ktorý obmedzí alebo vylúči účinnosť nástroja *bail-in*, smernica BRRD predpisuje tzv. minimálne požiadavky na vlastné zdroje a oprávnené pasíva.[22] Týmto sa zabezpečí, že banky budú mať stále istú kapacitu na absorbovanie strát. O výške tejto požiadavky rozhoduje NRO, pričom na jej splnenie banky v SR budú musieť mať v bilanciách dostatok záväzkov v podobe vkladov, za ktoré nevypláca náhrady Fond ochrany vkladov, a emitovaných nezabezpečených dlhopisov.

Smernica BRRD napokon vyžaduje, aby každý členský štát vytvoril fond na riešenie krízových situácií (rezolučný fond) z prostriedkov zhromažďovaných z ex ante rizikovo vážených príspevkov bánk. Do roku 2025 má fond dosiahnuť cieľovú úroveň najmenej 1 % vkladov podliehajúcich ochrane vo všetkých bankách v krajine. Bude slúžiť na poskytnutie dočasnej podpory banke, ktorá je v krízovej situácii, a to vo forme pôžičky, záruk, nákupu aktív alebo poskytnutia kapitálu pre preklenovaciu banku.

Národný rezolučný orgán a jeho kompetencie

Kľúčovú úlohu v rámci režimu, ktorý prináša smernica BRRD, bude zohrávať NRO. V rámci transpozície smernice ho bude potrebné zriadiť aj v SR a zabezpečiť, aby mohol začať fungovať od 1. januára 2015. Aké bude vlastne postavenie a pôsobnosť tohto nového orgánu?

Podľa smernice BRRD národným orgánom na riešenie krízových situácií môže byť centrálna banka, ministerstvo financií alebo iný správny orgán. Ak ním má byť orgán dohľadu, je potrebné vytvoriť mechanizmus na zabránenie konfliktu záujmov medzi výkonom dohľadu, iných kom-

22 *Minimum requirements for eligible liabilities (MREL), t. j. minimálny objem nástrojov, ktorý bude môcť podliehať bail-in. Nástroje tvoriace MREL sa nepovažujú za vlastné zdroje podľa CRD/CRR. NRO však budú mať právomoc požadovať, aby MREL úplne alebo čiastočne pozostával z vlastných zdrojov alebo z konkrétneho typu pasív. Pre bankové skupiny sa bude vytvárať tzv. konsolidovaná minimálna požiadavka. Minimálna požiadavka nevyhnutná pre každú jednotlivú dcérsku spoločnosť sa bude posudzovať osobitne. Okrem toho NRO majú zabezpečiť, aby sa celý kapitál a pasíva, ktoré sa započítavajú do konsolidovanej minimálnej požiadavky, umiestnili do subjektov, v ktorých by straty mali vzniknúť.*

petencií a výkonom kompetencií NRO – tieto funkcie musia byť prevádzkovo a organizačne oddelené a nezávislé, zamestnanci nemôžu zároveň vykonávať bankový dohľad.[23] Zároveň sa vyžaduje zabezpečenie operatívnej spolupráce medzi NRO a bankovým dohľadom. So zreteľom na následky, ktoré môže mať zlyhanie banky na finančný systém a hospodárstvo štátu, ako aj na možnú potrebu použiť na vyriešenie krízy verejné zdroje, majú byť do procesu krízového riadenia a riešenia krízových situácií od počiatočného štádia zapojené ministerstvá financií. Konkrétne sa vyžaduje, aby NRO oznámil ministerstvu rozhodnutia prijaté na základe smernice BRRD a pokiaľ nie je vo vnútroštátnych právnych predpisoch stanovené inak, získal súhlas ministerstva pred vykonaním rozhodnutí, ktoré majú priamy fiškálny dosah alebo systémové dôsledky.

Každodenné úlohy, ktoré bude NRO plniť, majú regulačný, dohľadový aj sankčný charakter. Pôjde o tieto kompetencie:

- spolupracovať s EBA – účasť vo Výbore EBA pre riešenie krízových situácií (*EBA Resolution Committee*) a spolupráca na príprave usmernení a technických štandardov EBA v oblasti riešenia krízových situácií,
- implementovať predpisy EBA uvedené vyššie,
- dohliadať na dodržiavanie povinností uložených bankám v oblasti riešenia krízových situácií, viesť konania a ukladať sankcie,
- pripomienkovať ozdravné plány (*recovery plans*) bánk a vyhodnocovať ich vplyv na možnosť záchrany banky,
- získavať od bánk informácie potrebné na zostavenie programov riešenia krízových situácií (rezolučných plánov) a ich implementáciu,
- zostavovať rezolučné plány pre banky, ktoré nie sú súčasťou skupiny,
- spolu s NRO materských bánk v rámci kolégia na riešenie krízových situácií (*resolution college*) vypracovať, schvaľovať skupinové plány pre riešenie krízových situácií (*group resolution plans*). V špecifických prípadoch vypracovať individuálny rezolučný plán, ktorý po vypracovaní vo vzťahu k dcérskej spoločnosti nahradí skupinový plán,
- analyzovať a odstraňovať prekážky pre riešiteľnosť krízovej situácie (*resolvability*) individuálnych bánk a bánk, ktoré sú súčasťou bankovej skupiny. Ak je to preventívne potrebné na účely odstránenia vecných prekážok uplatňovania nástrojov riešenia krízových situácií a na zabezpečenie riešiteľnosti krízovej situácie (*removing impediments to resolvability*), uložiť banke povinnosť
  - zrušiť, prehodnotiť, alebo uzatvoriť dohodu o podpore v rámci skupiny (*intra-group asset transfers*)
  - uzatvoriť zmluvu s treťou osobou o zabezpečení výkonu najdôležitejších funkcií banky,
  - znížiť maximálnu individuálnu alebo agregovanú expozíciu,
  - predať určité aktíva, ukončiť alebo limitovať niektoré činnosti banky,
  - obmedziť alebo zabrániť ďalšiemu rozvoju niektorých obchodných činností alebo produktov banky,
  - vydať finančné nástroje potrebné na splnenie minimálnej požiadavky na vlastné zdroje a oprávnené pasíva a pod.
- kontrolovať a zabezpečovať dodržiavanie minimálnych požiadaviek na akceptovateľné pasíva (MREL) bankou,
- v prípade nezhody v rámci kolégia NRO iniciovať mediáciu EBA, prípadne sa obhajovať v rámci mediácie pred EBA.

V prípade, ak niektorá banka splní podmienky na aktivovanie mechanizmu riešenia krízovej situácie, NRO bude mať právomoc:[24]

- odporučiť orgánu dohľadu zavedenie tohto mechanizmu na banku alebo rozhodnúť o jeho zavedení na banku a použití niektorého z príslušných nástrojov,
- výlučne rozhodovať o použití národného fondu na riešenie krízových situácií.

Ak sa podarí schváliť nariadenie SRM, kompetencie NRO sa modifikujú v tom zmysle, že rozhodovacia právomoc prejde na Jednotnú radu pre riešenie krízových situácií. Celú operatívnu činnosť vo vzťahu k bankám na našom území však bude naďalej zabezpečovať NRO.

Záver

Pokračujúca revízia regulačného rámca podnikania bánk (najmä posilňovanie kapitálových a likviditných vankúšov, lepšie nástroje pre makroprudenciálne politiky) by mala zmenšiť pravdepodobnosť budúcich kríz a posilniť odolnosť bánk proti ekonomickému napätiu, či už spôsobenému systémovými alebo idiosynkratickými šokmi.

Ak by však ku kríze došlo, smernica BRRD preventívne rozširuje právomoci orgánov dohľadu a prináša celý rad úplne nových povinností pre banky a kompetencií pre nové NRO. Z povinností bude dôležitá najmä minimálna požiadavka na vlastné zdroje a oprávnené pasíva. Ako sa konštatuje v ostatnej správe NBS o finančnej stabilite, pre domáci bankový sektor by táto požiadavka nemala predstavovať významnejší problém, keďže záväzky, ktoré sa započítavajú do plnenia tejto požiadavky, už v súčasnosti predstavuje podiel na bilancii bankového sektora ako celku približne 30 %. V individuálnych prípadoch však môže byť potrebné upraviť štruktúru záväzkov.[25] Ďalšou dôležitou povinnosť pre banky bude prispievať do novozriadeného národného fondu na riešenie krízových situácií a vypracovať ozdravné plány.

Výkonom nových kompetencií môže dôjsť k zásahu do práv akcionárov a veriteľov, preto bude nevyhnutné zabezpečiť kvalitnú transpozíciu smernice a hlavne vykonávať pôsobnosť NRO spôsobom, ktorý je prísne v súlade s prípustnými obmedzeniami základných práv definovanými v novom rámci. Všetky nástroje smernice BRRD sa budú aplikovať na individuálnej, ale aj na skupinovej úrovni. NRO preto bude musieť intenzívne spolupracovať s NRO materských bánk.

23 *Článok 3 smernice BRRD ustanovuje nasledovné: „Zavedú sa náležité štrukturálne mechanizmy potrebné na zabezpečenie prevádzkovej nezávislosti a zabránenie konfliktom záujmov medzi funkciami dohľadu podľa (CRD/CRR) alebo inými funkciami príslušného orgánu a funkciami orgánu pre riešenie krízových situácií podľa tejto smernice, a to bez toho, aby bola dotknutá výmena informácií a požiadavky v oblasti spolupráce[...]. Členské štáty najmä zabezpečia, aby v rámci príslušných orgánov, národných centrálnych bánk, príslušných ministerstiev alebo iných orgánov existovala prevádzková nezávislosť, pokiaľ ide o funkciu riešenia krízových situácií a funkcie dohľadu alebo iné funkcie príslušného orgánu. Pracovníci vykonávajúci funkcie orgánu pre riešenie krízových situácií podľa tejto smernice sú štrukturálne oddelení od pracovníkov vykonávajúcich úlohy podľa CRD/CRR, respektíve vo vzťahu k iným funkciám príslušného orgánu, a sú súčasťou inej hierarchickej štruktúry."*

24 *Riešenie krízovej situácie by sa malo iniciovať vtedy, keď orgán dohľadu po konzultácii s NRO určí, že banka zlyháva alebo pravdepodobne zlyhá a alternatívne opatrenia uvedené v BRRD by takémuto zlyhaniu v primeranej lehote zabránili. BRRD obsahuje možnosť pre členské štáty výnimočne stanoviť, že okrem orgánu dohľadu môže o vstupe do rezolúcie rozhodnúť NRO po konzultácii s orgánom dohľadu.*

25 *Správa o finančnej stabilite k novembru 2013. Dostupné na: http://www.nbs.sk/_img/Documents/ZAKLNBS/PUBLIK/SFS/protected/SFS_112013.pdf*

Estimates of Labour Supply Elasticities in Slovakia[1]

Matúš Senaj[2], Zuzana Siebertová[3], Norbert Švarda[4], Jana Valachyová[5]

This article provides a microeconometric analysis of extensive margin labour supply elasticities in Slovakia. We find that a one percent increase in net wage increases the probability of economic activity by 0.263 percentage points. Taking into account tax and transfer system details valid in 2009-2011, a one percent increase in transfers decreases the semi-elasticity of labour force participation by 0.04 percentage points. These results are broadly in line with the elasticities usually reported in the literature. Our results show that low-skilled, females and the elderly are the groups that are particularly responsive to changes in taxes and transfers. Labour market policies aimed to boost employment should concentrate on increasing marginal gains to work, especially for low-educated individuals and women.

1 Introduction

Motivation to work is greatly affected by income taxes levied and social system valid in the country. Analysis of labour supply behaviour is a key element when evaluating reforms of tax and transfer systems and the impact of different policies on changes in tax revenues, employment or wealth redistribution. Using tax and transfer system details we employ a full-parametric method to assess how the Slovak tax-benefit system can affect work incentives. Our tax-benefit model covers the joint effects of tax and benefit systems on individuals' net income.

We document that participation probabilities are in general dependent on the level of net income and transfers. We find that a one percent increase in net wage increases the probability of economic activity by 0.263 percentage points. Taking into account tax and transfer system details valid from 2009 to 2011, a one percent increase in transfers decreases the semi-elasticity of labour force participation by 0.04 percentage points. These results are broadly in line with the elasticities usually reported in the literature. Hence, our general message is that in terms of labour market behaviour, the Slovaks respond to incentives much the same way as their peers in V4/OECD economies. Policy initiatives likely to increase gains to work should result in higher participation and employment rates. Our results also show that, in line with findings for other countries, low-skilled, females and the elderly are the groups that are particularly responsive to changes in taxes and transfers. Labour market policies aimed to boost employment should, therefore, be primarily targeted at low-educated individuals and women.

These findings are important, as inactivity and unemployment rates persist to be high in Slovakia, and little has been done to formally assess the effects of taxes and social transfers on labour market inactivity. Our results help understanding the incentive effects of tax and benefit policies, and should help policy makers to achieve the right balance between the generosity of social benefits and financial incentives to find a job.

Our estimates are based on a structural model of labour supply where both taxes and transfers are simultaneously taken into account. We use a fully parametric approach to estimate a fully specified structural labour supply model where we address the questions of wage endogeneity[6], following Benczur et al. (2012). We enrich their approach with more complex tax-benefit simulation tool. Using this methodology, individual participation probabilities are determined by comparing two states: being in labour force and being out of labour force. A key component of this approach is to precisely evaluate disposable income (including also non-labour income and social transfers) of every individual in both states. In order to do so, a concept of *gains-to-work* is introduced and defined as the sum of net wage and transfers lost due to taking up a full-time job. Slovak tax system is incorporated in our model in detail and key elements of transfer system are taken into account. The major advantage of this method is that it allows computing predictions of the impact of tax and transfer system reforms and moreover, it permits evaluation of specific government interventions and policies.

Labour market outcomes and policies in Slovakia

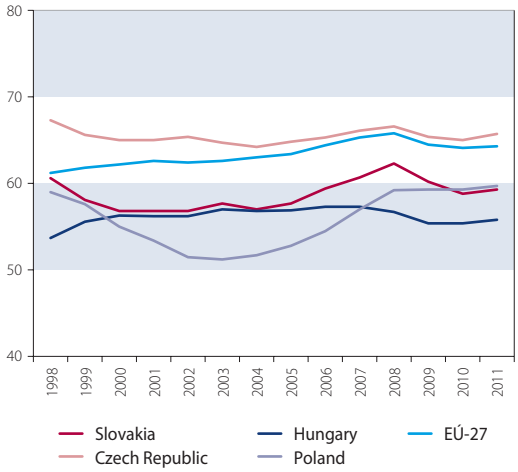
Empirical evidence on labour supply behaviour in transition and post-transition countries is limited. From the historical point of view, in Central and Eastern European (CEE) countries that experienced communist regimes, the labour force participation was obligatory. In general, after change of regimes at the beginning of 1990's and during the transition period when national economies changed from planned to market, a continual withdrawal from the labour force has been detected on labour markets in all CEE countries.

1 This is a short version of NBS Working Paper 5/2013. The authors would like to thank Gabor Katay and Aron Kiss from Hungarian National Bank for their help and support in this project. They are also grateful to Martin Guzi from the Masaryk University for his valuable comments and suggestions. Special thanks goes also to Daniele Franco from the Ministry of Finance, Italy, to Michal Horvath, Ľudovít Ódor, Martin Šuster, and to our colleagues from the Council for Budget Responsibility and the National Bank of Slovakia.

2 National Bank of Slovakia
3 Council for Budget Responsibility
4 Council for Budget Responsibility
5 Council for Budget Responsibility

6 Labour demand shifters are used as instruments for wages.

Figure 1 Employment rates in Slovakia and selected countries, 1998-2011



Source: Eurostat.
Note: 15 to 64 years.

Participation and employment rates in Slovakia reached their bottom in the early 2000s. Later in the period of economic growth an increase in both rates has been observed; they started to decline again in 2009 as a consequence of the global financial crisis. Present situation in post-transition Slovakia can be characterized by employment rates (see Figure 1) permanently below the EU-27 average but still rather high compared to neighbouring Hungary and Poland. Lack of work opportunities in Slovakia especially for labour market entrants and for individuals with low qualification persist. Employment rates of youth and low-skilled (low educated) workers are extremely low, also compared to neighbouring V4 countries (see Figure 2).

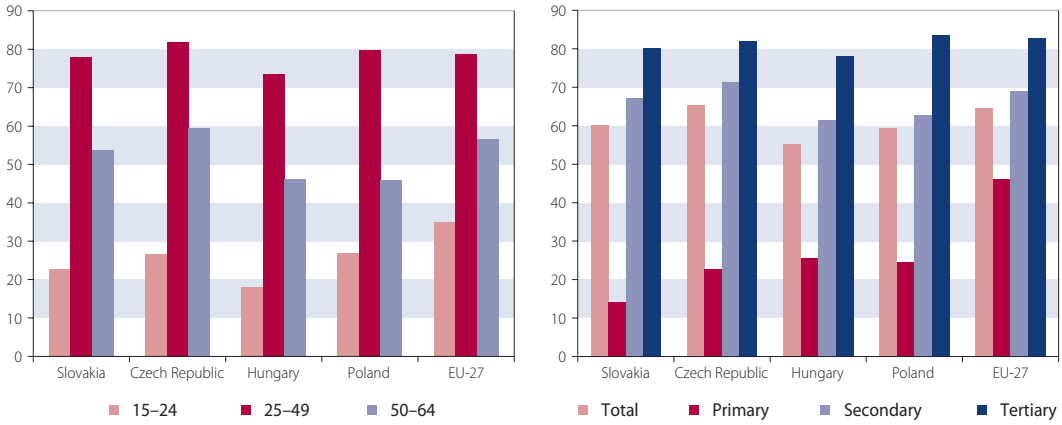
Slovak tax-benefit system experienced major changes over the last 10 years. Both tax and social transfer systems were considerably modified[7] in 2004 when a flat personal income tax scheme was implemented and social transfers were significantly cut down in levels in order to increase work incentives. Analysis of World Bank (2012) shows that these reforms considerably improved work incentives of low-income workers. However, this improvement has been achieved mainly due to a reduction in transfer levels. The tax-benefit system currently valid in Slovakia seems to encourage work more than the system valid before reforms in 2004. On the other hand, low-wage part time work is still not sufficiently attractive for those who are eligible to receive material needs benefit (MNB). Slovak transfer system is restrictive especially for labour market entrants and low-skilled workers employed at low-paid jobs. Structural changes both in tax and transfer systems that followed in 2005-2012 were minor and are well documented in Porubsky et al. (2013).

Slovak public social expenditure (expressed as a percentage of GDP) tends to be low also compared to neighbouring V4 countries and is significantly below OECD average (see OECD Employment Outlook 2011, Figure 2.1). Moreover, both passive (providing income replacement) and active (government interventions aimed to help unemployed to find a job) labour market policies in Slovakia can be described as some of the least inclusive among the EU countries. Protection against unemployment is low, both in terms of generosity and coverage of the allowance. Unemployment benefit coverage measured by the ratio of beneficiaries to the number of unemployed is currently around 12% in Slovakia (for detailed numbers see World Bank (2011), Table 3) and this compares to almost 50% coverage as an OECD average in 2007-08 (see OECD Employment Outlook 2011, Figure 2.5). Note that neighbouring Czech Republic and Hungary are placed among OECD countries with average coverage with respect to both indicators, i.e. public social expenditures and unemployment benefit recipiency rates. Since the access to unemployment benefit in Slovakia is rather tedious, benefit in material needs partly supplies its role as a non-contributory unemployment allowance.

Current Slovak system of social assistance is rather insensitive to overall changes in labour market

7 *Due to data limitation, we cannot evaluate the effects of these reforms using our methodology.*

Figure 2 Employment rates by age and education in 2009



Source: Eurostat.
Note: 15 to 64 years.

conditions. As documented by World Bank (2011), a decline in the number of registered unemployed (jobseekers) during the period of growth in 2004-08 was not reflected in a drop in MNB recipients. Later, the rise in unemployment during the financial crisis did not lead to a corresponding increase in number of MNB recipients. This suggests that there exist a stable group of prime-age population locked in social assistance system.

2 Methodology

First we briefly summarize the setup of the model and its identification. In the next subsection we present the structure of tax and benefit system in Slovakia and corresponding simulations.

Model and Identification

Methodologically, we closely follow the approach presented in Benczur et al. (2012). The underlying theory starts with a standard utility maximization problem (defined as a labour-leisure trade off) by using an additively separable utility function. Adding taxes and transfers to the model leads to redefinition of the reservation wage, such that the participation decision needs to be constrained to a full time job[8] (otherwise undefined in the structural model, see Benczur et al. (2012) for details). Estimating the probability of being economically active or employed then yields to a structural probit equation.

To derive formal expressions, in the first step we introduce a concept of a so called *gains-to-work* variable W_i defined as a difference between net wage w_i and change in conditional transfers ΔT_i:

$$W_i = w_i - \Delta T_i$$

where $\Delta T_i = T_i^{hyp} - T_i^{obs}$ denotes a difference between hypothetical and observed transfers.

Based on the underlying theory, the gains-to-work W_i should be interpreted as a difference between the net effect from being employed full-time and the net effect gained from transfers at zero hours worked. Therefore, we construct gains-to-work W_i for an individual i as follows:

- For the *employed* we first compute the net income – as a sum of net income from employment, non-labour income and transfers that an individual i is entitled to at a given level of income. Net income from employment is computed from the reported gross income less the simulated (by our tax-benefit model) personal income tax and social security contributions. In the next step we assume a hypothetical scenario: income from employment is set to zero (non-labour income is left at its original level) and we compute the corresponding amount of transfers an individual is entitled to. W_i is then defined as a difference between the former and latter scenario.
- For the *unemployed and inactive* we predict their gains-to-work by using Heckman selection model (see below).

Second variable of principal interest to us is a *non-labour income* NY_i which is defined as a sum of three components, namely conditional transfers, other non-labour income that an individual receives (e.g. pensions, income from property, interest, dividend payments, etc.) and income of other members of the household. Other non-labour income and income of other members of the household are independent of the labour market status of an individual, therefore they are computed in the same way for every person. However, the construction of the conditional transfers component T_i in the variable NY_i should be divided into following steps:

- For the *employed* we assume hypothetical situation where labour income is set to zero (i.e. income "at zero hours worked") and non-labour income is left at its original values. Conditional transfers are then computed as hypothetical values an individual is entitled to by using our model of tax-benefit system described below.
- For the *unemployed* we add one more step. First, we assign to all unemployed individuals predicted potential gross income (wage) by using Heckman's methodology, where the driving factors in the model are based on personal characteristics. Then we proceed like in the case of employed and we compute their conditional transfers.
- For the *pensioners* and *other inactive* we use the actual transfers they are entitled to.[9]

Equipped with vectors gains-to-work and non-labour income we can focus on modelling and identification of driving factors of participation decisions to enter the labour market. Therefore, we consider two specifications of structural probit regression model; first one uses *economic activity* and second one uses dummy variable *employed* as dependent variable:

$$Pr(activity_i) = \Phi(\gamma \log W_i + Z_i' \alpha + \psi \log NY_i)$$

$$Pr(employed_i) = \Phi(\gamma \log W_i + Z_i' \alpha + \psi \log NY_i)$$

where vectors of gains-to-work $\log W_i$ and non-labour income $\log NY_i$ enter the model in a logarithmic form[10] and Z_i denotes a vector of characteristics that affect the labour supply of an individual.

When unobserved characteristics of employed people systematically differs from the unobserved characteristics of unemployed, a simple wage regression estimated by OLS will provide biased estimates. Since income from employment is unobservable for those who are unemployed (it's an endogenous dummy variable), we first apply Heckman's sample selection methodology to predict the gains-to-work. In Heckman's framework, model is defined by the two equations: selection equation that estimates the probability (propensity score) of an individual to be employed/unemployed:

$$Pr(employed_i) = \Phi(X_i' \beta + Z_i' \alpha + \psi \log NY_i)$$

where X_i is a vector of those characteristics that affect the labour demand of an individual. The es-

8 *In Slovakia, most typical form of employment is a full-time employment. Only 2% of respondents in SK-SILC survey reported that they work part-time. Similar situation has been documented in Hungary.*

9 *In fact, to be consistent in the whole set up of our labour-supply model, we use the simulated values of transfers and other non-labour income when they are available, i.e. when they can be computed by our tax-benefit model. We use the actually observed values, as they were reported by survey participants, only when these are not simulated with our tax-benefit model.*

10 *This comes from the derivation of the structural form of the model, see Benczur et al. (2012) for details.*

timated propensity score model is then used to estimate the coefficients of regression equation that models the market wage (more specifically the gains-to-work).

Formally, we estimate the wage regression by using the Heckman methodology to overcome sample selection problem:

$$\log W_i = X_i' \beta + \rho\lambda\,(X_i' \beta + Z_i' \alpha + \psi \log NY_i) + \\ + u_i$$

where X_i is a vector of those characteristics that affect the labour demand of an individual, u_i is an error term and λ denotes the inverse Mill's ratio[11]. We assume that error terms corresponding to equations (3) and (4) are independent across individual observations and jointly normally distributed with correlation ρ. The model is estimated jointly by a maximum likelihood method.

Finally, $\log W_i = X_i' \beta$ comes as a result of unconditional linear prediction from Heckman's model. These estimates then enter structural probit equation (2). In order to reduce the division bias, we use the predicted gains-to-work $\log W_i$ for all observations (i.e. not only for employed but also for unemployed and inactive , as it is common in the labour supply literature, e.g. Bargain et al., 2012 or Breunig and Mercante, 2010).

3 Data and tax-benefit system simulations

The data used for microeconometric analysis come from three waves (2010-2012) of SK-SILC, the national version of EU-SILC[12]. Data are collected on an annual basis from 2004 by the Statistical Office of the Slovak Republic on behalf of EUROSTAT. Dataset contains cross-sectional data on household and individual level and it provides information on income, living conditions, social exclusion and poverty. The Original datasets contain information on more than 15,000 individuals and 5,200 households yearly.[13] 2010 SK-SILC database collects information on 16,275 individuals living in 5,376 households and 2011 SK-SILC survey contains 15,327 individuals in 5,200 households. We combined these three datasets to a pooled cross-section and estimate structural models as a pooled regression.[14]

The SK-SILC comprises detailed information describing the personal characteristics of individuals. These include age, gender, education and region of permanent residency and marital status. Dataset also reports detailed information related to labour market status – whether an individual was employed (full-time, part-time), self-employed or whether he stayed unemployed in the reference period. Information on length of working history (in years) is also available. Further, extensive information on the structure of individual income is available. Survey participants were asked to declare their yearly gross earnings from employment (self-employment), fringe benefits, and also transfers from the state, e.g. unemployment benefits or pensions (old-age, disability).

Slovak tax-benefit system simulations

The simulations of the tax-benefit system in Slovakia follow EUROMOD, a microsimulation tool designed to simulate the redistributive systems of EU countries. Simulations cover direct taxes (namely labour and capital income taxes), social insurance contributions and selected transfers. Our contribution is that we provide a more precise simulations of selected transfers compared to EUROMOD.

Identification of variables in the model

We first focus on definition of economic activity and employment status that are dependent variables in the structural probit model. We define employed/unemployed status of an individual based on the prevailing economic activity in the reference period. Being active is defined in terms of ILO definition of economic activity.[15]

Income variables are necessary to generate gains-to-work; those which are collected on the individual level are listed in gross terms in SK-SILC. The only exception is the net profit (loss) from self-employment. Information on disposable income, income taxes and social security contributions are available in the SK-SILC database only as an aggregate at the household level. Therefore, all income variables are used in gross terms and the net income is simulated.

Actually, we distinguish between three different types of income: labour-income, non-labour income and transfers from the government. Labour-income includes gross wage from main and second job, income from self-employment, income from company shares and income from agreements. Information on fringe benefits, severance and termination payments, and company car is also available. Non-labour income covers income from rental of a property or land, interests, dividends and profit from capital investments.

Referring to equation (4), covariates in the Heckman selection model consist of two sets of variables: labour demand shifters X_i and labour supply shifters Z_i. As it has already been documented in the literature (see e.g. Kimmel and Kniesner, 1998 or Benczur et al., 2012) labour demand shifters X_i contain controls that affect market wage while the labour supply shifters Z_i include demographic and family characteristics.

In our implementation, the labour demand group composed of X_i controls for the wage and therefore does not affect labour supply directly (or has only marginal impact). These variables contain the degree of urbanization of a region where a person resides (dense, normal and sparse density) and a regional value added per capita. These two variables should capture differences in regional economic environment and thus control for the activity indirectly. We include also age and age squared and interaction terms of age with education dummies. These variables serve as instruments for our wage estimations – we argue that age as a proxy for experience significantly influences the market wage, but it does not affect selection into employ-

11 *Inverse Mill's ratio is defined as a ratio of probability density function to the cumulative distribution function of a distribution.*

12 *Abbreviation SILC stands for "Statistics on Income and Living Conditions". 2010 SK-SILC denotes the fact that survey data were collected in 2010, while the reference period is 2009.*

13 *2010 SK-SILC database collects information on 16,275 individuals living in 5,376 households, 2011 SK-SILC database contains 15,327 individuals in 5,200 households and 2012 SK-SILC database 15,440 individuals in 5291 households.*

14 *EU-SILC database for Slovakia is constructed as a rotating panel database with one fourth of data updated each year. However, in our micro-simulations we need to work with a national extended version SK-SILC, which is not available as a panel.*

15 *For the definition of labour market status we use the SILC variable „prevailing activity in the income reference period", it comprises the following categories: children, employed, unemployed, pensioners and other inactive. Economically active are those who declared themselves as employed or unemployed, category of inactive consists of pensioners and other inactive.*

ment, i.e., it can serve as a labour demand shifter. Besides this, these variables also serve as a source of additional variation in the model (consider prediction of the $\log W_i$ in Heckman's model). Note that different phases of individual life cycle (pre-prime age, prime-age, elderly, student, pensioner) are already controlled in the labour supply equation.

Labour supply shifters group Z_i contains controls like gender, three age groups (15-24, prime age 25-49 and elderly 50+), three educational groups (education level is stated as a dummy of the highest level achieved) and working experience expressed as a share of actual to potential experience. Here, age group dummies are included as a labour supply shifter that control for the life-cycle position. We also include family status (single, divorced, married, widowed), living with working partner, being a mother of child under 3 years of age, being a pensioner and attending a full-time education. Moreover, we include dummy variables for car ownership and monthly instalments of mortgage and loans.

Setup of the sample

The dataset we use is restricted by age to persons older than 15 and younger than 75, to exclude children in full-time education and those in retirement. Persons who declare themselves as employed (reporting positive number of months being employed), but who report income below minimal wage, are also dropped. Moreover, we also exclude those individuals, where the prevailing economic activity in the income reference period could not be defined. These adjustments leave us with approximately 36,000 individual observations in the estimation sample.

4 Findings

In this section we present and discuss a large set of estimation results. The estimation results of the two equations of the Heckman model as well as the estimates of two structural probit models are reported in Siebertova, Senaj, Svarda and Valachyova (2013).

In Table 1 we report our main results, the marginal effects from the estimated structural probit model evaluated at sample means. Later we concentrate mainly on labour force participation (economic activity), for the probability of employment we display only results of the main specification. In the upper part of the table, the point estimates of the gains-to-work and non-labour income are reported. Looking at both specifications, computed results are statistically significant and have the expected sign, i.e. an increase in gains-to-work increases the probability of participation, while the opposite is true for non-labour income. Qualitatively the results of both specifications are comparable[16].

A one percent rise in gains-to-work increases the individuals' probability of economic activity by 0.233 percentage points, this effect is even more pronounced for the net wage. On contrary, the effect of non-labour income and transfers is lower (in absolute value); a one percent increase in non-labour income leads to 0.106 percentage points decrease in supplying labour. Since transfers are only a part of non-labour income, the effect of transfers is substantially smaller.

Next we focus on selected subgroups of individuals and explore how the estimated semi-elasticities vary. In Table 2 we present a comparison of marginal effects computed for the three educational subgroups (elementary or less, secondary and tertiary education). The estimated semi-elasticities are substantially different by educational subgroups, highest responsiveness is observed in a low-educated group with elementary education (these individuals are often highly transfers dependent). Our results suggest that participation elasticities substantially decrease with educational level, especially when prime-age sub-sample is considered. Notice that in agreement with previous studies, prime-age subgroup of higher educated individuals exhibits overall low responsiveness to the tax and transfer system reforms compared to the full sample of entire population.

In Table 3 we report results for the sub-groups classified by gender and marital status. Overall responsiveness of females is larger than of males. However, prime-age married males are identified as a sub-group with the smallest elasticity. We do not find in our data substantial differences in responsiveness when single and married prime-age women are compared. The group of elderly (above 50 years) shows the highest responsive-

16 *Conditional marginal effects for the dependent variable "Employed" divided by subgroups are available upon request.*

Table 1 Marginal effects – main specification

Dependent variable	ACTIVE		EMPLOYED	
Point estimates	coef	std err	coef	std err
Gains to work (*logW*)	0.670	0.062	0.572	0.069
Non-labour income (*logNY*)	-0.305	0.019	-0.357	0.016
Marginal effects*	dy/dx	std err	dy/dx	std err
Gains to work (*logW*)	0.233	0.020	0.226	0.027
Non-labour income (*logNY*)	-0.106	0.007	-0.142	0.006
Net wage	0.263	0.023	0.255	0.031
Transfers	-0.039	0.003	-0.042	0.003

**Note: Marginal effects are evaluated at sample means. Bootstrapped standard errors, 200 replications.*

*Table 2 Marginal effects by educational subgroups**

	Prime age		Full sample	
Marginal effects by subgroups**	dy/dx	std err	dy/dx	std err
Elementary education				
Gains to work (*logW*)	0.236	0.022	0.122	0.015
Non-labour income (*logNY*)	-0.107	0.007	-0.055	0.004
Net wage	0.274	0.025	0.128	0.015
Transfers	-0.058	0.004	-0.007	0.001
Secondary education				
Gains to work (*logW*)	0.083	0.008	0.211	0.019
Non-labour income (*logNY*)	-0.038	0.003	-0.096	0.007
Net wage	0.098	0.009	0.241	0.021
Transfers	-0.022	0.002	-0.039	0.003
Tertiary education				
Gains to work (*logW*)	0.051	0.008	0.114	0.012
Non-labour income (*logNY*)	-0.023	0.003	-0.052	0.005
Net wage	0.061	0.009	0.132	0.014
Transfers	-0.015	0.002	-0.025	0.002

**Note: Probit estimates are computed using full sample and marginal effects are evaluated at sub-group specific sample means. Bootstrapped standard errors, 200 replications.*
***Note: Dependent variable ACTIVE.*

*Table 3 Marginal effects by selected subgroups**

Marginal effects by subgroups**	dy/dx	std err	Marginal effects by subgroups**	dy/dx	std err
Prime age, males			**Prime age, females**		
Gains to work (*logW*)	0.052	0.004	Gains to work (*logW*)	0.112	0.013
Non-labour income (*logNY*)	-0.023	0.002	Non-labour income (*logNY*)	-0.051	0.004
Net wage	0.060	0.005	Net wage	0.136	0.016
Transfers	-0.014	0.001	Transfers	-0.032	0.003
Prime age, single males			**Prime age, single females**		
Gains to work (*logW*)	0.085	0.008	Gains to work (*logW*)	0.125	0.014
Non-labour income (*logNY*)	-0.039	0.003	Non-labour income (*logNY*)	-0.057	0.005
Net wage	0.104	0.010	Net wage	0.156	0.017
Transfers	-0.036	0.002	Transfers	-0.053	0.004
Prime age, married males			**Prime age, married females**		
Gains to work (*logW*)	0.035	0.003	Gains to work (*logW*)	0.104	0.012
Non-labour income (*logNY*)	-0.016	0.002	Non-labour income (*logNY*)	-0.047	0.004
Net wage	0.040	0.004	Net wage	0.123	0.015
Transfers	-0.007	0.001	Transfers	-0.024	0.002
Prime age (25-49)			**Elderly (>=50)**		
Gains to work (*logW*)	0.079	0.008	Gains to work (*logW*)	0.261	0.025
Non-labour income (*logNY*)	-0.036	0.003	Non-labour income (*logNY*)	-0.118	0.007
Net wage	0.093	0.009	Net wage	0.280	0.027
Transfers	-0.021	0.002	Transfers	-0.027	0.002

**Note: Probit estimates are computed using full sample and marginal effects are evaluated at sub-group specific sample means. Bootstrapped standard errors, 200 replications.*
***Note: Dependent variable ACTIVE.*

ness, this can explain the large difference between prime age group semi-elasticity and semi-elasticity of the whole sample.

Finally, in Table 4 we look at the sub-groups divided by income levels, here represented by the gains-to-work quintiles. Results for the full sample of entire population are mixed: elasticities decrease with income level, but for the fifth quintile they show to be unexpectedly high. This may result from the presence of working pensioners

*Table 4 Marginal effects by income quintiles**

Marginal effects by Gains to Work quintiles**	dy/dx	std err	dy/dx	std err
Q1 (below 3,570 euro)	Prime Age		Full sample	
Gains to work (*logW*)	0.164	0.023	0.252	0.027
Non-labour income (*logNY*)	-0.075	0.006	-0.115	0.008
Net wage	0.233	0.032	0.348	0.037
Transfers	-0.083	0.010	-0.109	0.010
Q2 (below 4,712 euro)	Prime Age		Full sample	
Gains to work (*logW*)	0.101	0.013	0.112	0.013
Non-labour income (*logNY*)	-0.046	0.004	-0.051	0.004
Net wage	0.132	0.017	0.147	0.018
Transfers	-0.042	0.004	-0.045	0.004
Q3 (below 5,807 euro)	Prime Age		Full sample	
Gains to work (*logW*)	0.072	0.008	0.087	0.009
Non-labour income (*logNY*)	-0.033	0.003	-0.040	0.003
Net wage	0.091	0.011	0.110	0.012
Transfers	-0.026	0.003	-0.031	0.003
Q4 (below 7,317 euro)	Prime Age		Full sample	
Gains to work (*logW*)	0.053	0.006	0.061	0.006
Non-labour income (*logNY*)	-0.024	0.002	-0.028	0.002
Net wage	0.063	0.007	0.071	0.007
Transfers	-0.014	0.001	-0.015	0.001
Q5 (above 7,317 euro)	Prime Age		Full sample	
Gains to work (*logW*)	0.068	0.004	0.267	0.024
Non-labour income (*logNY*)	-0.031	0.003	-0.121	0.008
Net wage	0.074	0.004	0.275	0.024
Transfers	-0.010	0.001	-0.012	0.001

**Note: Probit estimates are computed using full sample and marginal effects are evaluated at sub-group specific sample means. Bootstrapped standard errors, 200 replications.*
***Note: Dependent variable ACTIVE.*

with high non-labour income in the sub-group. Therefore, we report separately results for the prime age group and in line with previous analyses we find that the overall elasticity of this group decreases with income level. Cross quintiles differences in computed elasticities are larger at the lower end, i.e. between first, second and third quintiles. There is practically no difference between the reported elasticities in the fourth and fifth quintile.

Overall, thus, our results suggest that policies that make work pay would lead to an increase in participation and employment. The low-skilled, females and the elderly are groups that are more responsive to changes in taxes and transfers. This implies that labour market policies (i.e. tax and transfer system reforms) that are aimed to boost employment should be primarily targeted at low-educated individuals and women.

5 Conclusion

In this article we provide the first estimates of Slovak labour supply responsiveness at the extensive margin. We use a structural labour supply model that takes into account both taxes and transfers and estimate net income semi-elasticity of labour force participation.

This analysis shows several clear results. We identify significant individual responsiveness to tax and transfer system. It turns out that the results are qualitatively comparable to those reported for mature market economies: highly responsive groups of population are low-skilled, females and elderly. These findings fulfill the initial expectations, however the overall transfers' elasticity has been found low. This is also not surprising, since more detailed insight at the construction of the individual non-labour income shows that transfers constitute only a small part of it and thus indicate a low generosity of the Slovak benefit system. Our results validate those reported for Hungary by Benczur et al. (2012) and they are consistent also with the preliminary results of the similar analysis conducted for the Czech Republic (mimeo). In terms of magnitude of the computed elasticities, we found lower values (both net income and transfers elasticities) compared to the ones reported in Benczur et al. (2012) for Hungary, and comparable (in terms of low transfers elasticities) to the preliminary results computed for the Czech Republic.

References

Bargain, O., Orsini K. and A. Peichl (2012): "Comparing Labor Supply Elasticities in Europe and the US: New Results", IZA Discussion Paper 6735, Institute for the Study of Labor, Bonn, Germany.

Benczur, P., Katay, G., Kiss A. and O.Racz (2012): "Income Taxation, Transfers and Labour Supply at the Extensive Margin", National Bank of Hungary, Budapest.

Breunig, R. and J.Mercante (2010): "The Accuracy of Predicted Wages of the Non Employed and Implications for Policy Simulations from Structural Labour Supply Models", The Economic Record, The Economic Society of Australia, vol. 86(272), pages 49-70, 03.

Heckman, J., J. (1993): "What Has Been Learned About Labor Supply in the Past Twenty Years?" The American Economic Review, 83(2) 116-121.

Kimmel, J. and Kniesner, T., J. (1998): "New evidence on labor supply: Employment versus hours elasticities by sex and marital status," Journal of Monetary Economics, Elsevier, vol. 42(2), 289-301.

OECD (2011): "Employment Outlook", OECD Publishing.

Porubsky, M., Machlica, G. and K. Strizencova (2013): EUROMOD Country Report, Slovak Republic (2009-2012), Institute for Social & Economic Research, University of Essex.

Siebertova, Z., Senaj, M., Svarda, N. and Valachyova, J. (2013):"To Work or No to Work? Estimates of Labour Supply Elasticities", NBS Working Paper 5/2013, National Bank of Slovakia, Bratislava

World Bank (2011): Implementing the Benefit in Material Need in the Slovak Republic. Available at: http://www.employment.gov.sk/en.html

World Bank (2012): Providing the right incentives: Analysis of the tax-benefit system in the Slovak Republic, Social Safety Net Assessment and Poverty Mapping. Available at: http://www.employment.gov.sk/en.html

Expected macroeconomic development in Slovakia

Economic and Monetary Analyses Department,
Národná banka Slovenska

In the last quarter of 2013, Slovak economic growth accelerated, supported mainly by positive developments in the countries of Slovakia's trading partners. In addition to external demand, a contribution to growth came also from domestic investment demand. Private consumption remained weak. This trend is expected to continue in 2014. Meanwhile, the economy should grow to 2.4% in 2014 and further accelerate in 2015 and 2016 to 3.3% and 3.5% respectively. The labour market is likely to improve with the anticipated strengthening in economic activity. Inflation is expected to stagnate in 2014, however, it should pick up on the grounds of private consumption recovery in 2015 and 2016 (p. 2).

ECB monetary policy operations and European banks' activities on the money market in 2013

Roman Kostelný,
Národná banka Slovenska

The article summarises prominent events on the money markets in 2013 for the euro area as a whole. It also focuses on the ECB's steps related to its monetary policy operations and their conduct. It includes the behaviour of euro-area banks when drawing funds from the ECB within refinancing operations and their excess liquidity management activities. To draw a picture of the situation in the euro area, trading of European banks on the money markets is used, which shows their readiness to trade excess liquidity on the interbank market and so to support the ECB monetary policy transmission mechanism. The article consists of four parts. In the first one ECB monetary policy operations and decisions are mentioned. The second part describes the behaviour of domestic banks in the ECB monetary policy operations. The money market situation for the whole euro area is outlined in the third section and the fourth one explores domestic banks' activities on the money market (p. 4).

Monetary policy transmission mechanism in Slovakia

Ján Beka,
Národná banka Slovenska

After joining the euro area, Slovakia's experience with the monetary policy transmission mechanism has been positive. The article focuses on the transmission of the key ECB rates to interest rates for businesses, as businesses are crucial for the economic growth and convergence. It shows that the ECB rates have relatively quickly and intensely reflected in lending rates for non-financial corporations. Thus the interest-rate transmission channel has operated relatively well in Slovakia when compared with other euro area member states. This has also been supported by the exchange rate risk elimination and related stronger competition in the banking sector. Although corporate loans have stagnated since 2012, it is rather due to lower demand than transmission mechanism disruptions (p. 12).

Crisis caused increase in bank demand for reserves and decrease in money multiplier

Rastislav Čársky, Národná banka Slovenska

Monetary reserves or monetary base is controlled by a central bank, however, money supply is provided by commercial banks. These banks' behaviour predetermines the movements in the money multiplier. The economic and financial crises that hit in 2008 led to radical changes in the banking sector's behaviour. In normal times, banks usually do not maintain excess reserves. They prefer earning on any available euro or dollar, lending them on the market. As a result, deposits are increasing sharply, while banks continue to lend their excess reserves until these are exhausted. This process is based on the money multiplier which is a measure of the extent to which the monetary base (currency in circulation and bank reserves) multiplies the amount of deposits. When the crisis arose, the attitude of banks towards available or excess reserves changed. The banks have kept their excess reserves higher since then, causing the money multiplier to fall extensively (p. 18).

Second pillar of banking union: the Bank Recovery and Resolution Directive and national resolution authority

Vladimír Dvořáček, Júlia Čillíková, Peter Pénzeš,
Národná banka Slovenska

The banking union has already been presented very comprehensively in previous issues of the journal, while the challenges of creating its first and second pillars (the Single Supervisory Mechanism and the Single Resolution Mechanism) have also been dealt with. Meanwhile, the EU Regulation on the first pillar was adopted in November 2013 and the third pillar (the common system for deposit protection) has been suspended. Currently, intense discussions on the second pillar are under way. The article intends to provide the latest information about this process and about measures that have to be taken in Slovakia to establish its national resolution authority and framework for the crisis resolution of banks (p. 20).

Estimates of Labour Supply Elasticities in Slovakia

Matúš Senaj, Zuzana Siebertová, Norbert Švarda,
Jana Valachyová

The article provides a microeconometric analysis of extensive margin labour supply elasticities in Slovakia. We find that a one percent increase in net wage increases the probability of economic activity by 0.263 percentage points. Taking into account tax and transfer system details valid in 2009-2011, a one percent increase in transfers decreases the semi-elasticity of labour force participation by 0.04 percentage points. These results are broadly in line with the elasticities usually reported in the literature. The results show that low-skilled, females and the elderly are the groups that are particularly responsive to changes in taxes and transfers. Labour market policies aimed to boost employment should concentrate on increasing marginal gains to work, especially for low-educated individuals and women (p. 25).

Nová pamätná dvojeurová minca

Pri príležitosti 10. výročia vstupu Slovenskej republiky do Európskej únie vydáva Národná banka Slovenska v apríli 2014 pamätnú dvojeurovú mincu.

Prvého mája 2004 sa k Európskej únii pripojilo desať krajín – Cyprus, Česká republika, Estónsko, Litva, Lotyšsko, Malta, Maďarsko, Poľsko, Slovensko a Slovinsko. Také masívne rozšírenie rodiny európskych krajín bolo bezprecedentnou udalosťou v európskych dejinách a možno ho považovať za zánik umelého rozdelenia Európy, ktoré po druhej svetovej vojne symbolizovala železná opona. V roku 2007 vstúpilo do EÚ Bulharsko a Rumunsko a v roku 2013 Chorvátsko, čím sa počet jej členov zvýšil na 28.

Desať rokov členstva v Únii je významným míľnikom v krátkej novodobej histórii samostatnej Slovenskej republiky. Otvorilo jej nové možnosti, zvýšilo jej dôveryhodnosť a pomohlo jej nadobudnúť rešpektované postavenie. Slovensko získalo aj mnohé ekonomické výhody, ktoré sa ešte znásobili vstupom do Schengenského priestoru a do eurozóny. Členstvo v Únii znamená pre občanov Slovenska aj možnosť voľne cestovať, žiť, študovať a pracovať v jednom z najbohatších regiónov sveta.

Na výtvarný návrh pamätnej mince pripomínajúcej 10. výročie vstupu Slovenskej republiky do Európskej únie vyhlásila Národná banka Slovenska verejnú anonymnú súťaž. Bolo do nej predložených 24 výtvarných riešení národnej strany mince od 11 autorov. Komisia guvernéra NBS na posudzovanie výtvarných návrhov slovenských eurových mincí ich hodnotila v máji 2013. Jej odborným poradcom bol Mgr. Peter Beňo, zástupca Ministerstva zahraničných vecí a európskych záležitostí Slovenskej republiky.

Na realizáciu národnej strany mince schválila Banková rada NBS, v zmysle odporučenia odbornej komisie, návrh výtvarníčky Márie Poldaufovej, ktorý v súťaži získal prvú cenu. Komisia pri hodnotení vzala do úvahy jeho prehľadnú a čistú kompozíciu, ktorej dominujú písmové znaky EÚ a štátny znak Slovenskej republiky. Vyzdvihla najmä skutočnosť, že použitá symbolika je namodelovaná tak, aby bola zreteľná aj na malej ploche pamätnej mince. Návrh jasne symbolizuje vstup Slovenskej republiky do Európskej únie a náznakom symbolu eura odráža aj vstup Slovenska do eurozóny.

Autorka Mária Poldaufová získala v súťaži aj druhú cenu. Bola jej udelená za premyslene vypracovaný návrh s viacerými symbolmi vzťahu Slovenska k Európskej únii. Komisia ocenila vtipný nápad s pečatidlom so štátnym znakom, ktorým Slovensko vtláča svoju pečať do knihy histórie Európskej únie.

Národná strana mince realizovaná podľa víťazného návrhu Márie Poldaufovej

2. cena Mária Poldaufová

3. cena Branislav Ronai

Tretia cena bola udelená Branislavovi Ronaiovi. Jeho návrh vhodne akcentuje skutočnosť, že do Európskej únie prvého mája 2004 vstúpilo súčasne desať nových krajín (desať hviezd EÚ) vrátane Slovenska, ktoré je reprezentované najväčšou hviezdou a mapou.

Pamätná minca bola vyrazená v Mincovni Kremnica v počte 1 000 000 kusov v bežnom vyhotovení. Jej hrana je rovnaká ako na všetkých ostatných slovenských dvojeurových minciach. Je na nej nápis „SLOVENSKÁ REPUBLIKA". Začiatok a koniec nápisu je oddelený dvoma hviezdami, medzi ktorými je lipový list.

Dagmar Flaché
Foto: Štefan Fröhlich

B I A T E C