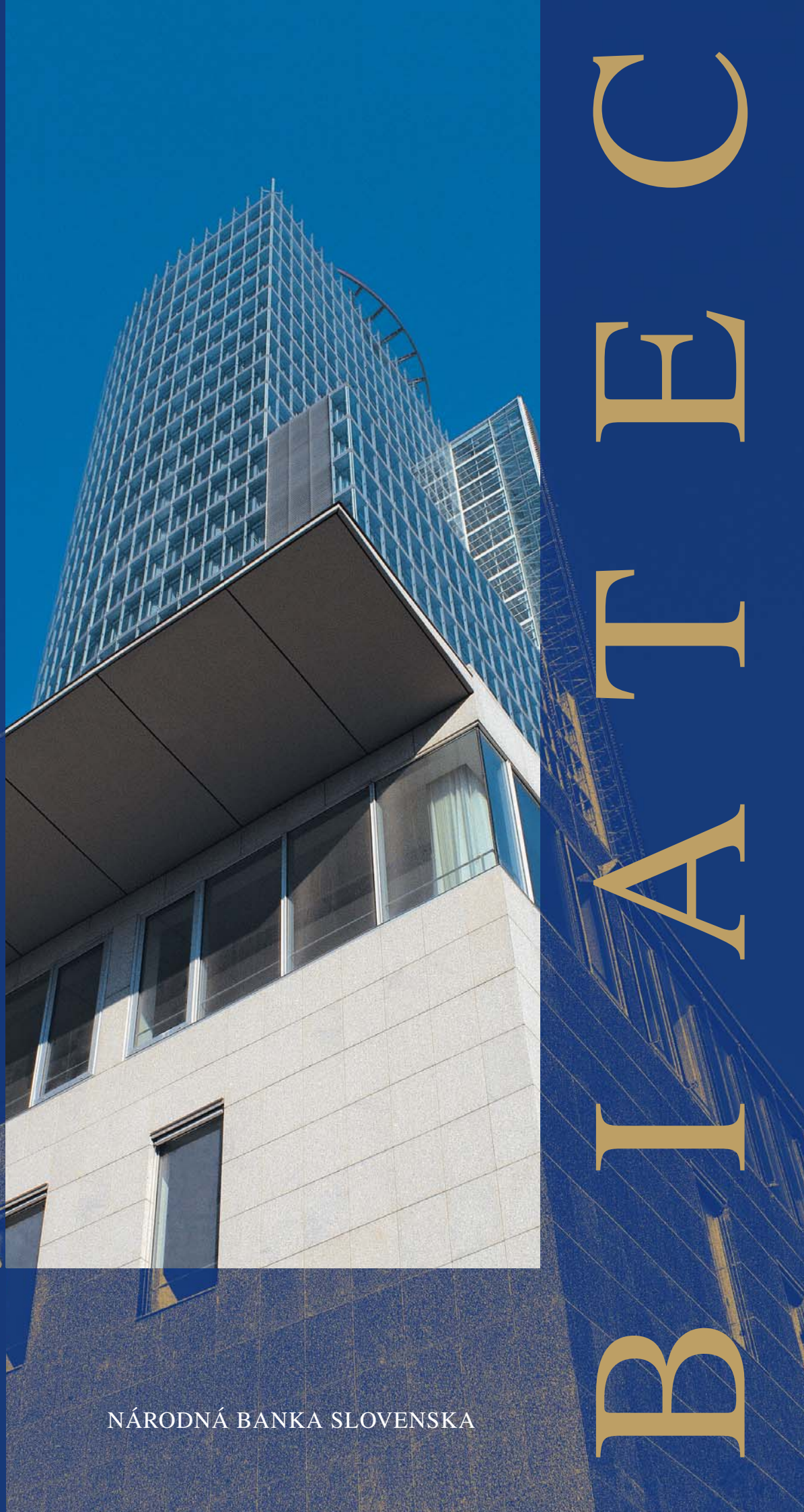


4

Apríl 2013
Ročník 21

ODBORNÝ
BANKOVÝ
ČASOPIS



C E T A I B



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA



Finále súťaže pre študentov Generácia Euro

Národná banka Slovenska usporiadala dňa 4. apríla 2013 národné finálové kolo stredoškolskej súťaže Eurosystému s názvom Generácia Euro – Súťaž pre študentov, do ktorého postúpilo päť tímov z gymnázií a stredných škôl z celého Slovenska.



Účastníci súťaže Generácia Euro a členovia odbornej poroty (predný rad) pred budovou Národnej banky Slovenska.



Ceny odovzdával viceguvernér NBS J. Tóth.

Víťazným tímom sa stal tím študentov Gymnázia Grösslingova v Bratislave. Druhé miesto obsadili súťažiaci z Gymnázia Viliama Paulínyho-Tótha v Martine a na treťom mieste sa umiestnili študenti Obchodnej akadémie v Martine. Na súťaži sa zúčastnili aj študenti Obchodnej akadémie z Ružomberka a Gymnázia M. R. Štefánika z Nového Mesta nad Váhom. Ceny študentom odovzdal viceguvernér NBS Ján Tóth. Počas slávnostného odovzdávania cien vyzdvihol nezastupiteľnú úlohu učiteľov stredných škôl v tomto projekte s tým, že ich nasadenie a prístup pri príprave na súťaž boli vysoko profesionálne.

Študenti vo finálovom kole prezentovali pred odbornou porotou NBS svoje fiktívne rozhodnutie o menovej politike Eurosystému. Porota hodnotila jednak prezentované rozhodnutie o menovej politike a argumentáciu, ako aj dodržanie časového limitu prezentácie, úroveň a kvalitu prezentácie, komunikačné schopnosti a zapájanie všetkých členov tímu do prezentácie.

(Pokračovanie na 3. str. obálky)



Finále súťaže pre študentov Generácia Euro

(Pokračovanie z 2. str. obálky)



Spoločná fotografia členov slovenského víťazného tímu s prezidentom ECB M. Draghim a guvernérom NBS J. Matúchom.

Všetky víťazné národné tímy z 11 krajín eurozóny sa 17. apríla 2013 stretli s prezidentom ECB Mariom Draghim a svojimi národnými guvernéromi, porovnali si navzájom sily v rôznych súťažiach a mali tiež možnosť objavovať skryté tajomstvá mesta Frankfurt.

Ako povedal Ondrej Garaj z víťazného tímu, motiváciou pre prihlásenie sa do súťaže bol jej medzinárodný rozmer, keďže slovenskí študenti sa spolu s rovesníkmi z 11 krajín eurozóny vžili do úlohy guvernérov centrálnych bánk Eurosystému a stali sa súčasťou vzdelávacej iniciatívy ECB a národných centrálnych bánk Eurosystému.

„Keďže väčšina z nás chce študovať v zahraničí, považovali sme za prínos súťaže získanie skúseností, ktoré budú mať váhu v budúcnosti pre našu kariéru. V škole sme zatiaľ žiadnu ekonómiu ani ekonomické predmety nemali, všetko sme si museli našťudovať a naučiť sa. Študovali sme Mesačné bulletiny NBS a ECB a sledovali najnovšie správy zo sveta.“ Študenti celého tímu by sa chceli v budúcnosti venovať štúdiu ekonómie.

Matina Solčányiová
Národná banka Slovenska
Foto: Archív NBS a ECB



Víťazný tím pred budovou ECB vo Frankfurte nad Mohanom.



BIATEC

Odborný bankový časopis

Apríl 2013

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 Polóniová
tel.: 02/5787 2153
fax: 02/5787 1128
e-mail: biatec@nbs.sk
alica.polonyiova@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: 17. 4. 2013

Dátum vydania: 29. 4. 2013

Evidenčné číslo: EV 2817/08

ISSN 1335 – 0900

Grafický návrh: Bedrich Schreiber

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

Tlač: DOLIS, 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.

NA AKTUÁLNU TÉMU

Očakávaný makroekonomický vývoj SR 2
(Odbor menovej politiky NBS)

Účast domácností na operáciách menovej politiky
ECB a ich obchodná aktivita na peňažnom trhu eurozóny
v roku 2012 4
(Roman Kostelný)

Majetkové rozdiely sú najmenšie na Slovensku 12
(Tibor Zavadil)

PEŇAŽNÝ OBEH

Hotovostný peňažný obeh v SR 13
(Ing. Anna Lukáčová, Ing. Milada Vlnková, Ing. Dušan Rojek)

Predstavujeme novú 5-eurovú bankovku série Európa 16
(Odbor riadenia peňažnej hotovosti NBS)

MAKROEKONOMICKÉ OTÁZKY

Odhad vplyvu fiškálnej konsolidácie na rast HDP v SR 20
(RNDr. Monika Pécsyová)

LEGISLATÍVA

Právne aspekty cezhraničného podnikania finančných
inštitúcií v EÚ 28
(Peter Pénzeš)

ENGLISH SUMMARY 32



Očakávaný makroekonomický vývoj SR

Prehĺbenie recesie v eurozóne sa prejavilo vo výraznejšom spomalení ekonomickej aktivity na Slovensku. Pretrvávajúca dlhová kríza v eurozóne a z toho plynúca neistota a nedôvera investorov a spotrebiteľov by mali ovplyvňovať situáciu ešte v prvej polovici roka 2013. Od druhej polovice roka by sa mala oživiť ekonomika eurozóny a postupne v súlade s týmto vývojom by sa mal obnoviť aj zahraničný dopyt po našich výrobkoch a službách. Rast ekonomiky by sa mal spomaliť na 0,7% v roku 2013 s následným zrýchlením tempa rastu na 2,8% a 3,8% v rokoch 2014 a 2015. Situácia na trhu práce by sa mala začať zlepšovať od roku 2014. Inflácia by mala dosahovať v celom horizonte predikcie úroveň tesne pod 2%.

¹ Viac informácií o vytvorení analytického časového radu HDP sa nachádza v boxe č. 1 aktuálnej predikcie P1Q-2013 na internetovej stránke NBS (http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/PREDIK/2013/protected/P1Q-2013.pdf).

AKTUÁLNY VÝVOJ AKO VÝCHODISKO STREDNODOBEJ PREDIKCIE

Globálna ekonomika vo 4. štvrtroku 2012 mierne vzrástla, jej rast však zostal rovnako ako v predchádzajúcom štvrtroku pomalý. Objavujú sa náznaky mierneho zrýchlenia, no výraznejšiemu rastu bráni najmä vysoké zadlženie vo vyspelých ekonomikách. Stále pretrvávajú značne heterogénny vývoj vo svete. Kým eurozóna, Japonsko aj Veľká Británia sa nachádzajú v recesii, v USA sa tempo rastu hospodárstva spomalilo. Ťahúňmi globálneho rastu tak zostávajú rozvíjajúce sa ekonomiky.

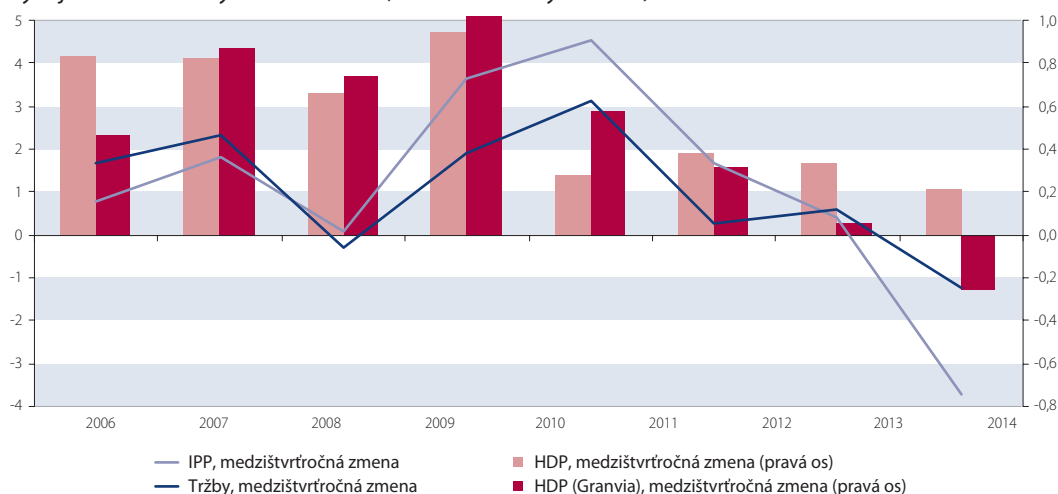
Ekonomika eurozóny sa vo 4. štvrtroku prepadla hlbšie do recesie, keď už aj niektoré krajiny silného jadra eurozóny zaznamenali pokles ekonomickej aktivity. Takýto negatívny vývoj v eurozóne sa výraznejšie prejavil aj na Slovensku. Hoci publikované číslo o raste slovenskej ekonomiky na úrovni 0,2% medzištvrtročne nenaznačuje pokles ekonomickej aktivity, pri pohľade na vývoj mesačných štatistík sa možno domnievať, že na Slovensku bol v poslednom štvrtroku 2012 zaznamenaný pokles ekonomiky. Z dôvodu lepšieho odhadu aktuálneho vývoja ekonomiky sa pristúpilo k vytvoreniu analytického časového radu HDP, pričom sa brali do úvahy jednorazové efekty, ktoré mohli ovplyv-

niť publikované údaje o vývoji rastu HDP¹ (napr. vplyv iného rozloženia daní, ako vykazuje ŠÚ SR).

Napriek výraznejšiemu poklesu zahraničného dopytu po slovenských výrobkoch a službách v poslednom štvrtroku 2012 nedošlo k poklesu exportnej výkonnosti. Export aj v tomto období vzrástol a bol zdrojom rastu ekonomiky. V posledných mesiacoch 2012 však boli viditeľné náznaky spomalenia dopytu aj v automobilovom priemysle, čo sa odrazilo v poklese priemyselnej produkcie a následne v decembri 2012 aj v miernejom znížení exportu. Januárové štatistiky však naznačili, že to bol len prechodný pokles, ktorý bol korigovaný priaznivým vývojom v januári 2013. Domáci dopyt pokračoval aj vo 4. štvrtroku 2012 v poklese. Súkromná spotreba sa opätovne prepadla. Tempo jej poklesu sa ešte mierne zrýchlilo, čo odzrkadľovalo nepriaznivú situáciu na trhu práce, pomalý rast príjmov a pretrvávajúci negatívny sentiment. Pokles investičného dopytu bol spôsobený negatívnym výhľadom ekonomiky, pretrvávajúcou neistotou a poklesom ziskovosti. Vládna spotreba vo 4. štvrtroku 2012 v dôsledku zníženia medzispotreby medziročne poklesla.

Aktuálne mesačné údaje publikované v tomto roku, ktoré boli zakomponované do predikcie,

Vývoj HDP a mesačných indikátorov (medzištvrtročný rast v %)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS.



nenaznačujú výraznejšiu zmenu trendu v domácom dopyte v najbližšom štvrťroku. V prvých dvoch mesiacoch 2013 sa nálada v ekonomike stabilizovala, i keď v priemysle sa mierne zhoršila. Priemyselná produkcia a tržby v ekonomike sa v januári mierne zvýšili, čiastočne však korigovali vývoj v decembri 2012.

Na trhu práce pokračovali vo 4. štvrťroku 2012 negatívne tendencie, keď sa výraznejšie prepadla zamestnanosť na štvrťročnej báze. Tento vývoj odzrkadľoval najmä nepriaznivý vývoj v priemysle, ktorý zaznamenal pokles objednávok s následným dopadom na produkciu, tržby a export. Rovnako sa znížila zamestnanosť v službách, a to v dôsledku poklesu domáceho dopytu. Miera nezamestnanosti sa výraznejšie zvýšila. Aktuálne údaje za prvé dva mesiace roku 2013 však naznačili stabilizáciu a ďalšie nezvyšovanie miery nezamestnanosti.

Po výraznejšom spomalení inflácie vo 4. štvrťroku 2012 pokračoval deflacioný vývoj aj v prvých dvoch mesiacoch 2013. Inflácia sa priblížila k 2 %. Rast cien odráža najmä nákladové faktory (ceny komodít), ich príspevok k inflácii sa však znižuje.

MAKROEKONOMICKÁ PREDIKCIA

Strednodobá predikcia P1Q-2013 je vypracovaná na základe technických predpokladov a predpokladov o zahraničnom dopyte. Zahraničný dopyt po slovenských výrobkoch a službách dosiahol dno v poslednom štvrťroku 2012 a postupne by sa mal oživovať. Jeho akcelerácia sa však očakáva najmä v strednodobom horizonte, keď sa prinavráti dôvera a začne sa zvyšovať tak spotrebiteľský, ako aj investičný dopyt v EÚ. Postupný rast exportných trhov sa pozitívne prejaví v exportnej výkonnosti slovenskej ekonomiky.

Investičný dopyt by mal v roku 2013 ešte mierne poklesnúť, aj napriek pokračovaniu investície v automobilovom priemysle. Nízka investičná aktivita by mala v krátkodobom horizonte odzrkadľovať pokles ziskovosti firiem, stále vysokú mieru neistoty investorov, sprísnenie úverových štandardov, vplyv fiškálnej konsolidácie a pokles využitia výrobných kapacít. V rokoch 2014 a 2015 by malo dochádzať v súlade s ekonomických rastom k akcelerácii investícií.

Súkromná spotreba by sa mala v roku 2013 mierne znížiť, avšak toto celoročné číslo by malo byť ovplyvnené vývojom v druhom polroku 2012. V štvrťročnom profile sa už predpokladá nepatrný medzištvrtročný rast. Mesačné indikátory naznačili stabilizáciu na trhu práce a očakávania spotrebiteľov o budúcom vývoji príjmov a nezamestnanosti sa už prestali prepadať do negatívnejších hodnôt. Disponibilné príjmy by mali v reálnom vyjadrení mierne zrýchliť tempo rastu, na čo bude vplývať pri pomerne nízkom raste nominálnych miezd najmä spomaľovanie inflácie. V strednodobom horizonte sa očakáva postupné zlepšovanie dôvery spotrebiteľov a spolu s rastom príjmov aj akcelerácia súkromnej spotreby.

Vládne výdavky by mali v reálnom vyjadrení v dôsledku konsolidácie verejných financií v roku 2013 poklesnúť. Pri predikcii konečnej spotreby verejnej správy bol prijatý predpoklad splnenia záväzku znížiť deficit verejných financií v roku 2013 pod 3 % HDP. V rámci konsolidácie verejných financií sa uvažuje s konsolidačnými opatreniami prijatými v roku 2012.²

Pokles domáceho dopytu vo 4. štvrťroku 2012 spôsobil pokles dovozu. Pokles dovozu však bol vyšší, ako vyplývalo z vývoja domáceho dopytu, čo by naznačovalo pokles dovoznej náročnosti. V predikcii sa predpokladá čiastočne návrat dovoznej náročnosti k historickým úrovniam, keďže podľa našich odhadov bola časť dovozu v rámci HDP vykompenzovaná poklesom položky štatistická diskrepancia. Vývoj dovozov v strednodobom horizonte by mal teda odzrkadľovať vývoj exportu a postupnú akceleráciu domáceho dopytu.

Tempo rastu ekonomiky by sa malo prechodne spomaliť na 0,7 % v roku 2013 s následnou akceleráciou na 2,8 % v roku 2014 a na 3,8 % v roku 2015. Z hľadiska zdroja rastu by mala byť ekonomika ťahaná v roku 2013 výlučne čistým exportom. V rokoch 2014 a 2015 by mal byť hospodársky rast vyvážený a okrem čistého exportu by mal k rastu prispievať aj domáci dopyt.

Na trhu práce by malo v roku 2013 dochádzať k miernemu zhoršeniu vplyvom spomalenia ekonomickej aktivity a legislatívnych zmien platných od začiatku tohto roka. Predpokladá sa pokles počtu osôb pracujúcich na dohodu, čo by sa malo negatívne premietnuť do zamestnanosti. Návrat k rastu počtu zamestnaných sa očakáva až začiatkom roku 2014, keďže na trhu práce je časové oneskorenie za vývojom ekonomiky. V súlade s miernym poklesom zamestnanosti sa očakáva miera nezamestnanosti v roku 2013 na úrovni 14,9 %. Následne, v strednodobom horizonte, by sa mala začať (s rastom zamestnanosti) postupne znižovať.

Inflácia by mala dosahovať v celom horizonte predikcie úroveň blízko 2 %. Umiernený cenový vývoj by mal odzrkadľovať klesajúce ceny energetických komodít, stabilizáciu cien agrokomodít a pôsobenie reálnej ekonomiky. Vývoj reálnej ekonomiky by mal mať tlmiaci vplyv, keďže slabý spotrebiteľský dopyt tlačí ceny smerom nadol.

Aktuálnu strednodobú predikciu ohrozujú riziká nižšieho rastu reálnej ekonomiky. Najväčším rizikom je vývoj zahraničného dopytu, ktorý môže byť zasiahnutý zhoršujúcou sa náladou na finančných trhoch a situáciou v bankovom sektore, ako aj potrebným znižovaním fiškálnych deficitov v krajinách eurozóny, pričom toto riziko zostáva aktuálne najmä v rokoch 2014 a 2015. Čo sa týka cenového vývoja, riziká vyššieho rastu cien sú najmä technického charakteru. Iný ako predpokladaný vývoj výmenného kurzu, zahraničnej inflácie a cien ropy by mohol spôsobiť mierne vyššiu infláciu najmä v rokoch 2014 a 2015.

Odbor menovej politiky NBS

² Viac informácií o konsolidačných opatreniach možno nájsť na internetovej stránke NBS v dokumente *Strednodobá predikcia P4-Q2012* (http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/PREDIK/2012/protected/P4Q-2012.pdf).



Účasť domácich bánk na operáciách menovej politiky ECB a ich obchodná aktivita na peňažnom trhu eurozóny v roku 2012

Roman Kostelný
Národná banka Slovenska

Uplynulý rok bol pre domáce banky už štvrtým rokom ich pôsobenia na medzibankovom trhu eurozóny. Vzájomná prepojenosť obchodnej aktivity na peňažnom trhu s účasťou na menovopolitických operáciách závisí od schopnosti domácich bánk prefinancovať likviditné potreby obchodmi na peňažnom trhu, ktorý pre ne predstavuje primárny spôsob obstarania si zdrojov. Limitujúcim faktorom pri aktivite na peňažnom trhu boli dva trojročné tendre, ktoré do značnej miery vplývali na jednotlivé segmenty trhu. Ďalšími dôležitými faktormi boli rozhodnutia ECB o znížení výšky minimálnych rezerv a najmä o neúročení jednoduchých vkladov deponovaných prostredníctvom jednoduchých sterilizačných operácií. Tie podstatne formovali správanie subjektov na peňažnom trhu pri riadení krátkodobej likvidity. Porovnaním obchodnej aktivity na národnej úrovni s európskou sa identifikujú príčiny pretrvávajúcich rozdielov v štruktúre a významnosti jednotlivých častí peňažného trhu.

1. ÚČASŤ DOMÁCICH BÁNK NA OPERÁCIÁCH MENOVEJ POLITIKY ECB

1.1. Menovopolitické aktivity ECB

Na začiatku roku 2012 sa podľa trhových analytikov viditeľne zlepšila nálada na globálnom finančnom trhu vďaka uskutočneným trojročným refinančným tendrom, ktoré prispeli k utlmeniu obáv z prípadných negatívnych efektov plynúcich z nedostatku zdrojov. V opačnom prípade by banky eurozóny čelili výraznej redukcii bilancii, obmedzeniu poskytovania úverov nefinančným subjektom (domácnostiam a korporátnym subjektom), v dôsledku čoho by hrozilo zintenzívnenie poklesu ekonomickej aktivity v eurozóne. Podľa väčšiny analytikov sa dodaním mimoriadnych zdrojov do bankového sektora týmto negatívam predišlo a pomohlo aspoň stabilizovať situáciu na finančnom trhu. Uvoľnené napätie sa prenieslo napr. do značnej korekcie rizikových prirážok na periférnom dlhopisovom trhu.

Prerušenie pozitívnej nálady na prelome prvého štvrťroka súviselo s napätím spojeným so španielskymi verejnými financiami, naďalej sa zhoršujúcimi podmienkami v španielskej ekonomike a v domácich bankách pre problémy na realitnom trhu. Tieto problémy viedli k zintenzívneniu špekulácií na trhu, či krajina požiada medzinárodných veriteľov o záchrannú finančnú pomoc. Problémy v domácom bankovom sektore sa vyskytli aj v menších krajinách, a to na Cypre (z dôvodu užšej prepojenosti cyperských bánk s gréckymi) a v Slovinsku (z dôvodu problémov na realitnom trhu). Neistotu vyvolávalo aj zhoršenie výhľadu ekonomík v eurozóne, na ktoré podľa analytikov

reagovala ECB v júli znížením kľúčových úrokových sadzieb o 25 bázických bodov na najnižšie úrovne od vzniku eurozóny. Posun sadzby jednoduchých sterilizačných operácií na 0% vyvolal špekulácie trhu týkajúce sa jej prípadného zníženia do záporného pásma.

Viditeľný obrat v nálade na globálnom finančnom trhu nastal až po komentároch prezidenta ECB M. Draghiho v júli 2012, ktorý zdôraznil pripravenosť ECB prijať akékoľvek opatrenia na záchranu eura. Následne sa zosilnili očakávania trhu, pokiaľ ide o ďalšie mimoriadne opatrenia. ECB naplnila tieto očakávania oznámením programu priamych menových transakcií (Outright Monetary Transactions – OMT) so zameraním na nákup štátnych dlhopisov vybraných krajín, pričom zároveň ukončila výkon programu pre trhy s cennými papiermi (Securities Markets Programme – SMP).

Pod vplyvom zavedenia programu OMT, síce neaktivovaného, sa viditeľne uvoľnilo napätie na globálnom finančnom trhu, čo viedlo ku korekcii výnosových kriviek periférnych dlhopisov na niekoľkomesačné minimá. Pozitívnym bolo aj získanie dôvery investorov na dlhopisovom trhu periférnych krajín. Navyše niektorým z nich sa tým umožnil návrat na primárny dlhopisový trh (Írsku a Portugalsku). Napriek tomu však obavy zo zhoršeného výhľadu ekonomík najmä periférnych krajín pretrvali, preto vzrástli špekulácie o ďalšom možnom uvoľnení menovej politiky. V tejto súvislosti sa podľa trhových analytikov najčastejšie spomínala možnosť posunúť úrokovú sadzbu jednoduchých sterilizačných operácií do negatívneho pásma.



1.2. Refinancovanie domácich bánk prostredníctvom vybraných operácií

Domáce banky ani počas minulého roka podstatnejšie nezmenili spôsob prefinancovania očakávaných likviditných potrieb, naďalej ich primárne pokrývali obchodmi na peňažnom trhu v rámci vlastnej bankovej skupiny. Prípadná participácia na akejkolvek refinančnej operácii závisela od toho, či sa s danou splatnosťou alternatívne obchodovalo na peňažnom trhu, od parametrov danej operácie (jej atraktivity) a od naplnenia kreditných línií medzi subjektmi navzájom.

Keďže krátkodobú likviditnú potrebu pokrývali v plnej miere obchodmi na peňažnom trhu, na týždňových hlavných refinančných operáciách (MRO) sa zúčastňovali len v prípade naplnenia kreditných línií. Takýto prípad sa však vyskytoval len veľmi zriedkavo. Podobné dôvody platili aj pre dlhodobejšie refinančné operácie v dĺžke jedného udržiavacieho obdobia povinných minimálnych rezerv (MP LTRO), ktoré banky využili len na uľahčenie riadenia likvidity počas príslušného obdobia. Vzhľadom na možnosť prefinancovať likviditné potreby prostredníctvom obchodov na peňažnom trhu bola účasť v trojmesačných tendroch len veľmi zriedkavá.

V rámci refinančných operácií domáce banky preferovali trojročné tendre, ktorých atraktivita spočívala v dĺžke ich splatnosti a možnosti predčasne splatiť zvolenú čiastku po prvom roku.

Čerpanie refinančných zdrojov prostredníctvom jednoduchých refinančných operácií naďalej patrilo k veľmi zriedkavo využívanej možnosti, keďže domáce banky mali dostatočný prístup ku zdrojom na medzibankovom trhu.

1.3. Sterilizovanie voľných prostriedkov prostredníctvom operácií ECB

Domáce banky využívali primárne obchody na peňažnom trhu nielen na zabezpečenie likvidity, ale aj na umiestnenie jej dočasného prebytku. Realizácia vkladov v ECB závisela od trhových podmienok, a to od naplnenia kreditných línií, ochoty protistrán prijímať vklady a obzvlášť od cien depozít.

Prebytok likvidity mohol byť uložený v ECB buď prostredníctvom jednoduchých sterilizačných operácií alebo prostredníctvom doladovacieho tendra na 7 dní. Domáce banky využívali jednoduché sterilizačné operácie intenzívnejšie ku koncu udržiavacieho obdobia, keď odčerpávali prebytočné rezervy z bežných účtov, aby zbytočne nenavýšovali plnenie minimálnych rezerv a najmä aby prostredníctvom týchto operácií zúročili prebytočné rezervy.¹ Keďže sa od januárového udržiavacieho obdobia v roku 2012 prestal uskutočňovať O/N doladovací tender na odčerpanie naakumulovaného prebytku (zvyčajne v posledný deň udržiavacieho obdobia), najmä v posledný deň udržiavacieho obdobia sa rozšíril okruh domácich bánk využívajúcich depozitné operácie pri súčasnom náraste jednoduchých vkladov.

Ďalšiu možnosť na uloženie voľných prostriedkov mali banky prostredníctvom doladovacieho

tendra na 7 dní. Keďže majoritná časť ponúk do sterilizačného tendra sa kumulovala maximálne do jedného bázičného bodu nad úroveň jednoduchých sterilizačných operácií, banky túto možnosť nevyužívali. Navyše ponuky pri marginálnej úrokovej sadzbe neboli plne uspokojené, ale pomerne krátené na nižšie čiastky.

Atraktivitu zúčastňovať sa na 7-dňovom sterilizačnom tendri zvykol zvýšiť výsledok predošlej aukcie, ak marginálna sadzba výraznejšie stúpila nad bežne akceptovanú úroveň. Niektoré protistrany účasťou len testovali príležitosť získať lepšie zúročenie voľných prostriedkov v porovnaní s trhom, preto predkladali ponuky za úrokové sadzby výrazne vyššie, ako je bežne akceptovaná úroveň.

Po zavedení nulovej úrokovej sadzby na jednoduché sterilizačné operácie nenastala zmena v správaní domácich bánk, pokiaľ ide o účasť na 7-dňovom sterilizačnom tendri, keďže sa jeho prémia voči jednoduchým sterilizačným operáciám stále udržiavala na veľmi nízkej úrovni vo výške jedného bázičného bodu. Jednoduché sterilizačné operácie využíval len zriedkavo užší okruh domácich bánk.

1.4. Riadenie krátkodobej likvidity

Domáce banky pokračovali v riadení likvidity takým spôsobom, že začiatkom každého udržiavacieho obdobia zintenzívnili kumuláciu voľných prostriedkov na bežných účtoch. Toto správanie spôsobilo výrazný nadstav plnenia minimálnych rezerv, ktorý postupne znižovali presunom nadbytočných prostriedkov na úročené depozitné operácie. Podobný spôsob riadenia likvidity, t. j. predzásobenie sa likviditou vopred na začiatku každého udržiavacieho obdobia, sa zaznamenal na úrovni eurozóny.

Medzi domácimi bankami sa však vyskytli aj také subjekty, ktoré začínali každé udržiavacie obdobie vo výraznom kumulatívnom podstave likvidity. Na úroveň kumulatívneho splnenia minimálnych rezerv sa dostali prevažne v priebehu druhej polovice obdobia. Takýto prístup si potom nevyžadoval intenzívnejšie využívanie depozitných operácií.

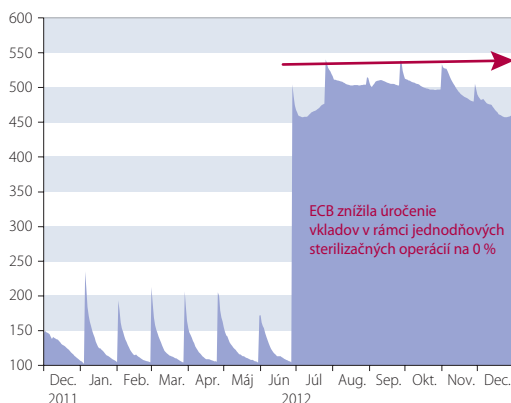
Riadenie likvidity, či už na úrovni eurozóny alebo na úrovni domácich bánk, sa viditeľne zmenilo po tom, čo ECB znížila úrokovú sadzbu jednoduchých sterilizačných operácií na 0% (od júlového udržiavacieho obdobia povinných minimálnych rezerv, ktoré sa začalo 11. 7. 2012). Dôsledkom toho domáce banky prestali výraznejšie využívať jednoduché sterilizačné operácie a prebytočné prostriedky ponechávali vo vyšších sumách na bežných účtoch. Toto správanie však prudko zvýšilo preplňovanie minimálnych rezerv. Niekoľko domácich bánk však pokračovalo v presúvaní voľných prostriedkov v rámci jednoduchých sterilizačných operácií aj napriek tomu, že táto možnosť oproti deponovaniu prebytočných rezerv v plnej miere na bežnom účte nepriniesla žiadny úrokový efekt.

Podľa vyjadrení viacerých trhových analytikov na úrovni eurozóny boli najčastejšími argumentmi v prospech využívania jednoduchých sterilizačných operácií aj napriek ich neúročeniu požia-

¹ Prostriedky kumulované na bežných účtoch sa úročia len do výšky stanoveného priemeru minimálnych rezerv.

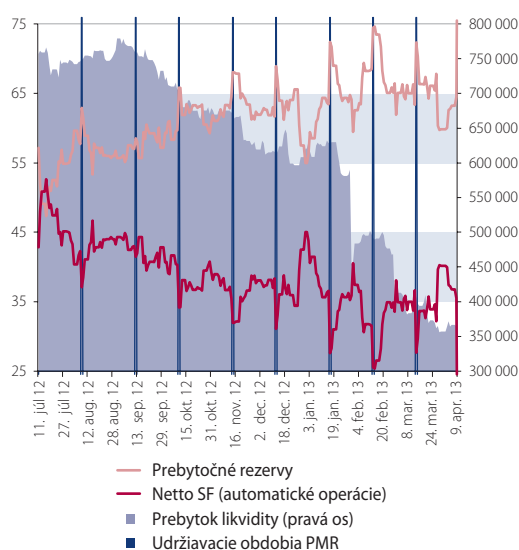


Graf 1 Kumulatívne plnenie minimálnych rezerv na úrovni eurozóny (v %)



Zdroj: ECB.

Graf 2 Štruktúra prebytku likvidity v eurozóně po znížení úročenia jednoduchých sterilizačných vkladov na 0 % (v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

2 Ročný obrat obchodov na peňažnom trhu eurozóny tvorí súčet obchodov domácich bánk pôsobiach v SR na oboch stranách, a to na nákupnej, ako aj na predajnej strane podľa upraveného „denného výkazu V (NBS) 14-98“. Vykazuje sa tak dvojnásobok skutočne zobchodovaného objemu.

davky miestnych regulátorov a interné predpisy bánk vyžadujúce od dealerov, aby riadili likviditu spôsobom minimalizácie kumulatívneho preplnenia minimálnych rezerv nad úroveň 100,00 %. V druhom prípade išlo o zotrvačnosť procesov niektorých bánk pri riadení likvidity.

Len na ilustráciu uvádzame, že po znížení úrokovej sadzby jednoduchých sterilizačných operácií na 0 % sa banky eurozóny rozdelili do dvoch skupín podľa toho, akým spôsobom pokračovali v riadení prebytku likvidity. Od implementácie 0-percentnej sadzby banky eurozóny zvyšovali kumuláciu prebytočných rezerv na bežných účtoch. Ich podiel na celkovom prebytku likvidity vzrástol nad úroveň 60 %.

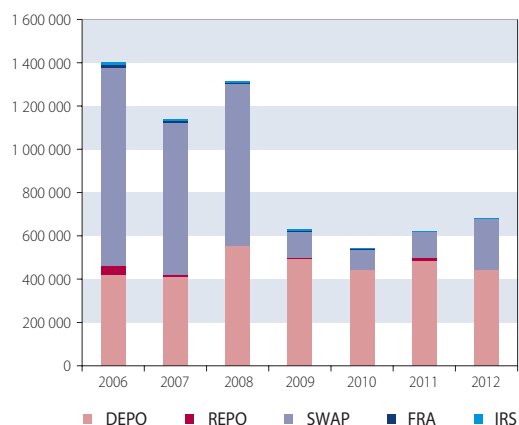
2. OBCHODOVANIE DOMÁCIH BÁNK NA PEŇAŽNOM TRHU EUROZÓNY

Obchodná aktivita domácich bánk na peňažnom trhu eurozóny zaznamenala v roku 2012 podstatnejšie zmeny nielen v celkovej zobchodovanej sume, ale aj v samotnej štruktúre. Ročný obrat² obchodov druhý rok po sebe vzrástol o 9 % na 681 mld. €, čo je najväčšia zobchodovaná suma od vstupu SR do eurozóny. Na zvýšení obratu sa podieľali výlučne len menové swapové obchody, pretože využívanie ostatných nástrojov na peňažnom trhu kleslo.

V štruktúre zobchodovaných nástrojov naďalej dominovali depozitné obchody, po nich nasledovali menové swapy. Ich poradie sa od vstupu do eurozóny nezmenilo. Majoritný podiel si udržali depozitné obchody, a to aj napriek miernemu poklesu druhý rok po sebe, ktorý v roku 2012 súvisel pravdepodobne s účasťou na trojročných tendroch a čiastočným presunom aktivity na nástroje s nižším stupňom kreditného rizika (menové swapy). Oba nástroje sa využívali pri riadení likvidity na pokrytie likviditnej potreby.

S ostatnými nástrojmi sa obchodovalo podstatne menej. V porovnaní s rokom 2011 klesol počet repo obchodov, pričom počet domácich bánk využívajúcich tento nástroj sa nezmenil. S nástrojom FRA sa vôbec neobchodovalo a v prípade obchodov IRS nastali minimálne zmeny.

Graf 3 Celkový obrat a štruktúra obchodov domácich bánk na peňažnom trhu (v mil. EUR)



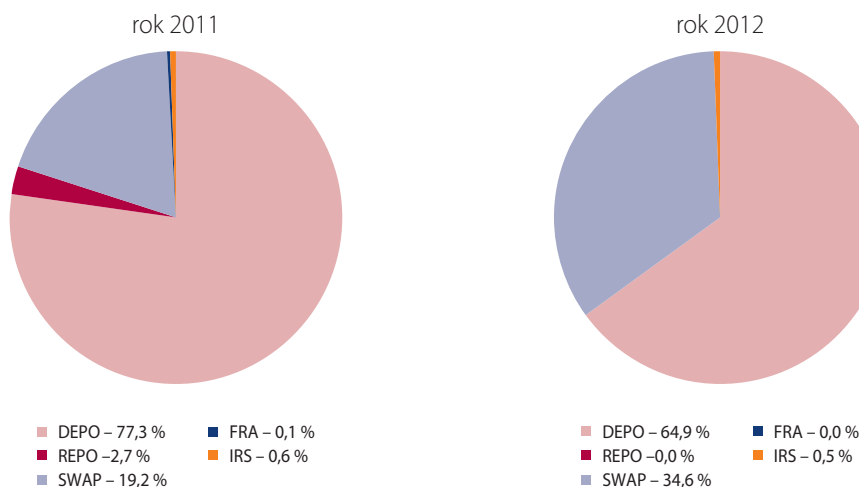
Zdroj: NBS.

V geografickej štruktúre protistrán nastali v roku 2012 podstatnejšie zmeny, keď domáce banky navýšili celkové obchody s protistranami, ktoré pôsobia mimo územia SR (s nerezidentmi), na 88 %, čo je najväčší podiel od vstupu do eurozóny. Všetky nástroje peňažného trhu boli takmer plne zobchodované s nerezidentmi, len depozitné obchody aj s rezidentmi s podielom 18 % (najnižší stav od roku 2009).

V štruktúre obchodov podľa dĺžok splatností nastali miernejšie zmeny v koncentrácii transakcií do najkratších segmentov. V rámci nich zostali najviac obchodované jednoduché transakcie s podielom nad 85 %. Obchodná aktivita pri depozitných a swapových obchodoch sa v menšej miere uskutočňovala aj so splatnosťou do jedného mesiaca. Viazanie prostriedkov na kratšie obdobie poskytovalo väčšiu flexibilitu pri riadení likvidity a táto zvýšená koncentrácia okrem iného súvisela s neochotou



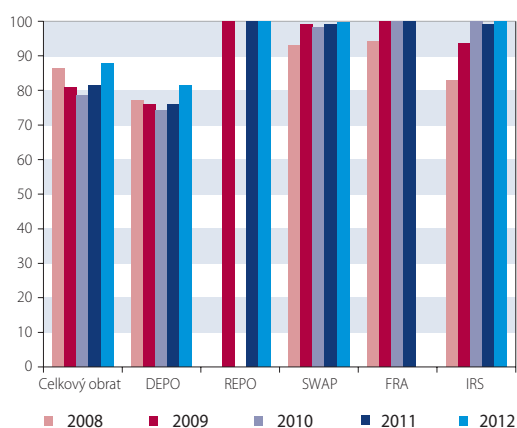
Graf 4 Štruktúra obchodov domácich bánk na peňažnom trhu podľa jednotlivých nástrojov (v %)



Zdroj: NBS.

Poznámka: DEPO – nezabezpečené obchody, REPO – zabezpečené obchody.

Graf 5 Podiel nerezidentov na obchodoch (v %)



Zdroj: NBS.

požičiavať na dlhšie obdobie. V prípade nutnosti zaobstarat si prostriedky na dlhšie obdobie, než bolo bežné na peňažnom trhu eurozóny, domáce banky sa zúčastňovali na dlhodobějších refinančných operáciách ECB (najmä na trojročných tendroch). Keďže výkon menovopolitických operácií sa počas uplynulého roka nezmenil, prípadné riziko z nezískania prostriedkov na trhu sa eliminovalo systémom plne akceptovaného dopytu v ECB.

Podľa vyjadrení dilerov zníženie povinnosti plniť minimálne rezervy z 2 % na 1 % síce uvoľnilo časť likvidity, ale podľa niektorých interpretácií prispelo len k navýšeniu voľných prostriedkov. Tie sa podarilo umiestniť na medzibankovom trhu len parciálne. Po znížení úrokovej sadzby jednoduchých sterilizačných operácií na 0 % sa zväčša nezobchodované voľné prostriedky ponechali na bežných účtoch. Tým sa navyšovalo plnenie minimálnych rezerv výrazne nad 100 %.

Limitujúcim faktorom bol naďalej ukazovateľ likvidných aktív, ktorý koncentruje obchodnú aktivitu na obdobie do jedného mesiaca, a preto prípadné transakcie na medzibankovom trhu ale-

bo účasť na refinančných operáciách dlhších než posudzované obdobie naďalej zhoršovali plnenie tohto ukazovateľa.

Z hľadiska účasti na menovopolitických operáciách ECB sa dôvody domácich bánk zásadnejšie nezmenili, pretože peňažný trh naďalej zostáva primárnym, pokiaľ ide o obstarávanie prostriedkov. Jeho výhoda spočívala v oveľa nižších nákladoch, pretože navýšený prebytok likvidity z dvoch trojročných tendrov na úrovni eurozóny stláčal krátkodobé úrokové sadzby bližšie k úrovni jednoduchých sterilizačných operácií.

2.1. Postavenie domácich bánk vo vybraných segmentoch peňažného trhu

Predošlá časť článku mapovala aktivitu na agregátnej úrovni a v jednotlivých segmentoch peňažného trhu. Pre lepšie vysvetlenie a následné identifikovanie zaznamenaného správania je vhodnejšie zamerať sa na aktivitu jednotlivých účastníkov trhu.³ Stupeň koncentrácie špecifikujeme prostredníctvom aktivity piatich domácich bánk s najväčším podielom na agregovanej obchodnej aktivite v jednotlivých segmentoch trhu.

Stupeň koncentrácie celkovej obchodnej aktivity piatich najaktívnejších subjektov na peňažnom trhu mierne vzrástol na 68 %.

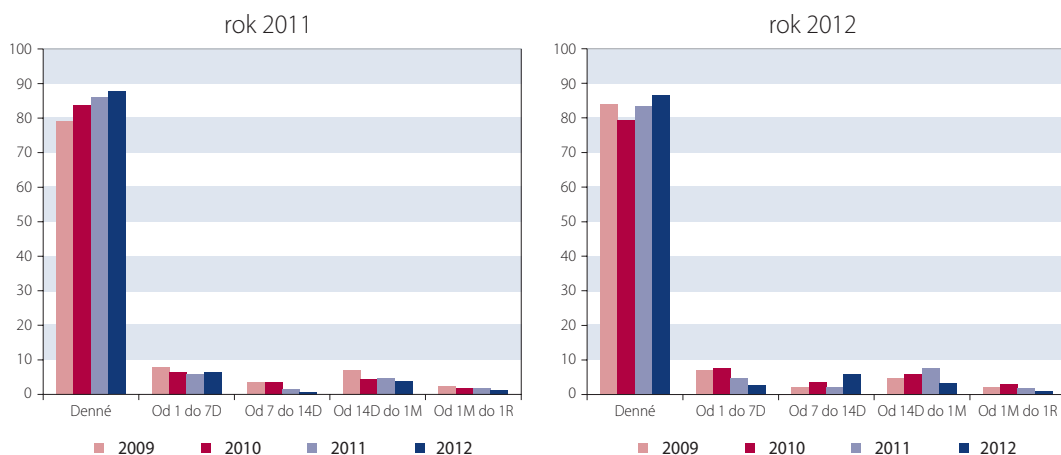
Stupeň koncentrácie sa v segmente depozitného trhu stabilizoval na 60 %, napriek tejto úrovni zostal segmentom s najnižšou mierou koncentrácie na peňažnom trhu. Druhým najvýznamnejším segmentom peňažného trhu bol menový swapový trh, na ktorom sa stupeň koncentrácie stabilizoval na 89 %. V prípade úrokového swapového trhu sa aktivita takmer plne skoncentrovala na päť subjektov. Obchody na zabezpečenom trhu opätovne zaznamenali najvyššiu mieru koncentrácie na peňažnom trhu. Naopak, o inštrument FRA v roku 2012 neprejavila záujem žiadna z domácich bánk.

Stupne koncentrácie vybraných častí peňažného trhu najlepšie ilustruje Lorenzova krivka, pomocou ktorej sa zistí rovnomernosť, resp. ne-

3 Pri podrobnom zisťovaní aktivity jednotlivých účastníkov peňažného trhu sme vychádzali zo štatistických údajov podľa upraveného štatistického denného výkazu V (NBS) 14-98, ktorý obsahuje obchodovanie domácich bánk na peňažnom trhu eurozóny voči domácim (rezidentom) a zahraničným (nerezidentom) subjektom.



Graf 6 Štruktúra depozitných a swapových obchodov podľa dĺžok splatností (v %)



Zdroj: NBS.

4 Euro Money Market Survey slúži každý druhý rok ako základ na vypracovanie materiálu Euro Money Market Study. Sú v ňom obsiahnuté údaje doplnené o komentáre vysvetľujúce zaznamenané udalosti na peňažnom trhu eurozóny. Na zostavovaní oboch materiálov sa podieľajú aj dve domáce banky (ČSOB, VÚB).

5 Hodnoty uvedené v jednotlivých grafoch v časti 3 sú indexmi, a preto východiskom pri porovnávaní vývoja za príslušné roky sú hodnoty z roku 2002.

rovnomernosť rozdelenia aktivity domácich subjektov na peňažnom trhu.

Zo sklonu skonštruovaných Lorenzových kriviek je vidieť rozdielny stupeň koncentrácie vybraných nástrojov peňažného trhu. Dokonale rovnomerné rozdelenie aktivity predstavuje čierna krivka v grafe 7 a voči nej sa porovnáva zistená skutočnosť. Vo všeobecnosti platí, že čím je sklon krivky bližší k osi y, tým vyššia je koncentrácia v danom segmente. V sledovanom období však oproti roku 2011 nenastali podstatnejšie zmeny v rovnomernosti, resp. nerovnomernosti rozdelenia aktivity domácich bánk na peňažnom trhu. Do grafickej analýzy nie je zahrnutý zabezpečený trh z dôvodu jeho extrémnej 100% koncentrácie a instrument FRA kvôli tomu, že žiadna domáca banka neprejavila záujem o tento nástroj.

3. OBCHODOVANIE BÁNK EUROZÓNY V RÁMCI JEJ PEŇAŽNÉHO TRHU

Postupy domácich bankových subjektov mohli byť do určitej miery ovplyvnené obchodnou akti-

vitou na agregátnej nadnárodnej úrovni. Na posúdenie sme použili pravidelne ročne zostavovaný prieskum *Euro Money Market Survey*⁴, ktorý obsahuje súbor údajov o štruktúrovanej obchodnej aktivite na peňažnom trhu v eurozóne podľa vybraných kritérií, a *Euro Money Market Study*, ktorá sumarizuje komentáre významných účastníkov.

V uvedenej štúdii sa konštatuje, že v sledovanom období európska dlhová kríza výraznou mierou vplývala na obchodnú aktivitu na peňažnom trhu eurozóny, na ktorej sa však prejavili zároveň aj vplyvy mimoriadnych opatrení ECB. Počas finančnej krízy peňažný trh čelí vážnemu zlyhaniu, jeho hlavná úloha distribuovať a redistribuovať voľné krátkodobé prostriedky sa neplní, čo sa prejavilo v roztrieštení obchodnej aktivity do viacerých segmentov.

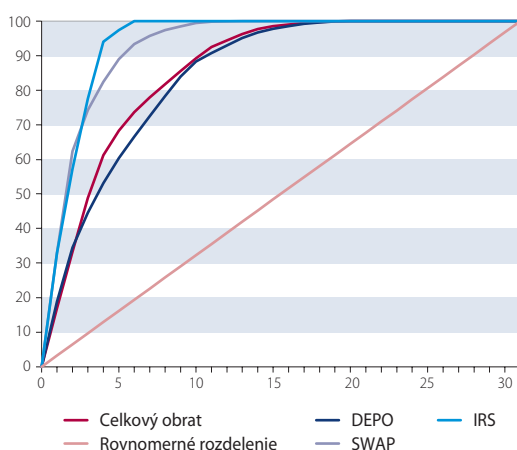
Súbor osobitných opatrení implementovaných koncom roku 2011 pomohol zredukovať segmentáciu na nezabezpečenom trhu. Pokles volatility najkratších úrokových sadzieb súvisel nielen s ukončením výkonu dolaďovacích tendrov na konci udržiavacích období, ale najmä s navýšeným prebytkom likvidity z dvoch trojročných tendrov. Podobne sa aj na zabezpečenom trhu zaznamenal pokles úrokových sadzieb pri repo obchodoch.

Po výraznom zvýšení celkového zobchodovaného obratu v roku 2011 z dôvodu nízkeho prebytku likvidity v eurozóne poklesol celkový obrat na peňažnom trhu v medziročnom porovnaní o 14 %, a to pod úroveň roku 2010. Nižšiu obchodnú aktivitu možno pripísať európskej dlhovej kríze, z toho vyplývajúcemu zlyhaniu fungovania medzibankového trhu a vyššiemu pretrvávajúcemu prebytku likvidity ako dôsledku dvoch mimoriadnych trojročných tendrov.

Najvýraznejšia zmena v zobchodovanom obrať v rámci nástrojov peňažného trhu sa zaznamenala na trhu OIS pri jeho poklese o 50 %, po ňom v poklese o 36 % nasledoval nezabezpečený trh.

Výrazné zníženie obchodov na OIS trhu (podiel 6 % na celkovej aktivite na peňažnom trhu) súviselo s vyšším prebytkom likvidity, ktorý stláčal úrokové sadzby na nižšie úrovne a zároveň spo-

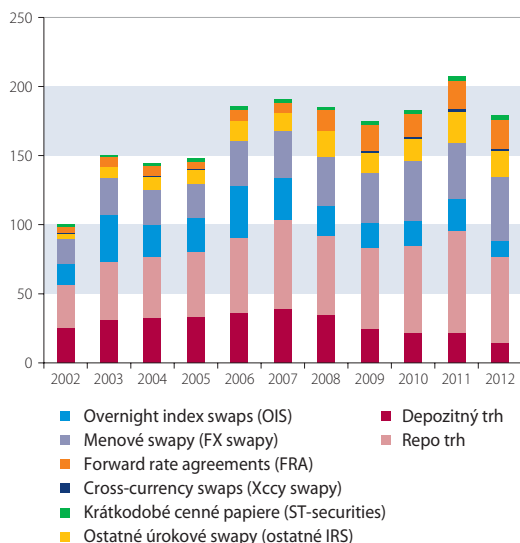
Graf 7 Koncentrácia vybraných segmentov peňažného trhu podľa Lorenzovej krivky (stupeň koncentrácie v %)



Zdroj: NBS.



Graf 8 Prehľad priemerného denného obratu na peňažnom trhu eurozóny⁵



Zdroj: Euro Money Market Survey 2012.

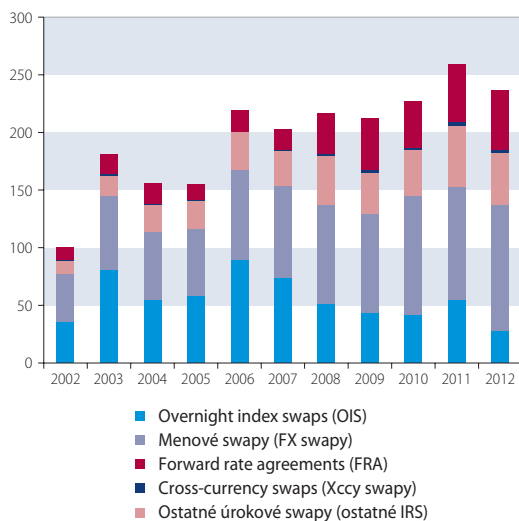
soboval nižšiu volatilitu najkratších úrokových sadziieb (najmä sadzby EONIA). Obe skutočnosti výrazne zredukovali potrebu bánk zabezpečiť sa voči úrokovému riziku, čoho dôsledkom bol pokles dopytu po tomto inštrumente. Nastala zmena štruktúry uskutočnených OIS transakcií, keď z dôvodu zabezpečenia sa voči prípadnému úrokovému riziku vyplývajúcejmu z predčasného splatenia trojročných zdrojov stúpol podiel OIS obchodov so splatnosťami nad jeden rok.

Obchodná aktivita sa navýšila na menovom swapovom trhu o 12%, keďže banky preferovali transakcie s väčšou bezpečnosťou a tak tento segment získaval na význame. Jeho podiel na celkovej obchodnej aktivite na peňažnom trhu mierne vzrástol na 26 %. Zlepšená nálada na globálnom finančnom trhu prispela k opätovnému návratu do eurových pozícií priaznivejšími trhovými cenami, nárastom rizikových prémie pri dlhších splatnostiach a emitovaním cenných papierov v iných menách než euro.

Obchody klesli aj na nezabezpečenom trhu, čo možno vysvetliť pokračujúcim presunom účastníkov trhu smerom k realizácii transakcií na zabezpečenom trhu a tiež skracovaním dĺžok splatností uskutočnených transakcií z dôvodu väčšej averzie voči kreditnému riziku, vyššiemu prebytku likvidity, zníženému dopytu po zdrojoch na medzibankovom trhu a prísnejším regulačným opatreniam. Uskutočnené trojročné tendre podstatne navýšili sprostredkovateľskú úlohu ECB na medzibankovom trhu, ktorá sa negatívne prejavila na zintenzívnenom vytlačení trhovských subjektov z nezabezpečeného trhu. Jeho podiel na celkovej obchodnej aktivite na peňažnom trhu klesol na 8 %. V nasledujúcom období sa očakáva, že význam peňažného trhu bude naďalej klesať kvôli novým likviditným reguláciám.

Najväčším na peňažnom trhu zostal zabezpečený trh (podiel 35%), hoci zobchodovaný obrat

Graf 9 Priemerný denný obrat na OTC derivátovom trhu⁵



Zdroj: Euro Money Market Survey 2012.

na ňom poklesol o 15 %. Táto zmena súvisela s pretrvávajúcou vyššou úrovňou rizikovosti pri predaji zdrojov, ktorá viedla k prijatiu prísnejších podmienok v oblasti akceptovaného kolaterálu a protistrán. Ďalším dôvodom bolo naplnenie likviditnej potreby viacerých bánk na rok 2012 účasťou v trojročných tendroch ECB a pokles aktivity v O/N repo obchodoch o 26 %, čo zodpovedá približne podielu 18 % z celkového obratu na zabezpečenom trhu. V rámci štruktúry repo obchodov sa ďalej navýšili bilaterálne transakcie vyrovnané prostredníctvom centrálnych protistrán (CCP) na 55 % z celkových transakcií na zabezpečenom trhu. V absolútnom vyjadrení však transakcie s CCP klesli, pretože si zníženie ratingu krajín, resp. emitentov a vzrast výnosov, resp. rozšírenie spreadov periférnych dlhopisov vyžiadali sprísnenie požiadaviek na kolaterál (*margin calls*).

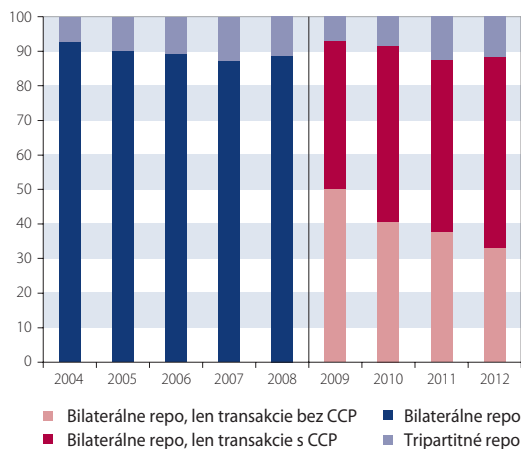
Stupňujúce sa obavy trhu z kreditného rizika indikovala kombinácia pokračujúceho poklesu nezabezpečeného trhu pri súčasnom zvýšení významu transakcií vyrovnaných prostredníctvom CCP na zabezpečenom trhu.

Obchodná aktivita na sekundárnom trhu krátkodobých cenných papierov klesla o 9%, pričom v prípade cenných papierov emitovaných úverovými inštitúciami vzrástla o 12 %. Podiel krátkodobých vládnych cenných papierov sa znížil na 46 % (56 % v roku 2011). Napriek poklesu si táto časť trhu udržala atraktivitu – vzhľadom na možnosť prefinancovať rozpočtové potreby v krátkodobom až mierne strednodobom horizonte a na prísnejšie rozpočtové politiky. V rámci celkovej geografickej štruktúry protistrán mali najväčší podiel protistrany pôsobiace v eurozóne (49%), po nich nasledovali národné (lokálne) protistrany s podielom 35 %.

V rámci štruktúry dĺžok splatností obchodná aktivita na nezabezpečenom trhu sa naďalej koncentruje v O/N segmente s podielom viac ako 70%, pričom aktivita mimo jedného mesiaca je veľmi

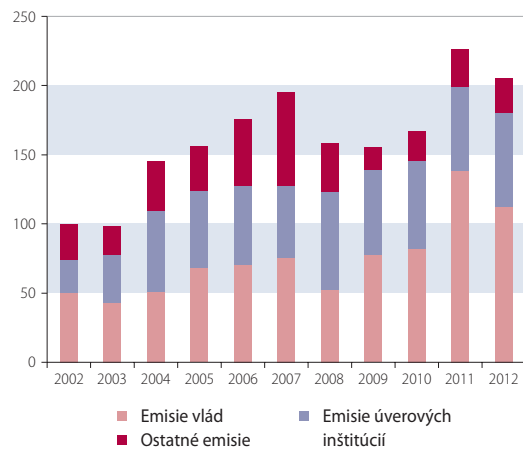


Graf 10 Štruktúra zabezpečeného trhu (v %)



Zdroj: Euro Money Market Survey 2012.

Graf 11 Priemerný denný obrat na trhu krátkodobých cenných papierov⁵



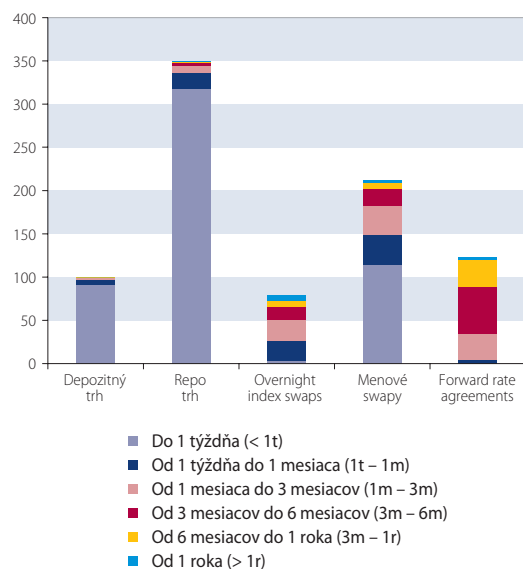
Zdroj: Euro Money Market Survey 2012.

obmedzená (len 2 % z celkovej aktivity). Na zabezpečenom trhu sa zaznamenal pokles aktivity v O/N repo obchodoch o 26 %. Nižšia obchodná aktivita pri najkratších dĺžkach splatností bola spôsobená ich cenou, tá bola nižšia alebo na úrovni úrokovej sadzby jednoduchových sterilizačných operácií ECB. Vyššia cena zabezpečených transakcií voči úrovni jednoduchových sterilizačných operácií zatriktívila dĺžky splatností nad T/N až jeden mesiac, ktoré mierne zvýšili svoj podiel v štruktúre splatností na 79 %. Vo všeobecnosti platilo, že nižšie úrokové sadzby sa uplatňovali v prípade zabezpečenia obchodu kolaterálom s najvyššou kvalitou (príme kolaterál).

Z hľadiska geografickej štruktúry protistrán sa zaznamenala preferencia obchodovať s domácimi (lokálnymi) protistranami. V prípade nezabezpečeného trhu výrazne stúpol podiel domácich protistrán na 43 %, na zabezpečenom trhu miernejšie, na 31 %. Tento prístup odráža zvýšený stupeň zlyhávania peňažného trhu a jeho roztrieštenosť ako dôsledok európskej dlhovej krízy. V dôsledku zatvárania kreditných liniek od subjektov z jadrových krajín obchodovali periférne banky s domácimi (lokálnymi) protistranami. Na zabezpečenom trhu sa od začiatku krízy zaznamenal ústup od používania domáceho kolaterálu, čiastočne kvôli európskej dlhovej kríze, pretože banky sú menej ochotné prijímať kolaterál emitovaný v krajine protistrany so zvýšeným vládny a kreditným rizikom. Na derivátovom trhu došlo k postupnému nahrádzaniu transakcií zrealizovaných protistranami pôsobiacimi v eurozóne transakciami so subjektmi mimo eurozóny alebo domácimi (lokálnymi) subjektmi.

Napriek pretrvávajúcemu napätiu na globálnom finančnom trhu a roztrieštenosti na peňažnom trhu eurozóny sa neprejavili jednoznačné zmeny v stupni koncentrácie jednotlivých častí peňažného trhu. Nezabezpečený trh zostal najmenej koncentrovaným segmentom (20 najväčších bánk reprezentuje podiel 68 % na danom segmente), aj keď od začiatku finančnej krízy jeho

Graf 12 Štruktúra obchodov podľa dĺžok splatností na peňažnom trhu eurozóny v roku 2012 (index – depozitný trh)



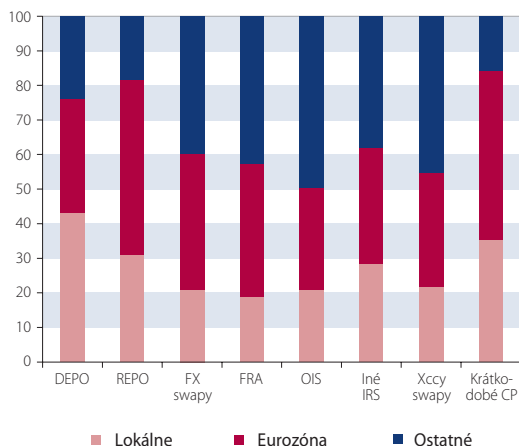
Zdroj: Euro Money Market Survey 2012.

stupeň koncentrácie výraznejšie vzrástol. V oveľa väčšej miere tu pokračuje nárast koncentrácie na strane ponuky zdrojov, t. j. menej protistrán bolo z dôvodu averzie voči kreditnému riziku ochotných požičať voľné prostriedky ostatným subjektom. Ďalšími koncentrovanými segmentmi sú zabezpečený trh (20 najväčších bánk reprezentuje 81 %) a menový swapový trh (20 najväčších bánk reprezentuje 83 %).

Stupeň koncentrácie na derivátovom trhu pretrval na veľmi vysokých úrovniach, keď OIS (20 najväčších bánk reprezentuje 93 %) a IRS (20 najväčších bánk reprezentuje 94 %) sa zvýšili z dôvodu nižšej aktivity v roku 2012 a tým aj menšieho počtu aktívnych účastníkov v tomto segmente. Podobne sa zvýšil aj stupeň koncentrácie na cross-currency swapovom trhu, stal sa najkoncen-



Graf 13 Štruktúra protistrán vo vybraných segmentoch peňažného trhu v roku 2012 (v %)



Zdroj: Euro Money Market Survey 2012.

trovanejším segmentom v roku 2012 (20 najväčších bánk reprezentuje 96 % daného parciálneho trhu). Stupeň koncentrácie mierne klesol na FRA trhu (20 najväčších bánk, 94 %) a na sekundárnom trhu krátkodobých cenných papierov (20 najväčších bánk, 91 %). Stupeň koncentrácie obchodnej aktivity opäť ilustruje Lorenzova krivka.

3.1. Porovnanie aktivity bánk eurozóny s aktivitou domácich bánk

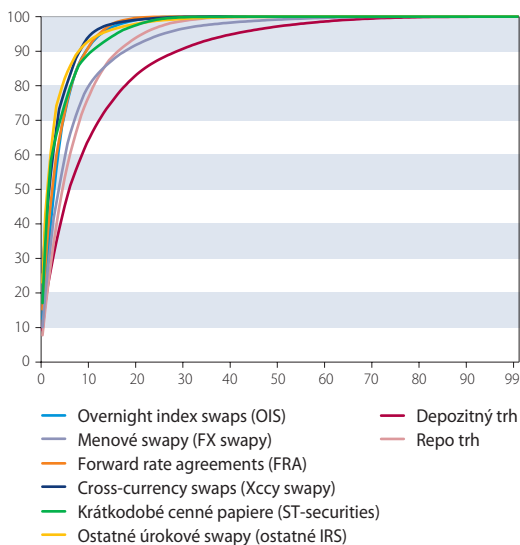
Na základe dostupných údajov možno konštatovať, že ani počas štvrtého roku od vstupu do eurozóny nedošlo ku konvergencii v štruktúre obchodných aktivít domácich bánk k európskym. Napriek tomu sa obchodné správanie domácich bánk čiastočne priblížilo k agregátnej úrovni.

V prípade štruktúry nástrojov zobchodovaných na peňažnom trhu pretrvávali rozdiely, najmä pokiaľ ide o zabezpečený trh, ktorý získava na význame počas krízy z dôvodu presunu obchodnej aktivity na nástroje s minimálnym kreditným rizikom. Domáce banky naopak naďalej preferujú obchody na nezabezpečenom trhu, pričom repo obchody využívajú len zriedka, keďže obchodná aktivita sa zúžila na subjekty v rámci vlastnej bankovej skupiny alebo na rezidentské protistrany. Od domácich subjektov sa tak nepožaduje, aby minimalizovali kreditné riziko kolateralizáciou obchodov. Ďalším dôvodom sú aj vyššie domáce náklady spojené s prípadnou kolateralizáciou, vyplývajúce z poplatkovej politiky domácich inštitúcií, a to burzy a centrálného depozitára cenných papierov.

Spoločnou črtou v správaní bánk eurozóny a domácich bánk je pokles obchodnej aktivity na depozitnom trhu a súčasne čiastočný presun na menové swapy, ktorých využívanie vzrástlo v dôsledku preferencie minimalizovať kreditné riziko iným spôsobom ako transakciami na repo trhu.

Navyše je popri momentálnych preferenciách pri využívaní jednotlivých nástrojov peňažného trhu obchodná aktivita domácich bánk ovplyvnená ich veľkosťou, postavením na medzibankovom trhu a najmä tým, že pôsobia ako dcéry zahranič-

Graf 14 Koncentrácia obchodnej aktivity vyjadrená pomocou Lorenzovej krivky v roku 2012



Zdroj: Euro Money Market Survey 2012.

ných bankových skupín. Dochádza tak ku koncentrácii obchodov na vlastnú bankovú skupinu a tým aj k redistribúcii zdrojov v rámci nej.

ZÁVER

Vychádzajúc zo zistených skutočností môžeme konštatovať, že prebytok likvidity z trojročných tendrov negatívne vplýval na obchodnú aktivitu na agregátnej úrovni peňažného trhu a väčšina nástrojov peňažného trhu tak zaznamenala pokles. Tento pokles sa najvýraznejšie prejavil v segmentoch úrokové swapové obchody OIS a obchody na nezabezpečenom trhu. V prípade OIS ich využívanie limitovala zredukovaná potreba bánk zabezpečiť sa voči úrokovému riziku z dôvodu nižšej úrovni úrokových sadzieb a ich nižšej volatility. Pokles nezabezpečeného trhu súvisí so snahou bánk eurozóny nahradiť aktivitu inými formami obchodov, a to najčastejšie repo trhom (najväčší segment) alebo čiastočne menovým swapom. Pod vplyvom rizikovej averzie a nedôvery medzi bankami eurozóny pokračovala aktivita na peňažnom trhu v koncentrácii v najkratších dĺžkach, roztrieštení do viacerých fragmentov a v jej uzatváraní sa na domáce protistrany.

Výrazný prebytok likvidity sa prejavil stlačením cien nezabezpečených depozít na najnižšie úrovne od vzniku eurozóny, pričom v porovnaní s predchádzajúcim rokom celá úroková krivka klesla viditeľne pod úroveň úrokovej sadzby hlavných refinančných operácií ECB. Okrem prebytku likvidity správanie bánk eurozóny ovplyvňovala nálada na medzibankovom trhu odrážajúca situáciu v periférnych krajinách, a to zhoršenie finančnej situácie viacerých španielskych bánk, grécke parlamentné voľby, ale aj problémy v menších ekonomikách (Cyprus a Slovinsko). K viditeľnému upokojeniu situácie na medzibankovom trhu prispeli komentáre prezidenta ECB o dôraznej ochrane eura vrátane zavedenia nového progra-



mu OMT. Neistým však zostával výhľad ekonomickeho rastu členských krajín eurozóny.

Prebytok likvidity na úrovni eurozóny vplýval aj na domáce banky. Tie naďalej primárne financovali svoje likviditné potreby obchodmi na peňažnom trhu, najmä v rámci vlastných bankových skupín. Podiel transakcií s nerezidentmi najmä z vlastnej skupiny tak dosiahol najvyššiu úroveň od vstupu do eurozóny. Okruh protistrán okrem vlastnej bankovej skupiny tvorili domáce banky, ktoré sa však na celkovom obchodovaní podieľali len okrajovo. Napriek tomu, že aktivita druhý rok po sebe dosiahla najvyššiu úroveň od vstupu SR do eurozóny, nedosahuje hodnoty zaznamenané v období korunového peňažného trhu. Jej nárast spôsobili len menové swapy, pretože využívanie ostatných nástrojov medzioročne kleslo.

V rámci účasti na menovopolitických operáciách domáce banky preferovali trojročné zdro-

je. Atraktivnosť spočívala v ich dĺžke, keďže nimi mohli pokryť likviditné potreby na veľmi dlhé obdobie. Na dolárových tendroch sa nezúčastnili, keďže zahraničné meny netvorili významnejšiu časť bilancie domácich bánk.

Predpokladáme, že na situáciu na peňažnom trhu eurozóny bude vplývať výška prebytku likvidity, konkrétne v akej miere sa jeho redukcia prostredníctvom predčasných splátok trojročných zdrojov odrazí na konsolidácii bankového sektora. Po znížení prebytku likvidity by sa aktivita na medzibankovom trhu mohla zvýšiť, pričom by mal pokračovať jej presun k zabezpečeným obchodom. Kľúčovým bude postoj ECB, pokiaľ ide o nastavenie menovej politiky, ale aj postoj vlád ku konsolidácii verejných financií (najmä v periférnych krajinách). Nemenej významná bude ekonomická situácia, výhľad hospodárskeho rastu väčšieho počtu krajín, nielen Nemecka, a situácia v periférnych krajinách.

Majetkové rozdiely sú najmenšie na Slovensku

Európska centrálna banka nedávno zverejnila výsledky prieskumu finančnej situácie a spotreby domácností Eurosystému (Household Finance and Consumption Survey – HFCS), na ktorom sa zúčastnila aj Národná banka Slovenska. Tento krátky príspevok poukazuje na najzaujímavejšie výsledky týkajúce sa slovenských domácností.

Až 90 % domácností na Slovensku vlastní nehnuteľnosť, v ktorej býva, zatiaľ čo v eurozóne je to iba 60 %. Pritom hypotéku má iba necelých 10 % slovenských domácností, kým v eurozóne je to takmer štvrtina domácností. Zrejme je to spôsobené tým, že po páde komunizmu dostalo u nás veľa domácností možnosť odkúpiť si svoje hlavné bývanie do osobného vlastníctva za pomerne nízku cenu. Hypotéku na bývanie preto majú v súčasnosti prevažne mladé rodiny. Všeobecne však možno povedať, že slovenské domácnosti sa nerady zadlžujú. Platí to aj v prípade nehypotekárnych úverov (ako napríklad nedoplatok na

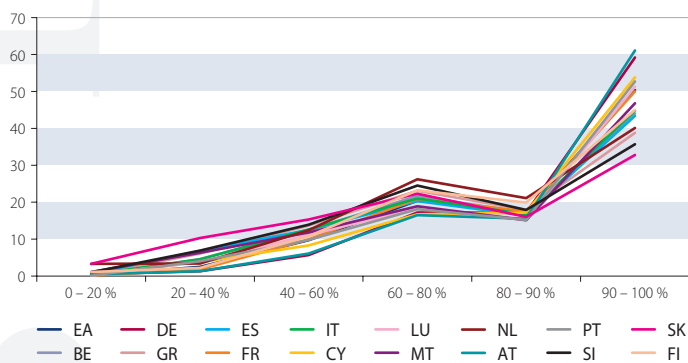
kreditnej karte, debetný zostatok na účte alebo spotrebný úver), ktoré má na Slovensku iba necelá pätina domácností, kým v eurozóne má takýto typ úveru takmer 30 % domácností. Celkovo to teda vychádza tak, že slovenské domácnosti sú v eurozóne najmenej zadlžené. Na Slovensku je totiž zadlžená iba štvrtina domácností (s mediánovou hodnotou celkového dlhu 3 200 € na zadlženú domácnosť), kým v eurozóne je zadlžených až 44 % domácností (s mediánom celkového dlhu 21 500 € na zadlženú domácnosť).

Čo sa týka čistého bohatstva (t. j. celkových aktív očistených od celkových pasív), slovenské domácnosti patria v eurozóne medzi tie najchudobnejšie – medián čistého bohatstva domácností na Slovensku je 61 200 €, v eurozóne 109 200 €. Bohatstvo je však u nás rozdelené najrovnomernejšie (pozri graf). Zatiaľ čo 10 % najbohatších domácností v eurozóne vlastní vyše polovice celkového čistého bohatstva všetkých domácností a 20 % najchudobnejších domácností nevlastní takmer vôbec nič (0,2 %), na Slovensku vlastní najbohatšie domácnosti necelú tretinu celkového bohatstva a najchudobnejšie aspoň 3 %. Podobne to vychádza aj s príjmom, ktorý je tiež u nás najnižší v eurozóne, no najrovnomernejšie rozdelený.

Podrobnejšie informácie o výsledkoch prieskumu HFCS nájdete v analytickom komentári NBS č. 2 z 9. apríla 2013, dostupnom na www.nbs.sk/_img/Documents/_komentare/AnalytickeKomentare/2013/AK02_k_HFCS.pdf, alebo v správe ECB dostupnej na www.ecb.int/home/html/researcher_hfcn.en.html.

(Tibor Zavadil, Národná banka Slovenska)

Rozdelenie čistého bohatstva domácností v krajinách eurozóny (v %)



Zdroj: Eurosystem Household Finance and Consumption Survey (2013).

Poznámka: Os x zoskupuje domácnosti do 6 skupín podľa ich čistého bohatstva, od spodných 20 % najchudobnejších po vrchných 10 % najbohatších. Os y ukazuje, aký podiel z celkového bohatstva vlastní daná skupina domácností. Napríklad spodných 20 % domácností na Slovensku vlastní 3 % z celkového čistého bohatstva a vrchných 10 % domácností vlastní 33 %.



Hotovostný peňažný obeh v SR

Ing. Anna Lukáčová, Ing. Milada Vlnková, Ing. Dušan Rojek
Národná banka Slovenska

Cieľom článku je oboznámiť čitateľov so základnými charakteristikami hotovostného peňažného obehu v Slovenskej republike a poukázať na fakt, že štyri roky po zavedení eura v SR sa hodnota obehu eurobankoviek výrazne priblížila k hodnote nášho podielu na obežive eurozóny. Zaujímavá je tiež skutočnosť, že aj napriek výraznému rastu bezhotovostných platieb hodnota obehu stále rastie. Článok podáva aj krátku informáciu o falzifikátoch.

VÝVOJ KUMULOVANEJ ČISTEJ EMISIE

V roku 2012, vo štvrtom roku po zavedení eura na Slovensku, sa začínajú v hotovostnom peňažnom obehu prejavovať prvky stabilizácie, o čom svedčí aj spomalenie medziročného rastu čistej emisie o 12,7 % (30,8 % v r. 2010 a 21,6 % v r. 2011). Celková hodnota kumulovanej čistej emisie¹ (ďalej len emisia) k 31. decembru 2012 dosiahla takmer 8,3 mld. € (tab. 1), hodnota emisie eurobankoviek dosiahla hodnotu 8,16 mld. €.

Hodnota položky „obeživo“, zodpovedajúca podielu NBS na eurobankovkách vydaných Eurosystémom, k 31. decembru 2012 predstavovala 8,3 mld. €.² Zaujímavá je skutočnosť, že kým v roku 2011 bol ešte rozdiel medzi emisiou eurobankoviek v SR a položkou „obeživo“ viac ako 1 mld. €, v roku 2012 bol rozdiel medzi týmito položkami už len 140 mil. €. Emisia eurobankoviek sa v roku 2012 výrazne priblížila k „rozpočítanému obeživu“, t. j. podielu NBS na hodnote obeživa eurozóny.

Vývoj dennej emisie v roku 2012 bol v porovnaní s predchádzajúcimi rokmi takmer rovnaký (s výnimkou obdobia duálneho obehu), s ročným posunom hodnoty o 1 až 1,5 mld. € (graf 1). Maximálna hodnota emisie v roku 2012 bola už tradične zaznamenaná v predvianočnom období 21. decembra (8,5 mld. €) a v porovnaní s maximálnou hodnotou v období platnosti korunovej meny (162 mld. Sk dňa 21. decembra 2007) bola po prepočítaní výmenným kurzom vyššia o takmer 60 %. Vyššia hodnota emisie je aj dôsledkom skutočnosti, že kým pred zavedením eura bolo euro cudzou menou a objavovalo sa vo výmenách peňazí, od roku 2009 je už našou menou, a tak sa hodnota emisie o túto hodnotu zvyšuje.

Kým pri hodnote emisie takmer celú emisiu predstavovali eurobankovky (98,4%), pri množstve emitovaných eurových peňazí bol pomer opačný, eurobankovky predstavovali len 21 % z celkového počtu a zvyšok (79 %) tvorili euromince (vrátane zberateľských euromincí).

Štruktúru emisie k 31. 12. 2012 tvorilo takmer 125 mil. kusov eurobankoviek, viac ako 470 mil. kusov obehových euromincí a približne 248 tis. kusov zberateľských euromincí (tab. 1). Najviac emitovanou eurobankovkou bola 50-eurová bankovka, ktorej podiel predstavoval takmer 30 % z emitovaných eurobankoviek. Viac ako 87 % emisie eurobankoviek z hľadiska množstva tvoria bankovky, ktorými sa plnia bankomaty (v no-

minálnych hodnotách 10 €, 20 €, 50 € a 100 €). Najviac emitovanými euromincami, tak v celej eurozóne³, ako aj u nás boli euromince najnižších nominálnych hodnôt (0,01 €, 0,02 €). Ich spoločný podiel na celkovom množstve emitovaných euromincí tvoril viac ako polovicu (54 %), kým z hľadiska hodnoty nebol až taký významný (3 %).

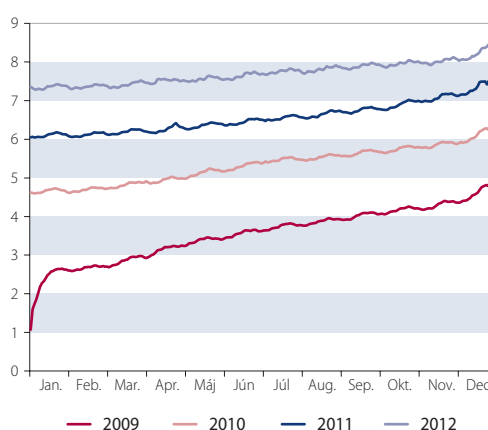
Na základe doterajšieho vývoja emisie možno konštatovať, že zatiaľ ani v jednej nominálnej hodnote eurobankoviek, resp. euromincí, neznamenala NBS dlhodobjší trend tzv. príjmovej krajiny⁴, i keď 200-eurová bankovka má od druhého polroka 2010 stále negatívnu čistú mesačnú emisiu.⁵

Priemerná hodnota peňažného znaku⁶, vypočítaná z emitovaných eurových peňazí vrátane zberateľských euromincí, predstavovala 14 €. Priemerná hodnota peňažného znaku eurobankoviek bola 67 € a euromincí 0,27 €.

V roku 2012 pripadlo v priemere na obyvateľa SR⁷ 21 eurobankoviek v hodnote približne 1 405 € a 81 euromincí v hodnote 21 €. Priemerná hodnota kumulovanej čistej emisie eurovej hotovosti na obyvateľa bola 1 427 €.

Najpočetnejšou eurobankovkou bola bankovka 50 € v počte takmer 6 kusov na obyvateľa. Z euromincí boli v obehu najviac zastúpené euromince dvoch najnižších nominálnych hodnôt (2 centy a 1 cent), v priemere 21 ks a 22 ks na jedného obyvateľa.

Graf 1 Vývoj dennej emisie eurovej hotovosti (v mld. EUR)



Zdroj: NBS.

- ¹ Po vstupe do eurozóny sa v obehu v SR vyskytujú aj eurobankovky a euromince emitované bankami iných krajín eurozóny, preto NBS nemá evidenciu o reálnej hodnote a množstve peňazí v obehu. NBS eviduje len eurobankovky a mince, ktoré sama vydala a prijala z obehu. Rozdiel medzi hodnotou (množstvom) vydaných eurobankoviek a euromincí do obehu a prijatých z obehu od 1. 1. 2009 k 31. 12. 2012 predstavuje kumulovanú čistú emisiu k 31. 12. 2012.
- ² Hodnota obeživa v celej eurozóne k 31. 12. 2012 bola 912,6 mld. €, náš podiel na tejto hodnote bol 0,9115 %, t. j. 8,3 mld. €.
- ³ V eurozóne sa ich dosiaľ emitovalo až 46 mld. ks a ich podiel na celkovom množstve emitovaných euromincí je vyšší ako 45 %.
- ⁴ Znamená to, že NBS zatiaľ vydala do obehu viac eurobankoviek, resp. euromincí každej nominálnej hodnoty, ako ich prijala z obehu.
- ⁵ Čistá mesačná emisie = množstvo vydaných eurobankoviek do obehu v danom mesiaci – množstvo prijatých eurobankoviek z obehu v danom mesiaci.
- ⁶ Priemerná hodnota peňažného znaku = hodnota kumulovanej čistej emisie / kumulovaná čistá emisie v kusoch. Všetky priemerné hodnoty sú počítané z priemernej emisie za rok 2012.
- ⁷ Počet obyvateľov SR k 30. 9. 2012 bol 5 408 148 (zdroj: ŠÚ SR).



Tab. 1 Štruktúra emisie eurobankoviek a euromincí

Nominálna hodnota	Kumulovaná čistá emisia				Podiel v %	
	Stav k 31. 12. 2012		Rozdiel oproti 31. 12. 2011		Stav k 31. 12. 2012	
	počet	hodnota	počet	hodnota	počet	hodnota
500 €	6 155 937	3 077 968 500,00	672 325	336 162 500,00	1,03	37,14
200 €	664 154	132 830 800,00	-165 156	-33 031 200,00	0,11	1,60
100 €	22 770 540	2 277 054 000,00	2 413 699	241 369 900,00	3,83	27,47
50 €	37 139 035	1 856 951 750,00	5 124 456	256 222 800,00	6,24	22,40
20 €	28 159 185	563 183 700,00	3 748 203	74 964 060,00	4,73	6,80
10 €	20 984 607	209 846 070,00	4 262 076	42 620 760,00	3,53	2,53
5 €	8 999 373	44 996 865,00	759 556	3 797 780,00	1,51	0,54
Bankovky spolu	124 872 831	8 162 831 685,00	16 815 159	922 106 600,00	20,98	98,48
2 €	34 517 147	69 034 294,00	3 690 440	7 380 880,00	5,80	0,83
1 €	21 633 769	21 633 769,00	160 716	160 716,00	3,63	0,26
50 centov	25 606 507	12 803 253,50	828 027	414 013,50	4,30	0,15
20 centov	33 836 849	6 767 369,80	712 883	142 576,60	5,68	0,08
10 centov	44 673 068	4 467 306,80	3 629 619	362 961,90	7,51	0,06
5 centov	55 923 628	2 796 181,40	5 658 896	282 944,80	9,40	0,03
2 centy	119 410 845	2 388 216,90	12 159 856	243 197,12	20,06	0,03
1 cent	134 473 288	1 344 732,88	23 369 179	233 691,79	22,60	0,02
Mince spolu	470 075 101	121 235 124,28	50 209 616	9 220 981,71	78,98	1,46
Zberateľské mince	248 452	4 752 290,00	61 416	1 161 830,00	0,04	0,06
Peniaze spolu	595 196 384	8 288 819 099,28	67 086 191	932 489 411,71	100,00	100,00

Zdroj: NBS.

SLOVENSKÉ KORUNY

Najvyššia dynamika sťahovania slovenských korún z obehu bola zaznamenaná v roku 2008. Z obehu stiahnutých viac ako 77,5 mld. Sk, čo predstavovalo takmer 50% z hodnoty obehu k 31. 12. 2007 (155,15 mld. Sk). V roku 2009 sa stiahlo ďalších 72,9 mld. Sk. V obehu tak ku koncu roka 2009 zostali už iba necelé 3% emitovaných slovenských korún. Dynamika ich sťahovania z obehu sa tak v ďalších rokoch výrazne spomalila. Za celý rok 2010 sa z obehu vrátilo už len približne 527 mil. Sk (najviac v januári, takmer 251 mil. Sk), v roku 2011

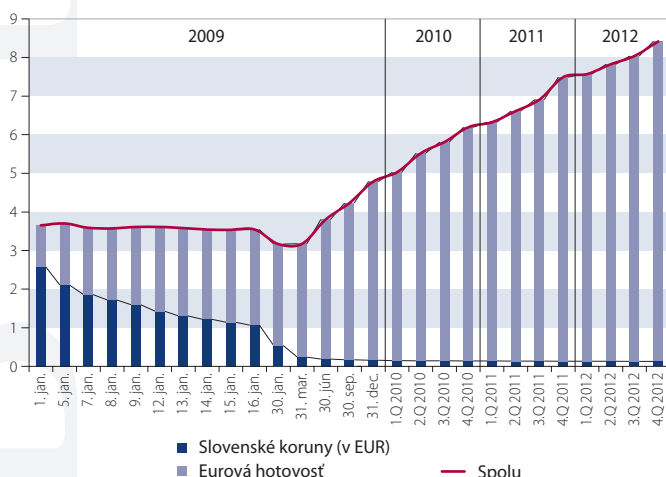
sa vrátilo ďalších 200 mil. Sk a v roku 2012 už len 141 mil. Sk.

K 31. decembru 2012 zostalo v obehu 19,4 mil. kusov korunových bankoviek (z toho najviac 20-korunových bankoviek – 10,2 mil. kusov) a približne 392,3 mil. kusov mincí (z toho najviac 50-halierových mincí – takmer 170 mil. kusov a 1 Sk mincí – viac ako 102,5 mil. kusov).

Hodnota zatiaľ nevrátených slovenských korún predstavuje približne 4 mld. Sk, zhruba 2,4 % z celkovej hodnoty emitovaných peňazí. Takmer 700 mil. Sk však predstavuje hodnota slovenských pamätných mincí, pri ktorých sa predpokladá nízka návratnosť.

Vývoj nahrádzania slovenských korún eurom od jeho zavedenia zobrazuje graf 2.

Graf 2 Vývoj eurovej hotovosti a sťahovania slovenských korún z obehu (v mld EUR)



Zdroj: NBS.

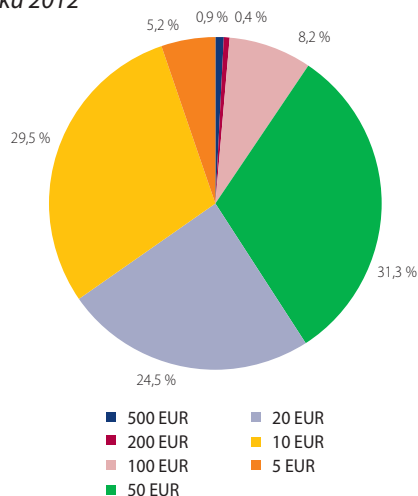
SPRACOVANIE EUROBANKoviek A EUROMINCÍ

Hotovostný peňažný obeh v SR bol v roku 2012, tak ako po iné roky plynulý, bez výkyvov. NBS plnila požiadavky bánk v požadovaných množstvách, štruktúre peňazí a v dohodnutých termínoch aj napriek skutočnosti, že v rámci racionalizácie riadenia peňažného obehu k 31. 12. 2011 bola ukončená činnosť štyroch najmenej vyťažených expozítúr Národnej banky Slovenska, čím sa znížil počet úschovných miest na šesť. Spracovateľská kapacita na spracovanie eurobankoviek a euromincí sa však neznížila.

V roku 2012 NBS vydala do obehu viac ako 348 mil. kusov eurobankoviek a z obehu prostredníctvom 16 bánk a čiastočne aj verejnosti prijala viac ako 331 mil. kusov eurobankoviek. Počas roka



Graf 3 Štruktúra spracovaných eurobankoviek v roku 2012



Zdroj: NBS.

spracovala viac ako 335 mil. kusov eurobankoviek v zmysle jednotných postupov stanovených ECB pre všetky národné banky eurozóny. Prijaté množstvo eurobankoviek bolo približne trikrát väčšie v porovnaní s priemerným množstvom emitovaných bankoviek. V praxi to znamená, že v priemere každé štyri mesiace sa skontrolujú všetky eurobankovky emitované NBS, čím sa zabezpečuje integrita a ochrana eurobankoviek v obehu, a tým aj dôvera verejnosti v eurobankovky. Spokojnosť s kvalitou eurobankoviek obiehajúcich na našom území potvrdil aj prieskum verejnej mienky, ktorý sa každoročne vykonáva v krajinách eurozóny. Najčastejšie spracovávanou bola 50-eurová eurobankovka (graf 3), ktorá je aj najčastejšie používanou eurobankovkou v obehu.

Pri spracovaní eurobankoviek sa vytriedilo ako neupotrebitelných takmer 48 mil. kusov. Priemerná miera ich vytriedenia bola 14 %. V porovnaní so štátmi eurozóny patríme ku krajinám s priemernou mierou vytriedenia eurobankoviek.

V roku 2012 bolo vydaných do obehu viac ako 316 mil. kusov euromincí a z obehu bolo prijatých viac ako 266 mil. kusov euromincí. Prijaté mince boli spracované na automatických mincových linkách, pričom sa skontrolovala ich pravosť a upotrebitelnosť. Vzhľadom na vyššiu životnosť euromincí sa pri spracovaní mincí vytriedilo ako neupotrebitelných len 175 tisíc euromincí. Z hľadiska štruktúry neboli medzi euromincami jednotlivých nominálnych hodnôt výrazné rozdiely. Pri spracúvaní euromincí NBS dvakrát ročne analyzuje na základe národných strán migráciu mincí. Možno konštatovať, že v obehu SR sa po eurominciach so slovenskou národnou stranou (60 %) v súčasnosti najviac vyskytujú euromince s nemeckou (11 %) a talianskou (10 %) národnou stranou.

Okrem NBS spracúvajú a opätovne vydávajú do obehu eurobankovky a euromince aj banky, resp. ďalší spracovatelia eurových peňazí, ktorým NBS udelila súhlas na túto činnosť a ktorých pravidelne kontroluje.

Tab. 2 Vývoj počtu zadržaných falzifikátov (v ks)

Rok	EUR	SKK	Ostatné	Spolu
2008	275	502	187	964
2009	2 903	297	267	3 467
2010	2 837	14	83	2 934
2011	7 888	15	64	7 967
2012	4 451	22	65	4 538

Zdroj: NBS.

FALZIFIKÁTY BANKovieK A MINCÍ ZADRŽANÉ NA ÚZEMÍ SR

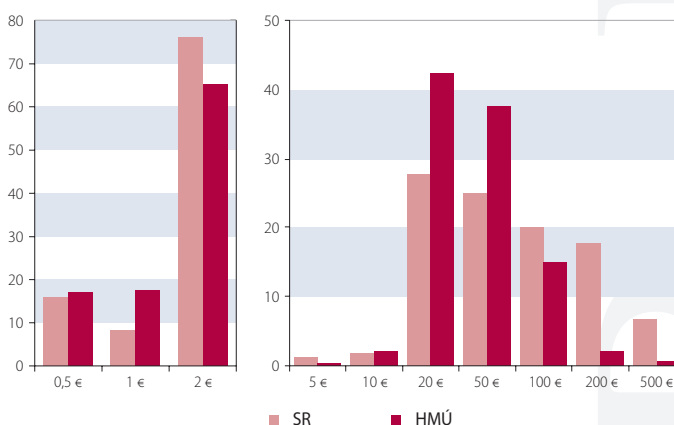
V roku 2012 bolo na území Slovenskej republiky zadržaných 4 538 falzifikátov bankoviek a mincí (tab. 2). V porovnaní s rokom 2011 ide o pokles o 43 %. Z celkového počtu zadržaných falzifikátov bolo 1 531 bankoviek a 3 007 mincí. Najvyšší podiel zo všetkých falzifikátov zadržaných v roku 2012 mali falzifikáty eurobankoviek a euromincí (99 %). Takmer polovica zo všetkých falzifikátov bola zadržaná v Bratislavskom kraji. Najmenej falzifikátov s podielom 1,4 % zadržali v Trenčianskom kraji.

Zhruba polovicu zo všetkých falzifikátov (48,4 %) v roku 2012 zadržali obchodné banky pôsobiace na slovenskom trhu, štvrtinu NBS, 15 % bezpečnostné služby, 10 % polícia a zvyšok iné subjekty.

V roku 2012 mierne stúpila kvalita vyhotovenia zadržaných falzifikátov, najmä falzifikátov eurobankoviek a euromincí. Počet zadržaných falzifikátov ani technická úroveň ich vyhotovenia však nepredstavovali vážnejšie riziko pre bezpečnosť a plynulosť hotovostného peňažného obehu v Slovenskej republike.

Falzifikáty eurových platidiel zadržaných v roku 2012 v Slovenskej republike predstavovali len 0,6 % z celkového počtu falzifikátov zadržaných v roku 2012 v eurozóne. Ich podiel na celkovom počte eurobankoviek a euromincí v peňažnom obehu SR je veľmi nízky a možno konštatovať, že pravdepodobnosť, že fyzické alebo právnické osoby prídu do styku s falošnou eurobankovkou alebo euromincou je veľmi malá.

Graf 4 Podiel jednotlivých nominálov zadržaných falzifikátov eurových bankoviek a mincí v Slovenskej republike a v eurozóne (v %)



Zdroj: NBS.



Predstavujeme novú 5-eurovú bankovku série Európa

Eurobankovky a euromince ako zákonné platidlo používa v hotovostnom peňažnom obeh už viac ako 330 miliónov obyvateľov v sedemnástich členských štátoch eurozóny vrátane Slovenska. Jednou z hlavných úloh Európskej centrálnej banky a národných centrálnych bánk eurozóny je riadiť hotovostný peňažný obeh, zabezpečiť primeranú kvalitu eurobankoviek v obehu a tak zabezpečiť integritu spoločnej európskej meny.

Z výsledkov prieskumov zisťovania kvality eurobankoviek v obehu vyplýva, že verejnosť je vo všeobecnosti spokojná s úrovňou kvality eurobankoviek. Najmenšia spokojnosť je však s kvalitou bankovky 5 €. Eurobankovky sa v hotovostnom peňažnom obehu používaním postupne opotrebovávajú a neupotrebitelné peniaze sa ničia a nahrádzajú novými.

Z dôvodu zvýšenia kvality eurobankoviek v obehu a vyššej ochrany eurobankoviek pred falšovaním ECB rozhodla o zavedení novej, v poradí druhej série eurobankoviek – série „Európa“. Názov tejto novej série – Európa – sa zvolil preto, že niektoré z jej ochranných prvkov (vodoznak a hologram) obsahujú portrét Európy, postavy z gréckej mytológie, po ktorej je pomenovaný aj náš kontinent.

V gréckej mytológii Európu, dcéru fenického kráľa, zviezol boh Zeus v podobe býka a uniesol ju na Krétu. Starovekí Gréci sa týmto príbehom

nechali inšpirovať a začali názov Európa používať ako zemepisný pojem.

Eurobankovky druhej série sa budú do hotovostného peňažného obeh zavádzať postupne v priebehu niekoľkých rokov vo vzostupnom poradí podľa nominálnych hodnôt. Druhá série eurobankoviek sa aj naďalej nesie v štýle „epoch a slohov“ eurobankoviek prvej série a má rovnaké dominantné farby. Nominálne hodnoty eurobankoviek druhej série zostávajú nezmenené. Vzhľadom na zdokonalenie ochranných prvkov došlo k miernym úpravám. Vďaka tomu sú ľahko rozpoznateľné od bankoviek prvej série.

S cieľom zachovať dôveru verejnosti v euro zabezpečí druhá série eurobankoviek so zdokonalenými ochrannými prvkami vyššiu kvalitu, dlhšiu životnosť a vyššiu bezpečnosť eurobankoviek v hotovostnom peňažnom obeh. Životnosť súčasnej prvej série bankovky 5 € – v priemere za SR i v rámci eurozóny – je jednou z najnižších spomedzi eurobankoviek ostatných nominálnych hodnôt, v SR niečo viac ako rok (13 mesiacov) a v priemere za eurozónu 16 mesiacov.

V januári 2013 predstavil prezident Európskej centrálnej banky pán Mario Draghi bankovku 5 € zo série Európa (obr. č. 1 a 2).

Národná banka Slovenska spolu s ostatnými centrálnymi bankami eurozóny emituje druhú sériu bankoviek 5 € dňa 2. mája 2013. NBS bude paralelne vydávať do hotovostného peňažného obeh prvú i druhú sériu bankoviek 5 € až do vyčerpania zásob prvej série bankoviek 5 €. Obidve série bankoviek 5 € zostanú i naďalej zákonným platidlom a v hotovostnom peňažnom obeh budú používané súbežne. Nie je potrebné, aby si občania vymieňali bankovky 5 € za bankovky druhej série v bankách. Stiahnutie z obeh prebehne plynule v rámci bežného hotovostného cyklu. Predpokladáme, že ku koncu roka 2013 bude na území SR už 70 % zo všetkých bankoviek 5 € v obehu predstavovať druhá série.

Termín ukončenia statusu zákonného platidla pre prvú sériu bankoviek 5 € oznámi ECB v dostatočnom časovom predstihu.

Eurobankovky druhej série obsahujú zdokonalené ochranné prvky, ktoré vychádzajú z najnovších poznatkov v oblasti ochrany platidiel a technológie výroby bankoviek. Nové ochranné prvky série Európa sa dajú na bankovkách ľahko identifikovať, zohľadňujú najnovší vývoj v oblasti technológií



Obrázok 1 Lícna strana bankovky



Obrázok 2 Rubová strana bankovky



Obrázok 3 Portrét Európy (vodoznak)



Obrázok 4 Portrét Európy (hologram)

reprodukcie obrazu a zabezpečujú odolnosť bankoviek proti falšovaniu aj do budúcnosti.

Ochranné prvky eurových bankoviek série Európa sa dajú jednoducho overiť „hmatom, pohľadom a naklonením“ a pre bežné overenie pravosti nie sú potrebné žiadne nástroje.

Významnou zmenou v ochranných prvkoch je portrét vo vodoznaku (obr. č. 3) a na holograme (obr. č. 4). Na celom svete sú portréty tradičným motívom bankoviek. Výskum ukazuje, že ľudia tváre rozpoznávajú intuitívne. V prípade novej série eurobankoviek bol portrét Európy zvolený pre jeho spojenosť s európskym kontinentom, pričom bankovky zároveň vďaka nemu získavajú „ľudský rozmer“. Tento konkrétny obraz Európy bol prevzatý z vázy starej viac ako 2 000 rokov, ktorá bola nájdená v južnom Taliansku a v súčasnosti je vystavená v parížskom múzeu Louvre.

Pri overovaní bankovky 5 € novej série hmatom overujeme viacero „hmatových“ vlastností eurobankovky.



Obrázok 7 Vystupujúce krátke linky



Obrázok 5



Obrázok 8 Hlavný obrazec



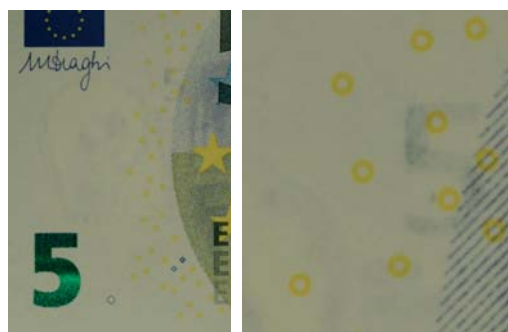
Obrázok 6



Obrázok 9 Veľké hodnotové číslo



Obrázok 10 Skratky názvu ECB



Obrázok 13 a 14 Vodoznak



Obrázok 11 Hĺbkotlač detail



Obrázok 15 a 16 Ochranný prúžok

Rovnako ako eurobankovky prvej série, aj eurobankovky druhej série budú vytlačené na bankovkovom papieri vyrobenom z bavlny, ktorý je pevný a pružný (obr. č. 5 a č. 6).

Hĺbkotlač (vystupujúca reliéfná tlač) – pri pravom okraji lícnej strany bankovky je možné nahmatať vystupujúce krátke linky (obr. č. 7). Hĺbkotlačou je vytlačený aj hlavný obrazec (obr. č. 8), veľké hodnotové číslo (obr. č. 9) a skratky názvu Európskej centrálnej banky (obr. č. 10 a 11).

Pri overovaní eurobankovky pohľadom sa najskôr pozrieme na eurobankovku v priehľade proti svetlu (obr. č. 12).

Vodoznak je súčasťou bankovkového papiera. Tvorí ho papier na vybraných miestach tenší alebo hrubší a „hra svetla a tieňa“ vytvára v priehľade proti svetlu plastický obraz portrétu. Tenšie časti sú svetlejšie, hrubšie sú tmavšie. Druhý vodoznak je vytvorený výrazným stenčením papiera v tvare nominálnej hodnoty bankovky (obr. č. 13 a 14).

Ochranný prúžok v priehľade proti svetlu vyzerá ako tmavá čiara (obr. č. 15). V prúžku je bielym mikropísmom uvedený znak € a hodnota bankovky (obr. č. 16).



Obrázok 17 Hologram



Obrázok 18 Overenie naklonením



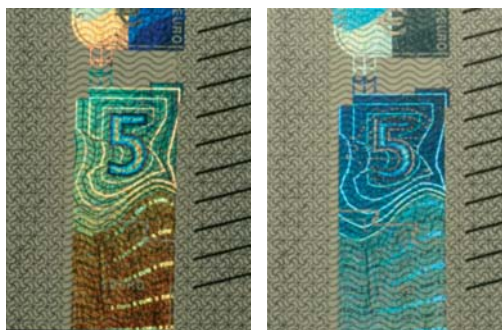
Obrázok 12



Obrázok 19 Overenie naklonením



Obrázok 20 Holografický prúžok



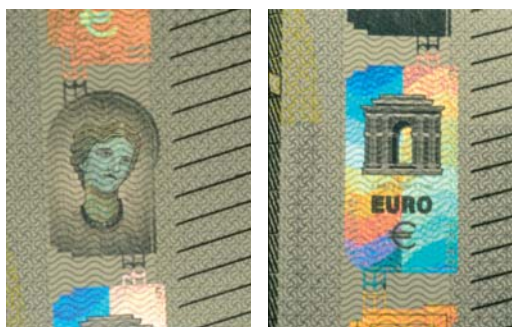
Obrázok 25 a) a 25 b)



Obrázok 21 a 22



Obrázok 26 a 27



Obrázok 23 a 24



Obrázok 28

V priehľade proti svetlu je možné v časti hologramu vidieť malé bodky, ktoré vytvárajú symbol € (obr. č. 17).

V pravej časti lícnej strany bankovky je umiestnený striebnistý holografický prúžok (obr. č. 20). Pri sklápaní (zmene uhla dopadu a odrazu svetla) vidíme nominálnu hodnotu (obr. č. 21), symbol eura (obr. č. 22), portrét Európy (obr. č. 23), bránu (obr. č. 24) a hodnotové číslo (obr. č. 25 a) a 25 b)).

Trblietavé hodnotové číslo v ľavom dolnom rohu lícnej strany bankovky vytvára svetelný efekt,

ktorý sa pohybuje nahor a nadol. Číslo zároveň mení farbu zo smaragdovozelenej na tmavomodrú (obr. č. 26, 27 a 28)

Ďalšie ochranné prvky na novej 5 eurovej bankovke je možné overiť iba s pomocou vhodných technických pomôcok – lupa, zdroj ultrafialového svetla či zdroj infračerveného svetla. Tieto ochranné prvky slúžia na overovanie pravosti bankoviek pokladníkom.

*Odbor riadenia peňažnej hotovosti NBS
Obrázky sú určené na vzdelávacie účely
a použité so súhlasom ECB.*



Odhad vplyvu fiškálnej konsolidácie na rast HDP v SR

RNDr. Monika Pécsyová

Inštitút finančnej politiky, Ministerstvo financií SR

Slovenská ekonomika zažíva ďalšiu významnú etapu fiškálnej konsolidácie vo svojej histórii. Na rozdiel od predchádzajúcich významných konsolidačných epizód v našej histórii sa však v súčasnosti nemôže „spolaťnúť“ na mäkký vankúš v podobe priaznivej situácie svetovej ekonomiky, integračný šprint či spustenie nových kapacít v automobilovom priemysle ako v rokoch 2003 až 2005 a 2011. Hlavným cieľom článku je odhadnúť veľkosť fiškálnych multiplikátorov na Slovensku s cieľom kvantifikovať vplyvy fiškálnych balíčkov v rokoch 2011 a 2013.

¹ Súbor faktorov ovplyvňujúcich veľkosť multiplikátorov nájdeme napr. v Beetsma, 2008.

Úvod

V 90-tych rokoch dominovalo z hľadiska priority skúmanie vplyvu menovej politiky na ekonomiku. Spustením finančnej krízy v roku 2009 sa však pozornosť ekonómov presunula na skúmanie fiškálnej politiky. Najprv bolo cieľom ekonómov navrhnúť opatrenia, ktoré by najrýchlejšie a v čo najväčšej miere dokázali naštartovať ekonomický rast. Narastajúca dlhodobá neudržateľnosť verejných dlhov krajín si však vyžiadala potrebu návrhov optimálnych konsolidačných balíčkov, ktoré čo najmenej poškodia rast ekonomík. Téma vplyvu fiškálnej politiky na rast HDP je v súčasnosti ostro sledovaná a diskutovaná aj na Slovensku. Slovenská ekonomika totiž zažíva ďalšiu významnú etapu fiškálnej konsolidácie vo svojej histórii.

Účinky fiškálnej politiky na rast HDP sú predmetom širokej škály literatúry, hneď na začiatku však treba zdôrazniť, že v tejto otázke neexistuje jednoznačný konsenzus. *Fiškálny multiplikátor* totiž závisí od veľkého počtu rôznych individuálnych faktorov a jeho odhady sú zvyčajne veľmi citlivé na výber ekonometrickej metódy. V rámci jednej krajiny tak empirická literatúra často ponúka nielen kvantitatívne, ale aj kvalitatívne odlišné výsledky. V prípade Slovenska je situácia navyše komplikovaná krátkosťou časových radov a početnými štrukturálnymi zmenami v ekonomike za ostatných dvadsať rokov.

Cieľom článku je pomocou štrukturálneho autoregresného modelu odhadnúť veľkosť fiškálnych multiplikátorov na Slovensku a na základe toho kvantifikovať veľkosť konsolidačných balíčkov v rokoch 2011 a 2013.

PREHĽAD LITERATÚRY

Fiškálny multiplikátor reprezentuje zmenu výstupu (Y), ktorú vyvolala exogénna zmena deficitu (D) (Spilimbergo, 2009). Zjednodušene tak hovorí, o koľko eur sa zvýši HDP, ak vláda zvýši výdavky o jedno euro. Ak je multiplikátor vyšší ako jedna, zvýšenie vládnych výdavkov o 1 euro zvýši HDP o viac ako 1 euro. V článku budeme pod pojmom multiplikátor rozumieť percentuálnu zmenu HDP vyvolanú zmenou deficitu na úrovni 1 % HDP.

Vzhľadom na časový horizont môžeme fiškálne multiplikátory presnejšie rozdeliť na:

- *okamžitý fiškálny multiplikátor* reflektujúci aktuálnu zmenu HDP v reakcii na zmenu fiškálnej politiky

$$\left(\equiv \frac{\Delta Y(t)}{\Delta D(t)} \right)$$

- *kumulatívny fiškálny multiplikátor* definovaný ako súčet zmien HDP v reakcii na zmenu D v určitom časovom horizonte

$$\left(\equiv \frac{\sum_{j=1}^N \Delta Y(t+j)}{\sum_{j=1}^N \Delta D(t+j)} \right)$$

Väčšina ekonómov sa zhodne v tom, že 10%-né zvýšenie ponuky peňazí sa v istom momente prejaví na zvýšení cenovej hladiny. Takýto široký konsenzus však v otázkach o vplyvoch fiškálnej politiky neexistuje. Naopak, v súčasnosti vieme toho o týchto vplyvoch stále prekvapivo málo. V porovnaní so štúdiami vplyvov menovej politiky sa stále podstatne menej prác zaoberá vplyvmi fiškálnej politiky na ekonomiku, a to v teoretickej aj empirickej debata. Fiškálny multiplikátor totiž závisí od veľkého počtu rôznych individuálnych faktorov a jeho odhady sú zvyčajne veľmi citlivé na výber ekonometrickej metódy.

Multiplikátory nie sú univerzálne a ich veľkosť determinujú viaceré faktory¹: *otvorenosť ekonomiky* (čím je otvorenosť väčšia, tým je výška multiplikátora nižšia), *rozvinutosť finančného sektora* (čím je finančný sektor rozvinutejší, tým je multiplikátor nižší), *veľkosť automatických stabilizátorov* (znižuje hodnotu multiplikátora, keďže znižuje volatilitu disponibilného príjmu v rámci hospodárskeho cyklu), *ekonomický cyklus* (ak sa ekonomika nachádza pod potenciálom, multiplikátory sa v prípade fiškálnej reštrikcie zvyšujú), *marginálny sklon k spotrebe* (vyššia miera úspor zvyšuje hodnotu multiplikátora v prípade konsolidácie), *možnosť synchronizácie fiškálnej politiky s monetárnou politikou* (expanzívna monetárna politika môže do určitej miery kompenzovať efekt fiškálnej reštrikcie prostredníctvom zmien úrokových sadzieb),



Tabuľka 1 Porovnanie multiplikátorov podľa veľkosti ekonomík

	Výdavkový multiplikátor	Príjmový multiplikátor
Veľké krajiny	1 – 1,5	0,5 – 0,75
Stredne veľké krajiny	0,5 – 1	0,25 – 0,5
Malé a otvorené ekonomiky	< 0,5	< 0,25

Zdroj: Spilimbergo (2009).

časový horizont zmien vo fiškálnej politike (pri dočasnej zmene fiškálnej politiky je reakcia menšia ako pri trvalej zmene), samotná štruktúra opatrení (neexistuje jednoznačná zhoda, vo všeobecnosti sa predpokladá menší multiplikátor v prípade príjmových opatrení).

Aj napriek vysokej neistote Medzinárodný menový fond ponúka približné úrovne multiplikátorov vzhľadom na veľkosť a otvorenosť krajiny (tzv. rule of thumb).

V určitých prípadoch môže dôjsť k situácii, keď je fiškálny multiplikátor negatívny. V jeho prospech hovorí prúd nekeynesovských efektov, ktorý spomína niekoľko kanálov transmisie. Cez kanál úrokovkej miery si môže daná krajina prostredníctvom fiškálnej reštrikcie zvýšiť svoju kredibilitu v očiach zahraničia a investorov. Pre krajiny strednej Európy bola fiškálna konsolidácia menej bolestná, keďže pokles HDP plynúci zo zníženia výdavkov bol kompenzovaný prílevom investícií a tvorbou pracovných miest. V tejto súvislosti Ržónca a Cizkowicz (2005) vo svojej štúdii identifikovali pomocou panelovej regresie negatívny multiplikátor v prípade nových členských krajín EÚ v období rokov 1993 až 2002, medzi ktorými bolo aj Slovensko. Ďalším kanálom sú očakávania domácností. Koncept tzv. ricardiánskej ekvivalencie, ktorá hovorí o tom, že domácnosti prispôsobujú svoje príjmy aj v závislosti od očakávaní od vlády. Ak napr. vláda zvýši výdavky a s nimi aj deficit, domácnosti očakávajú, že vláda bude musieť v budúcnosti zvýšiť dane, preto dodatočné príjmy ušetria a nezvyšujú spotrebu. Zvýšenie výdavkov tak nemá vplyv na zvýšenie agregátneho dopytu.

Transmisné kanály existujú aj na ponukovej strane. Znižovanie mzdových výdavkov vo verejnom sektore má za následok znižovanie tlakov na rast reálnych miezd v celej ekonomike, čo znamená nižšie náklady pre firmy a rast ich cenovej konkurencieschopnosti na medzinárodných trhoch. Čím je krajina otvorenejšia, tým väčší význam má dynamika rastu miezd. Nižšie náklady firmám zároveň môžu viesť k vyšším ziskom a ku sklonu k ďalším investíciám. Na druhej strane zvyšovanie daní má presne opačný efekt.

Vo všeobecnosti existuje konsenzus (IMF 2012, OECD 2012), že vplyv konsolidácií môže byť v súčasnosti výraznejší v porovnaní s ostatnými rokmi. Hlavným dôvodom je fakt, že konsolidácia verejných financií prebieha naraz vo viacerých krajinách. Navyše možnosti monetárnej politiky sú v súčasnosti obmedzené. Podľa OECD simultánna konsolidácia vo viacerých krajinách zvyšuje hodnotu multiplikátora o jednu tretinu. Obmedzený priestor pre

monetárnu politiku zvyšuje multiplikátor o ďalšiu tretinu. Podľa MMF sa fiškálne multiplikátory pre vyspelé ekonomiky pohybovali na úrovni 0,5, kým v súčasnosti mohli narásť na úroveň od 0,9 do 1,7. Ďalšie štúdie sa taktiež zhodujú, že v súčasnej situácii môžu byť multiplikátory vyššie než 1.²

Na Slovensku sa doposiaľ touto témou bližšie zaoberala len štúdia NBS, ktorá odhadla fiškálny multiplikátor na úrovni 0,4.³ Odhadmi multiplikátorov do štruktúry pre Slovensko sa venuje štúdia OECD.⁴ Tá predpokladá multiplikátory s veľkosťou 0,1 až 0,3 pre daň z príjmov fyzických osôb a nepriame dane a ostatné opatrenia a 0,2 až 0,7 pre investície do infraštruktúry, nákupy tovarov a služieb a transfery domácnostiam. Napriek tomu, že štúdia skúmala stimuly a odhady multiplikátorov pre Slovensko sú len nepriame, použijeme výsledky autorov na porovnanie nami kvantifikovaných výsledkov v prípade odhadov fiškálnych balíčkov v rokoch 2011 a 2013.

PREDPOKLADY SVAR MODELU

Popri v súčasnosti veľmi populárnych DSGE modeloch sú najrozšírenejším prístupom pre štúdium vplyvov fiškálnych šokov na ekonomiku štruktúrne vektorovo autoregresné modely (SVAR). Tie pracujú na jednoduchom princípe, ktorý predpokladá, že komplexné fungovanie ekonomiky sa dá obsiahnuť v malom počte premenných, ktoré sú modelované v rovniciach pomocou predchádzajúcich hodnôt všetkých premenných s jedným alebo viacerými oneskoreniami.

Výhodou tohto prístupu je kvantifikácia multiplikátorov nielen v krátkodobom horizonte, ale v rozpätí viacerých rokov. Nevýhodou je (tak ako štandardne pri použití každej ekonometrickej metódy na slovenských dátach) ich krátkosť a množstvo štruktúrnych šokov. Čím menej premenných je obsiahnutých v modeli, tým je model abstraktnejší, a naopak, viac premenných znamená menej stupňov voľnosti pre odhad. V prípade krátkych slovenských dát sme tak obmedzení na čo najmenší počet premenných. To však napríklad neumožňuje zaradiť do modelu niektoré dodatočné premenné. Model napríklad nedokáže obsiahnuť mimoriadne priaznivý vývoj externého prostredia z minulosti, čo sa môže odraziť na podhodnotení multiplikátorov. Problémom tak môže byť malá vzorka dát zo „zlých časov“. Na druhej strane však môže byť použiteľnosť údajov z obdobia krízy podľa niektorých ekonómov spochybiteľná. Napr. Spilimbergo konštatuje, že znovuodhadovanie fiškálnych multiplikátorov v čase krízy skôr nie je vhodné, keďže sa výrazne zmenili

2 Batini, Callegari, Melina 2012,

Auerbach, Gorodnichenko 2012.

3 Benčík, 2009. Štúdia však berie do úvahy iba celkovú zmenu deficitu, pričom nerozlišuje medzi príjmovou a výdavkovou konsolidáciou.

4 OECD, 2009.



- 5 Boussard (2012).
 6 Bourriel (2010).
 7 Výdavky aj príjmy boli deflované deflátorom HDP.
 8 Ako úrokovú mieru sme použili výnos 1-ročného štátneho dlhopisu, keďže dlhšie splatnosti boli emitované neskôr.
 9 LR test a Akaikeho informačné kritérium.
 10 V prípade chýbajúcich kvartálnych údajov sme v niektorých prípadoch pristúpili k interpolácii z ročných údajov.
 11 Podobne e_t^g , e_t^p a e_t^r sú štrukturálne ortogonálne šoky odvodené z rovníc produkcie, cien a úrokovej miery, odvodené z redukovanej formy rezíduí.
 12 Perotti (2004) predpokladal elasticitu rovnajúcu sa -0,5, ako však konštatuje Fernandez (2006), hodnota nemá významný vplyv na výsledky (to platí aj v našom prípade).

štrukturálne parametre ekonomík, pričom práve ich stabilita je predpokladom ekonometrických modelov.

Hlavná kritika tohto prístupu spočíva v tom, že VAR modely nevedia zachytiť okamžitú reakciu subjektov na trhu na ohlásenie šoku a tým v konečnom dôsledku skresľujú výsledky.⁵ Kritika sa vzťahuje aj na použitie kvartálnych dát, keďže v skutočnosti sa rozhodnutia o fiškálnej politike realizujú na ročnej báze.⁶

Pri odhade SVAR modelu sme sa inšpirovali prístupom, ktorý vo svojich prácach prvýkrát použili Blanchard a Perotti (2002), resp. Perotti (2004). V prvom kroku bol odhadnutý kvartálny 5-zložkový VAR s nasledujúcimi premennými: reálne⁷ verejné výdavky, reálne čisté dane, reálny HDP, deflátor HDP a úroková miera⁸ (g_t, t_t, y_t, p_t, r_t) v tvare

$$X_t = D(L) X_{t-1} + U_t$$

kde $X_t = (g_t, t_t, y_t, p_t, r_t)$ je vektor endogénnych premenných. Jediným deterministickým komponentom v tomto modeli je konštanta a $D(L)$ je autoregresný polynómový operátor. VAR model bol odhadnutý v redukovanej forme metódou OLS, pričom počet oneskorení (jeden) v modeli bol určený pomocou štandardných ekonometrických testov.⁹

Premenné sú očistené od sezónnych vplyvov a s výnimkou úrokovej miery zlogaritmované. Zahŕňajú obdobie od prvého štvrťroka 1997 do prvého štvrťroka 2012. Výdavky zahŕňajú odmeny zamestnancov, nákupy tovarov a služieb a verejné investície. Čisté dane zahŕňajú všetky príjmy verejnej správy znížené o bežné a kapitálové transfery a úrokové náklady.¹⁰ Rozdielom oboch položiek tak dostávame primárne saldo verejných financií. Hlavným dôvodom takéhoto rozdelenia je rozdielny vplyv jednotlivých zložiek na ekonomiku. Kým napríklad medzispotreba alebo investície priamo znižujú agregátny dopyt, zvýšenie daní a transferov môže byť čiastočne tlmené poklesom úspor.

Vektor $U_t = (u_t^g, u_t^t, u_t^y, u_t^p, u_t^r)$ obsahuje rezíduá z redukovanej formy, ktoré majú vo všeobecnosti nenulovú koreláciu a nemajú žiadnu ekonomickú interpretáciu, sú však lineárnou kombináciou štrukturálnych šokov. Podľa postupu Perottiho a Blancharda (2002) a Perottiho (2004) môžeme rezíduá z redukovanej formy zapísať nasledujúcim spôsobom:

$$u_t^g = \alpha_{g,y} u_t^y + \alpha_{g,p} u_t^p + \alpha_{g,r} u_t^r + \beta_{g,d} e_t^d + e_t^g \quad (1a)$$

$$u_t^t = \alpha_{t,y} u_t^y + \alpha_{t,p} u_t^p + \alpha_{t,r} u_t^r + \beta_{t,g} e_t^g + e_t^t \quad (1b)$$

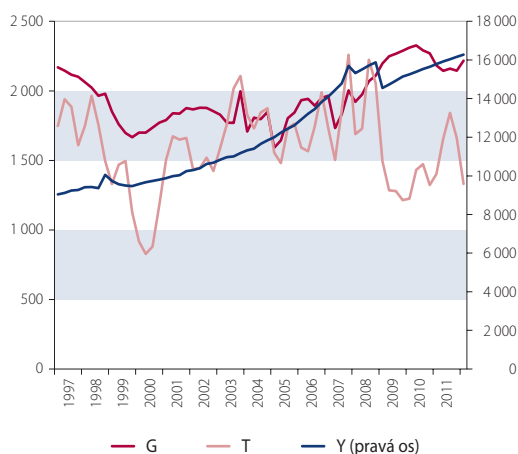
kde e_t^g a e_t^t sú štrukturálne ortogonálne šoky vládnych výdavkov a čistých daní.¹¹ Nás bude zaujímať analýza efektov štrukturálnych fiškálnych šokov e_t^g a e_t^t na zvyšok premenných v systéme, na čo potrebujeme hodnoty koeficientov α_{ij} a β_{ij} .

Použitie kvartálnych dát nám umožňuje predložiť základný Perottiho predpoklad, podľa ktorého sa súbežné reakcie vládnych výdavkov a ostatných premenných (s výnimkou cien), teda a_{gy} , a_{gt} a a_{gr} , rovnajú nule. Implementácia nových vládnych opatrení totiž zvyčajne trvá viac ako tri mesiace.

Elasticita vládnych výdavkov vzhľadom na ceny (a_{gp}) je určená arbitrárne na základe predpokladov o elasticitách jednotlivých zložiek výdavkov. Predpokladáme iba polovičnú elasticitu vládnej medzispotreby (nákupov tovarov a služieb) vzhľadom na ceny, čo v reálnom vyjadrení implikuje elasticitu -0,5. Odmeny zamestnancov reagujú na zmeny cien zvyčajne len s oneskorením (sú indexované k minulej CPI, ročná valorizácia), a preto v reálnom vyjadrení majú elasticitu -1. Na druhej strane, o vládnych investíciách je realistické prijať predpoklad jednotkovej elasticity v nominálnom vyjadrení, implikujúci nulovú elasticitu v reálnom vyjadrení. Agregovaná elasticita vládnych výdavkov v reálnom vyjadrení potom dosahuje -0,7.¹²

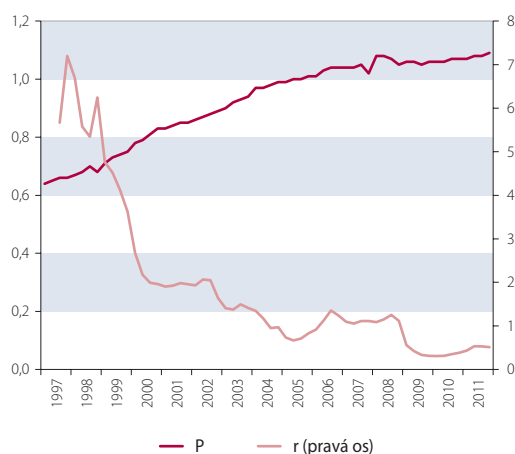
Inovácie úrokových mier neovplyvňujú žiadnu zo zostávajúcich inovácií (a_{tr}, a_{yr}, a_{pr}), keďže čisté dane sú očistené od úrokových nákladov. Tento predpoklad zabezpečuje tri ďalšie reštrikcie. Uve-

Graf 1 Vývoj reálnych výdavkov, čistých daní a HDP (v mil. EUR)



Zdroj: ŠÚ SR.

Graf 2 Vývoj deflátoru HDP a úrokovej miery (v %)



Zdroj: ŠÚ SR.



domujeme si pri tom, že daná reštrikcia v prípade čistých daní (aj napriek tomu, že sú očistené od úrokových nákladov) až taká jednoznačná nie je.¹³

V prípade rovnice 1b je elasticita čistých daní od HDP vypočítaná ako vážený priemer elasticít jednotlivých príjmových kategórií, resp. transferov. Tie sú dané súčinom elasticity výberu dane k relevantnej daňovej makroekonomickej základni a elasticity tejto základne vzhľadom na HDP:

$$\alpha_{i,y} = \sum_i \varepsilon_{T_i, B_i} \varepsilon_{B_i, y} \frac{T_i}{T}$$

kde $T = \sum T_i$, ε_{T_i, B_i} je elasticita i-tej kategórie čistých daní na svoju daňovú bázu a $\varepsilon_{B_i, y}$ je elasticita daňovej bázy i-tej kategórie čistých daní vzhľadom na HDP. Použili sme predpoklad jednotkovej elasticity dane k základni pre všetky kategórie, čo je v dlhodobom horizonte v súlade s konštrukciou výpočtu daňovej povinnosti. Elasticitu daňových základní vzhľadom na HDP sme determinovali na základe ekonometrických odhadov, ktoré dávali celkovú elasticitu čistých daní od HDP na úrovni 0,76.

Obdobný postup sme použili na určenie elasticity čistých daňových príjmov vzhľadom na ceny s tým, že elasticita pre jednotlivé kategórie boli arbitrárne zvolené na základe jednoduchých ekonomických úvah. Napríklad pre DPH je elasticita nulová, keďže ide o proporcionálnu daň. Pri transferoch sme naopak určili elasticitu -1, keďže značná časť transferov je viazaná na ceny, resp. mzdy, s oneskorením. Vypočítaná celková elasticita tak dosiahla úroveň 1,18. Poslednú reštrikciu určuje nulový súbežný vplyv inflácie na produkciu.

Po zadefinovaní predchádzajúcich reštrikcií môžeme systém 1 zapísať nasledovne:

$$u_i^{g,CA} = u_i^g - (\alpha_{g,y} u_i^y + \alpha_{g,p} u_i^p + \alpha_{g,r} u_i^r) = \beta_{g,t} e_i^t + e_i^g \quad (2a)$$

$$u_i^{t,CA} = u_i^t - (\alpha_{t,y} u_i^y + \alpha_{t,p} u_i^p + \alpha_{t,r} u_i^r) = \beta_{t,g} e_i^g + e_i^t \quad (2b)$$

Pre úplné určenie systému je nutné ešte prijať predpoklad o fungovaní fiškálnej politiky na Slovensku. Na základe mechanizmu zostavovania rozpočtu verejnej správy sa javí ako realistické predpokladať, že rozhodnutia o daňovej politike predchádzajú rozhodnutiam o vládnych výdavkoch. To by implikovalo, že elasticita čistých daní vzhľadom na výdavky ($\beta_{t,g}$) je nulová. Elasticitu vládnych výdavkov od daňových príjmov môžeme odvodiť pomocou dosadenia e_i^t do vzťahu 2a a následne odhadnúť pomocou OLS. Z teoretického hľadiska je ťažké nájsť argumenty pre obidve poradia rozhodnutí fiškálnej politiky. Treba poznamenať, že v literatúre skôr prevažuje opačný prístup a predpokladá sa, že výdavkové rozhodnutia predchádzajú daňovým. V tom prípade sa $\beta_{g,t}$ rovná nule, čo implikuje ďalšiu reštrikciu na elasticitu $\alpha_{t,g}$, ktorá sa tiež rovná nule.¹⁵

Keďže nás zaujímajú predovšetkým vplyvy fiškálnych šokov, poradie zostávajúcich premenných neovplyvňuje výsledky. Rezíduá produkcie z redukovanej formy rezíduí môžeme zapísať ako lineárnu kombináciu fiškálnych šokov:

$$u_i^y = \gamma_{y,g} u_i^g + \gamma_{y,t} u_i^t + e_i^y \quad (3)$$

Z definície vyplýva, že niektoré súbežné korelácie medzi redukovanou formou rezíduí fiškálnych rovníc a e_i^t sa očakávajú. Z tohto dôvodu je 3 odhadované inštrumentálnymi premennými, použitím štruktúrnych nekorelovaných fiškálnych šokov e_i^g a e_i^t ako inštrumentov pre u_i^g a u_i^t . Podobne rovnica pre ceny

$$u_i^p = \gamma_{p,g} u_i^g + \gamma_{p,t} u_i^t + \gamma_{p,y} u_i^y + e_i^p$$

môže byť odhadnutá použitím e_i^g , e_i^t a e_i^y ako inštrumentov a rovnica úrokovvej miery

$$u_i^r = \gamma_{r,g} u_i^g + \gamma_{r,t} u_i^t + \gamma_{r,y} u_i^y + \gamma_{r,p} u_i^p + e_i^r$$

môže byť odhadnutá po získaní e_i^p .

Model obsahujúci ortogonálne štruktúrne šoky sa dá zapísať nasledujúcim spôsobom:

$$\Gamma U_t = B V_t$$

kde vektor V_t obsahuje ortogonálne štruktúrne šoky,¹⁶

$$\Gamma = \begin{pmatrix} 1 & 0 & 0 & 0,7 & 0 \\ 0 & 1 & -0,76 & -1,18 & 0 \\ -\gamma_{yg} & -\gamma_{yt} & 1 & 0 & 0 \\ -\gamma_{pg} & -\gamma_{pt} & -\gamma_{py} & 1 & 0 \\ -\gamma_{rg} & -\gamma_{rt} & -\gamma_{ry} & -\gamma_{rp} & 1 \end{pmatrix},$$

$$B = \begin{pmatrix} \beta_{g,t} & \beta_{g,y} & 0 & 0 & 0 \\ \beta_{t,g} & \beta_{t,y} & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & \beta_{y,g} & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & \beta_{p,g} & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & \beta_{r,g} \end{pmatrix}$$

Rezíduá z redukovanej formy môžeme zapísať ako lineárnu kombináciu ortogonálnych štruktúrnych šokov:

$$U_t = \Gamma^{-1} B V_t$$

VÝSLEDKY

Samotnému modelovaniu najskôr predchádzalo testovanie časových radov na stacionaritu, resp. nestacionaritu, pomocou testov jednotkového koreňa. Z premenných v základnej SVAR špecifikácii bola stacionárna len úroková miera a čisté dane. Napriek tomuto faktoru sa v špecifikácii použijú premenné v úrovniach a nie diferenciách, tak ako je bežnou praxou v týchto prípadoch, keďže nás primárne zaujímajú dynamiky a nie odhady parametrov (Perotti, 2002; de Castro Fernandez

13 Čisté dane zahŕňajú napríklad aj dôchodky z majetku, ktoré sú ovplyvnené vývojom úrokových mier. Predpokladáme však (v súlade s Fernandezom, 2006), že tieto vplyvy sú minimálne.

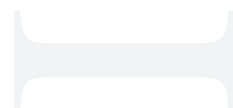
14 T_i sú pozitívne v prípade daní, negatívne v prípade transferov.

15 Tak ako u Fernandezu (2006), aj u nás elasticita a poradie výdavky vs. dane nemá zásadný vplyv na výsledky. Dôvodom je nízka nesignifikantná korelácia medzi výdavkovými a daňovými šokmi.

16 Týmto spôsobom sme identifikovali

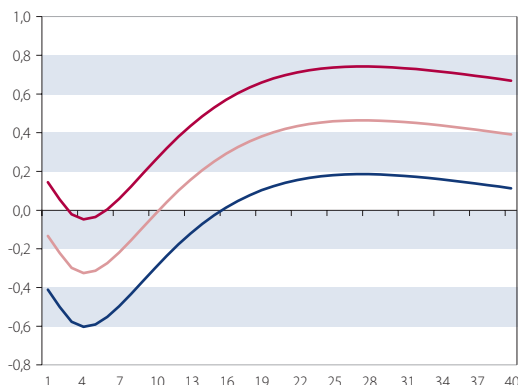
$$2n^2 - \frac{n(n+1)}{2} = 35$$

reštrikcií, kde n je počet endogénnych premenných, tak aby bol systém identifikovaný (Ravník 2010).





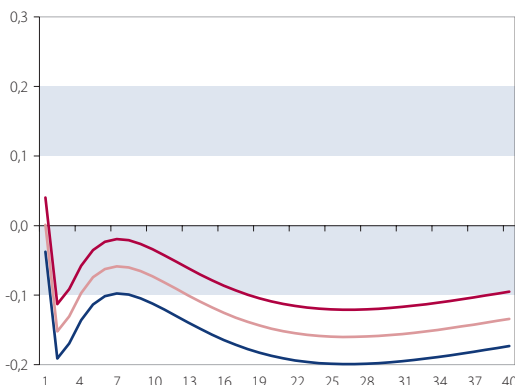
Graf 3 Reakcia HDP na negatívny výdavkový impulz s veľkosťou 1 % HDP



Zdroj: Vlastné výpočty.

Poznámka: Na grafe je vynesená tzv. impulse response funkcia s 90 % intervalom spoľahlivosti. Na horizontálnej osi sú vynesené kvartály, t. j. graf zobrazuje priebeh reakcie HDP v čase.

Graf 4 Reakcia HDP na pozitívny impulz do čistých daní s veľkosťou 1 % HDP



Zdroj: Vlastné výpočty.

Poznámka: Na grafe je vynesená tzv. impulse response funkcia, s 90 % intervalom spoľahlivosti. Na horizontálnej osi sú vynesené kvartály, t. j. graf zobrazuje priebeh reakcie HDP v čase.

17 Standardne sa v literatúre uvádzajú reakcie na jednotkové pozitívne výdavkové šoky. Na účely tohto konsolidačného „cvičenia“ sme teda znamienko obrátili.

18 Priebeh reakcií ostatných premenných je zobrazený v boxe 1.

19 IMF Outlook (October 2010), chapter 3 "Will it hurt? Macroeconomic Effects of Fiscal Consolidation" diskutuje nevýhody metodológie navrhnuté v článku Alesina a Ardagna (2009).

and de Cos, 2006; Heppke-Falk, Tenhofen and Wolf, 2006). Na základe testov stability ležia všetky korene charakteristického polynómu uprostred jednotkového kruhu.

V grafe 3 je zobrazená reakcia HDP na negatívny (konsolidačný) výdavkový šok¹⁷ s veľkosťou 1 % HDP. V krátkodobom horizonte má pokles vládných výdavkov podľa očakávaní negatívny vplyv na HDP. Okamžitý multiplikátor dosahuje hodnotu 0,14. Kumulatívny multiplikátor po jednom roku dosahuje hodnotu 0,39. Kvalitatívne je negatívna reakcia HDP v súlade s očakávaniami, jej veľkosť je však v priebehu prvých štyroch rokov (s výnimkou 3. až 5. kvartálu) nesignifikantne rôzna od nuly. Po dvoch rokoch od šoku dochádza k pozitívnej reakcii HDP.

Nekeynesovská reakcia na výdavkový šok po niekoľkých kvartáloch nie je v literatúre ojedinelá (napr. Buriel, 2009, v prípade krajín eurozóny alebo Fernandez, 2009, na príklade Španielska). Takéto nekeynesiánske transmisné kanály existujú na strane dopytu (ricardiánske domácnosti, zníženie rizikových prírážok) aj na strane ponuky (vyššia konkurencieschopnosť prostredníctvom nižších nákladov). Pozitívna reakcia v strednodobom horizonte môže byť ovplyvnená aj informáciou v našich dátach z minulosti, keď v období rokov 2003 až 2005 aj napriek masívnej výdavkovej konsolidácii dosiahol rast HDP v priemere 5 % a každý rok akceleroval. Samotný model nezohľadňuje viac než priaznivý vývoj externého prostredia v takmer celom pozorovanom období ani ponukové faktory v neskoršom období (napr.

nábeh automobiliek). Tieto faktory, ktoré v modeli nekontrolujeme, tak môžu nadhodnocovať pozitívny vplyv konsolidačných opatrení na rast po dvoch rokoch.

Graf 4 prezentuje pozitívny šok do čistých daní s veľkosťou 1 % HDP. Reakcia je podľa očakávaní negatívna a signifikantná v celom horizonte desiatich rokov. Krátkodobo je však negatívny vplyv na HDP menší ako v prípade výdavkového šoku. Kumulatívny multiplikátor po jednom roku dosahuje hodnotu 0,15.¹⁸

Z výsledkov tak vyplýva, že konsolidácia prostredníctvom výdavkov má oproti príjmovej konsolidácii vyššie náklady v podobe strateného rastu v krátkodobom horizonte. V strednodobom až dlhodobom horizonte však na rast vplyva pozitívne. Výsledky sú v súlade so širokým konsenzom z literatúry.

FIŠKÁLNA KONSOLIDÁCIA NA SLOVENSKU

V krátkej histórii samostatnej Slovenskej republiky vieme identifikovať dve úspešné obdobia konsolidácie verejných financií: 1993 až 1995 a 2003 až 2005. Kritérium hodnotenia úspešnosti konsolidácie vychádza z práce Alesina a Ardagna (2009). Tí identifikujú obdobie fiškálnej konsolidácie na základe kritéria cyklicky upraveného primárneho salda verejnej správy, ktoré by sa v danom období malo zlepšiť minimálne o 1,5 % HDP.¹⁹ Fiškálnu konsolidáciu hodnotia ako úspešnú, ak kumulatívny pokles hrubého dlhu verejnej správy v období troch rokov od začatia konsolidácie presiahne 4,5 % HDP.

Tabuľka 2 Odhady fiškálnych multiplikátorov

Multiplikátory	Okamžitý	1-ročný kumulatívny	2-ročný kumulatívny	3-ročný kumulatívny	Dlhodobý
Výdavkový	0,14	0,39	0,65	0,39	negatívny
Príjmový	0,00	0,15	0,17	0,23	pozitívny

Zdroj: Vlastné výpočty.



Prvému identifikovanému obdobiu sa v ďalšom texte nebudeme venovať z viacerých dôvodov. Fiškálne údaje pre toto obdobie nie sú v plnej miere porovnateľné s údajmi za ďalšie roky. Navyše ekonomika bola v tomto období vystavená mnohým šokom, ktoré sťažujú identifikáciu vplyvu fiškálnej politiky na HDP. Výsledkom konsolidácie v období 2003 až 2005 bolo prudké zníženie deficitu z vyše 8 % HDP pod 3 % HDP bez toho, aby sa prejavili negatívne následky úsporných opatrení na hospodárskom raste. Aj vďaka konsolidácii sa zvýšila kredibilita Slovenska v očiach zahraničných investorov. Súčasne sa odstránili mnohé neefektívne spôsoby vynakladania verejných zdrojov. Výrazným znakom bolo, že celá konsolidácia prebehla na výdavkovej strane.

Počas obdobia 2003 až 2005 aj napriek výraznému konsolidačnému úsiliu došlo k akcelerácii rastu ekonomiky. Napriek tomu nie je možné sformulovať jednoznačný záver, či bol fiškálny multiplikátor v tomto období negatívny.²⁰ K výrazným rastom ekonomiky v tomto období vo významnej miere prispeli najmä pozitívna situácia v exteriore, vstup Slovenska do EÚ, naštartovanie štrukturálnych reforiem a nízka východisková úroveň ekonomiky. Na druhej strane fiškálna konsolidácia prostredníctvom očakávaní znížila obavy investorov, čo sa premietlo do zníženia rizikových prirážok k úrokovej sadzbe na vládne dlhopisy. To spolu s následným poklesom úrokových mier prilákalo investície a zvýšilo exportný potenciál krajiny.

Prvé z Alesinových-Ardagniných kritérií spĺňa aj rok 2011, keď došlo k historicky druhému najväčšiemu konsolidačnému úsiliu (3,3 % HDP) na Slovensku. Šetriace opatrenia vlády pomohli skresť deficit verejnej správy z takmer 8 % HDP tesne pod 5 % HDP. Štruktúra konsolidačného balíčka predstavovala 60 : 40 v prospech výdavkových opatrení. Na základe odhadov výdavkového a príjmového multiplikátora vieme kvantifikovať veľkosť šetriaceho balíčka na rast HDP na úrovni -0,99 p. b., čo implikuje celkový multiplikátor na úrovni 0,29. Na porovnanie odhad vplyvu fiškálneho balíčka pomocou multiplikátora OECD vychádza

podobne: -0,98 p. b. vplyv na rast s multiplikátorom na úrovni 0,29.

V súvislosti s postupom pri nadmernom deficite sa vláda SR zaviazala znížiť deficit verejných financií v roku 2013 pod 3 % HDP. V súlade s ustanoveniami preventívnej časti Paktu stability a rastu by Slovensko malo každoročne zlepšovať štrukturálne saldo minimálne o 0,5 % HDP. To predstavuje dosiahnutie deficitu verejnej správy v roku 2013 na úrovni 2,9 % HDP, v roku 2014 na úrovni 2,4 % HDP a v roku 2015 na úrovni 1,9 % HDP.

Vláda prijala v roku 2013 balíček opatrení na úrovni 3,6 %²¹ HDP v štruktúre 70 : 30 v prospech príjmových opatrení.²² Balíček zahŕňa aj opatrenia s nulovým vplyvom na rast, napr. redukciu druhého piliera. Opatrenia s priamym vplyvom na HDP odhadujeme na úrovni 2,6 % HDP. **Na základe toho predpokladáme, že konsolidácia ukrojí z rastu 0,68 p. b., čo implikuje veľkosť multiplikátora na úrovni 0,26.** V prípade multiplikátorov OECD dostávame veľkosť celkového multiplikátora na úrovni 0,28 a negatívny príspevok k rastu vo veľkosti -0,74 p. b. Prebiehajúca hospodárska a dlhová kríza v eurozóne vnášajú do analýzy dodatočnú neistotu nielen čo sa týka budúceho vývoja externého prostredia, ale aj v súvislosti so správaním domácností a firiem vzhľadom na ich klesajúcu dôveru. To by však predstavovalo potrebu prijať dodatočné opatrenia, ktoré by celkový negatívny vplyv na ekonomiku ešte zvýšili.

ZÁVER

Väčšina ekonómov sa zhodne na tom, že 10-percentné zvýšenie ponuky peňazí sa v istom momente prejaví na zvýšení cenovej hladiny. Takýto široký konsenzus však v otázkach o vplyvoch fiškálnej politiky neexistuje. Naopak, v súčasnosti vieme o týchto vplyvoch stále prekvapivo málo. V porovnaní so štúdiami vplyvov menovej politiky existuje stále podstatne menej prác zaoberajúcich sa vplyvmi fiškálnej politiky na ekonomiku. Z hľadiska priority totiž v 90-tych rokoch dominovalo skúmanie vplyvov menovej politiky. Vypuknutím finančnej krízy v roku 2009 sa však pozornosť ekonómov presunula na skúmanie fiškálnej

20 Napríklad štúdiá Rzonca A., Cizkowicz P. (2005), ktorá pracovala s panelovými modelmi nových členských krajín EÚ (teda aj Slovenska), potvrdila negatívny multiplikátor v tomto období.

21 Stav k 1. 2. 2013.

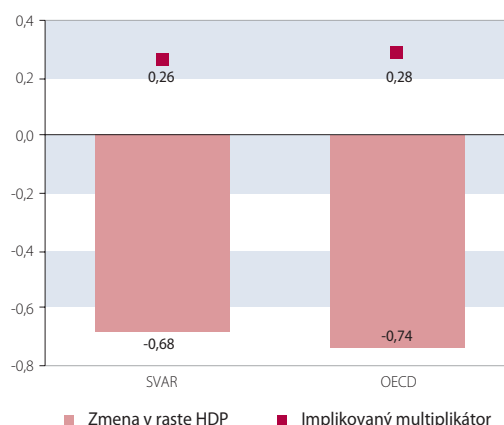
22 Viac o štruktúre konsolidačných balíčkov v rokoch 2011 a 2013 a ich vplyve na rast slovenskej ekonomiky aj pomocou alternatívnych prístupov bude možné nájsť v pripravovanej štúdii Inštitútu finančnej politiky.

Graf 5 Vplyv konsolidácie 2011 na rast HDP



Zdroj: Vlastné výpočty.

Graf 6 Vplyv konsolidácie 2013 na rast HDP



Zdroj: Vlastné výpočty.



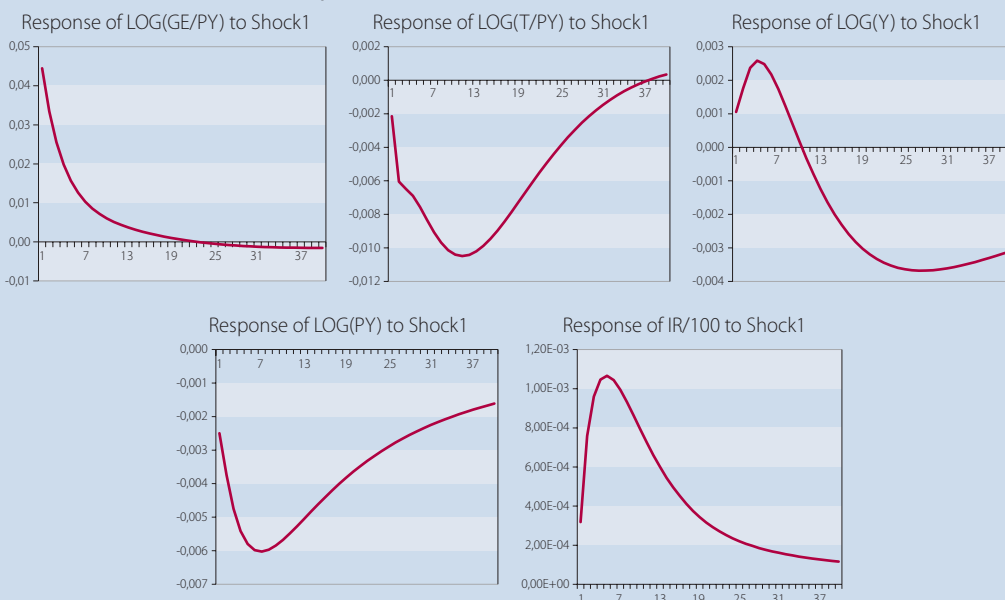
Box 1

Impulse response funkcie na pozitívny výdavkový šok

Graf ilustruje *impulse response funkcie* použitých premenných v základnej SVAR špecifikácii na pozitívny výdavkový šok. Samotná odozva reálnych výdavkov na šok vo výdavkoch je relatívne perzistentná, čo naznačuje závislosť budúcich výdavkov od exogénnych výdavkových šokov. Okamžitá negatívna pozitívna reakcia čistých daní je prekvapivá, avšak v literatúre nie ojedinelá (Burriel, 2009). V strednodobom horizonte je v súlade s klesajúcou ekonomickou aktivitou. Celý priebeh tak naznačuje zhoršenie salda ve-

rejných financií pri výdavkovom šoku. Reakcia cien na rast vládnych výdavkov je neintuitívna. Treba však poznamenať, že v literatúre neexistuje v tomto prípade jednoznačný konsenzus. Napríklad Fatás a Mihov (2001) a Mountford a Uhlig (2009) poukázali na signifikantný negatívny efekt cien na výdavky a Marcellino (2006) takisto identifikoval negatívnu reakciu, avšak nesignifikantnú. Reakcia úrokovej miery je v súlade s ekonomickou teóriou, pričom postupné zmiernenie je v súlade s poklesom ekonomickej aktivity.

Response to Structural One S.D. Innovations



Zdroj: Vlastné výpočty.

Literatúra:

1. Alesina, F. A., Ardagna, S. (2009). *Large changes in fiscal Policy: Taxes versus spending*. National Bureau of Economic Research, Cambridge.
2. Auerbach, A., Gorodnichenko, Y. (2012). *Fiscal Multipliers in Recession and Expansion in Fiscal Policy after the Financial Crisis*. ed. by Alberto Alesina and Francesco Giavazzi (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
3. Batini, N., Callegari, G., Giovannini, M. (2012). *Successful Austerity in the United States, Europe, and Japan*, IMF Working Paper No. 12/190.
4. Beetsma, R. (2008). *A survey of the effects of discretionary fiscal policy*. Swedish fiscal policy council.
5. Benčík, M. (2009). *Analýza vplyvu fiškálnej politiky na hospodársky cyklus – Aplikácia štruktúrneho VAR modelu*. Výskumná štúdia NBS, 2/2009.
6. Blanchard, O., Perotti, R. (2002). *An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of changes in Government Spending and Taxes on Output*. Quarterly Journal of Economics, 117(4), p.1329-1368.
7. Boussard J., Castro F., Salto M. (2012). *Fiscal multipliers and public debt Dynamics in consolidations*. Economic papers 460 European Commission.
8. Burriel P. et. al. (2009). *Fiscal policy shocks in the euro area and the US. An empirical assessment*. ECB Working paper series No 1133.
9. Fatás, A., Mihov I. (2001). *The Effects of Fiscal Policy on Consumption and Employment: Theory and Evidence*. CEPR Discussion Papers 2760, April.
10. Fernández, F., Hernández de Cos P. (2006). *The Economic Effects of Exogenous Fiscal Shocks in Spain: SVAR Approach* ECB working paper no. 647/2006.

politiky. Cieľom ekonómov bolo navrhnúť opatrenia, ktoré by najrýchlejšie a v čo najväčšej miere dokázali naštartovať ekonomický rast. Narastajúca dlhodobá neudržateľnosť verejných dlhov krajín si však vyžiadala potrebu návrhov optimálnych konsolidačných balíčkov, ktoré čo najmenej poškodia rast ekonomík. Téma vplyvu fiškálnej politiky na rast HDP je v súčasnosti ostro sledovaná a diskutovaná aj na Slovensku. Slovenská ekonomika totiž zažíva ďalšiu významnú etapu fiškálnej konsolidácie vo svojej histórii.

Treba zdôrazniť, že skúmanie vzťahov medzi fiškálnou politikou a ekonomickou aktivitou nesie so sebou veľkú mieru neistoty. Ani zahraničný empirický výskum neprináša zatiaľ širší konsenzus, pokiaľ ide o makroekonomické vplyvy fiškálnej politiky. Výsledky štúdií skúmajúce vzťahy medzi ekonomickým rastom a fiškálnou politikou sa výrazne rôznia. Mnohokrát prinášajú dokonca protichodné závery. Veľkosť fiškálneho multiplikátora totiž závisí od množstva faktorov. Medzi najvýznamnejšie patrí veľkosť a otvorenosť krajiny,

ekonomický cyklus a štruktúra opatrení. Práve preto môžu mať dve objemovo totožné konsolidácie (aj v rámci jednej krajiny) výrazne odlišný dosah na dynamiku HDP. Navyše neistota odhadov je zvýraznená v prípade Slovenska krátkosťou časových radov a početnými štruktúrnymi zmenami v ekonomike za ostatných dvadsať rokov.

Popri v súčasnosti veľmi populárnych DSGE modeloch sú najrozšírenejším prístupom, pokiaľ ide o štúdium vplyvov fiškálnych šokov na ekonomiku, štruktúrne vektorovo autoregresné modely (SVAR). Pri odhade SVAR modelu sme sa inšpirovali prístupom, ktorý vo svojich prácach prvýkrát použili Blanchard a Perotti (2002), resp. Perotti (2004).

Vzhľadom na vysokú otvorenosť našej ekonomiky sa očakáva, že fiškálne multiplikátory sú pre Slovensko menšie v porovnaní s väčšími a uzavretými ekonomikami. Naše výsledky potvrdili, že multiplikátory sú menšie než 1. Z výsledkov SVAR analýzy vyplýva, že konsolidácia prostredníctvom výdavkov má oproti príjmovej konsolidácii vyššie



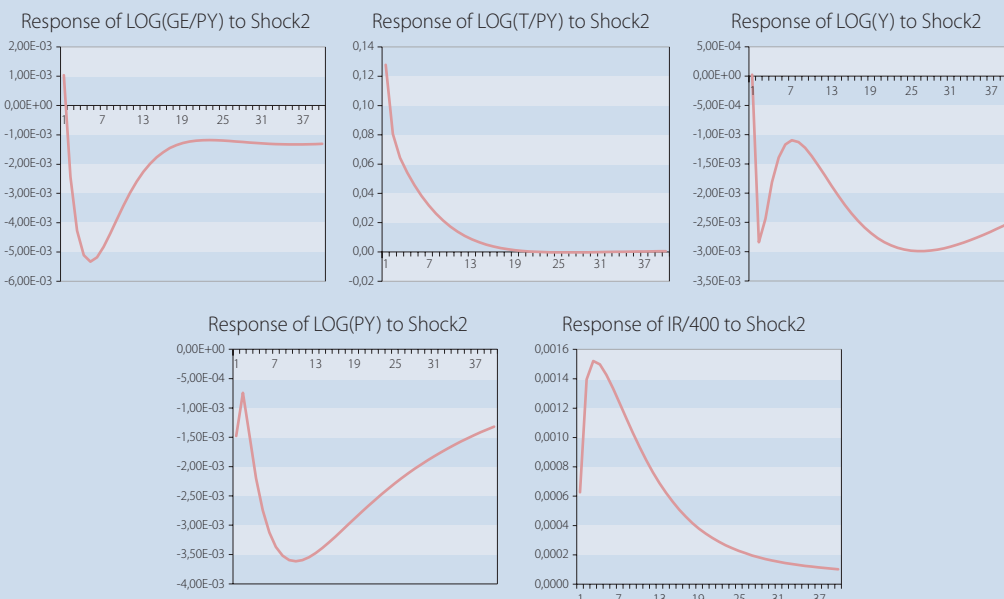
Box 2

Impulse response funkcie na pozitívny šok do čistých daní

Graf ilustruje *impulse response funkcie* použitých premenných v základnej SVAR špecifikácii na pozitívny daňový šok. Reakcia výdavkov na dane je negatívna takmer v celom pozorovanom časovom horizonte, podobne ako v prípade Burriel (2009). Priebeh naznačuje ochotu

vlády kresť výdavky pri poklese ekonomickej aktivity. Reakcia cien na rast vládnych výdavkov je v súlade s ekonomickou teóriou. Reakcia úrokovej miery nie je úplne intuitívna, je však veľmi malá. Podobný výsledok však zaznamenal aj Burriel (2009) a Kamps, Caldara (2006).

Response to Structural One S.D. Innovations



Zdroj: Vlastné výpočty.

náklady v podobe strateného rastu v krátkodobom horizonte. Na druhej strane v strednodobom až dlhodobom horizonte je menej bolestivá.

Okamžitý výdavkový multiplikátor nadobúda hodnotu 0,14. Ročný kumulatívny výdavkový multiplikátor dosahuje hodnotu 0,39. SVAR analýza identifikovala v dlhodobom horizonte negatívnu hodnotu multiplikátora. Dôvodom môže byť fakt, že väčšina dát, s ktorými pracujeme, je z tzv. dobrých časov, čo môže v prípade SVAR modelu podhodnocovať výsledky multiplikátora v dlhodobom horizonte. Samotný model nezohľadňuje viac než priaznivý vývoj externého prostredia v takmer celom pozorovanom období ani ponukové faktory v neskoršom období (napr. nábeh automobiliek). Spomenuté faktory, ktoré v modeli nekontrolujeme, tak môžu nadhodnocovať pozitívny vplyv konsolidačných opatrení na rast po dvoch rokoch. V prípade príjmového multiplikátora dostávame jeho ročný kumulatívnu hodnotu na úrovni 0,15.

Na základe odhadov multiplikátorov vieme kvantifikovať veľkosť konsolidačných balíčkov v rokoch 2011 a 2013. V roku 2011 vychádzame

z veľkosti balíčka na úrovni 3,4 %, ktorý ukrojil z rastu HDP 0,99 p. b. V súvislosti s postupom pri nadmernom deficite sa vláda SR zaviazala znížiť deficit verejných financií v roku 2013 pod úroveň 3 % HDP, čo si vyžiadalo prijatie opatrní na úrovni 3,6 % HDP. Ich negatívny vplyv na rast HDP odhadujeme na úrovni -0,68 p. b. Výsledky sú blízke odhadom pri použití multiplikátorov OECD.

Kríza a pretrvávajúca neistota spôsobujú, že súčasná konsolidácia môže byť bolestivejšia ako v minulosti. Jedným z dôvodov je celová neistota, ktorá sa vo forme zvýšenej opatrnosti premieta do nárastu miery úspor domácností a firiem. Navyše v súčasnosti prebieha konsolidácia vo viacerých krajinách zároveň. Možnosti menovej politiky sú obmedzené, čo znižuje možný tlmiači efekt negatívnych vplyvov šetrenia vlád. Prebiehajúca hospodárska a dlhová kríza v eurozóne vnášajú do analýzy dodatočnú neistotu nielen s budúcim vývojom externého prostredia, ale aj v súvislosti so správaním sa domácností a firiem vzhľadom na ich klesajúcu dôveru. To predstavuje riziko prijatia dodatočných opatrení, ktoré by celkový negatívny vplyv na ekonomiku ešte zvýšili.

11. Heppe-Falk, K. H., Tenhofen, J., Wolf, G. B. (2006). *The Macroeconomic Effects of Exogenous Fiscal Policy Shocks in Germany: a Disaggregated SVAR Analysis*. Deutsche Bundesbank Discussion Paper Series 1: Economic Studies, No 41/2006.
12. IMF (2012). *World economic outlook*. October 2012
13. IMF (2010). *Will it Hurt? Macroeconomic Effects of Fiscal Consolidation*. Chapter 3, IMF Economic Outlook, October 2010.
14. Kamps, C., Caldara, D. (2006). *What Do we Know about the Effects of Fiscal Policy Shocks? A Comparative Analysis*. Computing in Economics and Finance Series, No. 257/2006.
15. Marcellino, M. (2006). *Some Stylized Facts on Non-Systematic Fiscal Policy in the Euro Area*. CEPR Working Paper 3635, November.
16. Mountford, A., H. Uhlig (2009). *What are the effects of fiscal policy shocks?* CEPR Working Paper 3338.
17. OECD (2012). *Economic outlook* No. 92.
18. OECD (2009). *Effectiveness and scope of fiscal stimulus*. Chapter 3 of OECD Economic Outlook.
19. Pécsyová M., Šramková L., Čolláková V., Machlica G., Melioris L. (2013). *Ako veľmi bolí konsolidácia*. Ekonomická analýza Ministerstva financií SR 2013, zatiaľ nezverejnená.
20. Perotti, R. (2002). *Estimating the Effects of Fiscal Policy in OECD Countries*. ECB Working Paper, No. 168.
21. Perotti, R. (2004). *Estimating the Effects of Fiscal Policy in OECD Countries*. Proceedings, Federal Reserve Bank of San Francisco.
22. Ravnik L., Žilič I. (2010). *The use of SVAR analysis in determining the effects of fiscal shocks in Croatia*, Croatian National Bank.
23. Rzonca, A., Cizkowicz, P. (2005). *Non-Keynesian Effects of Fiscal Contraction in New Member States*. ECB working paper no. 519/2005.
24. Spilimbergo, A., Symansky, S., Schindler, M. (2009). *Fiscal multipliers*, International monetary fund working paper.



Právne aspekty cezhraničného podnikania finančných inštitúcií v EÚ

Peter Péntezš

Národná banka Slovenska

V súčasnosti pôsobí na Slovensku 14 pobočiek úverových inštitúcií z krajín Európskeho hospodárskeho spoločenstva (EHS) a vyše 300 úverových inštitúcií u nás cezhranične poskytuje svoje služby. Cezhraničné podnikanie je výrazné aj v ďalších sektoroch finančného trhu. Cieľom tohto článku je podrobne vysvetliť podstatu a historický vývoj právnych mechanizmov, ktoré umožňujú finančným inštitúciám¹ zakladať pobočky a slobodne poskytovať svoje služby v EHS.

PRÁVNÝ RÁMEC CEZHRANIČNÉHO PODNIKANIA V EÚ

Cezhraničné podnikanie finančných inštitúcií v EÚ² je postavené na dvoch zo štyroch slobôd spoločného trhu EÚ – na voľnom pohybe osôb, ktorý sa v prípade právnických osôb realizuje prostredníctvom práva slobodne sa usídľovať³, a voľnom poskytovaní služieb⁴. Vďaka týmto slobodám môžu fyzické i právnické osoby preniesť všetky, alebo časť svojich aktivít do iného členského štátu Európskej únie (hostiteľská krajina), prípadne tam dočasne poskytovať svoje služby. Hostiteľská krajina ich nemôže diskriminovať na základe ich cudzieho pôvodu.

Z globálneho hľadiska právo na usídľovanie a právo na slobodné poskytovanie služieb spadajú pod režim Všeobecného dohovoru o poskytovaní služieb (GATS), ktorý pojem v Zmluve o fungovaní Európskej únie (ďalej len ZFEÚ alebo zmluva) pomenovaný ako právo na usídľovanie zakotvuje pod názvom poskytovanie služieb prostredníctvom usídlenia sa podnikateľa (*commercial presence*) alebo vyslania fyzickej osoby (*presence of natural person*). Detaily a presný obsah týchto slobôd boli interpretované v mnohých rozhodnutiach Európskeho súdneho dvora (od nadobudnutia účinnosti Lisabonskej zmluvy – Súdného dvora EÚ), ktoré nakoniec viedli k vytvoreniu predpokladov na vznik jednotného trhu v oblasti finančných služieb. Jeho podstatou je pritom umožnenie cezhraničnej mobility. Bolo to však možné len vďaka doplneniu týchto slobôd o princípy vzájomného uznávania (*mutual recognition*) a výkonu dohľadu domovskou krajinou (*home country control*).

Osobný rozsah práva na usídľovanie a slobody poskytovania služieb je upravený v článku 49 ZFEÚ, ktorý zakazuje akokoľvek obmedzovať slobodu príslušníkov (fyzických osôb) členského štátu Európskej únie usídliť sa na území iného členského štátu. Nemožno ich navyše obmedzovať ani pri „zakladaní obchodných zastúpení, pobočiek či dcérskych spoločností“ v iných krajinách EÚ. Článok 54 zmluvy tento režim explicit-

ne rozširuje i na spoločnosti so sídlom v niektorej z členských krajín, ktorým takisto ako fyzickým osobám umožňuje požívať výhody tohto režimu: „So spoločnosťou sa musí nakladať rovnako ako s fyzickými osobami, príslušníkmi členských štátov.“⁵ Podobne to platí aj pre oblasť slobodného poskytovania služieb, kde sa rovnaký režim uplatňuje tak na fyzické osoby, ako aj na spoločnosti. Definícia spoločnosti zahŕňa „spoločnosti založené podľa občianskeho alebo obchodného práva, ako aj iné právnické osoby verejného alebo súkromného práva.“ Profitovať zo slobôd jednotného trhu však môžu len spoločnosti, ktoré sú príslušníkmi členských štátov Európskej únie, čo znamená, že musia kumulatívne spĺňať nasledujúce podmienky:

- byť založené v súlade s právom niektorého z členských štátov,
- mať svoje „sídlo (*registered office*)“, miesto ústrednej správy (*central administration*) alebo hlavné miesto podnikateľskej činnosti (*principal place of business*) v rámci EÚ,⁶
- byť usídlené (*established*) na území členského štátu EÚ, čo znamená, že ich „miesto ústrednej správy, hlavné miesto podnikateľskej činnosti či sídlo je na území členského štátu a ich aktivity vykazujú skutočné a trvalé napojenie (*effective and continuous link*) na hospodárstvo tohto členského štátu.“⁷

Pokiaľ ide o slobodné poskytovanie služieb, v tejto oblasti sa vyžaduje „vytvorenie stálej ekonomickej základne na území niektorej z členských krajín a len činnosti vykonávané z tejto základne môžu požívať výhody slobodného poskytovania služieb v inom členskom štáte.“⁸

PRÁVO NA USÍDĽOVANIE

Pokiaľ ide o obsah práva na usídľovanie, primárne európske právo⁹ zakotvuje zákaz obmedzovania primárneho aj sekundárneho práva na usídľovanie. **Primárne právo na usídľovanie** zahŕňa presun sídla – reálneho sídla (*real seat*) alebo miesta riadenia spoločnosti (*head office*) do iného člen-

1 Príspevok je písaný z pohľadu bánk, primerane však platí aj pre ostatné subjekty finančného trhu.

2 Slobody spoločného trhu sa uplatňujú nielen v EÚ, ale aj v na Islande, v Lichtenštajnsku a Nórsku, ktoré sú spolu s EÚ súčasťou EHS. Pokiaľ sa preto v tomto článku spomína v súvislosti s cezhraničným podnikaním EÚ, rovnako to platí aj pre EHS.

3 Články 49 až 54 Zmluvy o fungovaní EÚ.

4 Články 56 až 62 Zmluvy o fungovaní EÚ.

5 V origináli a v celosti citované ustanovenie znie nasledovne: „Companies or firms formed in accordance with the law of a Member State and having their registered office, central administration or principal place of business within the Community shall, for the purposes of this Chapter, be treated in the same way as natural persons who are nationals of Member States.“

6 Článok 54 Zmluvy o fungovaní EÚ.

7 DASSESE, M. – ISSACS, S. – PENN, G.: *EC Banking Law*. Londýn : Lloyds of London Press, 1994, s. 5.

8 CRAIG, P. – DE BURCA, G.: *EU Law: Text, Cases and Materials*. Oxford : OUP, 2003, s. 801.

9 Primárne právo je najvyšším prameňom práva EÚ, to znamená, že má prednosť pred všetkými ostatnými prameňmi práva. Tvoria ho najmä zakladajúce zmluvy vrátane zmlúv, ktoré ich doplnili a pozmenili, ako aj zmluvy o pristúpení členských štátov.



ského štátu EÚ. Možno ho prirovnať k situácii, keď fyzická osoba nadobudne trvalý pobyt v inom štáte a začne v ňom vykonávať svoje aktivity ako živnostník alebo zamestnanec. Ako už bolo uvedené vyššie, podľa práva na usídľovanie hostiteľský štát nesmie takúto osobu diskriminovať na základe jej príslušnosti k inej krajine a brániť tak cezhraničnej mobilite. Domovská krajina to však urobiť môže bez toho, aby pritom porušila ustanovenia ZFEÚ týkajúce sa práva na usídľovanie. Takáto interpretácia zmluvy vychádza z rozhodnutí Súdneho dvora EÚ.¹⁰

S realizáciou primárneho práva na usídľovanie je spojený problém určenia, ktoré právo sa bude na spoločnosť vzťahovať v novej domovskej krajine. Má podliehať právnomu poriadku tohto štátu, alebo svojho pôvodného? Odpoveď na túto otázku je značne komplikovaná a jednotlivé právne poriadky členských štátov EÚ sa v nej rozchádzajú. Niektoré krajiny, ako napríklad Nemecko, zotrvávajú na tzv. teórii skutočného sídla (*real seat theory*), iné uprednostňujú inkorporačnú teóriu (*incorporation theory*), ktorá spoločnostiam umožňuje, aby sa ich pomery spravovali právnym poriadkom štátu, podľa ktorého boli založené, i keď v súčasnosti majú svoje sídlo na ich území. Závažnosť tohto problému je veľmi vysoká, pretože „uznanie spoločnosti neznamená len to, že jej bude priznaná právna spôsobilosť, ale je tiež nevyhnutne spojené s vykonateľnosťou všetkých osobitných ustanovení zakotvených v rozhodnom *lex societatis*, a to do rozsahu, v akom dávajú tejto spoločnosti jej identitu ako subjektu práv.“¹¹

Sekundárne právo na usídľovanie znamená právo spoločnosti „sprítomniť sa“ v hostiteľskom členskom štáte EÚ prostredníctvom založenia:

- dcérskej spoločnosti (*subsidiary*),
- pobočky (*branch*),
- obchodného zastúpenia (*agency*).

Dcérske spoločnosti sú z právnej stránky formálne nezávislé od svojej materskej spoločnosti, aj keď ich fakticky ovláda. Dcérska spoločnosť sa spravuje právnym poriadkom štátu, v ktorom bola založená.¹² Pokiaľ národné právo upravuje právne postavenie a podnikanie príslušného subjektu finančného trhu a nepožaduje, aby jeho členmi boli len fyzické osoby, neexistujú žiadne právne prekážky, aby takáto inštitúcia bola týmto spôsobom založená v inej členskej krajine EÚ.

Rozhodnutia Súdneho dvora EÚ smerujú k širokej interpretácii pojmov pobočka a obchodné zastúpenie. V rozhodnutí vo veci *Somafer* súd skonštatoval, že „koncept pobočky, obchodného zastúpenia, alebo iného spôsobu usídľovania pokrýva miesto vykonávania podnikateľskej činnosti, ktoré sa javí ako permanentné, ako napríklad rozšírenie (*extension*) materskej spoločnosti, má svoj vlastný manažment a je materiálne vybavené dojednávať obchody s tretími stranami tak, že tie – vediac, že ak je to potrebné, vznikne právny vzťah s materskou spoločnosťou, ktorej miesto riadenia je v zahraničí – nemusia obchodovať priamo s materskou spoločnosťou, ale môžu transakcie uzatvárať v mieste podnikania tohto

rozšírenia.“¹³ Na základe uvedeného možno uzavrieť, že ak entita založená v inom členskom štáte Európskej únie spĺňa kritériá spomenuté v citovanom rozhodnutí, táto krajina ju nesmie podrobiť iným pravidlám, ako sú tie, ktoré sa vzťahujú na miestne – národné – entity toho istého druhu – t. j. na pobočku, obchodné zastúpenie alebo inú formu usídľovania.

SLOBODNÉ POSKYTOVANIE SLUŽIEB

Ďalšou možnosťou, ktorú môžu subjekty finančného trhu využiť pri realizovaní zámeru cezhranične podnikat, je využitie výhod, ktoré prináša režim voľného poskytovania služieb. Benefity plynúce z tohto režimu môžu popri fyzických osobách požívať i spoločnosti. Hostiteľský štát ich nemôže podrobiť zaobchádzaniu, ktoré by bolo diskriminačné v porovnaní so zaobchádzaním s jeho domácimi spoločnosťami. Je potrebné pripomenúť, že osoba, o ktorú ide, musí byť príslušníkom členskej krajiny EÚ a zároveň tu musí byť usídlená. Navyše, činnosti vykonávané týmto spôsobom musia spĺňať určité kritériá uvedené v článkoch 56 a 57 ZFEÚ, inak nebudú spadať pod režim voľného poskytovania služieb. Týmto kritériami sú existencia cezhraničného prvku, dočasnosť a odplatnosť.

Článok 56 ZFEÚ v zásade členským štátom Európskej únie zakazuje obmedzovať voľné poskytovanie služieb spoločnosťami „usídlenými v krajine Únie odlišnej od tej, ktorej príslušníkmi sú osoby, ktorým sú tieto služby určené.“ Ustanovenia zmluvy týkajúce sa slobodného poskytovania služieb nemožno aplikovať na činnosti, ktoré sa vykonávajú v rámci jediného členského štátu. Súd sa špecifikovaním tohto prvku zaoberal v niekoľkých prípadoch a postupne jasnejšie sformuloval, v ktorých prípadoch možno považovať požiadavku **existencie cezhraničného prvku** za splnenú.

Po prvé, pokiaľ spotrebiteľ alebo klient vycestuje do inej členskej krajiny EÚ, aby využil nejakú službu, ktorá sa v nej poskytuje, cezhraničný prvok existuje, čo bolo prvýkrát potvrdené v rozhodnutí vo veci *Luisi a Carbone*.¹⁴ Úplne postačuje, ak príjemca služby prekročí hranice len na čas jej poskytnutia. Skutkový stav v *Société Générale*¹⁵ sa týkal len vyslovene vnútroštátnej situácie, kde fyzická osoba i jej banka boli usídlené vo Francúzsku. Klient sa presťahoval do Nemecka ešte predtým, ako s ňou zrušil svoju zmluvu a získal tam trvalé bydlisko, čo Európskemu súdnemu dvoru postačovalo, aby uznal, že v tomto prípade existoval cezhraničný prvok. Takéto extenzívne chápanie slobody poskytovania služieb znamená, že klientom subjektov finančného trhu sa poskytujú rovnaká ochrana ako samotným inštitúciám podnikajúcim cezhranične.

Po druhé, i cezhraničný pohyb samotnej služby spĺňa podmienku existencie cezhraničného elementu.¹⁶ Prípady *Coditel I*¹⁷ a *Bond van Adverteerders*¹⁸ sa týkali prevádzkovateľa káblovej televízie a jeho zákazníkov, kde obe strany boli usídlené v tom istom členskom štáte EÚ a televízny signál bol vysielaný z iného štátu. Hranice teda prekračovala vlastne služba. Súd spočiatku nebol ochotný

- 10 Pozri rozhodnutia Európskeho súdneho dvora vo veciach C-81/87 *The Queen v H. M. Treasury and Commissioners of Inland Revenue, ex parte Daily Mail and General Trust plc* [1988] ECR 5483. C-212/97 *Centros Ltd v Erhvervs- og Selskabsstyrelsen* [1999] ECR I-1459. C-208/00 *Überseering BV v Nordic Construction Company Baumanagement GmbH* [2002] ECR I-9919. Kritické zhodnotenie tohto rozhodnutia možno nájsť napríklad v nasledujúcich článkoch: RINGE, W. G.: *No Freedom of Emigration for Companies?* *European Business Law Review*, 2006, s. 621. WOOLDRIDGE, F.: *Überseering: Freedom of Establishment of Companies Affirmed*, *European Business Law Review*, 2003, s. 227.
- 11 BENEDETTELLI, M. V.: *Conflicts of Jurisdiction and Conflicts of Law in Company Law Matters within the EU Market for Corporate Models: Brussels I and Rome I after Centros*, *European Business Law Review*, 2005, s. 56.
- 12 Toto sa však môže zmeniť v prípade transferu efektívneho alebo reálneho sídla do iného štátu.
- 13 33/78 *Somafer SA v Saar-Ferngas AG* [1978] ECR-2183 odsek 12.
- 14 Spojené veci 286/82 a 26/83 *Graziana Luisi and Giuseppe Carbone v Ministero del Tesoro* [1984] ECR-377.
- 15 15/78 *Société Générale Alsacienne de Banque SA v Walter Koestler* [1978] ECR-1971.
- 16 K tomu porovnaj CRAIG, P.: *DE BURCA G.: EU Law: Text, Cases and Materials*. Oxford: Oxford University Press, 2003, s. 804.
- 17 62/79 *Compagnie Générale pour la Diffusion de la Télévision, Coditel v SA Ciné Vog Films* [1980] ECR-881.
- 18 352/85 *Bond van Adverteerders v Netherlands* [1988] ECR-2085.



- 19 C-384/93 *Alpine Investments BV v Minister van Financiën* [1995] ECR I-1141 odsek 22.
- 20 Pozri dokument Európskej komisie European Commission, 'The First Report on the Application of the Principle of Mutual Recognition' (1999) Dostupné na: http://europa.eu.int/comm/enterprise/regulation/goods/mutrec_en.htm/mrrapport_en.pdf. Navštívené dňa 19. 4. 2006.
- 21 CRAIG, P. – DE BÚRCA, G.: *EU Law: Text, Cases and Materials*. Oxford: Oxford University Press, 2003, s. 767.
- 22 Článok 57 tretia odôzka Zmluvy o fungovaní EÚ.
- 23 C-55/94 *Reinhard Gebhard v Consiglio dell'Ordine degli Avvocati e Procuratori di Milano* [1995] ECR I-4165.
- 24 Článok 57 prvá odôzka Zmluvy o fungovaní EÚ.
- 25 263/86 *Belgian State v René Humbel and Marie-Thérèse Edel* [1988] ECR-5365 odsek 17.
- 26 TISON, M.: *Unravelling the General Good Exception: The of Financial Services*. In ANDENAS, M. – ROTH, W.: *Services and Free Movement in EU Law*. Oxford: OUP, 2002, s. 323.
- 27 Článok 30 Zmluvy o založení Európskeho spoločenstva znie: Ustanovenia článkov 28 a 29 nevylučujú zákazy alebo obmedzenia dovozu, vývozu alebo prevozu tovaru odôvodnené verejnou morálkou, verejným poriadkom, verejnou bezpečnosťou, ochranou zdravia a života ľudí a zvierat, ochranou rastlín, ochranou národného bohatstva, ktoré má umeleckú, historickú alebo archeologickú hodnotu alebo ochranou priemyselného a obchodného vlastníctva. Takéto zákazy a obmedzenia však nesmú byť prostriedkom svojoľnej diskriminácie ani skrytého obmedzovania obchodu medzi členskými štátmi.
- 28 120/78 *Rewe – Zentral AG v Bundesmonopolverwaltung für Branntwein* [1979] ECR-649 odsek 14.
- 29 Oznámenie Komisie týkajúce sa dôsledkov rozsudku vydaného Európskym súdnym dvorom dňa 20. februára 1979 vo veci 120/78 (*Cassis de Dijon*) [1980], Ú. v. C 256/2.

priať túto premisu a cezhraničný element identifikoval v skutočnosti, že vysielateľ bol usídlený v inej členskej krajine Európskej únie. Pozícia v tejto veci však bola vyjasnená v rozhodnutí Európskeho súdneho dvora vo veci *Alpine Investment*, kde rovnomená spoločnosť usídlená v Holandsku uskutočňovala nevyžiadané telefonáty fyzickým osobám s trvalým bydliskom v zahraničí a ponúkala im svoje služby. Holandské ministerstvo financií vydalo opatrenie zakazujúce takéto praktiky a dotknutá spoločnosť následne podala žalobu pre porušenie jej práva na slobodné poskytovanie služieb. Európsky súdny dvor rozhodol, že danú činnosť možno považovať za službu, vzhľadom na to, že článok 56 ZFEÚ skutočne „pokrýva služby, ktoré poskytovateľ ponúka prostredníctvom telefónu ich potenciálnym prijímateľom usídleným v inom členskom štáte a poskytuje ich bez toho, aby opustil členský štát, v ktorom je sám usídlený.“¹⁹ Zároveň však skonštatoval, že zákaz vydaný domovským členským štátom je odôvodnený.

Po tretie, aj situácia kde poskytovateľ služby i jej prijímateľ vycestujú do tretieho členského štátu EÚ, ktorý nie je domácom štátom ani jedného z nich, je takisto považovaná za prípad spadajúci pod ustanovenia o slobodnom poskytovaní služieb.²⁰

Druhou vlastnosťou, ktorá je nevyhnutná na to, aby činnosť spadala pod režim voľného poskytovania služieb, je jej **dočasný výkon**. Toto kritérium je rozhodujúce pre rozlíšenie tohto režimu od práva na usídľovanie.²¹ Zmluva o fungovaní EÚ ustanovuje, že spoločnosti nesmú byť vystavené diskriminačnému zaobchádzaniu na území iného členského štátu, pokiaľ tam svoje činnosti vykonávajú dočasne.²² Kritérium, ktoré sa na tento účel používa, bolo prvýkrát zosumarizované v rozhodnutí Európskeho súdneho dvora vo veci *Gebhard*, kde súd určil, že dočasný charakter poskytovania služby „treba posudzovať vo svetle jej trvania (*duration*), pravidelnosti (*regularity*), periodicity (*periodicity*) a opakovania (*continuity*).“²³

Ak sú vyššie uvedené požiadavky naplnené, je potrebné ešte ustáliť, či sa služba zvyčajne poskytuje za odplatu.²⁴ V prípade *Humbel* Súdny dvor EÚ uviedol, že „základná vlastnosť odplatnosti ... spočíva vo fakte, že je protiplnením za službu, o ktorú ide, a spravidla sa na nej dohodnú poskytovateľ služby s jej príjemcom.“²⁵ Subjekty finančného trhu za poskytovanie svojich služieb vyberajú poplatky, takže táto podmienka v ich prípade bola splnená. Ak teda svoje činnosti vykonávajú dočasne na území iného členského štátu EÚ, vzťahuje sa na ne režim slobodného poskytovania služieb a hostiteľský štát sa musí zdržať prijímania akýchkoľvek diskriminačných opatrení, ktoré by boli založené len na odlišnej „príslušnosti“ poskytovateľa.

VZÁJOMNÉ UZNÁVANIE A VYKONÁVANIE DOHLADU DOMÁCOU KRAJINOU

Právo na usídľovanie a slobodné poskytovanie služieb zabraňuje, aby hostiteľská krajina diskriminovala spoločnosti (vrátane subjektov finančného trhu) pre ich pôvod pri vykonávaní cezhraničnej

podnikateľskej činnosti. Umožňujú im tak usídliť sa alebo dočasne poskytovať služby v iných členských štátoch EÚ. Subjekty finančného trhu na rozdiel od iných právnických osôb potrebujú na výkon svojej činnosti povolenie (licenciu), ktorú vydáva príslušný orgán v ich domovskej krajine. Aj po vydaní licencie podliehajú kontinuálnemu dohľadu. Ak pri svojej činnosti prekročia hranice, vyvstáva jedna podstatná otázka: mali by spĺňať i požiadavky hostiteľského členského štátu na jeho domáce finančné inštitúcie? Kladná odpoveď na túto otázku by nemala byť považovaná za diskriminačné zaobchádzanie, pretože by sa od nich požadovalo dodržiavanie tých istých podmienok ako od domácich inštitúcií. Bola by tým však významne obmedzená sloboda pohybu v rámci jednotného trhu: dvojité administratívne záťaž by spôsobila, že cezhraničná mobilita finančných inštitúcií by sa stala neatraktívnou.

Táto skutočnosť sa prvýkrát objavila pred Európskym súdnym dvorom na konci sedemdesiatych rokov minulého storočia v kontexte voľného pohybu tovarov. Implikácie rozhodnutia vynešeného v tejto súvislosti viedli k rozvoju dvoch konceptov, ktoré boli neskôr inkorporované do sekundárnej legislatívy týkajúcej sa podnikania finančných inštitúcií. Išlo o vzájomné uznávanie a dohľad vykonávaný domácou krajinou. Prvá z uvedených zásad viedla k „rozšíreniu rozsahu slobôd zakotvených v zmluve, dovtedy interpretovaných len z pohľadu zákazu diskriminácie na všeobecný zákaz všetkých opatrení, či už diskriminačných alebo nie, ktoré sú obmedzením voľného cezhraničného pohybu.“²⁶ Vzhľadom na to, že význam oboch zásad je veľmi veľký, v ďalšom sa im budeme venovať podrobnejšie.

V prípade *Cassis de Dijon* bol nasledujúci skutkový stav: Ovocný likér tejto značky pochádzajúci z Francúzska sa mal importovať do Nemecka. Príslušné orgány krajiny určenia však odmietli vydať povolenie na dovoz z dôvodu, že produkt nespĺňal podmienky predpísané pre tento typ nápoja v krajine dovozu, presnejšie neobsahoval požadovaný minimálny obsah alkoholu. Exportér sa odvolal na článok 28 Zmluvy o založení Európskeho spoločenstva (v súčasnosti článok 34 ZFEÚ), ktorý zakazuje prijímať opatrenia rovnocenné kvantitatívnym obmedzeniam na import. Nemecký orgán ktorý odmietol vydať povolenie, nebol schopný preukázať, že jeho požiadavky sú v súlade s článkom 30 zmluvy (v súčasnosti článok 36 ZFEÚ) poskytujúcim výnimky z aplikácie článku 28²⁷ a súd skonštatoval, že: „nejestvuje žiadny dôvod, pre ktorý by alkoholické nápoje vyrobené v súlade so zákonom a uvedené na trh v niektorom z členských štátov EÚ nemohli byť uvedené na trh v ktoromkoľvek z ďalších členských štátov.“²⁸ Z tohto rozhodnutia bolo následne vyvedené, že hostiteľský štát nesmie v rámci spoločného trhu EÚ klásť žiadne prekážky predaju produktov dovezených z ich domovskej krajiny, „aj keby boli vyrobené v súlade s technickými alebo kvalitatívnymi požiadavkami, ktoré sa odlišujú od požiadaviek kladených na jeho domáce výrobky.“²⁹



Krátko po prijatí doktríny *Cassis de Dijon* sa veľmi podobné zdôvodnenie začalo objavovať aj v iných rozhodnutiach Európskeho súdneho dvora (Súdneho dvora EÚ), tentoraz však aj v rozhodnutiach týkajúcich sa porušenia slobody voľného poskytovania služieb. Jeden z prvých prípadov,³⁰ v ktorom bol princíp vzájomného uznávania explicitne aplikovaný vo sfére slobodného poskytovania služieb, bolo rozhodnutie vo veci *Säger*, týkajúce sa nemeckého patentového zástupcu uvedeného mena, ktorý namietal, že spoločnosť Denkmeyer usídlená v Spojenom kráľovstve poskytovala cezhraničné služby v tom istom odbore a nemala na vykonávanie takejto činnosti príslušné oprávnenie vyžadované nemeckým národným právnym poriadkom. Európsky súdny dvor rozhodol jednoznačne: „Článok 49 Zmluvy o založení Európskeho spoločenstva požaduje nielen potlačanie diskriminácie osôb poskytujúcich služby na základe ich národnosti, ale i zákaz akýchkoľvek obmedzení vrátane tých, ktoré sa uplatňujú bez rozlišovania poskytovateľov služieb so zreteľom na ich národnosť, pokiaľ sú spôsobilé znemožniť alebo akokoľvek inak obmedziť činnosti poskytovateľa služieb usídleného v inom členskom štáte EÚ, v ktorom podobné služby poskytuje v súlade so zákonom.“³¹

Princíp vzájomného uznávania bol napokon prenesený i do oblasti práva na usídľovanie, a to prostredníctvom rozhodnutia Európskeho súdneho dvora vo veci *Gebhard*.³² Skutkový stav sa týkal nemeckého advokáta s trvalým bydliskom v Taliansku poskytujúceho v tejto krajine svoje služby. Po určitom čase mu miestna advokátska komora zakázala vykonávať jeho činnosť, lebo poskytoval služby a nestal sa jej členom a nenechal si formálne uznať svoje vzdelanie v Taliansku. Súd uznal, že pokiaľ hostiteľská krajina vo svojom právnom poriadku predpíše určité pravidlá na vykonávanie konkrétnej činnosti, osoba usídlená na jej území tieto pravidlá musí dodržiavať. Avšak „pokiaľ tieto opatrenia môžu zabrániť výkonu alebo spôsobiť, že sa výkon niektorej zo základných slobôd garantovaných Zmluvou o založení Európskeho spoločenstva (ako napríklad práva na usídľovanie) stane menej atraktívnym, takéto pravidlá musia byť odôvodnené ochranou verejného záujmu“³³, podobne ako vo sfére ostatných slobôd. Súd teda naznačil, že „všetky ustanovenia zmluvy týkajúce sa voľného pohybu stoja na tých istých princípoch.“³⁴

Čo sa týka druhého princípu – vykonávania dohľadu domácou krajinou, jeho zárodok možno vystopovať v jurisprudencii Európskeho súdneho dvora (Súdneho dvora EÚ), kde sa objavil v podobe už spomenutej doktríny *Cassis de Dijon*. Jeho podstata spočíva v tom, že domovská krajina nielen vydáva oprávnenie na vykonávanie čin-

nosti spoločnosti usídlenej na svojom území, ale dohliada i na jej všetky aktivity vrátane tých, ktoré sú vykonávané na území iného členského štátu EÚ. Neexistuje rozhodnutie Európskeho súdneho dvora (Súdneho dvora EÚ), v ktorom by bolo potvrdené, že by sa princípu vykonávania dohľadu domovskou krajinou bolo možné dovoľávať i mimo režimu sekundárnej európskej legislatívy. Stručne sa naň súd odvolával v rozhodnutí vo veci *Alpine Investments*, kde holandská spoločnosť ponúkala svoje investičné služby prostredníctvom nevyžiadaných telefonátov do iného štátu (*cold calling*) a v reakcii na to príslušný orgán domovského štátu prijal rozhodnutie, ktorým jej takúto činnosť zakázal vykonávať. Európsky súdny dvor vtedy k námietkam dotknutej spoločnosti týkajúcim sa porušenia jej práva na slobodné poskytovanie služieb v rámci spoločného trhu EÚ uviedol, že „členský štát, z ktorého sa telefonický hovor uskutočňuje, je najlepšie situovaný (*is best placed*) na to, aby takéto praktiky reguloval. Aj keby si prijímajúci štát želal zastaviť takúto činnosť alebo jej vykonávanie podrobiť určitým podmienkam, nemôže to urobiť bez spolupráce s príslušnými orgánmi prvého štátu.“³⁵ Takže možno len predpokladať, že princíp vykonávania dohľadu domovským štátom platí rovnako ako i princíp vzájomného uznávania aj vo sfére primárnej legislatívy.

Obmedzenia princípu vykonávania dohľadu domovským štátom boli spomenuté vo veci *Nemecko v. Európsky Parlament a Rada*, ktorý sa týkal žaloby Nemecka o zrušenie smernice o systémoch na ochranu vkladov³⁶ z dôvodu, že jej ustanovenia porušujú okrem iného i princíp vykonávania dohľadu domácim štátom, a to tým, že pobočkám úverových inštitúcií usídleným v iných členských štátoch EÚ a podnikajúcim v Nemecku (ako i v ďalších krajinách EÚ) dávajú možnosť stať sa členom i systému ochrany vkladov v hostiteľskom štáte, ak poskytuje vyšší stupeň ochrany úspor klientov ako systém prevádzkovaný v domovskom štáte. Európsky súdny dvor skonštatoval: „Princíp vykonávania dohľadu domovským štátom nebol zakotvený v Zmluve o založení Európskeho spoločenstva ani v komunitárnej legislatíve z oblasti bankového práva s úmyslom, aby mu boli systematicky podriadené všetky ďalšie pravidlá v tejto sfére.“³⁷ Následne sa teda smernice môžu odchyliť od princípu, pokiaľ tým nedôjde k poškodeniu oprávnených záujmov dotknutých osôb.

Záverom teda možno uviesť, že v teoretickej rovine by hostiteľský štát mal vždy uznať povolenie na vykonávanie činnosti vydané domovskou krajinou spoločnosti, a to tak v prípade jej usídľovania sa na jeho území, ako i v prípade cezhraničného poskytovania služieb. Treba však mať na zreteli, že princíp vzájomného uznávania nie je bez limitov.

30 Pozri tiež C-154/89 *Commission v France* [1991] ECR I-659.

31 C-76/90 *Manfred Säger v Denkmeyer & Co. Ltd.* [1991] ECR I-4221 odsek 12.

32 C-55/94 *Reinhard Gebhard v Consiglio dell'Ordine degli Avvocati e Procuratori di Milano* [1995] ECR I-4165.

33 Na ilustrovanie uvedeného pozri napríklad C-222/95 *Société Civile Immobilière Parodi and Banque H. Albert de Bary et Cie* [1997] ECR I-3899.

34 CRAIG, P. – DE BURCA, G.: *EU Law: Text, Cases and Materials*. Oxford: OUP, 2003, s. 784.

35 C-384/93 *Alpine Investments BV v Minister van Financiën* 1995 [ECR] I-1141 odsek 48.

36 Smernica Európskeho parlamentu a Rady č. 94/19/EC z 30. mája 1994 o systémoch ochrany vkladov [1994], Ú. v. L 135/5.

37 C-233/94 *Federal Republic of Germany v European Parliament and Council of the European Union* [1997] ECR I-2405 odsek 12.



EXPECTED MACROECONOMIC DEVELOPMENTS IN SLOVAKIA

NBS's Monetary Policy Department

The euro area deepened recession has already begun to weigh on the Slovak economic activity. The resulting uncertainty and lack of investor and consumer confidence are expected to continue until the middle of the year. In its second half, however, the economy of the euro area should gradually recover, promoting the improvement in foreign demand for Slovak goods and services. Economic growth is expected to accelerate to 2.8% and 3.8% in 2014 and 2015, respectively, after a slowdown of 0.7% in 2013. The labour market should pick up in 2014 and inflation is assumed to fluctuate around 2% throughout the projection horizon. (p. 2)

DOMESTIC BANKS' PARTICIPATION IN ECB MONETARY POLICY OPERATIONS AND THEIR ACTIVITY ON THE EURO AREA MONEY MARKET IN 2012

Roman Kostelný
Národná banka Slovenska

The article brings a brief overview of the ECB's monetary policy decisions and mentions some crucial events that have impacted on developments on both the global financial market and the euro money market. At the national level, the participation of domestic counterparties in monetary policy operations is described. Moreover, the article deals with the impact of lower minimum reserve requirements and the implementation of the zero deposit facility rate that has significantly affected liquidity management. Domestic banks' trading activity is also studied, with the money market having been the primary source to cover their liquidity needs. Based on the selected criteria, trading behaviour is considered at the aggregate level. Finally, trading activity on the money market is compared with domestic banks' trading activity, with the aim to describe their similarities and differences. (p. 4)

CASH CIRCULATION IN SLOVAKIA

Ing. Anna Lukáčová, Ing. Milada Vlnková,
Ing. Dušan Rojek
Národná banka Slovenska

The article examines cash circulation in Slovakia four years after the euro introduction. According to the author, the cumulative net issuance at the end of 2012 (€8.3 billion) showed some signs of gradual stabilisation, while a relatively narrow difference (€140 million) occurred between the cumulative net issue of euro banknotes and the NBS's share in the value of currency in circulation in the euro

area. Almost 4 billion Slovak koruna banknotes and coins (2.4% of total currency issued) still remained in circulation at the end of 2012. In the same year, NBS processed more than 335 million euro banknotes and 316 million euro coins. Public polls have revealed that people are satisfied with the quality of banknotes in circulation. In 2012, 4,538 counterfeit banknotes and coins were seized in Slovakia, of which 4,451 were the euro currency. The share of counterfeit money in the total volume of circulating euro banknotes and coins has remained negligent, the probability that people come across counterfeit euros is thus very low. (p. 13)

ESTIMATED IMPACT OF FISCAL CONSOLIDATION ON GDP GROWTH IN THE SR

RNDr. Monika Pécsyová
Institute for financial policy, Ministry of Finance
of the Slovak Republic

The Slovak economy is experiencing another crucial phase of fiscal consolidation in its history. Unlike in previous episodes of major consolidation (2003-2005 and 2011), our economy cannot now "rely" on a soft cushion formed by a favourable global economic situation, integration and new capacities in the automotive industry. The main objective of this article is to estimate the size of fiscal multipliers in Slovakia in order to quantify the impact of fiscal packages in 2011 and 2013. The results show that the expenditure-based consolidation has higher costs in the form of lost growth. However, it is less painful in the medium to long term. The effect of the consolidation package on GDP growth in 2011 is estimated at -0.99 percentage point, while in 2013 we assume that fiscal consolidation will dampen growth by 0.68 percentage point. (p. 20)

LEGAL ASPECTS OF FINANCIAL INSTITUTIONS CROSS-BORDER BUSINESS ACTIVITIES IN THE EUROPEAN UNION

Peter Pénzeš
Národná banka Slovenska

Recently, 14 foreign branches of credit institutions from the EEA countries are registered in Slovakia, while more than 300 credit institutions provide their cross-border services there. Cross-border business has also fully emerged in other sectors of the financial market. This article is aimed at explaining in detail the principles and historical developments of the legal mechanisms that allow financial institutions¹ to establish their branches in the EEA and give them freedom to provide their services there. The article concerns banks, but it could equally apply to other financial market participants. (p. 28)

