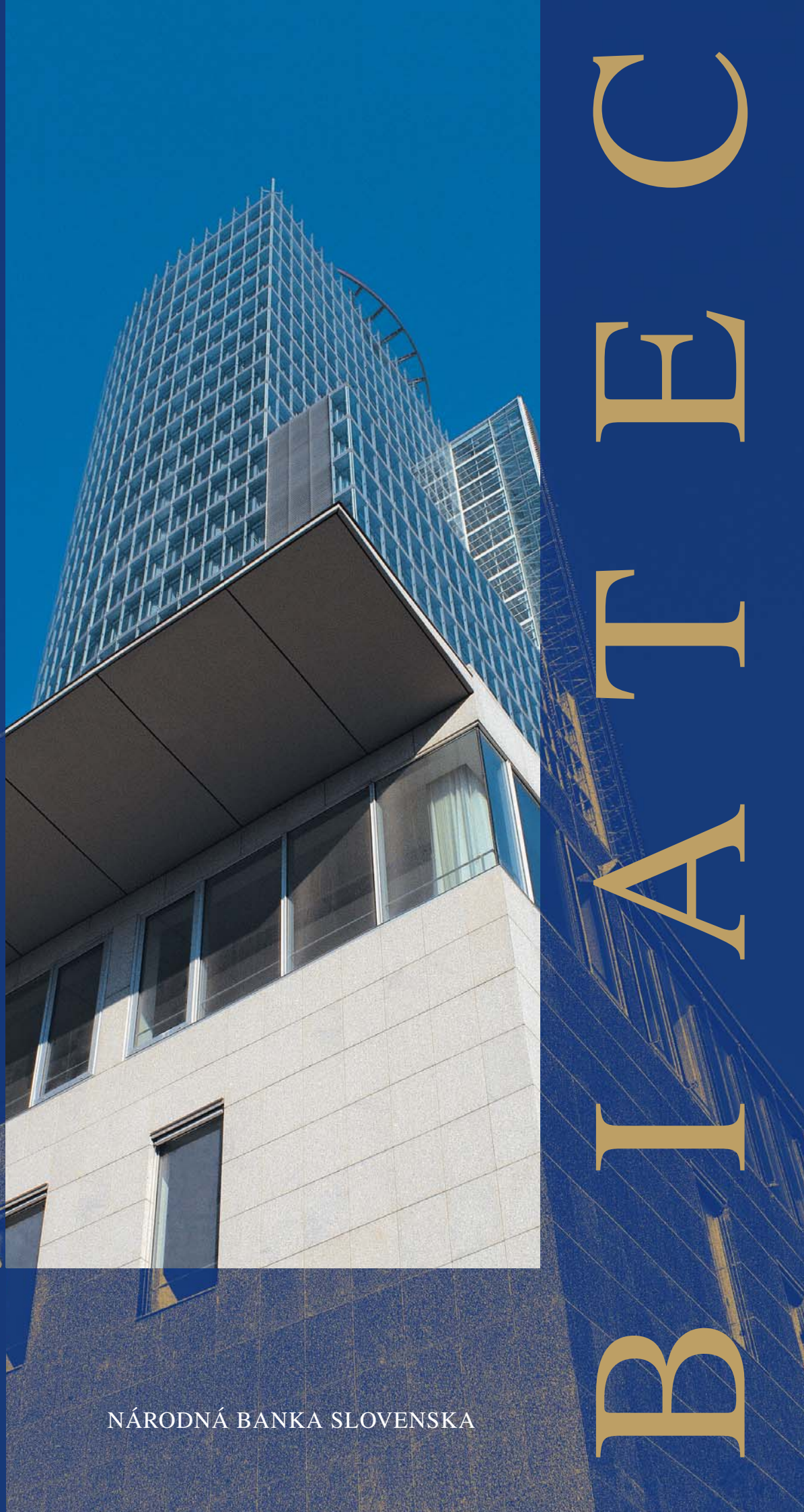


8

Október 2013
Ročník 21

ODBORNÝ
BANKOVÝ
ČASOPIS



C
E
A
T
I
B



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA



Seminár pri príležitosti 20. výročia vzniku centrálnych bánk SR a ČR

Pri príležitosti 20. výročia vzniku Národnej banky Slovenska a Českej národnej banky sa 2. októbra 2013 konal v priestoroch sídla OECD v Paríži odborný seminár, na ktorom sa zúčastnili viceguvernéri slovenskej a českej centrálnej banky. Cieľom seminára bolo prezentovať v OECD kontexte dvadsaťročného vývoja menovej politiky a dohľadu nad finančným trhom v Slovenskej a Českej republike.



Seminár súčasne poskytol priestor na odbornú diskusiu a reflexiu o skúsenostiach oboch centrálnych bánk v časoch stability i finančnej krízy, ako aj možnosť porovnať rozdielne cesty vývoja menovej politiky po rozdelení Česko-Slovenska. Za OECD otvoril seminár zástupca generálneho tajomníka a hlavný ekonóm organizácie Pier Carlo Padoan. Za Národnú banku Slovenska sa na seminári zúčastnil viceguvernér Ján Tóth a riaditeľ odboru politiky obozretnosti na makroúrovni Marek Ličák.

Seminár pozostával z dvoch odborných panelov, ktoré sa venovali vývoju menovej politiky – úlohe národných bánk v procese transformácie ekonomiky, rozdielnemu vývoju českej a sloven-

skej menovej politiky, skúsenostiam SR s eurom a prístupovým procesom do eurozóny, pohľadu na výhody i nevýhody členstva v eurozónе v časoch hospodárskej a finančnej krízy a budovaniu integrovaného dohľadu nad finančným trhom. Osobitná pozornosť sa venovala budovaniu bankovej únie, výhodám jednotného dohľadu, skúsenostiam z finančnej krízy, výzvam bankového sektora v SR a ČR súvisiacim s vlastníctvom bánk zahraničným kapitálom. V kontexte súčasných výziev hlavný ekonóm OECD upozornil na potrebu implementácie štrukturálnych politík a budovania bankovej únie. Andreas Woergoetter, expert OECD na strednú a východnú Európu a dlhoročný autor ekonomických prehľadov SR a ČR, zdôraznil pre Slovensko nevyhnutnosť hľadania motorov domáceho rastu a tvorby pracovných miest. V súvislosti s vývojom ekonomiky po rozdelení Česko-Slovenska povedal: „Česká republika splnila vysoké očakávania, Slovensko však prekvapilo.“

Pier Carlo Padoan zhodnotil seminár ako vhodný formát na vzájomné odovzdávanie skúseností medzi jednotlivými členskými krajinami, ako aj výbornú príležitosť na to, aby sa takouto formou aj sama OECD obohatila o skúsenosti členských krajín.

Pri príležitosti osláv 20. výročia bola v historických priestoroch OECD inštalovaná výstava Národnej banky Slovenska „Euro, naša mena“.

(Z tlačovej správy Stálej misie SR pri OECD.)



BIATEC

Odborný bankový časopis
Október 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 Polónyiová
tel.: 02/5787 2153
fax: 02/5787 1128
e-mail: biatec@nbs.sk

Počet vydaní: 10-krát do roka

Cena výtlačku pre predplatiteľov: 2 €

Ročné predplatné: 20 €

Poštovné hradí predplatiteľ.

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

VERSUS, a. s., Expedičné stredisko,
Pribinova 21, 819 46 Bratislava
tel.: 02/5728 0368, fax: 02/5728 0148
e-mail: expedicia@versusprint.sk

Termín odovzdania rukopisov: 16. 10. 2013

Dátum vydania: 28. 10. 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.

O B S A H



NA AKTUÁLNU TÉMU

Očakávaný makroekonomický vývoj SR 2
(Odbor menovej politiky NBS)

ANALÝZA KONVERGENCIE

Dominancia nominálnej konvergencie pokračuje, reálna
konvergenca v EÚ stagnuje 5
(Tibor Lalinský)

DOHLAD NAD FINANČNÝM TRHOM

Hodnotenie dlhodobých záruk v poisťovníctve SR – 2. časť 12
(Andrea Gondová, Zuzana Kardošová)

Vývoj a riziká v slovenskom finančnom sektore v prvej polovici
roka 2013. 16
(Pavol Jurča, Ľuboš Šesták)

FINANCIAL STABILITY

Impact of the loan-to-value policy of Slovak banks on losses
under scenario of falling real estate prices. 22
(Pavol Latta and Štefan Rychtárik)

POSTREHY – PODNETY

Niekoľko úvah k virtuálnej mene bitcoin 25
(Adam Nádaský, Peter Pénzeš)

RECENZIE

PhDr. František Okruhlica, PhD.: Vlastnícka správa spoločnosti
(Corporate Governance) 29
(prof. Ing. Božena Chovancová, PhD.)

INFORMÁCIE

Ponuka podujatí Inštitútu bankového vzdelávania NBS, n. o.,
na november 2013 4
Výročné zasadnutia Medzinárodného menového fondu
a Svetovej banky 2013 15
Medzinárodná vedecká konferencia organizovaná pri príležitosti
110. výročia narodenia profesora Imricha Karvaša 30



Očakávaný makroekonomický vývoj SR

V 2. štvrtroku 2013 ekonomika eurozóny vzrástla a dostala sa tak po šiestich štvrtrokoch z recesie. Pozitívny vývoj v eurozóne, ako aj v krajinách V4 podporil rast slovenskej ekonomiky. Prejavilo sa to najmä v raste exportnej výkonnosti našej ekonomiky. Po dlhšom čase sa pridala aj domáci dopyt. Tieto tendencie by mali zostať zachované a rast našej ekonomiky by sa mal zrýchľovať v horizonte predikcie z 0,9% v tomto roku na 2,1% v roku 2014 a na 3,2% v roku 2015. Situácia na trhu práce by sa mala v 2. polroku 2013 stabilizovať a od nasledujúceho roku spolu s výraznejším oživením ekonomickej aktivity postupne zlepšovať. Rast cien by sa mal naďalej spomaľovať. V tom roku sa predpokladá pokles inflácie na 1,7%, v roku 2014 ďalšie spomalenie na 1,5%. Na konci horizontu predikcie by sa mal v dôsledku výraznejšieho oživenia zahraničného aj domáceho dopytu zrýchliť aj rast cien na 1,8%.

¹ Štruktúra rastu ekonomiky nebola pri vypracovaní júrovej predikcie k dispozícii. Pracovalo sa tak len s rýchlym odhadom za 1. štvrtrok 2013.

AKTUÁLNY VÝVOJ AKO VÝCHODISKO STREDNODOBEJ PREDIKCIE

V 2. štvrtroku 2013 naďalej pokračovalo pomalé a nerovnomerné oživovanie globálnej ekonomiky. Kým v rozvinutých ekonomikách sa postupne posilňovala ekonomická situácia, rast v rozvíjajúcich sa ekonomikách sa spomalil v dôsledku slabšieho domáceho dopytu a nepriaznivého vplyvu nízkeho zahraničného dopytu na exportnú aktivitu. Ekonomika eurozóny zaznamenala v 2. štvrtroku oživenie po šiestich štvrtrokoch poklesu. Hrubý domáci produkt vzrástol o 0,3%. Rast ekonomiky bol ťahaný oživením domáceho dopytu, ale aj čistým exportom. Najväčšia ekonomika eurozóny Nemecko po stagnácii v 1. štvrtroku vzrástla v 2. štvrtroku o 0,7% na medzištvrtročnej báze. Okrem pomerne dynamického rastu v Nemecku sa spomedzi veľkých ekonomík zvýšil reálny produkt aj vo Francúzsku. Naopak, hospodárstvo Talianska, Holandska a Španielska naďalej klesalo, avšak miernejším tempom ako v predchádzajúcom štvrtroku.

Pozitívny vývoj v eurozóne podporil rast slovenskej ekonomiky. Tempo rastu našej ekonomiky sa od posledného štvrtroka 2012 nepatrne zrýchľuje. V 2. štvrtroku 2013 dosiahlo 0,3% medzištvrtročne, čo bolo mierne rýchlejšie, ako sa očakávalo v predchádzajúcej predikcii. Rozdiel pramenil najmä z lepšieho vývoja a skoršieho, hoci zatiaľ len krehkého oživenia v eurozóne. Rast ekonomiky SR bol podporovaný najmä vývozom. Opätovne sa obnovil rast vývozu do krajín eurozóny a krajín mimo eurozóny. Napriek relatívne slabému dopytu sa našej ekonomike darilo získavať tržový podiel. K lepšiemu externému dopytu sa pridala v 2. štvrtroku po piatich štvrtrokoch poklesu aj rast domáceho dopytu. To sa následne prejavilo v raste dovozov. Priaznivý vývoj domáceho dopytu bol čiastočne tlmený vyskladňovaním zásob.

V rámci domáceho dopytu sa zvýšili investície aj spotreba. Rast investícií dosiahol v reálnom vyjadrení po sezónnom očistení medzištvrtročne 1,7%. Na výraznejšiu investičnú činnosť firiem stále negatívne vplývala neistota a mierne prís-

nejšie úverové podmienky. Úverovanie podnikov sa stále neobnovilo, a tak firmy financujú svoje investície najmä zo zisku a inými formami získavania kapitálu. Vzhľadom na výrazný prepád investícií v 1. štvrtroku¹ bol v porovnaní s očakávaniami vývoj investičného dopytu za celý 1. polrok 2013 horší. Čiastočne to bolo spôsobené nadhodnotením očakávanej investície v automobilovom priemysle, ktorá sa zatiaľ neprejavila v investíciách v plánovanom objeme. Výrazne tlmivý vplyv na investície však mala v dôsledku konsolidácie verejnej správy a nízke čerpanie fondov EÚ.

Súkromná spotreba sa po dlhšom čase opätovne obnovila, keď medzištvrtročne vzrástla v oboch štvrtrokoch 1. polroka 2013. V 2. štvrtroku dokonca zrýchliła tempo rastu medzištvrtročne na 1,1%. K pozitívnemu vývoju prispel okrem cenového vývoja aj rast disponibilného príjmu domácností a celkové zlepšenie dôvery. Domácnosti vyššie spotrebné výdavky čiastočne tiež satarovali z úspor.

Konečná spotreba verejnej správy mierne vzrástla v oboch štvrtrokoch 2013 a čiastočne tak podporila rast ekonomiky. Na jednej strane sa znižovali výdavky na medzispotrebu, na druhej strane však rástli kompenzácie na zamestnanca a naturálne sociálne dávky.

Na trhu práce došlo v priebehu 2. štvrtroka k ďalšiemu prehĺbeniu negatívneho vývoja. Zamestnanosť poklesla o 0,4% na medzištvrtročnej báze, čo bolo viac, ako sa čakalo v predchádzajúcej predikcii. Mesačné štatistiky síce indikovali stabilizáciu zamestnanosti, štvrtročné údaje však odhalili nepriaznivý vývoj v malých podnikoch a u živnostníkov. Hoci sa domáci dopyt mierne oživil, neprejavilo sa to v zamestnanosti v naň viazaných odvetviach. V 2. štvrtroku totiž poklesol počet zamestnancov tak v obchode, ako aj v službách. Štvrtročné štatistiky naznačili aj pozitívnejšie tendencie, keď sa zastavil prepád zamestnanosti v priemysle. Mesačné údaje za júl indikovali pokračujúcu stabilizáciu zamestnanosti. Negatívny vývoj zamestnanosti sa čiastočne premietol do rastu miery nezamestnanosti. Tá napriek tomu



dosiahla nepatrne nižšiu úroveň, ako predpokladala predchádzajúca predikcia. V júli a v auguste pokračovala miera nezamestnanosti² vo veľmi miernom poklese, čo naznačuje stabilizáciu na trhu práce.

Dezinflačný proces bol v posledných mesiacoch o niečo rýchlejší, ako sa predpokladalo v minulých predikciách. Na jednej strane rástli ceny potravín mierne rýchlejšie v porovnaní s odhadmi. Na druhej strane sa zaznamenal pomalší rast v čistej inflácii bez pohonných látok. Ten bol však do veľkej miery ovplyvnený zrušením poplatku za vedenie úverového účtu s dopadom na infláciu na úrovni -0,2 p. b. Nízky rast cien bol determinovaný najmä poklesom dovozných a výrobných cien.

MAKROEKONOMICKÁ PREDIKCIA

V aktuálnej strednodobej predikcii sa naďalej uvažuje s oživením ekonomiky eurozóny. Podľa prevzatých predpokladov z ECB sa očakáva výraznejšie zvýšenie zahraničného dopytu v strednodobom horizonte. To by malo podporiť ďalší rast exportnej výkonnosti našej ekonomiky. Vďaka vysokej konkurencieschopnosti podporovanej nízkym rastom jednotkových nákladov práce a podhodnoteným reálnym kurzom³ by mala slovenská ekonomika získavať trhovú podiel.

V rámci domáceho dopytu sa predpokladá výrazný prepád investičného dopytu v roku 2013. Prispieje k tomu najmä negatívny vývoj v 1. štvrtroku, aj keď sa uvažuje s pomalou obnovou rastu investícií v priebehu roku 2013. Tá by mala odzrkadľovať zníženie neistoty a čiastočne zvýšenú dôveru v stavebníctve, ktorá by mala prameniť z predpokladaného obnovenia výstavby infraštruktúry a z mierneho oživenia na trhu nehnuteľností. V horizonte predikcie by sa mal investičný dopyt výraznejšie oživiť a rásť podobným tempom ako celá ekonomika.

Aktuálny výrazný rast súkromnej spotreby v 2. štvrtroku mal pravdepodobne len dočasný charakter, ktorý sa síce pozitívne premietne do celoročného čísla za rok 2013, nepredpokladáme však, že súkromná spotreba bude pokračovať v takomto dynamickom vývoji. Tempo rastu by sa malo v 2. polroku 2013 spomaliť, čo by malo odrážať rast disponibilných príjmov bez využívania úspor, stagnáciu zamestnanosti a stále relatívne vysokú mieru nezamestnanosti. V horizonte predikcie by malo dôjsť k postupnej akcelerácii spotreby v súlade s tým, ako sa budú vyvíjať disponibilné príjmy podporované očakávaným rastom miezd a zamestnanosti.

Po raste reálnych výdavkov verejného sektora v 1. polroku sa očakáva ich výraznejšie obmedzovanie. Za celý rok 2013 by mala reálna spotreba verejnej správy poklesnúť, keďže sa vychádza z predpokladu splnenia záväzku znížiť deficit verejných financií v roku 2013 na 3 % HDP. V ďalších rokoch pracuje predikcia s dodatočnými opatreniami v objeme 300 mil. € predstavenými v návrhu rozpočtu, ktoré ovplyvnia makroekonomický vývoj.⁴ Keďže v čase zostavovania predikcie neboli k dispozícii dostatočne špecifikované opatrenia,

predpokladá sa postupné zmiernenie dodatočného konsolidačného úsilia.

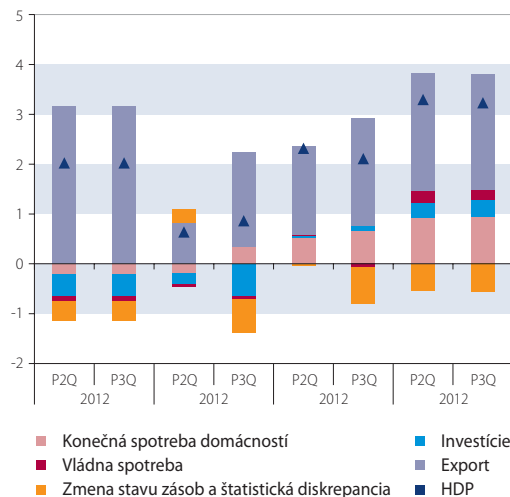
V súvislosti s rastom domáceho dopytu a exportu sa zvýšila prognóza dynamiky dovozov. V horizonte predikcie sa uvažuje so stabilným rastom dovozov, ktorý by mal odrážať rast vývozu a oživovanie domáceho dopytu.

Na trhu práce prevládali počas celého prvého polroka negatívne tendencie. Zamestnanosť výraznejšie poklesla, čo sa mechanickým prepočtom premietne aj do celoročného čísla (-1%) za rok 2013. V 2. polroku 2013 však už nepredpokladáme ďalšie zhoršovanie, ale naopak stabilizáciu zamestnanosti na medzištvrtročnej báze. Naznačujú to očakávania zamestnávateľov vo väčšine odvetví na nasledujúce mesiace, ako aj mierny pokles mesačnej nezamestnanosti v júli a auguste. Postupne s akceleráciou ekonomiky by sa mali začať vytvárať nové pracovné miesta a očakáva sa mierny nárast zamestnanosti v rokoch 2014 a 2015. Miera nezamestnanosti však naďalej zostane na relatívne vysokých úrovniach a ku koncu horizontu predikcie sa zníži na 13 %.

Inflácia odzrkadľuje stále cyklickú pozíciu ekonomiky a stabilizáciu cien komodít ako nákladový faktor. Znižovanie inflácie je spôsobené slabým spotrebiteľským dopytom a tento faktor by mal pôsobiť ešte aj v horizonte predikcie. Klesajúce výrobné ceny a ceny dovozov sa prejavujú v nižšej inflácii priemyselných tovarov bez energií. V krátkodobom horizonte sa predpokladá pokračovanie tohto vývoja. S oživením zahraničného a domáceho dopytu by malo dôjsť aj k miernemu zrýchleniu cien priemyselných tovarov. Ceny energií by mali v celom horizonte predikcie klesať. V cenách služieb by sa mali prejavovať len nákladové faktory, keďže rast ich cien by mal byť tlmený pomalým rastom spotrebiteľského dopytu. Ceny potravín by mali rásť stabilným tempom približne 3% a mali by odrážať vývoj technických predpokladov o veľkoobchodných cenách farmárskych produktov.

- 2 Viac informácií o analytickom prístupe k hodnoteniu miery nezamestnanosti možno nájsť v boxe 1 v aktuálnej predikcii na internetovej stránke NBS (http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/PREDIK/2013/protected/P3Q-2013.pdf).
- 3 Viac informácií o pôsobení reálneho kurzu na ekonomiku Slovenska možno nájsť v boxe 2 v aktuálnej predikcii na internetovej stránke NBS (http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/PREDIK/2013/protected/P3Q-2013.pdf).
- 4 Predstavené konsolidačné opatrenia obsahovali vyšší objem, pri vypracovaní predikcie sa však uvažovalo s dopadom na reálnu ekonomiku s objemom 300 mil. €. Aktuálna predikcia očakáva prijatie ďalších opatrení (odpredaj núdzových zásob ropy, mimoriadne dividendy, príjem z digitálnej dividendy a pod., tieto opatrenia by ale nemali ovplyvniť rast ekonomiky).
- 5 Štruktúra rastu HDP je vypočítaná ako príspevky k rastu jednotlivých komponentov HDP po odrátaní ich dovozných náročností. V našom prípade sa vychádzalo z konštantnej dovoznej náročnosti jednotlivých zložiek HDP (konečná spotreba domácností 30%, vládna spotreba 7%, investície 50% a export 60%). Zvyšok dovozu bol zaradený do zmeny stavu zásob a štatistickej diskrepancie.

Graf 1 Vývoj HDP⁵ (medziročný rast v %, príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS.



V aktuálnej strednodobej prognóze sú riziká v reálnej ekonomike na rok 2013 a 2014 vyvážené. Najväčším rizikom pre nižší rast ekonomiky je vývoj zahraničného dopytu a vplyv dodatočných konsolidačných opatrení na Slovensku, ale aj v zahraničí. Tie by mohli tlmieť výraznejšie oživenie. Naopak, k vyššiemu ako predpokladanému hospodárskemu rastu by mohlo prispieť výraznejšie čerpanie fondov EÚ v ďalších rokoch (najmä rýchlejšia výstavba diaľničnej infraštruktúry). V roku 2015 sú riziká mierne nižšieho rastu HDP. Oživenie by mohli tlmieť dodatočné konsolidačné opatrenia a prípadná aktivácia dlhovej brzdy. Výhľad inflácie na rok 2013 neohrozujú výraznejšie riziká. V nasledujúcich rokoch by mohlo dôjsť k mierne vyššiemu rastu cien (najmä ceny ropy a vyššia dovezená inflácia). V roku 2015 predstavuje riziko nižšej inflácie zníženie DPH z 20 % na 19 %.

ZHRNUTIE

Ak vezmeme do úvahy predpokladaný vývoj jednotlivých komponentov HDP, rast ekonomiky v roku 2013 by mal byť založený najmä na exportnej výkonnosti. Príspevok domácej časti ekonomiky by mal byť napriek pozitívnym náznakom v 2. štvrtroku záporný. Predpoklad rastúceho zahraničného dopytu v strednodobom horizonte by mal podporiť ďalšie zvyšovanie vývozu, čo by malo predstavovať pozitívny impulz aj pre domáci dopyt. V porovnaní s predchádzajúcou predikciou sa pristúpilo z dôvodu lepšieho ako predpokladaného vývoja HDP k zvýšeniu odhadu rastu ekonomiky v tomto roku. Prognóza rastu ekonomiky v ďalších rokoch bola ovplyvnená pomalším rastom zahraničného dopytu a zakomponovaním konsolidačných opatrení.

Odbor menovej politiky NBS

I N F O R M Á C I E



Ponuka podujatí Inštitútu bankového vzdelávania NBS, n. o., na november 2013



Názov vzdelávacieho podujatia	Dátum konania
Zabezpečovanie pohľadávok v obchodných vzťahoch	4. 11. 2013
Zákon o ochrane osobných údajov	4. 11. 2013
Hodnotenie kvality interného auditu	5. 11. 2013
Platobný styk I	5. 11. 2013
Školenie ICM Target2	6. 11. 2013
Skúška sprostredkovateľov – SS	7. 11. 2013
Administrative Writing	7. – 8. 11. 2013
Skúška sprostredkovateľov – VS	8. 11. 2013
Peňažné a kapitálové trhy II	11. – 13. 11. 2013
Retail deriváty	12. 11. 2013
Finančná analýza firmy	13. – 14. 11. 2013
Skúška sprostredkovateľov – VS	14. 11. 2013
Cenné papiere I	15. 11. 2013
Rozsudky súdneho dvora EU	15. 11. 2013
Finančná matematika	18. – 19. 11. 2013
Bankovníctvo v SR II	18. – 20. 11. 2013
Aktuálne dokumenty Bazilejského výboru, EBA a ESMA	19. 11. 2013
Nákladový kontroling metódou ABC v banke – kalkulácia na produkty, zákazníkov, predajné kanály, kalkulácia ziskovosti	19. 11. 2013
Sekuritizácia	20. 11. 2013
Obchodno-právne vzťahy a platné normy medzi bankou a klientom (Právne minimum pre úverových pracovníkov)	20. – 21. 11. 2013
Skúška sprostredkovateľov – SS	21. 11. 2013
Presentation Skills	21. – 22. 11. 2013
Skúška sprostredkovateľov – VS	22. 11. 2013
SWIFT II	22. 11. 2013
Forenzný audit	26. 11. 2013
Kriminalita vo finančných službách	27. 11. 2013
Školenie APS STATUS_DFT pre používateľov	27. 11. 2013
Školenie pre správcov a operátorov IS SIPS	27. – 28. 11. 2013
Právo pre bankovú prax – 2. skupinová konzultácia	28. 11. 2013



Dominancia nominálnej konvergencie pokračuje, reálna konvergencia v EÚ stagnuje¹

Tibor Lalinský
Národná banka Slovenska

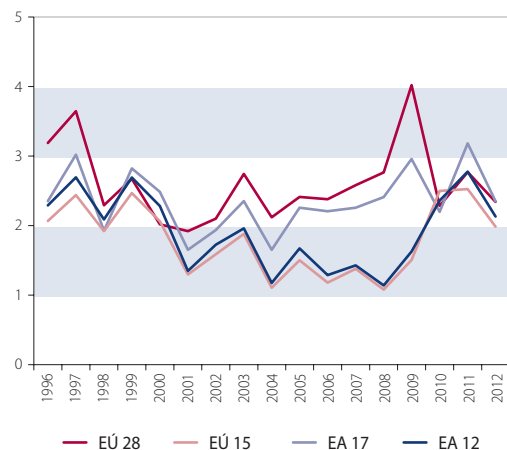
Rozdiely v dynamike krajín Európskej únie sú napriek medziročnému zmierneniu naďalej vysoké. V prostredí záporného rastu EÚ sa aj nízke tempo rastu slovenskej ekonomiky premietlo do priblíženia sa ukazovateľov domácej reálnej ekonomiky k priemeru EÚ. Odhady vývoja naznačujú, že reálna konvergencia sa dočasne zastaví. Zlepšenie situácie na trhu práce a pokrok v reálnej konvergencii Slovenska a niektorých ďalších krajín EÚ môžeme očakávať najskôr v roku 2014. Európska recesia a potreba konsolidácie verejných financií sa prejavili v medziročnom zlepšení ukazovateľov nominálnej konvergenzie. V roku 2014 by mohla väčšina sledovaných krajín hospodáriť s deficitom nižším ako 3 % HDP. Inflácia by mala tiež zotrvať na relatívne nízkych úrovniach. Dánsko, ktoré má výnimku z povinnosti zaviesť euro, však bude v roku 2014 jedinou krajinou EÚ nepatriacou do eurozóny, ktorá bude plniť všetky maastrichtské kritériá.

STAV REÁLNEJ KONVERGENCIE

Pod vplyvom neistoty súvisiacej s dlhovou krízou, konsolidáciou verejných financií a slabším zahraničným obchodom sa globálny hospodársky rast medziročne spomalil na 3,2 %. Eurozóna, rovnako aj EÚ, zaznamenali recesiu. V druhom štvrtroku 2013 dosiahla eurozóna i EÚ kladný medzištvrtročný rast. Priemerný hospodársky rast eurozóny i EÚ za rok 2013 však bude pravdepodobne naďalej záporný.

Rozdiely v raste medzi krajinami EÚ sa v roku 2012 mierne medziročne znížili, keď takmer polovica z nich upadla do recesie. Štandardná odchýlka rastu krajín EÚ a eurozóny je na úrovni dlhodobého priemeru. Rozdiely medzi pôvodnými krajinami EÚ (EÚ 15), ako aj pôvodnými krajinami eurozóny (EA 12) sú však stále výrazne vyššie ako pred krízou.

Graf 1 Štandardná odchýlka reálneho rastu HDP v EÚ a eurozóne (v %)



Zdroj: Eurostat, vlastné výpočty.

Najviac sa znížil HDP v krajinách eurozóny zasiahnutých dlhovou krízou. Výraznejšiu recesiu malo tiež Maďarsko. Česká republika a nová členská krajina Chorvátsko. Slovensko zaznamenalo ďalšie medziročné spomalenie. Napriek tomu bolo s rastom na úrovni 2,0 % štvrtou najdynamickejšou krajinou EÚ hneď po pobaltských krajinách.

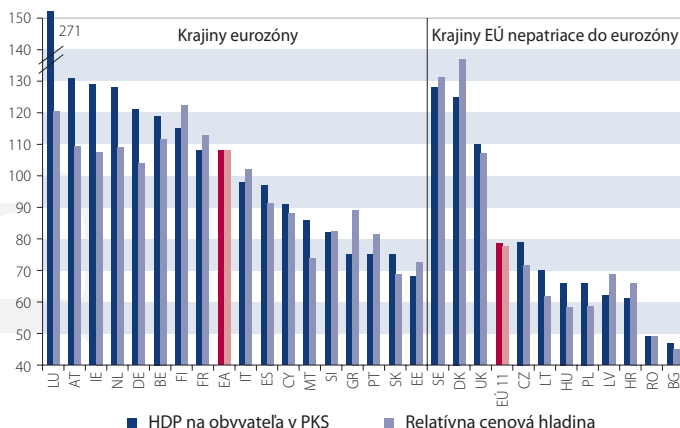
Medziročný pokles HDP EÚ sa prejavil v podobnom percentuálnom znížení zamestnanosti (o 0,5%). Na Slovensku sa rast zamestnanosti v priebehu roka spomaľoval, v priemere za rok 2012 zamestnanosť stagnovala (vzrástla iba o 0,1%). V nadväznosti na nepriaznivý vývoj zamestnanosti sme mohli v EÚ sledovať zvyšovanie priemernej miery nezamestnanosti. V roku 2012 už viac ako polovica krajín EÚ čelila nezamestnanosti nad 10 %. Rozdiely medzi krízou zasiahnutými krajinami a krajinami s najnižšou mierou nezamestnanosti sa zvýšili. Na Slovensku nezamestnanosť rástla nižším tempom ako priemer za EÚ, Slovensko však patrí medzi krajiny s najvyššou nezamestnanosťou v EÚ. Chorvátsko, ktoré zaznamenalo veľmi rýchly nárast miery nezamestnanosti, sa svojou úrovňou nezamestnanosti (18,1%) zaradilo v decembri 2012 hneď za Španielsko (26,2%) a Grécko (26,1%), ktoré čelia najvyššej nezamestnanosti v EÚ.

Priemerný rast kompenzácií na zamestnanca na Slovensku sa zvýšil a mierne prekročil rast produktivity práce. Slovensko sa radilo medzi krajiny s najvyšším rastom produktivity a stredným rastom kompenzácií na zamestnanca. Jednotkové náklady práce vzrástli o 0,1 %. V porovnaní s vývojom v ostatných krajinách EÚ ide o zanedbateľné zhoršenie nákladovej pozície Slovenska. Všetky krajiny EÚ mimo eurozóny (vrátane Chorvátska) a väčšina krajín eurozóny zaznamenali viditeľnejšie zvýšenie jednotkových nákladov práce.

¹ Príspevok sumarizuje hlavné zistenia Analýzy konvergenzie slovenskej ekonomiky k priemeru EÚ (NBS 2013) a zároveň poskytuje aktualizovaný pohľad na plnenie maastrichtských kritérií a vývoj reálnej ekonomiky.



Graf 2 Relatívna výkonnosť a cenová hladina krajín EÚ (% EÚ)



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: EA – eurozóna, EÚ 11 – členské štáty EÚ nepatriace do eurozóny.

2 Kontrast medzi výkonnosťou a relatívnou produktivitou Chorvátska však upozorňuje na zlú situáciu na trhu práce. Dobrá pozícia v oblasti produktivity je daná veľmi nízkou mierou zamestnanosti.

V súvislosti s pokračujúcim poklesom výkonnosti v krajinách poznačených dlhovou krízou sa výkonnosť Slovenska dostala na úroveň Grécka a Portugalska (75 % EÚ). Napriek poklesu relatívnej výkonnosti viacerých krajín eurozóny a obnoveniu procesu dobiehania v niektorých krajinách EÚ nepatriacich do eurozóny (na čele s Litvou a Lotyšskom) sa rozdiely v rámci EÚ výrazne nezmenili. Najvyššie HDP v parite kúpnej sily malo naďalej Luxembursko (271 % EÚ) a najnižšie Bulharsko (47 % EÚ). Podľa aktuálnych údajov za rok 2012 vstúpilo Chorvátsko do EÚ s výkonnosťou na úrovni Lotyšska (61 % verus 62 % EÚ).

Relatívna cenová hladina SR sa v roku 2012 výrazne nezmenila. Zotrvala na úrovni 69 % priemeru EÚ. Predstih výkonnosti pred cenovou hladinou sa tak medziročne zvýšil. Krajinou s najvyššou cenovou hladinou v EÚ zostáva Dánsko (137 % priemeru EÚ). Najnižšiu relatívnu cenovú úroveň má Bulharsko (45 % EÚ). Chorvátsko vstupuje do EÚ s cenovou hladinou o niečo nižšou, ako má v súčasnosti Slovensko (66 % EÚ).

Vyššia dynamika produktivity práce na Slovensku sa premietla do zmeny relatívnej produktivity

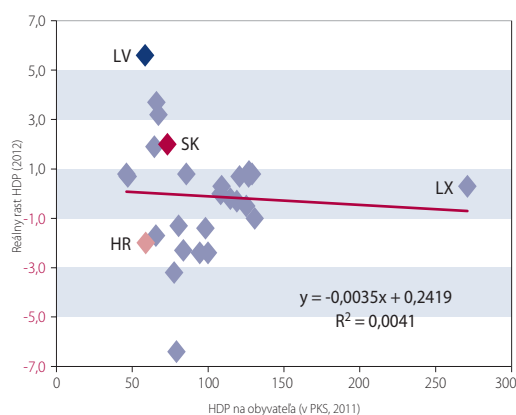
práce, ktorá sa vrátila na úroveň z roku 2010 (81 % EÚ). Slovensko sa už dlhšie obdobie delilo o 17. a 18. priečku v EÚ z hľadiska produktivity so Slovenskom. Podľa aktuálneho odhadu má Slovensko vyššiu produktivitu ako Slovinsko. Od júla 2013 doplnilo túto dvojicu krajín s produktivitou na úrovni okolo 80 % EÚ Chorvátsko.² Najvýraznejšie medziročné zlepšenie relatívnej produktivity znamenala Litva (o 7 p. b.). Relatívna produktivita sa zlepšila aj vo viacerých krajinách postihnutých dlhovou krízou (v Írsku, Grécku, Španielsku a na Cypre), kde však produktivita práce vzrástla iba vďaka rozsiahlemu prepúšťaniu zamestnancov. Z pohľadu vývoja v celej EÚ (EÚ 28) môžeme konštatovať medziročné spomalenie (beta) konvergenencie produktivity. Toto spomalenie však bolo v súvislosti so zmenami v zamestnanosti miernejšie ako v prípade konvergenencie výkonnosti.

Ukazovatele vonkajšej nerovnováhy sa v EÚ medziročne mierne zlepšili. Nízky domáci dopyt tlmil dovoz, čo sa prejavilo v zmiernení deficitov bežného účtu platobnej bilancie. Saldo bežného účtu platobnej bilancie EÚ bolo pozitívne (0,3 % HDP) a prebytok eurozóny stúpol na 1,2 % HDP (z 0,2 % HDP v roku 2011). Rozdiely medzi jednotlivými krajinami EÚ sa zmenšili. Dynamika vývozu zo Slovenska bola pod vplyvom nových výrobných kapacít v automobilovom priemysle oveľa vyššia ako dynamika dovozu tlmená klesajúcim domácim dopytom. Vďaka najvyššiemu prebytku obchodnej bilancie tovarov v histórii Slovenska (5,1 % HDP) prebytok bežného účtu platobnej bilancie dosiahol 2,3 % HDP.

VÝHLAD REÁLNEJ KONVERGENCIE

Hospodársky vývoj na Slovensku bude v nasledujúcich rokoch naďalej závisieť prevažne od zahraničného dopytu. V roku 2013 bude rast tlmený nepriaznivým domácim vývojom, reálna verejná spotreba, ako aj investície medziročne opäť poklesnú. Tempo rastu HDP Slovenska bude nízke, podľa aktuálnej prognózy NBS (P3Q-2013) na úrovni 0,9 %. Po dočasnom prepade vývozu komcom roka 2012 a jeho stagnácii začiatkom roka

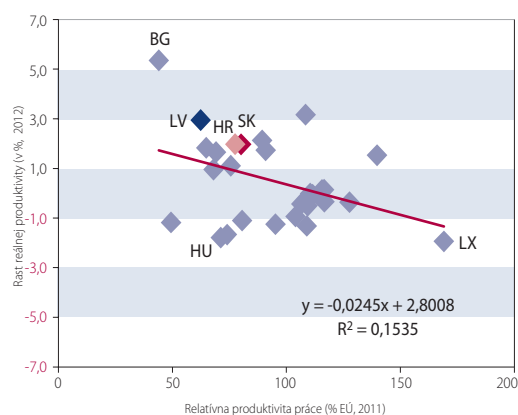
Graf 3 Konvergenca výkonnosti v EÚ v roku 2012



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Krivka nezohľadňuje výkonnosť Luxemburska.

Graf 4 Konvergenca produktivity v EÚ v roku 2012



Zdroj: Eurostat.

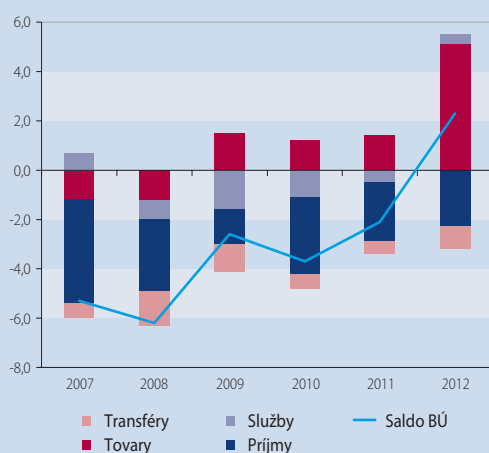


Faktory vývoja ukazovateľov vonkajšej nerovnováhy v EÚ

Zmiernenie vonkajšej nerovnováhy pozorované na základe vývoja salda bežného účtu v období po vypuknutí hospodárskej krízy neprebiehalo vo všetkých krajinách rovnako. Z pohľadu vývoja slovenského zahraničného obchodu môžeme nadobudnúť dojem, že miernejšie deficity a slabšie prebytky bežného účtu sú výlučne dôsledkom vývoja obchodu s tovarmi. Ako potvrdzujú nasledujúce dva grafy, kladné saldo

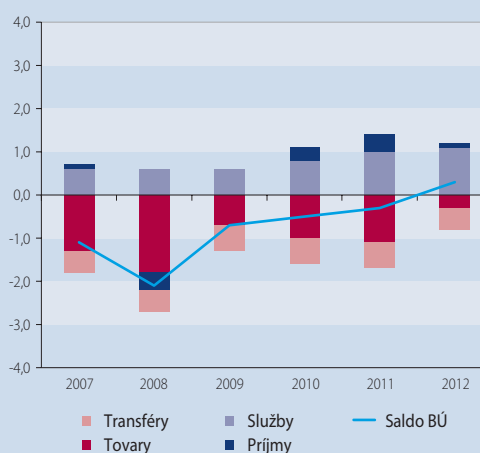
klese deficitu obchodnej bilancie EÚ zohralo Taliansko, Španielsko a Nemecko.* Všetky tri krajiny vyviezli o 3,7% až 4,2% viac tovarov ako pred rokom, ich vývoz rástol o niečo rýchlejšie ako priemer za EÚ (3,2%). Taliansko, na rozdiel od Nemecka alebo Slovenska, zaznamenalo prebytok obchodnej bilancie prevažne vďaka medziročnému poklesu dovozu (o 5,4%). Nižší dovoz bol dôležitým faktorom aj zmiernenia

Graf A Vývoj salda bežného účtu platobnej bilancie a jeho zložiek v SR



Zdroj: Eurostat.
Poznámka: Saldo bežného účtu v % HDP voči zvyšku sveta.

Graf B Vývoj salda bežného účtu platobnej bilancie a jeho zložiek v EÚ



Zdroj: Eurostat.
Poznámka: Saldo bežného účtu v % HDP voči krajinám mimo EÚ. Suma celkových súčtov krajín EÚ vykazuje rovnaký trend, avšak so skorším uzavretím deficitu.

zaznamenané na Slovensku bolo výsledkom výrazne vyššieho prebytku obchodnej bilancie. To však neplatí pre EÚ ako celok. Tu je potrebné rozlišovať medzi statickým a dynamickým pohľadom na bežný účet platobnej bilancie. Vidíme, že saldo bežného účtu platobnej bilancie EÚ sa síce zmenilo zo záporného na kladné v súvislosti s medziročným poklesom deficitu obchodnej bilancie, prebytok však bol tvorený prebytkom bilancie služieb.

Nemecko, náš najvýznamnejší obchodný partner, malo počas celého obdobia od roku 2007 kladné saldo, ktoré tvoril vysoký prebytok obchodnej bilancie a prebytok bilancie príjmov. Česká republika síce zaznamenala v roku 2012 nárast prebytku obchodnej bilancie, nie však v takej miere ako Slovensko. V rokoch 2007 až 2012 vykazovala ČR relatívne stabilný deficit bežného účtu, najmä v dôsledku vysokých deficitov príjmového účtu.

Príspevok Slovenska ku kladnému saldu bežného účtu EÚ bol vzhľadom na veľkosť našej ekonomiky nízky. Rozhodujúcu úlohu pri po-

deficitu obchodnej bilancie Španielska. To naznačuje, že ku zmierneniu ukazovateľov vonkajšej nerovnováhy nedochádza v súvislosti so zmenami konkurencieschopnosti, ale skôr pre nízky domáci dopyt.

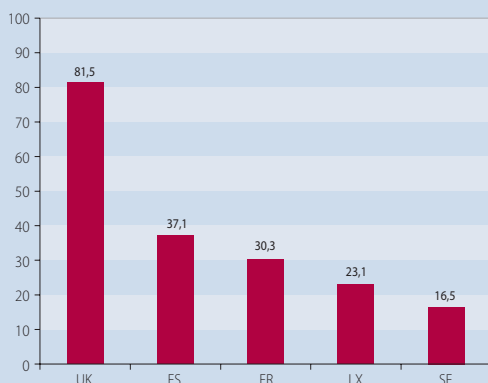
Čo sa týka prebytku bežného účtu platobnej bilancie EÚ, podieľal sa na ňom najmä prebytok bilancie služieb, ktorý postupne rastie. Otázkou zostáva, kto a voči komu ho tvorí. Najväčší prebytok spomedzi krajín EÚ (v hodnotovom vyjadrení) vytvorili v roku 2012 Spojené kráľovstvo, Španielsko a Francúzsko. Tieto krajiny dlhodobo vykazujú kladné saldo bilancie služieb. Na rozdiel od bilancie tovarov, ktorá je záporná vo väčšine krajín EÚ, zápornú bilanciu služieb vykázalo v roku 2012 iba Fínsko a Nemecko. Najvyššiu bilanciu v pomere k HDP malo Luxembursko, Malta a Cyprus.

Celkový objem vývozu služieb krajín EÚ mimo Únie neustále rastie a v roku 2012 prekročil 80% vývozu v rámci Únie. Saldo obchodu so službami mimo EÚ je však dlhodobo vyššie ako saldo obchodu so službami v rámci EÚ. Majo-

* Taliansko prešlo zo záporného na kladné saldo, deficit Španielska klesol takmer na polovicu a Nemecko zaznamenalo nárast prebytku obchodnej bilancie o viac ako 15 %.

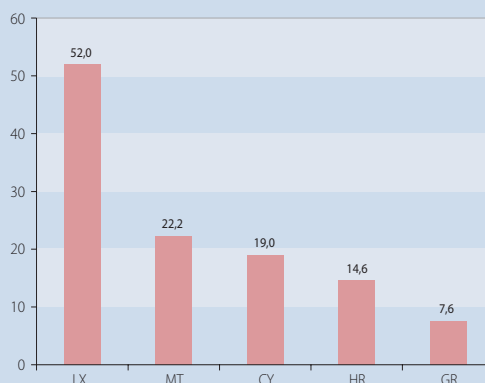


Graf C Krajiny EÚ s najvyšším saldom bilancie služieb (v mld. EUR)



Zdroj: Eurostat.

Graf D Krajiny EÚ s najvyšším saldom bilancie služieb (v % HDP)



Zdroj: Eurostat.

ritný podiel na tomto výsledku majú Spojené kráľovstvo a Francúzsko, ktoré spolu tvoria viac ako 60% prebytku EÚ voči krajinám mimo Únie. Obchod s krajinami mimo EÚ je hlavným zdrojom prebytku bilancie služieb väčšiny krajín

EÚ. Významnými výnimkami sú Španielsko, Luxembursko, Malta a Chorvátsko, ktorých vývoz služieb v rámci Únie výrazne (2 až 3,5 násobne) prevyšuje vývoz služieb mimo Únie.

3 V prípade naplnenia sa veľmi nepriaznivého výhľadu vývoja HDP Cypru sa môže jeho relatívna výkonnosť znížiť zo súčasných 91 % EÚ až na úroveň 77 % EÚ. Pritom ešte v roku 2009 dosahoval Cyprus výkonnosť rovnajúcu sa priemeru EÚ.

4 Komisia predpokladá stagnáciu, aktuálna strednodobá prognóza NBS ráta s poklesom o 1 %.

5 Vychádzajúc z výhľadu EK pre HICP by sa relatívna cenová hladina SR mohla zvýšiť na 69,0 % EÚ v roku 2014 (zo súčasných 68,7 % EÚ). Aktuálna predikcia NBS uvažuje s ešte nižšou domácou infláciou, ktorá by sa mohla prejaviť v zápornom inflačnom diferenciáli voči priemeru EÚ a v čiastočnom poklese relatívnej cenovej hladiny SR (na 68,6 % EÚ).

2013 by sa mal rast zahraničného dopytu podľa aktuálnej predikcie NBS postupne obnoviť a výraznejšie akcelerovať v nasledujúcich rokoch. V rokoch 2014 a 2015 by už mal okrem čistého exportu prispievať k rastu aj domáci dopyt. Za predpokladu naplnenia predikcie NBS sa hospodársky rast Slovenska zrýchli na 2,1 % v roku 2014 a na 3,2 % v roku 2015.

Európska komisia (2013a) odhaduje mierne vyššiu dynamiku vývoja HDP na Slovensku (1,0 %) v roku 2013. Napriek tomu Slovensko nebude dočasne patriť medzi najdynamickejšie krajiny EÚ. Popri pobaltských krajinách, ktoré by mali rásť tempom prevyšujúcim 3%, aj ďalších päť krajín EÚ (vrátane Írska a Malty) bude pravdepodobne rásť rýchlejšie ako Slovensko. Za predpokladu naplnenia odhadov EK bude už v roku 2014 Slovensko (s tempo rastu 2,8%) opäť štvrtou najrýchlejšie rastúcou krajinou EÚ po pobaltských krajinách a tretou najrýchlejšie rastúcou krajinou eurozóny (po Estónsku a Lotyšsku). Hospodárske oživenie predpokladá EK aj v ostatných krajinách EÚ (vrátane Chorvátska). Kladné tempo rastu HDP by mali zaznamenať všetky krajiny okrem Cypru (-3,9%) a Slovinska (-0,1%).

Diferenciál rastu Slovenska voči priemeru EÚ sa v roku 2013 zníži pod jeden percentuálny bod, čo pri mierne vyššom domácom raste cien môže znamenať dočasné zastavenie približovania sa relatívnej výkonnosti slovenskej ekonomiky k priemeru EÚ. V nasledujúcich rokoch by sa mal rozdiel medzi rastom HDP na Slovensku a priemerným rastom v EÚ zvyšovať, čo vytvorí predpoklady na opätovné oživenie konvergencie výkonnosti. Podľa EK by relatívna výkonnosť Slovenska mohla v roku 2014 prekročiť 77% HDP a dostať sa nielen

nad úroveň Grécka a Portugalska, ale aj Cypru.³ Vo všeobecnosti však nemožno v EÚ očakávať citeľné obnovenie beta konvergencie v roku 2014.

Ďalšie spomalenie hospodárskeho rastu v roku 2013 sa prejaví v poklese, prípadne stagnácii zamestnanosti a miernom raste miery nezamestnanosti na Slovensku.⁴ Priemerná zamestnanosť v EÚ bude naďalej klesať, rozdiely medzi krajinami by sa však mohli zmierniť.

V roku 2013 by mala podľa predikcie EK (2013) miera nezamestnanosti vo väčšine krajín EÚ dosiahnuť vrchol a v roku 2014 by sa mohla aspoň čiastočne znížiť. Na Slovensku môžeme na základe aktuálnych predikcií očakávať v nasledujúcom roku miernu korekciu miery nezamestnanosti. V roku 2014 bude však SR stále patriť medzi krajiny EÚ s najvyššou nezamestnanosťou.

V prostredí slabého rastu HDP a poklesu zamestnanosti sa rast produktivity práce na Slovensku v roku 2013 nepatrne zmierni (na 1,8% podľa aktuálnej predikcie NBS). Pri predpokladanom vyššom medziročnom náraste kompenzácií na zamestnanca sa jednotkové náklady zvýšia viac ako v roku 2012 (o 1% podľa NBS a 0,7% podľa EK). Podobným tempom budú pravdepodobne rásť aj v roku 2014 a 2015. V porovnaní s vývojom v eurozóne pôjde o priemerný a na úrovni celej EÚ o podpriemerný rast nákladov práce.

Za predpokladu naplnenia aktuálnych predpokladov o cenovom vývoji v EÚ si Slovensko udrží súčasnú úroveň relatívnej cenovej hladiny.⁵ Lotyšsko vstúpi do eurozóny v roku 2014 s takmer identickou relatívnou cenovou hladinou, ako bude mať Slovensko. V súvislosti s predpokladanými slabými inflačnými tlakmi v celej EÚ nemožno očakávať zásadné zmeny vo vývoji cenovej hladiny krajín EÚ.



Tab. 1 Výhľad hlavných ukazovateľov reálnej konvergencie SR

	2013	2014	2015
Hrubý domáci produkt na obyvateľa v PKS (% EÚ)	76,2 (76,3)	76,8 (77,3)	77,9
Porovnateľná cenová hladina (% EÚ)	68,6	68,5	68,6
Relatívna produktivita práce (% EÚ)	82,5	83,2	84,7

Zdroj: NBS, EK, MMF, vlastné výpočty.

Poznámka: V zátvorke je predikcia EK. Odhad vývoja výkonnosti vychádza z očakávaného diferenciálu reálneho rastu v SR a v EÚ. Odhad vývoja relatívnej cenovej hladiny je založený na diferenciáli HICP a odhad vývoja relatívnej produktivity práce vychádza z očakávaného diferenciálu rastu produktivity práce. Očakávaný rast HDP, cien i produktivity na Slovensku je prevzatý zo Strednodobej predikcie NBS P3Q-2013. Očakávaný vývoj HDP, inflácie a produktivity v EÚ na roky 2013 a 2014 pochádza z jarnej prognózy EK (2013) a na rok 2015 z výhľadu MMF (2013).

Grécko a ďalšie krízou postihnuté krajiny zaznamenávajú v súvislosti s pokračujúcim negatívnym hospodárskym vývojom aj pokles relatívnej produktivity práce. Slovensko by malo aj pri miernejšom medziročnom raste produktivity práce patriť medzi krajiny EÚ s dynamickejším vývojom produktivity práce.

Podľa aktuálnej predikcie EK by v horizonte do roku 2014 mohlo dôjsť k ďalšiemu zmierneniu deficitov krajín hospodáriacich so záporným saldom bežného účtu platobnej bilancie.

Čo sa týka aktuálneho výhľadu hospodárskeho rastu na roky 2013 a 2014, stále prevládajú riziká nižšieho rastu z titulu konsolidáčných opatrení, neistoty spojenej s vývojom dlhovej krízy a s tým súvisiacim prevládajúcim sklonom k úsporám a nižším zahraničným dopytom. Do veľkej miery to platí nielen pre Slovensko, ale aj pre ostatné krajiny EÚ. Pritom vývoj v EÚ bude silne závislý od ďalšieho vývoja budovania tzv. skutočnej hospodárskej a menovej únie a implementácie štruktúrnych reforiem v problémových krajinách.

STAV NOMINÁLNEJ KONVERGENCIE

V druhej polovici roka 2012 sa medziročný rast spotrebiteľských cien na Slovensku stupňoval, v októbri dosiahol 3,9 %. Následne sme boli svedkami rýchleho spomalenia inflácie najmä v dôsledku zníženia cien energií a spomalenia rastu administratívnych cien. Napriek tomu v auguste 2013 bol dvanásťmesačný priemer medziročnej inflácie stále vyšší ako priemer troch krajín EÚ s najnižšou infláciou. Klesajúci trend prevládal vo väčšine krajín EÚ. V auguste 2013 dosahovala inflácia v prevažujúcej časti krajín EÚ (17 z 28 krajín) úroveň nižšiu ako referenčná hodnota.⁶

Vývoj na finančných trhoch sa pod vplyvom zásahov ECB stabilizoval, najmä v nadväznosti na ohlásenie nového programu nákupu dlhopisov. Dlhodobé úrokové sadzby krajín EÚ od leta 2012 postupne klesali. Rozdiely vo vývoji dlhodobej úrokovej miery medzi jednotlivými krajinami EÚ sa značne zmiernili. Napriek tomu Slovensko, Cyprus, Grécko, Portugalsko, Maďarsko a Rumunsko by v auguste 2013 neplnili úrokové kritérium.

Priemerný deficit verejných financií v Európskej únii sa v roku 2012 opäť o niečo priblížil k 3 % HDP. Viacerým krajinám EÚ sa podarilo podľa dostupných údajov za rok 2012 splniť termín odstránenia nadmerného deficitu. Na základe toho sa voči

nim prestal uplatňovať postup pri nadmernom deficite.⁷ Celkový počet krajín EÚ s nadmerným deficitom sa znížil na šesť. Priemerná bilancia EÚ však bola naďalej nadmerne negatívna (-4 % HDP).

Slovensko patrilo medzi krajiny, ktoré pokračovali v znižovaní deficitu. Naďalej však vykazovalo nadmerný deficit. Podľa predbežných údajov prezentovaných Eurostatom sa deficit verejných financií v roku 2012 znížil o 0,8 p. b. (na 4,3 % HDP).

Pretrvávajúce deficitné hospodárenie krajín EÚ sa prejavuje vo vyššom verejnom dlhu. Priemerná zadlženosť EÚ stúpila na 85 % HDP a priemerná zadlženosť eurozóny prekročila 90 % HDP. Relatívne vysoké zvýšenie dlhovej úrovne zaznamenalo aj Slovensko. Stále síce patrí medzi menšinu krajín eurozóny s dlhom nižším ako 60 % HDP, pomer dlhu k HDP však prekročil 50 % a dostal sa nad prvú hranicu definovanú domácim ústavným zákonom o rozpočtovej zodpovednosti.

Volatilita kurzov mien krajín EÚ nepatriacich do eurozóny sa zmiernila. Najpremenlivejší bol už tradične vývoj maďarského forintu. Väčšiu volatilitu vykazoval aj kurz britskej libry a poľského zlotého. Desaťdňový priemer kurzu žiadnej z krajín EÚ nepatriacich do eurozóny však neprekročil hranicu $\pm 15\%$ od svojho dvojročného priemeru.

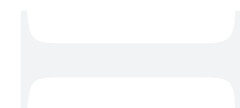
V auguste 2013 by iba Luxembursko ako jediná krajina eurozóny plnilo všetky maastrichtské kritériá pre zavedenie eura. V rámci krajín EÚ nepatriacich do eurozóny to bolo iba Lotyšsko, ktorého pripravenosť na zavedenie spoločnej meny nedávno potvrdili konvergenčné správy ECB a EK a v roku 2014 zavedie euro.

VÝHĽAD NOMINÁLNEJ KONVERGENCIE

Spomaľovanie rastu spotrebiteľských cien v eurozóne by malo počas roka 2013 pokračovať. Komisia (2013a) očakáva, že inflácia v eurozóne sa bude pohybovať výrazne pod 2 %. V priemere za rok 2013 klesne na 1,6 % a v roku 2014 dosiahne hodnotu 1,5 %. Priemerná inflácia v EÚ bude v oboch rokoch o 0,2 p. b. vyššia ako v eurozóne. Rozdiely v inflácii medzi krajinami EÚ by sa mali v roku 2014 znížiť a hodnoty medziročnej inflácie jednotlivých krajín by sa mali udržať medzi -0,4 % a 3,1 %. Slovensko by malo podľa EK mať infláciu na úrovni 1,9 % v roku 2013 a 2,0 % v roku 2014. Priemerná hodnota medziročnej inflácie by mala byť nižšia ako referenčná hodnota a Sloven-

6 V súlade s postupom uplatňovaným v konvergenčných správach ECB a EK sme do výpočtu referenčnej hodnoty zaradili Švédsko, Lotyšsko a Írsko. Vývoj v Grécku sa pri výpočte referenčnej hodnoty nebral do úvahy, lebo miera inflácie tam v referenčnom období bola oveľa nižšia ako v ostatných členských štátoch a nízka inflácia v tejto krajine vyplývala z výnimočných faktorov (pretrvávajúcej hlbokjej recesie a neobyčajne veľkej zápornej produkčnej medzery.)

7 Ide o Litvu, Lotyšsko, Maďarsko, Rumunsko a Taliansko. Litve bola v súvislosti s nákladmi na dôchodkovú reformu uznaná korekcia nadmerného deficitu aj napriek tomu, že celkový deficit prekročil 3 % HDP.





Tab. 2 Stav a výhľad plnenia maastrichtských kritérií v členských krajinách EÚ

Krajina	Inflácia (%)			Deficit verejnej správy (% HDP)			Dlh verejnej správy (% HDP)			Úroky (%)	Kurz (% ERM)
	Aug 2013	2013	2014	Aug 2013	2013	2014	Aug 2013	2013	2014	Aug 2013	Aug 2013
Rakúsko	2,5	2,0	1,8	-2,5	-2,2	-1,8	73,4	73,8	73,7	1,9	euro
Belgicko	1,7	1,3	1,6	-3,9	-2,9	-3,1	99,6	101,4	102,1	2,3	euro
Cyprus	1,3	1,0	1,2	-6,3	-6,5	-8,4	85,8	109,5	124,0	6,8	euro
Estónsko	3,8	3,6	3,1	-0,3	-0,3	0,2	10,1	10,2	9,6	-	euro
Fínsko	2,7	2,4	2,2	-1,9	-1,8	-1,5	53,0	56,2	57,7	1,8	euro
Francúzsko	1,3	1,2	1,7	-4,8	-3,9	-4,2	90,2	94,0	96,2	2,1	euro
Nemecko	1,8	1,8	1,6	0,2	-0,2	0,0	81,9	81,1	78,6	1,4	euro
Grécko	-0,1	-0,8	-0,4	-10,0	-3,8	-2,6	156,9	175,2	175,0	12,8	euro
Írsko	1,1	1,3	1,3	-7,6	-7,5	-4,3	117,6	123,3	119,5	4,2	euro
Taliansko	2,0	1,6	1,5	-3,0	-2,9	-2,5	127,0	131,4	132,2	4,5	euro
Luxembursko	2,2	1,9	1,7	-0,8	-0,2	-0,4	20,8	23,4	25,2	1,6	euro
Malta	1,8	1,9	1,9	-3,3	-3,7	-3,6	72,1	73,9	74,9	3,6	euro
Holandsko	3,1	2,8	1,5	-4,1	-3,6	-3,6	71,2	74,6	75,8	1,8	euro
Portugalsko	1,2	0,7	1,0	-6,4	-5,5	-4,0	123,6	123,0	124,3	6,9	euro
Slovensko	2,5	1,9	2,0	-4,3	-3,0	-3,1	52,1	54,6	56,7	3,5	euro
Slovinsko	2,6	2,2	1,4	-4,0	-5,3	-4,9	54,1	61,0	66,5	5,7	euro
Španielsko	2,5	1,5	0,8	-10,6	-6,5	-7,0	84,2	91,3	96,8	5,0	euro
Bulharsko	1,7	2,0	2,6	-0,8	-1,3	-1,3	18,5	17,9	20,3	3,4	0,0/0,0
Chorvátsko	3,5	3,1	2,0	-3,8	-4,7	-5,4	53,7	57,9	62,5	4,7	-1,1/1,6
Česká republika	2,0	1,9	1,2	-4,4	-4,4	-3,0	45,8	48,3	50,1	2,1	-2,8/4,2
Dánsko	1,1	1,1	1,6	-4,0	-4,0	-2,7	45,8	45,0	46,4	1,5	0,0/0,4
Maďarsko	3,3	2,6	3,1	-1,9	-1,9	-3,3	79,2	79,7	78,9	6,3	-7,7/7,0
Lotyšsko	0,7	1,4	2,1	-1,2	-1,2	-0,9	40,7	43,2	40,1	3,3	-0,9/1,0
Litva	2,0	2,1	2,7	-3,2	-3,2	-2,4	40,7	40,1	39,4	3,9	0,0/0,0
Poľsko	1,6	1,4	2,0	-3,9	-3,9	-4,1	55,6	57,5	58,9	4,0	-6,8/3,5
Rumunsko	4,4	4,3	3,1	-2,9	-2,9	-2,4	37,8	38,6	38,5	5,9	-4,4/4,0
Švédsko	0,7	0,9	1,4	-0,5	-0,5	-0,4	38,2	40,7	39,0	1,8	-5,5/5,6
Spojené kráľovstvo	2,7	2,8	2,5	-6,3	-6,3	-6,3	90,0	95,5	98,7	1,8	-5,7/6,2
Referenčná hodnota	2,3	2,4	2,5	3,0	3,0	3,0	60,0	60,0	60,0	5,1	± 15%

Zdroj: Eurostat, Európska komisia a vlastné výpočty.

Poznámka: Zelenou farbu sú vyznačené hodnoty v súlade s plnením daného kritéria. Hodnota volatility výmenného kurzu voči euru zodpovedá výkyvom 10-dňového priemeru denného kurzu voči dlhodobému priemeru za september 2011 až august 2013 (okrem Litvy, Lotyšska a Dánska, ktorých meny sú zapojené do ERM II a majú stanovenú centrálnu paritu).

ska by malo aj v nasledujúcom roku plniť inflačné kritérium. Aktuálna strednodobá predikcia NBS (2013a) predpokladá nižšiu domácu infláciu (na úrovni 1,6%). K dvom percentám by sa mala priblížiť až v roku 2015.

Prevládajúci klesajúci trend vývoja dlhodobých úrokových sadzieb v EÚ naznačuje zníženie dvanásťmesačného priemeru v nasledujúcich mesiacoch. Berúc do úvahy skutočnosť, že aktuálne výnosy dlhopisov Španielska a Slovinska boli v máji 2013 nižšie ako referenčná hodnota, v prípade pokračujúcej stabilizácie finančnej situácie môže dôjsť k poklesu ich dvanásťmesačného priemeru pod referenčnú hodnotu a k splneniu úrokového

kritéria. Úrokové miery krajín EÚ nepatriacich do eurozóny sú (s výnimkou Rumunska a Maďarska) výrazne nižšie ako referenčná úroveň a aktuálny trend nenaznačuje ich zvyšovanie.

Podľa aktuálnej predikcie EK (2013) by sa priemerný fiškálny deficit eurozóny mal v roku 2013 znížiť pod 3% HDP. Ďalšie mierne zníženie deficitu (z 2,9 na 2,8% HDP) by mohlo nastať aj v roku 2014. Desať z osemnástich krajín eurozóny však bude pravdepodobne naďalej prekračovať hranicu nadmerného deficitu. Slovensko môže podľa Komisie dosiahnuť v roku 2013 deficit na úrovni 3% HDP, ktorý sa bez prijatia dodatočných opatrení môže v nasledujúcom roku zvýšiť.



Pretrvávajúce deficitné hospodárenie v kombinácii s miernym hospodárskym rastom sa podpíše pod ďalší nárast pomeru dlhu k HDP eurozóny. Priemerná zadlženosť EÚ prekročí 90% HDP a priemerný verejný dlh krajín eurozóny stúpne na 96% HDP v roku 2014. Skupina krajín vykazujúcich nadmerný dlh sa rozšíri o Slovensko a Chorvátsko, kde dlh vzrastie na 66% HDP a 62,5% HDP. V prípade naplnenia prognózy EK sa slovenský verejný dlh zvýši na 56,7% HDP. V zmysle zákona o rozpočtovej zodpovednosti to bude znamenať prekročenie limitu vo výške 55% HDP a povinnosť viazať výdavky verejného rozpočtu.

Aktuálny vývoj výmenných kurzov krajín EÚ nepatriacich do eurozóny neindikuje výraznejší nárast volatility. Očakávané zlepšenie vonkajšieho prostredia by mohlo prispieť k stabilite kurzov mien týchto krajín.

Na základe uvedených záverov vychádzajúcich z aktuálnych predikcií a vyplývajúcich z odhadov referenčných hodnôt má najväčšiu šancu spomedzi krajín EÚ nepatriacich do eurozóny splniť všetky maastrichtské kritériá v horizonte najbližších dvoch rokov iba Dánsko. Litva, ktorej mena je zapojená do mechanizmu výmenných kurzov a mohla by teda splniť aj kurzové kritérium, bude mať v roku 2014 pravdepodobne infláciu prekračujúcu referenčnú hodnotu. Švédsko a Česká republika, ktoré by mali plniť fiškálne a inflačné kritérium, nie sú zatiaľ zapojené do mechanizmu výmenných kurzov.

ZÁVER

V prostredí spomaľujúceho sa globálneho hospodárskeho rastu a recesie prevládajúcej v Európskej únii zaznamenalo Slovensko ďalšie medziročné spomalenie svojho rastu. Napriek tomu bolo štvrtou najdynamickejšou krajinou EÚ hneď po pobaltských krajinách. V roku 2012 už viac ako polovica krajín EÚ čelila nezamestnanosti nad 10%. Na Slovensku nezamestnanosť rástla nižším tempom, ako je priemer za EÚ, Slovensko však patrilo medzi krajiny s najvyššou nezamestnanosťou v EÚ. Jednotkové náklady práce na Slovensku nepatrne vzrástli. Všetky krajiny EÚ nepatriace do eurozóny a väčšina krajín eurozóny zaznamenali viditeľnejšie zvýšenie jednotkových nákladov práce. Nízky domáci dopyt tlmil dovoz, čo sa prejavilo v zmiernení deficitov bežného účtu platobnej bilancie krajín EÚ. Vďaka najvyššiemu prebytku obchodnej bilancie tovarov v histórii saldo bežného účtu platobnej bilancie Slovenska dosiah-

lo kladnú hodnotu. V súvislosti s pokračujúcim nepriaznivým vývojom v krajinách poznačených dlhovou krízou sa relatívna výkonnosť Slovenska dostala na úroveň Grécka a Portugalska. Relatívna cenová hladina Slovenska zotrvala na rovnakej úrovni ako pred rokom. Predstih našej výkonnosti pred cenovou hladinou sa tak medziročne zvýšil.

V roku 2013 bude HDP Slovenska rásť iba veľmi miernym tempom. V nasledujúcich rokoch by sa mal rast zrýchľovať. V tejto súvislosti môžeme očakávať najprv dočasné zastavenie dobiehania priemeru EÚ a neskôr mierne oživenie reálnej konvergencie. Ani v roku 2015 však pravdepodobne nedosiahne tempo dobiehania úroveň svojho dlhodobého priemeru. Citelné obnovenie predkrízových temp beta konvergencie však nemožno v strednodobom horizonte očakávať ani v iných krajinách EÚ. Miera nezamestnanosti by mala v roku 2013 vo väčšine krajín EÚ dosiahnuť svoj vrchol a v roku 2014 by sa mohla aspoň čiastočne znížiť. Na Slovensku bude situácia na trhu práce aj v roku 2014 stále výrazne horšia ako pred krízou.

Z pohľadu vývoja ukazovateľov nominálnej konvergencie môžeme konštatovať, že viacerým krajinám EÚ sa podarilo splniť termín odstránenia nadmerného deficitu. Priemerná bilancia EÚ však bola naďalej veľmi negatívna. Slovensko vykázalo nadmerný deficit vo výške 4,3% HDP. Rast spotrebiteľských cien sa spomalil. Inflačný diferenciel medzi Slovenskom a priemerom EÚ sa znížil. V auguste 2013 by však Slovensko neplnilo ani inflačné kritérium. Všetky štyri maastrichtské kritériá plnilo iba Luxembursko a Lotyšsko.

Podľa aktuálnej predikcie EK (2013) by sa priemerný fiškálny deficit eurozóny mal v roku 2013 znížiť pod 3% HDP. Podľa EK dosiahne Slovensko v roku 2013 deficit na úrovni 3% HDP, no bez prijatia dodatočných opatrení deficit v nasledujúcom roku opäť stúpne. Pretrvávajúce deficitné hospodárenie v kombinácii s miernym hospodárskym rastom sa podpíše pod ďalší nárast pomeru dlhu k HDP eurozóny, ako aj EÚ. Dlž SR sa udrží pod hranicou nadmerného dlhu, prekročí však pravdepodobne ďalší z domácich limitov a vláda bude musieť prikrčiť k viazaniu výdavkov. Inflácia by sa mala naďalej pohybovať na relatívne nízkych úrovniach a Slovensko by malo v roku 2014 plniť inflačné kritérium. Vychádzajúc z aktuálneho výhľadu iba Dánsko, ako jediné spomedzi krajín EÚ nepatriacich do eurozóny, má šancu splniť všetky maastrichtské kritériá v horizonte najbližších dvoch rokov.

Literatúra

1. NBS (2013): Analýza konvergencie slovenskej ekonomiky k priemeru EÚ, Národná banka Slovenska.
2. EK (2013): European Economic Forecast – Spring 2013, European Economy 1/2013, Európska komisia.
3. MMF (2013): World Economic Outlook April 2013, Hopes, Realities, Risks. Medzinárodný menový fond.
4. NBS (2013a): Strednodobá predikcia (P3Q-2013), september 2013, Národná banka Slovenska.



Hodnotenie dlhodobých záruk v poistnom sektore¹ SR

2. časť

Andrea Gondová, Zuzana Kardošová
Národná banka Slovenska

Na základe požiadavky Európskej komisie prebiehalo v prvej polovici roka 2013 v členských štátoch Európskej únie testovanie vplyvu navrhovaných zmien v regulácii poistného sektora najmä na produkty s dlhodobou zárukou a tiež na anuitné produkty neživotného poistenia. Dopadová štúdia pozostávala z dvoch častí, z kvantitatívneho výpočtu kapitálovej požiadavky na solventnosť poisťovní a kvalitatívneho dotazníka týkajúceho sa navrhovaných zmien v regulácii. V rámci výpočtu bolo potrebné vypočítať technické rezervy s použitím 13 rôznych scenárov. V predchádzajúcom čísle sme sa zaoberali vyhodnotením údajov zúčastnených poisťovní, licencovaných na Slovensku, konkrétne analýzou vplyvu scenárov 0 až 3. Druhá časť článku sa zaoberá analýzou scenárov 4 až 6.

1 Long-Term Guarantees Assessment (ďalej len LTGA).

EXTRAPOLÁCIA

Niektoré záväzky poisťovní môžu mať dlhšiu dobu splatnosti ako aktíva dostupné na finančných trhoch, z ktorých sa určuje úroková sadzba používaná na trhové ocenenie technických rezerv. Extrapolácia je metóda na určenie bezrizikovej úrokovej sadzby pre také splatnosti, ktoré nie sú dostatočné trhové údaje, resp. nie sú dostupné údaje z trhu, ktorý by spĺňal podmienku stanovenu reguláciou na „active, deep, liquid, transparent market“. Posledný bod výnosovej krivky, pre ktorý sú dostupné údaje, resp. bod, pre ktorý sú splnené požiadavky regulácie, sa nazýva *Last Liquid Point* (ďalej len „LLP“) a posledný bod výnosovej krivky, ku ktorej sa od LLP výnosová krivka extrapoluje, sa nazýva *Ultimate Forward Rate* (ďalej len „UFR“).

V LTGA sa testovali tri rôzne situácie:

- extrapolácia s LLP 30 rokov a dĺžkou doby konvergenencie 40 rokov (scenár 0),

- extrapolácia s LLP 20 rokov a dĺžkou doby konvergenencie 40 rokov (scenár 5) a
- extrapolácia s LLP 20 rokov a dĺžkou doby konvergenencie 10 rokov (všetky ostatné scenáre).

Je problematické vyhodnotiť jednotlivé typy extrapolácie, keďže sa netestovali samostatne bez ostatných opatrení pre dlhodobé garancie (*long-term guarantees*, ďalej len „LTG opatrenia“). Preto sme vyhodnocovali len vplyv dĺžky konvergenencie v scenári 5 v porovnaní so scenárom 1, keďže ostatné LTG opatrenia boli v scenári 5 a v scenári 1 zhodné. V scenári 5 došlo k poklesu technických rezerv oproti technickým rezervám v scenári 1 v priemere o 0,4 % (graf 1). Nedošlo ani k významnej zmene váženého priemeru marže solventnosti pre kapitálovú požiadavku na solventnosť (ďalej len „SCR“), keďže jej nárast bol len 1,65 %. Zmena dĺžky konvergenencie významne neovplyvnila výsledky na slovenskom poistnom trhu.

EIOPA odporúčala vo svojej správe pre Európsku komisiu dlhšie obdobie konvergenencie, napr. 40 rokov, pretože rapidná a krátka konvergenca vedie k vyššej diskontnej sadzbe pre obdobia za LLP, čo nie je veľmi obozretné z pohľadu regulácie a ochrany spotrebiteľa, keďže už dlhší čas pretrvávajú na finančných trhoch obdobia nízkych výnosov a použitie vyšších diskontných sadzieb preto nie je vhodné.

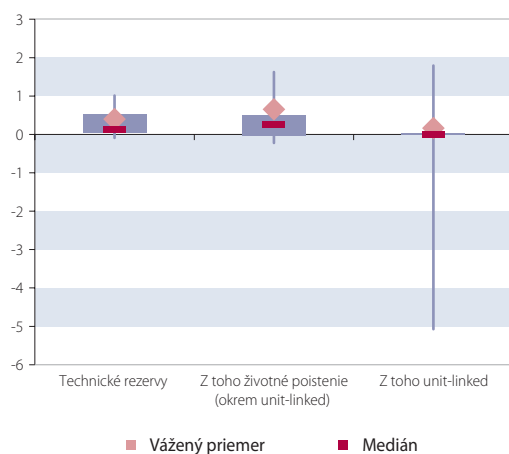
MATCHING ADJUSTMENT (ŠTANDARDNÁ VERZIA) – ČLÁNOK 77c

Matching adjustment je úprava, ktorá je špecifická pre každú poisťovňu a závisí od zloženia jej portfólia aktív a podmienok zmlúv. Tento nástroj predstavoval paralelný posun celej základnej bezrizikovej výnosovej krivky pri použití ostatných LTG opatrení.

Použitie štandardnej verzie *matching adjustment* bolo podmienené splnením zadaných podmienok. Napríklad aplikácia bola možná len pre:

- produkty, ktoré sú vystavené len riziku dlhovekosti, revízie a nákladov,

Graf 1 Pokles technických rezerv v scenári 5 v porovnaní so scenárom 1 (v %)



Zdroj: NBS.

Poznámka: V grafe je zobrazené maximum, minimum, prvý a tretí kvartil, vážený priemer a medián hodnôt jednotlivých zúčastnených poisťovní.



- produkty bez budúceho poistného a bez opcií poistených (respektíve zahŕňajúce nárok na odkúpenie, ktoré neprevýši hodnotu aktív kryjúcich technické rezervy),
- portfólio aktív a pasív týchto produktov by malo byť organizované a riadené oddelene od iných záväzkov poisťovne, tzv. *ring-fencing*.

Väčšina zúčastnených poisťovní nepovažovala štandardnú verziu *matching adjustment* za aplikovateľnú na slovenskom poistnom trhu, a to z dôvodu podmienky osobitného spravovania portfólia aktív viažucich sa na zodpovedajúce portfólio pasív. Štandardná verzia úpravy bezrizikovej výnosovej krivky sa aplikovala vo všetkých scenároch okrem scenárov 0 a 4. Vo štvrtom scenári sa testovala alternatívna štandardná verzia *matching adjustment*, ktorá sa líšila od štandardnej verzie len v podmienkach na úverovú kvalitu portfólia aktív. *Matching adjustment* by nemal znamenať zhoršený vplyv na ochranu záujmov spotrebiteľov, keďže závisí od správneho spárovania aktív a pasív. Toto prepojenie je výhodou, keďže vplyv krátkodobej volatility aktív sa prejaví úpravou hodnoty záväzkov len o časť spreadu tých aktív, ktorými sú tieto záväzky kryté, a nie o hypotetický spread vypočítaný z reprezentatívneho portfólia zostaveného v EIOPA jednotne pre všetky štáty Európskej únie. Avšak práve tento dôvod by zasa na druhej strane znamenal komplikovanosť, pokiaľ ide o dohľad tejto úpravy, jej správnu a vhodnú aplikáciu. Bolo by potrebné vyhodnocovať nielen to, či poistné zmluvy, na ktoré sa poisťovňa rozhodne aplikovať *matching adjustment* spĺňajú podmienky úpravy, ale aj vhodnosť na ne naviazaných aktív, t. j. zmluvné podmienky poisťovne s protistranami, od ktorých dané aktíva nakúpili, a tiež či sa tieto aktíva naozaj spravujú oddelene. Pre poisťovne by bolo jednoduchšie aplikovať túto úpravu skôr na nové produkty ako na staršie. Výsledky scenára 4 odovzdala na našom trhu len jedna poisťovňa.

MATCHING ADJUSTMENT (ROZŠÍRENÁ VERZIA) – ČLÁNOK 77E

Rozšírená verzia úpravy *matching adjustment* sa líši od štandardnej verzie hlavne skutočnosťou, že úprava bezrizikovej výnosovej krivky sa aplikovala na väčší rozsah záväzkov poisťovní, keďže neplatila napríklad obmedzujúca podmienka týkajúca sa expozície voči rizikám a existencie opcií poistených. Z dôvodu zvýšenia novej volatility budúcich záväzkov, a teda zvýšenia rizika núteného predaja aktív naviazaných na záväzky, sa do výpočtu úpravy zahrnulo tzv. *application ratio*. Jeho hodnota predstavovala mieru nákladov na prípadný nútený predaj aktív v prípade, že dôjde k naplneniu daných stresových scenárov.

Testovali sa tri typy rozšírenej verzie *matching adjustment*, a to:

- klasická rozšírená verzia I *matching adjustment* (scenáre 1 až 5, 10 a 12),
- klasická rozšírená verzia II *matching adjustment* (scenáre 7 a 10),
- alternatívna rozšírená verzia *matching adjustment* (scenár 6).

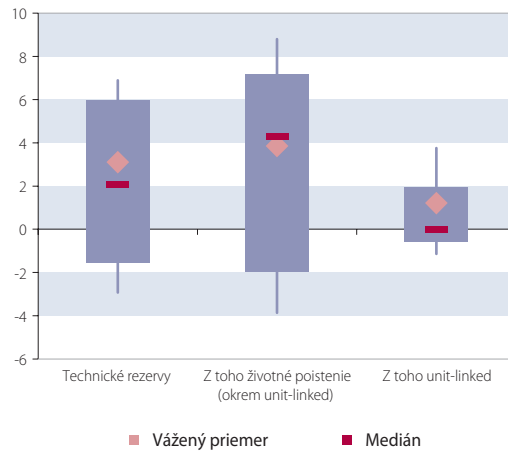
Pre štandardnú verziu *matching adjustment*, ako aj pre klasickú rozšírenú verziu *matching adjustment* platila podmienka na oddelené spravovanie aktív a ich naviazanosť na pasíva (*ring fencing*). Táto podmienka bola dôvodom obmedzenej možnosti aplikácie klasickej rozšírenej verzie *matching adjustment* na slovenskom poistnom trhu. Naopak, v alternatívnej rozšírenej verzii *matching adjustment* testovanej v scenári 6 bola vypustená podmienka na viažanosť portfólia aktív a pasív, a preto bolo možné použiť túto verziu aj na slovenskom poistnom trhu. Z uvedených dôvodov bolo možné vyhodnotiť len alternatívnu rozšírenú verziu *matching adjustment*, ktorá sa porovnávala s výsledkami scenára 1, z údajov poisťovní predložených pre scenár 6.

Z váženého priemeru a mediánu zobrazeného v grafoch 2 až 5 môžeme vidieť, že aplikovanie alternatívnej rozšírenej verzie *matching adjustment* nespôsobil vo väčšine zúčastnených poisťovní nárast marže solventnosti ani pokles technických rezerv. Dve poisťovne z piatich, ktoré predložili údaje pre scenár 6, zaznamenali opačný efekt a aplikovanie úpravy *matching adjustment* spôsobilo pokles technických rezerv v priemere o 2 % a nárast prebytku vlastných zdrojov v priemere o 33 %.

Dôvodom výsledného efektu aplikovania alternatívnej rozšírenej verzie „*matching adjustment*“ je, že použitie úpravy bezrizikovej výnosovej krivky o tzv. *counter-cyclical premium* (ďalej len „CCP“) a úpravy *matching adjustment* sa vzájomne vylučujú a hodnota úpravy v scenári 6 závisí od aktív poisťovne a miery možných výkyvov očakávaných peňažných tokov pasív, tzv. *application ratio*.

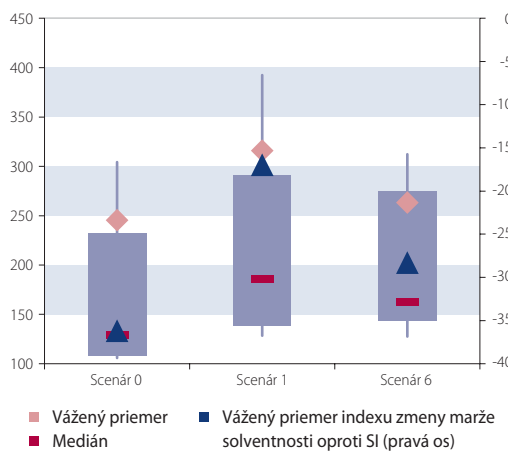
Application ratio malo slúžiť na zabezpečenie, aby poisťovníam s pravdepodobnosťou 99,5 % nevznikli v budúcnosti straty v dôsledku nespárovaných peňažných tokov a nadväzujúceho núteného predaja aktív. Vzorec jeho výpočtu bol navrhnutý krátko pred LTGA, a preto nebol predmetom širšej diskusie. Je teda otáznou či hodnota vypočítaná jednotlivými poisťovňami správne odrážala účel tohto ukazovateľa. Taktiež jeho výpočet bol veľmi komplikovaný a vypočítané hodnoty jednotlivých poisťovní mali veľký rozptyl, s minimom 0 % a maximálnou hodnotou prevyšujúcou 90 %. Navyše dve poisťovne nepoužili *application ratio* pri konečnom stanovení *matching adjustment*. Vážený priemer samotnej úpravy bol vo výške 0,98 %, s minimom 0,03 % a maximom 1,63 %.

Z pohľadu ochrany spotrebiteľa rozšírená verzia úpravy *matching adjustment* nezaistuje, že poisťovne nebudú nútené náhle a nevýhodne predávať aktíva, aby mohli splniť svoje záväzky voči klientom, keďže kritériá na aplikovanie tejto úpravy sú benevolentné a je tu riziko odkupovania a náhleho vypovedania poistných zmlúv zo strany klientov. Jednoduché by nebolo ani dohľadanie tejto úpravy, pre jej komplexnosť z pohľadu výpočtu a aj samotnej aplikácie. Rovnako bude znevýhodňujúce, z pohľadu konkurencieschopnosti jednotlivých poisťovní na celoeurópskom trhu, ak sa niektorá z krajín rozhodne túto úpravu

**Graf 2 Zmena technických rezerv v scenári 6 v porovnaní so scenárom 1 (v %)**

Zdroj: NBS.

Poznámka: V grafe je zobrazené maximum, minimum, prvý a tretí kvartil, vážený priemer a medián hodnôt jednotlivých zúčastnených poisťovní.

Graf 3 Porovnanie marže solventnosti pre SCR v scenári 0, 1 a 6 a vážený priemer indexu zmeny marže solventnosti oproti Solventnosti I (v %)

Zdroj: NBS.

Poznámka: V grafe je zobrazené maximum, minimum, prvý a tretí kvartil, vážený priemer a medián hodnôt jednotlivých zúčastnených poisťovní. SCR – kapitálová požiadavka na solventnosť, SI – regulácia podľa Solventnosti I, t. j. v súčasnosti platnej európskej úpravy.

neaplikovať do svojej národnej legislatívy, keďže testovaná úprava bola navrhnutá len ako možná a nie záväzná (*member state option*).

PRECHODNÉ OPATRENIA

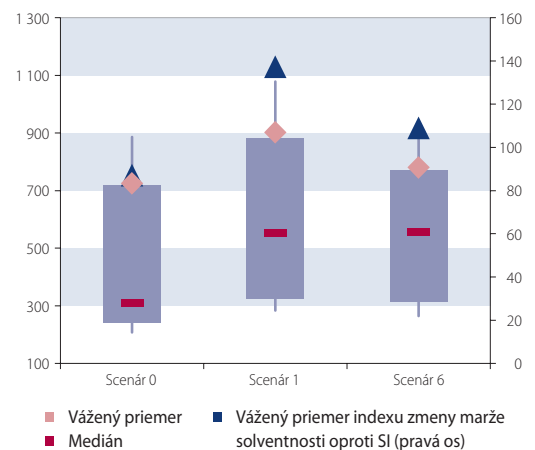
Prechodné opatrenia, tzv. *transitionals*, boli navrhnuté s cieľom eliminovať vplyv regulácie podľa Solventnosti II na produkty, ktorých hodnota podľa Solventnosti I je signifikantne odlišná od tej, ktorou sú ocenené podľa pravidiel Solventnosti II. Vplyv Solventnosti II na tieto produkty by sa mal eliminovať tak, že diskontná sadzba používaná pri výpočte najlepšieho odhadu technických rezerv

sa bude počas prvých siedmich rokov účinnosti Solventnosti II postupne prispôbovať bezrizikovej úrokovej miere. Túto úpravu možno aplikovať len na produkty regulované podľa Solventnosti I a vonkoncom nie na nové zmluvy podpísané po dátume začiatku účinnosti Solventnosti II.

Prechodné opatrenia sa testovali v scenároch 8, 9 a 11, slovenské poisťovne však tieto scenáre netestovali.

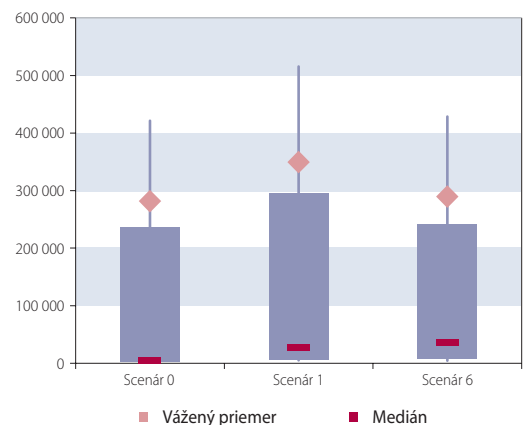
ZÁVER

Vplyv jednotlivých LTG opatrení, ktoré sa testovali na našom trhu, na finančnú pozíciu zúčastnených

Graf 4 Porovnanie marže solventnosti pre MCR v scenári 0, 1 a 6 a vážený priemer indexu zmeny marže solventnosti oproti Solventnosti I

Zdroj: NBS.

Poznámka: V grafe je zobrazené maximum, minimum, prvý a tretí kvartil, vážený priemer a medián hodnôt jednotlivých zúčastnených poisťovní, MCR – minimálna kapitálová požiadavka na solventnosť, SI – regulácia podľa Solventnosti I, t. j. v súčasnosti platnej európskej úpravy.

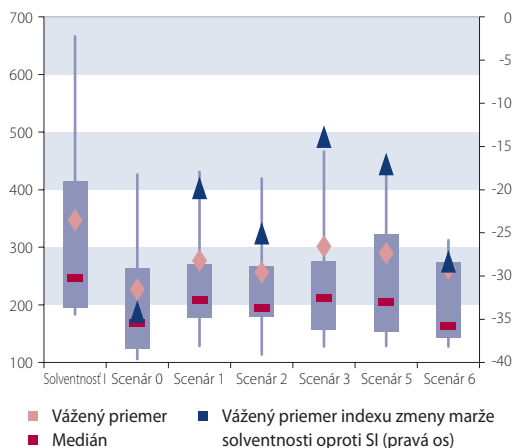
Graf 5 Prebytok vlastných zdrojov v scenári 0, 1 a 6

Zdroj: NBS.

Poznámka: V grafe je zobrazené maximum, minimum, prvý a tretí kvartil, vážený priemer a medián hodnôt jednotlivých zúčastnených poisťovní.



Graf 6 Marža solventnosti SCR podľa jednotlivých scenárov

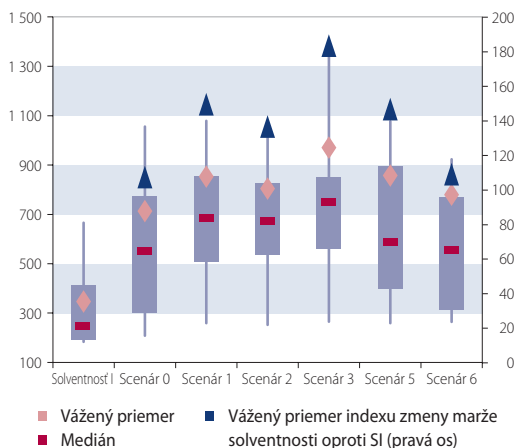


Zdroj: NBS.

Poznámka: V grafe je zobrazené maximum, minimum, prvý a tretí kvartil, vážený priemer a medián hodnôt jednotlivých zúčastnených poisťovní.

poisťovní nebol významný. Rozdiely medzi jednotlivými scenármi testujúcimi LTG optrenia (scenáre 1 až 6), boli skôr zanedbateľné. Táto skutočnosť mohla byť spôsobená pravdepodobne skladbou aktív, keďže investičná stratégia na našom trhu je konzervatívnejšia v porovnaní s inými krajinami EÚ, a v prípade rozšírenej verzie *matching adjustment* nedostatočným spárovaním peňažných tokov aktív a pasív. Pri vyhodnotení jednotlivých scenárov na základe váženého priemeru marže solventnosti SCR dopadol najlepšie scenár 3, hoci efekt zvýšenej úpravy o CCP (250 %) bol čiastočne kompenzovaný vyššou kapitálovou požiadavkou pre trhové riziko. Na základe výsledkov pri súčas-

Graf 7 Marža solventnosti MCR podľa jednotlivých scenárov



Zdroj: NBS.

Poznámka: V grafe je zobrazené maximum, minimum, prvý a tretí kvartil, vážený priemer a medián hodnôt jednotlivých zúčastnených poisťovní.

nej skladbe portfólií poisťovní sa na Slovensku nepreukázala potreba LTG opatrení. Keďže však pilier I, t. j. kvantitatívne požiadavky, bude v Solventnosti II predstavovať maximálnu harmonizáciu, uplatnenie jednotlivých LTG opatrení bude závisieť od výsledku trojstranných rokovaní medzi Európskym parlamentom, Európskou radou a Európskou komisiou.

EIOPA výsledky LTGA testovania odoslala Európskej komisii, ktorá vplyv navrhovaných úprav prehodnotila a v súčasnosti pripravuje aj na základe týchto výsledkov kompromisný návrh smernice Omnibus II. Následne sa pripravujú aj delegované akty a odporúčania EIOPA.

INFORMÁCIE



Výročné zasadnutia Medzinárodného menového fondu a Svetovej banky 2013

Tohtoročné výročné zasadnutia Medzinárodného menového fondu a Svetovej banky sa konali vo Washingtone v dňoch 11. – 13. októbra. Hlavnými témami rokovaní boli posilnenie rastu svetovej ekonomiky, úlohy a odporúčania MMF a otázky reformy MMF. Za Národnú banku Slovenska sa na rokovaní zúčastnil guvernér NBS Jozef Makúch a člen Bankovej rady NBS a výkonný riaditeľ úseku pre operácie na finančných trhoch Karol Mrva.





Vývoj a riziká v slovenskom finančnom sektore v prvej polovici roka 2013

Pavol Jurča, Ľuboš Šesták
Národná banka Slovenska

Napriek relatívne pokojnej situácii na globálnych finančných trhoch a náznakom zlepšenia v oblasti makroekonomickej situácie naďalej pretrvávajú viaceré riziká ďalšieho vývoja. Nasledujúci článok sa preto v tomto kontexte zameriava na identifikáciu najvýznamnejších rizík, ktoré by mohli mať negatívny vplyv na finančnú stabilitu SR. Zároveň podrobne opisuje situáciu a trendy aktuálneho vývoja v jednotlivých sektoroch finančného trhu. Článok vychádza z predchádzajúcich analytických publikácií Národnej banky Slovenska, najmä z Analýzy slovenského finančného sektora za prvý polrok 2013 a zo Správy o finančnej stabilite k máju 2013.

1 MMF (2013): World Economic Outlook October 2013.

MAKROEKONOMICKEJ VÝVOJ Z POHĽADU STABILITY FINANČNÉHO SEKTORA

Podľa najnovšej makroekonomickej prognózy Medzinárodného menového fondu¹ by mal globálny ekonomický rast v roku 2013 klesnúť z minuloročnej úrovne 3,1 % na 2,9 % v dôsledku spomalenia v rozvíjajúcich sa ekonomikách a nízkej výkonnosti rozvinutých ekonomik. Nič to však nemení na tom, že stále pretrvávajú riziká pomalšieho makroekonomickeho vývoja a z neho vyplývajúci potenciál pre ohrozenie finančnej stability je naďalej výrazný.

Ekonomika v eurozóne vzrástla v druhom štvrtroku 2013 na sezónne očistenej báze o 0,3 % v porovnaní s predchádzajúcim štvrtkom. Eurozóna tak ukončila nepretržité obdobie v recesii v trvaní jeden a pol roka. Situácia v jednotlivých krajinách je však naďalej rozdielna. Výkonnosť ekonomiky potiahli v druhom štvrtroku 2013 najmä Nemecko a Francúzsko, ktoré zaznamenali nárast HDP na úrovni 0,7 % a 0,5 %. Zmiernenie zložitej hospodárskej situácie však bolo pozorované aj v periférnych krajinách eurozóny.

Positívny vývoj v eurozóne a najmä v Nemecku sa odrazil aj na zlepšovaní domácej ekonomiky, ktorej rast dosiahol dno koncom roka 2012 a odvtedy mierne ožíva. Po tom, čo v poslednom štvrtroku 2012 zaznamenal medzištvrtročný sezónne očistený rast HDP iba minimálnu kladnú hodnotu 0,1 %, v prvom a druhom štvrtroku 2013 sa jeho tempo mierne zvýšilo, najprv na 0,2 % a následne na 0,3 %. Najmä v druhom štvrtroku oživenie nadobudlo zdravšie základy, keď rast ekonomiky bol ťahaný exportom a prvýkrát po piatich štvrtkoch poklesu aj domácim dopytom. Akcelerácia ekonomickej aktivity sa ale zatiaľ nepremietla zásadnejším spôsobom do situácie na trhu práce. Počet zamestnaných v prvom aj druhom štvrtroku 2013 klesal tempom 0,3 %, resp. 0,4 %, čo bolo viac, ako sa pôvodne predpokladalo.

Situácia na globálnych finančných trhoch aj v eurozóne bola počas prvých ôsmich mesiacov roka 2013 relatívne pokojná. Rast viacerých segmentov trhu bol podporený nemalou mierou historicky nízkymi výnosmi najmenej rizikových aktív a uvoľnenou menovou politikou centrálnych bánk, ktoré vytvárali priestor pre rast dopytu aj po rizikovejších aktívach s vidinou vyšších výnosov. Výnosy do splatnosti štátnych dlhopisov periférnych krajín a zodpovedajúce CDS spready, ktoré sú primárnym ukazovateľom intenzity dlhovej krízy, sa v priebehu celého sledovaného obdobia nachádzali na úrovniach pomerne hlboko pod maximami dosiahnutými v predošliých rokoch v čase najväčšieho stresu na trhoch. Situáciu významne nezhoršila ani kríza na Cypre, ani politická nestabilita v Taliansku a Portugalsku.

Na konci mája 2013 Federálny rezervný systém USA (Fed) prvýkrát avizoval, že za predpokladu naplnenia očakávaní o pozitívnom vývoji ekonomiky by v druhom polroku 2013 začal s postupným znižovaním rozsahu mesačných nákupov v rámci kvantitatívneho uvoľňovania, pričom k ich úplnému zastaveniu by mohlo dôjsť niekedy v polovici roka 2014. Finančné trhy pomerne prudko zareagovali zvýšením výnosov najmenej rizikových aktív a pokračujú v rastovom trende. Prekvapujúco však na septembrovom zasadnutí Fed rozhodol o ponechaní kvantitatívneho uvoľňovania v nezmenej podobe, čo tieto trendy zabrzdiť. Podobne ako Fed aj ECB naznačila svoju budúcu menovú politiku vyhlásením, že úrokové sadzby by mali zostať na nízkej úrovni ešte počas pomerne dlhého obdobia. V eurozóne sa tak dá očakávať pretrvávajúce obdobie nízkych výnosov najmenej rizikových aktív. Treba však poukázať na riziká prípadnej náhlejšej korekcie cien aktív, ktoré v budúcnosti môžu plynúť napríklad z postupného upustenia od kvantitatívneho uvoľňovania Fedu a s tým spojeným možným odlevom investícií z rizikovejších trhov a z rozvíjajúcich sa ekonomik.



TRENDY A RIZIKÁ V BANKOVOM SEKTORE

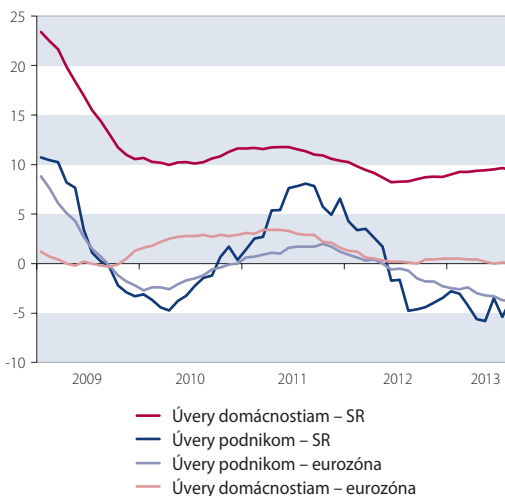
Vzhľadom na výraznú orientáciu slovenského bankového sektora na domácu ekonomiku závisí situácia v bankách do veľkej miery práve od ekonomického vývoja. Tento vývoj zároveň ovplyvňuje mieru dopytu klientov po úveroch. Situácia na trhu úverov domácnostiam a podnikom sa pritom počas roka 2012, ako aj počas prvého polroka 2013 vyvíjala pomerne odlišne. Vývoj úverovej aktivity v sektore podnikov zaznamenal negatívny trend, ktorý bol v súlade s celkovou situáciou v EÚ. Na druhej strane trh retailových úverov zaznamenal jeden z najvyšších rastov v EÚ.

Pokles objemu úverov poskytnutých podnikom bol spôsobený ponukovými aj dopytovými faktormi. Objem úverov medziročne poklesol o 3,5 %. Tempo poklesu dokonca prevyšuje zníženie, ktoré domáci bankový sektor zaznamenal počas krízy v rokoch 2009 a 2010. V tomto poklese sa odrážal predovšetkým nepresvedčivý ekonomický vývoj a s tým súvisiaca opatrnosť zo strany podnikov aj bánk. Napriek tomu možno povedať, že slovenský bankový sektor neprispieval výraznejšie negatívnym spôsobom k zhoršovaniu domáceho ekonomického vývoja. Popri slabšom záujme o úverovanie zo strany samotných klientov to bolo spôsobené aj tým, že významné exportné firmy sa dlhodobo viac orientujú na zdroje zo zahraničia ako z domácich bánk. Naopak v segmente malých a stredne veľkých podnikov bola situácia z hľadiska toku úverov lepšia, banky nezaznamenali výraznejší pokles dopytu.

Na druhej strane za výrazným nárastom retailových úverov, ktorý medziročne dosiahol takmer 10%, bol predovšetkým silný dopyt zo strany domácností spojený najmä s financovaním kúpy nehnuteľnosti. Hlavnými faktormi tohto vývoja boli predovšetkým historicky nízke úrokové sadzby, ktoré zaznamenali počas prvého polroka 2013 dokonca ďalší pokles a dosiahli nové historické minimum. Tento vývoj možno do veľkej miery pripísať aj zvýšenej konkurencii bánk na trhu retailových úverov, ktorý bol do veľkej miery reakciou aj na možnosť refinancovania úverov úvermi z iných bánk, a to bez poplatkov za predčasné splatenie v čase refixácie úrokovej sadzby. Na konkurenčné prostredie vplývali predovšetkým ponuky nízkych úrokových sadzieb zo strany stredných, resp. menších bánk. Nízke úrokové sadzby spolu s relatívne stabilnými cenami nehnuteľností výrazne podporovali dostupnosť bývania pre domácnosti. Rastúci objem úverov okrem toho podporuje aj stále pomerne nízka zadlženosť slovenských domácností, najmä v porovnaní s inými krajinami EÚ.

Rast objemu retailových vkladov sa počas prvého polroka 2013 spomalil. Tento vývoj bol spojený predovšetkým s výrazným poklesom úrokových sadzieb, ktoré banky ponúkali svojim klientom. Keďže tento pokles sa najvýraznejšie dotkol vkladov s dlhšou dobou splatnosti, bolo možné zaznamenať výraznejší úbytok prostriedkov na termínovaných vkladoch. Tie boli presunuté na netermínované vklady alebo do podielových

Graf 1 Vývoj medziročného rastu úverov v sektore podnikov a domácností (v %)



Zdroj: NBS, ECB.

fondov. Pozitívny vývoj zaznamenali aj niektoré pobočky zahraničných bánk, ktoré v porovnaní s veľkými retailovými bankami dokázali ponúknuť klientom zaujímavejší úrokový výnos.

Vzhľadom na pretrvávajúcu neistotu týkajúcu sa ekonomického vývoja v EÚ aj na Slovensku a riziká opätovného zhoršenia situácie na finančných trhoch je pre domáci bankový sektor, ako aj pre slovenskú ekonomiku ako celok kľúčové, že bankový sektor vykazuje vysokú mieru sebestačnosti a stability. Odolnosť slovenských bánk voči prípadným šokom zvyšuje dostatočnú úroveň solventnosti, ziskovosti, dostupnosť finančných zdrojov a relatívne konzervatívny obchodný model bánk zameraný primárne na poskytovanie štandardných bankových služieb domácim klientom.

Ziskovosť bankového sektora zaznamenala počas prvého polroka 2013 mierny nárast, a to napriek spomaleniu ekonomického rastu a vyššie uvedeným negatívnym trendom na trhu podnikových úverov. Práve mierny nárast nákladov na kreditné riziko a pokles úrokových výnosov z portfólia úverov podnikom boli dva hlavné faktory, ktoré v uplynulom období negatívne vplývali na vývoj ziskovosti bánk. K týmto dvom faktorom sa zároveň pridalo pretrvávajúce obdobie nízkych úrokových sadzieb, ktoré bolo v segmente úverov domácnostiam ešte zintenzívňované vysokou mierou konkurencie medzi bankami. Tento vývoj prispel k poklesu výnosovosti v celom spektre aktív vrátane dlhopisov nakúpených v investičných portfóliách bánk, čo ďalej prehĺbilo negatívny tlak na úrokové príjmy bánk. Ide o fenomén, ktorý je prítomný v mnohých bankových sektoroch v EÚ.

Vyššie uvedené negatívne vplyvy však boli kompenzované predovšetkým vysokým rastom objemu úverov domácnostiam a klesajúcou nákladovosťou vkladov. Oba tieto vplyvy mali výrazne pozitívny dopad na čisté úrokové príjmy ban-



kového sektora. V niektorých bankách zároveň vzrástli príjmy z obchodovania.

V kontexte ďalšieho vývoja ziskovosti je možné identifikovať viaceré riziká. Ide najmä o ďalší pokles úrokových príjmov, a to predovšetkým v prípade, ak by sa oslabil súčasný pomerne vysoký nárast úverov domácnostiam alebo ak by opätovne vzrástla intenzita konkurencie na strane vkladov. Na druhej strane faktorom zmierňujúcim riziko negatívnych trendov je relatívne vysoké pokrytie zlyhaných úverov opravnými položkami alebo odpočítateľnými položkami od kapitálu. Väčšina bánk by tak nemala byť vystavená vo vyššej miere potrebe dodatočnej tvorby opravných položiek k existujúcim zlyhaným úverom.

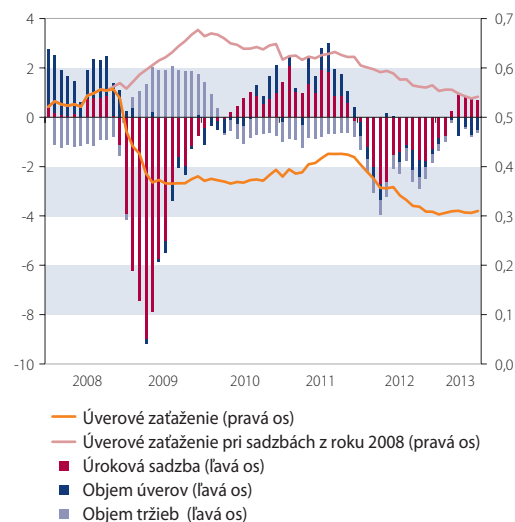
Vzhľadom na pretrvávajúce riziká je z pohľadu finančnej stability domáceho bankového sektora dôležitá najmä dobrá schopnosť väčšiny bánk absorbovať výrazné straty. Táto schopnosť sa prejavuje najmä vysokou hodnotou primeranosti vlastných zdrojov. Hodnota tohto ukazovateľa bola na konci prvého polroka 2013 vo výške 16,2%, čo bola najvyššia hodnota od roku 2005. Na výraznom náraste zaznamenanom najmä v uplynulých dvoch rokoch sa podieľalo predovšetkým zvýšenie vlastných zdrojov ponechaním časti vytvoreného zisku. V roku 2013 si bankový sektor ponechal približne štvrtinu zisku vykázaného v predchádzajúcom roku, v roku 2012 bol tento podiel ešte vyšší. Dôležitým faktorom bolo aj zníženie rizikovo vážených aktív, a to najmä v skupine bánk využívajúcich vlastné modely na výpočet požiadavky na vlastné zdroje.

Jedným z najvýznamnejších zdrojov rizika pre slovenský bankový sektor sú riziká prameniace zo zhoršenia schopnosti podnikov a domácností splácať svoje záväzky, resp. z poklesu hodnoty slovenských štátnych dlhopisov. Vyplýva to z obchodnej stratégie slovenských bánk, ktoré sú zamerané prevažne na financovanie domácej ekonomiky. Napriek pretrvávajúcemu obdobiu nízkeho ekonomického rastu a aktivity v sektore podnikov, ako aj vysokej miery nezamestnanosti bol v prvom polroku 2013 zaznamenaný iba mierny nárast nákladov na kreditné riziko. Treba však poznamenať, že hoci tento nárast nemožno označiť za výrazné zhoršenie situácie, riziká negatívneho vývoja v budúcnosti zostávajú pomerne významné.

Jedným z hlavných dôvodov zatiaľ pomerne mierneho dopadu slabšieho ekonomického vývoja na kvalitu úverových portfólií bánk je, že uvedený negatívny vývoj bol kompenzovaný viacerými faktormi. Najvýznamnejším faktorom v sektore podnikov aj v sektore domácností boli nízke úrokové sadzby. Tie výrazne prispievali k znižovaniu úverového zaťaženia v sektore podnikov (graf 2) aj k dostupnosti bývania pre domácnosti (graf 3).

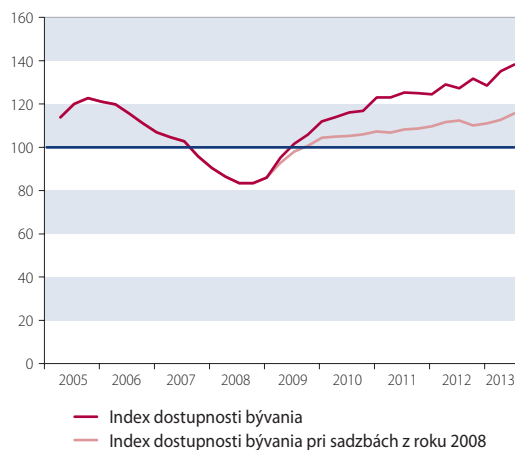
Na druhej strane je možné identifikovať viaceré riziká ďalšieho vývoja nákladov na kreditné riziko. V sektore domácností predstavujú toto riziko okrem nejstej makroekonomickej situácie aj úverové podmienky niektorých bánk, ktoré napriek stagnujúcim cenám nehnuteľností poskytujú

Graf 2 Vývoj úverového zaťaženia v sektore podnikov a jeho rozklad na jednotlivé zložky (v %)



Zdroj: NBS, ŠÚ SR.

Graf 3 Vývoj indexu dostupnosti bývania



Zdroj: NBS.

Poznámka: Index vyjadruje pomer disponibilného príjmu a splátky úveru. Pri výpočte disponibilného príjmu sa zohľadňuje priemerná mzda a priemerné výdavky domácností. Pri výpočte výšky splátky sa zohľadňuje priemerná cena bytu, priemerná úroková sadzba, priemerná splatnosť a konštantné LTV (75 %). Metodika výpočtu indexu dostupnosti bývania je opísaná v článku Rychtárik, Š. – Krčmár, M. (2011): Vývoj na trhu úverov na bývanie a jeho interpretácia In *Nehnutelnosti a bývanie 2010*, číslo 2, Bratislava, 2010.

významnejší podiel úverov s vyššou hodnotou LTV (*loan-to-value ratio*) alebo krátkou fixáciou úrokových sadzieb. V sektore podnikov naďalej pretrvávajú neistota najmä v sektore komerčných nehnuteľností, kde zostáva vysoká miera neobsadených priestorov a zvýšenie predaja nových bytov sa darí dosiahnuť len formou zníženia cenových marží.

Potenciálnu kumuláciu kreditného rizika by mohlo priniesť aj dlhé obdobie nízkych úrokových sadzieb. Tie aktuálne dokážu kompenzovať negatívne vplyvy slabšieho makroekonomickeho



vývoja na schopnosť klientov splácať úvery a čiastočne aj podporujú dopyt po úveroch. Na druhej strane v dôsledku zvyšujúceho sa podielu úverov poskytnutých pri nízkych úrokových sadzbách narastá potenciálny dopad rizika neschopnosti splácať úvery zo strany klientov v prípade nárastu sadzieb, a teda aj výšky splátok. K rýchlemu zvýšeniu splátok by v prípade nárastu sadzieb došlo najmä pri podnikových úveroch, kde sú sadzby fixované väčšinou iba na krátke obdobie. Toto riziko by sa však s miernym oneskorením dotklo aj retailových úverov, hoci tu je priemerná doba do najbližšej fixácie úrokovej sadzby vyššia.

Úrokové riziko predstavuje teda pre bankový sektor komplexný problém. Pokračovanie obdobia nízkych úrokových sadzieb by vytvorilo ďalší negatívny tlak na úrokové výnosy bánk, zatiaľ čo ich nárast po dlhšom období stagnácie na nízkych hodnotách by mohol spôsobiť materializáciu kreditného rizika.

Osobitným rizikom, voči ktorému sú vystavené úverové portfóliá viacerých domácich bánk, je aj riziko koncentrácie. V domácej ekonomike je možné identifikovať niekoľko systémovo významných klientov. Ide o veľké spoločnosti, ktorých prípadné zlyhanie by mohlo spôsobiť významné straty a pokles solventnosti v niekoľkých bankách súčasne.

VÝVOJ V SEKTORE POISŤOVNÍ

Sektor poisťovní nezaznamenal v prvom polroku 2013 významné zmeny v doterajších trendoch. V životnom poistení pokračoval mierny rast poistného, ktorý dosiahol 1,3 % medziročne. Na rozdiel od predchádzajúceho obdobia rástlo najmä klasické životné poistenie a unit linked poistenie naopak klesalo. Náklady na poistné plnenia rástli najmä v dôsledku odkupovania poisťiek, ale frekvencia aj rast objemu odkupovania sa spomaľovali.

V neživotnom poistení pokračuje negatívny vývoj v poistení áut. Napriek pokračujúcemu rastu počtu poistných zmlúv kleslo technické poistné v povinnom zákonom poistení o 4,9 % a v havarijnom poistení o 3,8 %. Škodovosť za celé neživotné poistenie vzrástla o 4,5 p. b. Pokračujúce zlacňovanie poistného a rast nákladov na poistné plnenia sa premietli do nárastu škodovosti v havarijnom poistení, ktoré bolo za prvý polrok 2013 stratové, keď kombinovaný ukazovateľ² dosiahol 113 %. Poistné v poistení majetku a v menších poistných odvetviach prevažne rástlo. Pokračuje mierny rast pomeru zaistenia v neživotnom poistení.

V umiestnení technických rezerv vzrástol v druhej polovici roka 2012 podiel slovenských štátnych dlhopisov o 3 p. b. v dôsledku ich kladného preceňovania v prostredí klesajúcich úrokových sadzieb. V dôsledku tohto preceňovania zároveň vzrástla aj solventnosť poisťovní o 10,5 % a marža solventnosti dosiahla 3,79. Nárast vlastných zdrojov tak môžeme chápať ako vytvorenie istého vankúša pred opätovným nárastom úrokových sadzieb. K 30. júnu 2013 v dôsledku mierneho nárastu

úrokových sadzieb poklesli kladné nere realizované zisky o 30 mil. EUR. Zároveň je potrebné upozorniť na riziko dlhopisov, ktoré sa v súčasnosti nakupujú do portfólia na predaj. V prípade nárastu úrokových sadzieb by sa strata z týchto dlhopisov premietla do vlastných zdrojov, kde však nie sú vytvorené rezervy na novonakupované dlhopisy. Preto by poisťovne mali vytvoriť dostatočný vankúš zo zisku na precenenie dlhopisov v portfóliu na predaj pre prípad nárastu úrokových sadzieb. Ziskovosť poisťovní bola v prvom polroku 2013 dostatočná a medziročne sa nemenila.

STAROBNÉ DŮCHODKOVÉ SPORENIE

V prvom polroku 2013 prešiel druhý pilier dôchodkového sporenia pomerne výraznými zmenami. Väčšina z nich bola ešte dôsledkom novelizácie zákona o starobnom dôchodkovom sporení z roku 2012, keďže viacero významných ustanovení nadobudlo účinnosť k 1. januára 2013 alebo až začiatkom mája. V priebehu prvej polovice roka 2013 už k žiadnym novým legislatívnym úpravám nedošlo.

Od 1. apríla 2013 má dôchodková správcovská spoločnosť (DSS) povinnosť viesť iba jeden garantovaný dôchodkový fond a jeden negarantovaný dôchodkový fond, ale môže sa rozhodnúť viesť aj viac fondov. Zároveň podľa zákona o starobnom dôchodkovom sporení bola DSS povinná previesť do začiatku mája 2013 majetok všetkých sporiteľov, ktorí sa výslovne nevyjadrili inak, do dlhopisového garantovaného dôchodkového fondu.

Vstup sporiteľov do systému starobného dôchodkového sporenia je plne dobrovoľný pre osoby do 35 rokov. Zmeny nastali aj vo výpočte odplát pre DSS a predĺžilo sa obdobie na sledovanie garancií v garantovaných fondoch na 10 rokov. Vďaka možnosti výstupu zo systému do konca januára 2013 sa počet sporiteľov znížil o 30 tisíc a za celý čas možnosti výstupu zo systému o 75 tisíc.

K 1. máju 2013 DSS presunuli väčšinu majetku do dlhopisových garantovaných fondov, ako im prikazoval zákon o starobnom dôchodkovom sporení. K 30. júnu 2013 tak v garantovaných fondoch bolo až 91 % celkových spravovaných aktív, kým na konci roka 2012 to bolo iba 14 %. V akciových dôchodkových fondoch, ktoré v celej histórii fungovania systému v sektore dominovali, zostalo po tejto zmene 7 % sporiteľov, v zmiešaných 1,6 % a v indexových fondoch 0,4 % sporiteľov.

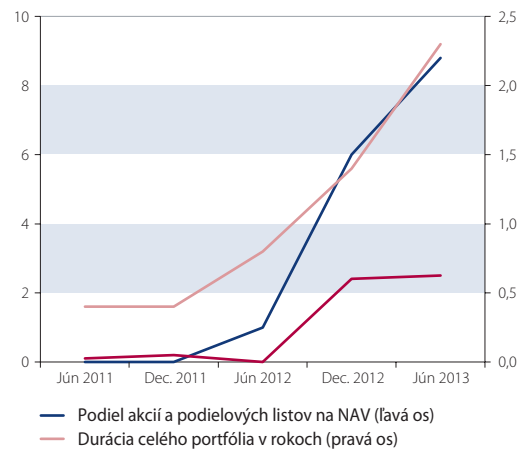
Prvýkrát od vzniku systému došlo k poklesu čistej hodnoty majetku v systéme v dôsledku presunu 280 mil. EUR sporiteľov odchádzajúcich do Sociálnej poisťovne. Ďalším faktorom bolo zníženie príspevkov z 9 % na 4 % vymeriavacieho základu v roku 2012 a nevýrazná výkonnosť fondov. K 30. júnu 2013 tak sektor spravoval majetok v objeme 5,458 mld. EUR.

Súčasne s presunom sporiteľov do dlhopisových garantovaných fondov došlo aj k skokovej zmene zloženia majetku v zmiešaných a akciových fondoch. Po rokoch rovnakého konzervatívneho zloženia majetku vo všetkých typoch fondov sa zmenila štruktúra fondov a akciové a zmiešané

² Kombinovaný ukazovateľ je vypočítaný ako súčet nákladov na poistné plnenia, zmeny rezervy na poistné plnenia a prevádzkových nákladov v pomere k zaslúženému poistnému.



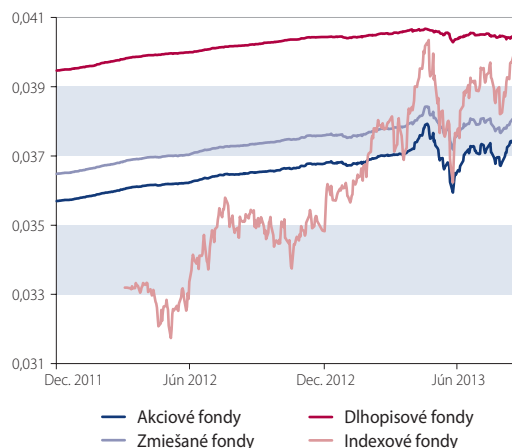
Graf 4 Vývoj parametrov rizikovosti v portfóliách fondov DSS (v %)



Zdroj: NBS.

Poznámka: Na ľavej osi je zobrazený podiel akcií a podielových listov, resp. čistej otvorenej devízovej pozície na čistej hodnote aktív (NAV) v percentách. Na pravej osi je zobrazená priemerná durácia celého portfólia aktív v rokoch.

Graf 5 Aktuálna hodnota dôchodkovej jednotky v jednotlivých typoch fondov (v EUR)



Zdroj: NBS.

fondy nadobudli významnejší podiel akciových investícií. V prvom rade sa to prejavilo na výraznom náraste podielu akcií a podielových listov ku koncu sledovaného obdobia v priemere na 44 % pri akciových a 25 % pri zmiešaných dôchodkových fondoch. Situácia však nie je rovnomerná vo všetkých DSS. V akciových fondoch sa podiel akcií a podielových listov pohybuje v intervale 0 – 78 %. Uskutočnené zmeny v skladbe portfólií dôchodkových fondov priniesli nielen žiaducu diferenciáciu medzi jednotlivými typmi dôchodkových fondov, ale aj zvýšenú heterogenitu v rámci daného typu v závislosti od dôchodkovej správcovskej spoločnosti.

Vzhľadom na nárast akciovej zložky a predĺženie durácie v dôchodkových fondoch bol vývoj aktuálnych hodnôt dôchodkových jednotiek najmä v závere prvého polroku 2013 najvolatilnejší

za posledné štyri roky. Výsledný efekt kolísania cien aktív bol vo všetkých dôchodkových fondoch okrem indexových prakticky neutrálny a ich výkonnosť sa v prvom polroku 2013 pohybovala okolo nuly. V indexových dôchodkových fondoch bola situácia lepšia. Tieto fondy zaznamenali v prvých šiestich mesiacoch roka 2013 priemerné nominálne zhodnotenie vo výške necelých 6 %.

Súhrnný čistý zisk dôchodkových správcovských spoločností vzrástol v prvom polroku 2013 v porovnaní s rovnakým obdobím minulého roka o 40 % na hodnotu 5,42 mil. EUR. O lepší hospodársky výsledok na sektorovej úrovni sa zaslúžili výnosy z odplát a provízií, ktoré sa medziročne zvýšili o 17 %. Z toho najvyšší rast zaznamenala odplata za zhodnotenie, ktorá sa legislatívnu zmenou zvýšila z 5,6 % na 10 % zhodnotenia.

DOPLNKOVÉ DÔCHODKOVÉ SPORENIE

Celkový počet účastníkov doplnkového dôchodkového sporenia klesol v prvom polroku 2013 o 9 tisíc na 863 tisíc účastníkov. Počet účastníkov klesol najmä vo výplatných fondoch a veľkých vyvážených príspevkových fondoch. Naopak počet účastníkov v príspevkových fondoch so špecializovanou stratégiou naďalej rastie a v prvom polroku vzrástol o 12 tisíc účastníkov. Čistá hodnota spravovaných aktív vzrástla o necelých 1 % na 1,313 mld. EUR. Rast aktív sa zaznamenal opäť najmä v špecializovaných príspevkových fondoch, ktorých podiel stále rastie, ale dosahuje iba 14 %. Pre nižšiu výkonnosť fondov sa rast aktív v porovnaní s rokom 2012 výrazne spomalil.

V zložení portfólií jednotlivých fondov došlo k miernemu zvýšeniu podielu dlhopisovej zložky na úkor akcií a podielových listov. Aktíva niektorých doplnkových dôchodkových fondov pozostávajú aj z derivátových nástrojov, účel ich použitia sa však rôzni. V niektorých doplnkových dôchodkových fondoch mali zabezpečovaciu funkciu, či už proti kurzovému, alebo úrokovému riziku, v iných však slúžili aj na vytváranie špekulatívnych menových pozícií, prípadne na zaujatie pozície na komoditných trhoch.

Priemerná výkonnosť doplnkových dôchodkových fondov bola za prvý polrok 2013 mierne záporná. Počas väčšiny obdobia však aktuálna hodnota doplnkových dôchodkových jednotiek rástla a dosiahla aj svoje historické maximá. Pomerne prudká korekcia na finančných trhoch na konci mája a v júni 2013 ich však opäť vrátila na úroveň z konca roka 2012. Zisk doplnkových dôchodkových spoločností vzrástol medziročne o 64 % vďaka rastúcim výnosom za zhodnotenie majetku. Tieto výnosy rástli vďaka tomu, že počas prvých štyroch mesiacov 2013 aktuálna cena podielu dosahovala svoje historické maximá pre väčšinu fondov.

SEKTOR KOLEKTÍVNEHO INVESTOVANIA

Silný rast spravovaných aktív v sektore kolektívneho investovania pokračoval aj v prvom polroku 2013. Hlavným zdrojom tohto rastu boli najmä čisté predaje podielových fondov. Spravované



aktíva rástli podobne ako v roku 2012 najmä v kategórii špeciálnych podielových fondov. Najviac rástli špeciálne fondy profesionálnych investorov (o 71 % od konca roka 2012) a špeciálne podielové fondy nehnuteľností (o 16 %). Naopak, pokračoval pokles hodnoty aktív (o 6 %) v najkonzervatívnejších podielových fondoch – podielových fondoch peňažného trhu a fondoch krátkodobých investícií. Ostatné štandardné podielové fondy pokračovali v miernom raste aktív.

S výnimkou dvoch kategórií sa priemerná nominálna výkonnosť všetkých ostatných kategórií (kombinovane za tuzemské aj zahraničné fondy) za prvý polrok 2013 nachádzala v úzkom pásme od -1,1% do 0,4 %. Relatívne vyššie nominálne zhodnotenie v tomto období dosiahli iba akciové fondy (2,5%) a špeciálne fondy nehnuteľností (1,7%). Priemerné ročné výkonnosti fondov sú do veľkej miery ovplyvnené rastom cien aktív v druhej polovici roka 2012. Zisk tuzemských správcovských spoločností v sektore kolektívneho investovania dosiahol v prvom polroku 2013 celkovú hodnotu 3,75 mil. EUR. Medziročne tak došlo k poklesu vyprodukovaného zisku o 15 %.

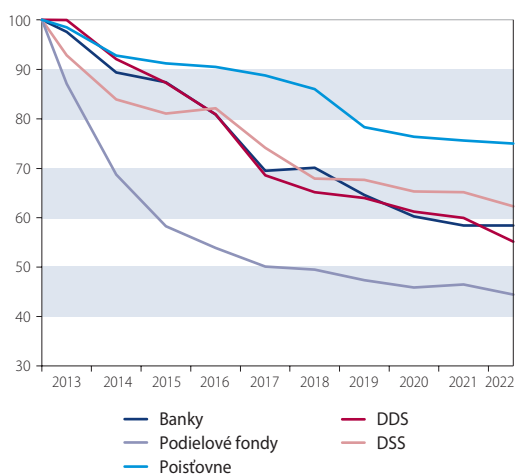
RIZIKÁ SLOVENSKEHO FINANČNEHO SEKTORA ZO SYSTÉMOVÉHO POHĽADU

Okrem už uvedených rizík špecifických pre jednotlivé sektory finančného trhu existujú viaceré riziká, ktoré by mohli mať negatívny vplyv na domáci finančný sektor ako celok.

Najvýznamnejším systémovým rizikom je pretrvávajúce obdobie nízkych úrokových sadzieb. V bankovom sektore môže táto situácia viesť ku kumulácii kreditného rizika v úverových portfóliách. Negatívny vplyv sa však môže prejaviť aj v ďalších sektoroch finančného trhu, a to najmä plošným dopadom na nízku výnosnosť menej rizikových aktív. Významný pokles výnosnosti aktív by nastal predovšetkým v dôsledku zmeny štruktúry portfólia, a to postupným nahrádzaním splatných cenných papierov aktívami s nižšou výnosnosťou.

Najvýraznejší negatívny dosah by malo uvedené riziko v poisťovnom sektore. Poisťovne sú síce vplyvu reinvestičného rizika vystavené najmenej zo všetkých sektorov, pre garantované výnosy v poisťovacích zmluvách je však ich citlivosť na toto riziko najvyššia. Na rozdiel od dôchodkových a podielových fondov, kde riziko nižších výnosov plne znášajú klienti, v poisťovnom sektore môžu nízke investičné výnosy v porovnaní s garantovanými výnosmi v zmluvách v životnom poistení vytvoriť negatívny tlak na ziskovosť aj solventnosť

Graf 6 Pokles výnosov z dlhopisov a termínovaných vkladov v prípade zotrvania nízkych úrokových sadzieb v dlhodobom horizonte (v %)



Zdroj: NBS.

Poznámka: Na zvislej osi je porovnanie úrokových výnosov v budúcnosti v prípade zotrvania nízkych úrokových sadzieb s úrokovými výnosmi za prvý polrok 2013 (ktoré reprezentujú 100%). V prípade poisťovní nie sú zohľadnené investície, kde riziko znáša klient. V prípade bánk sú zohľadnené iba výnosy z cenných papierov, nie z úverov a vkladov. Na vodorovnej osi sú vyznačené roky, v ktorých dlhopisy nadobúdajú splatnosť. Na zvislej osi je podiel dlhopisov na celkovom portfóliu dlhopisov, ktoré kryjú technické rezervy okrem unit-linked rezerv.

poisťovní. Počas prvého polroka 2013 už môžeme pozorovať pokles priemerného investičného výnosu tesne nad priemernú výšku garantovaného výnosu.

Druhým typom rizika, ktoré by mohlo mať negatívny dosah na jednotlivé sektory domáceho finančného trhu, je prípadné opätovné zintenzívnenie dlhovej krízy v eurozóne. Hoci vystavenie jednotlivých finančných sektorov riziku periférnych krajín zostáva nízke, výrazne negatívny účinok by malo najmä rozšírenie krízy aj na krajiny s menším stupňom rizika vrátane SR. Dôvodom je vysoký podiel domácich finančných inštitúcií a fondov do slovenských štátnych dlhopisov, pričom veľká časť týchto investícií sa preceňuje na reálnu hodnotu. Vystavenie bankového sektora riziku domácich štátnych dlhopisov vyjadrené percentuálnym podielom aktív je dokonca najvyššie v rámci eurozóny. Ako sa zaznamenalo v roku 2011, pokles cien slovenských štátnych dlhopisov môže relatívne významne ovplyvniť nielen ziskovosť finančného sektora, ale najmä solventnosť niektorých bánk a poisťovní.



Impact of the loan-to-value policy of Slovak banks on losses under scenario of falling real estate prices

Pavol Latta and Štefan Rychtárik
Národná banka Slovenska

Growing importance of mortgage lending in the Slovak banking sector has been observed since the restructuring and privatization of banks in the late 90s. In this relatively short history, housing loans turned out to be an important source of robust interest income essential to banking sector stability. However, housing loans were also closely related to excessive growth of the housing market in 2006–2008, and loan loss provisioning that followed the burst of the bubble in 2009 hit the profitability of banks. Therefore, the Slovak housing market and related lending policies of banks are indispensable to any macro-prudential analysis in this region.

¹ Data were obtained from the Eurostat databases.

BACKGROUND AND MOTIVATION

Before the debt crisis broke out, most of the EU countries had witnessed spectacular growth of housing loans fuelling local real estate markets. In most of the cases, housing markets had moved away from their long term equilibrium and both banks and households became more vulnerable. After the corrections in real estate prices in 2008–2009 lending activity slowed. Despite falling interest rates and more favourable ratios between real estate prices and average wages, both banks and households became more cautious. Labour market uncertainty became the prominent factor of lending activity.

Even if conditions in different countries remain heterogeneous, the situation in Slovakia warrants special attention. Compared to other euro area countries, housing loans in Slovakia are

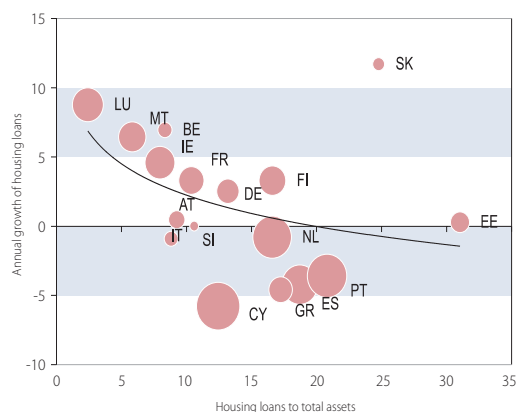
growing at the fastest pace despite their already high share in total assets. This phenomenon is usually explained by the currently low saturation of the lending market expressed by the relatively low share of housing loans in the GDP. However, this explanation is probably not complete and fairly superficial as there are also some other countries with reasonably low indebtedness of households which do not report any growth of housing loans. Moreover, credit growth should be always analysed against the background of the labour market, which was particularly hit in Slovakia. Already such a brief and shallow overview clearly calls for a deeper analysis of the vulnerability of the local banks engaged in mortgage lending.

METHODOLOGY

Looking at the housing loan business, banks typically incur losses due to a combination of two factors. The first one is the level of non-performing loans, which is largely related to the above-mentioned labour market. But growing default rates are not automatically translated into loan loss provisions. The amount of incurred losses is also dependent on the level of collateral, i.e. on the value of the financed real estate. Therefore our sensitivity analysis elaborates on both, falling real estate prices and increasing amounts of non-performing loans.

Against this background we further developed the methodology used by Lintner and Rychtárik, Importance of real estate as credit risk mitigation in the Slovak Republic 2010. Based on a sample of selected Slovak banks, we observed the behaviour of the housing loans portfolio using monthly data covering the period from January 2000 to June 2013. As a starting point, we separately calculated the residual value (RV_t^i) of the loans extended in each month. The leading idea is based on subtracting the sum of realised instalments (RI_t) from

Figure 1: Relation between annual growth of housing loans and housing loans to total assets in euro area countries



Source: ECB, EUROSTAT, own calculations.

Note: Size of the bubble represent the share of housing loans in the GDP.



the original value (OV_L^t) of loans extended in each month, i.e.

$$RV_L^t = OV_L^t - \sum_{i=t}^{June 2013} RI_i$$

In this calculation we used the average interest rate and average maturity dynamics for each month. In addition, we had to deal with imperfect information about the loan-to-value (LTV) distribution. The available data only shows the percentage of loans within one of the five large intervals. To ensure that the test results are “smooth”, we split all five large intervals into smaller buckets and the corresponding loans were distributed uniformly into the new intervals. The first and the last large intervals were considered to have the amounts gradually decreasing towards the extreme LTV values. These new intervals will be referred to as “LTV values”. This was the essential input to calculate the original collateral value (OV_C^t) for each LTV value and for each month separately:

$$OV_C^t = \frac{1}{LTV_t} OV_L^t$$

Thereafter, the results were adjusted by the real estate price index (r_t):

$$PV_C^t = OV_C^t r_t$$

Thus, the values of PV_C^t became easily comparable, and we could start our stress test, i.e. to calculate the effects of decreasing housing prices. We assumed that the amount of loans for each LTV value remained unchanged, and the value of the collateral decreased. Therefore we found for each LTV value a new LTV value. To find the amount of loans for each LTV value after the price shock, we merged the results from the previous step and created a new distribution of loans according to their actual LTV value. In such a way, we could

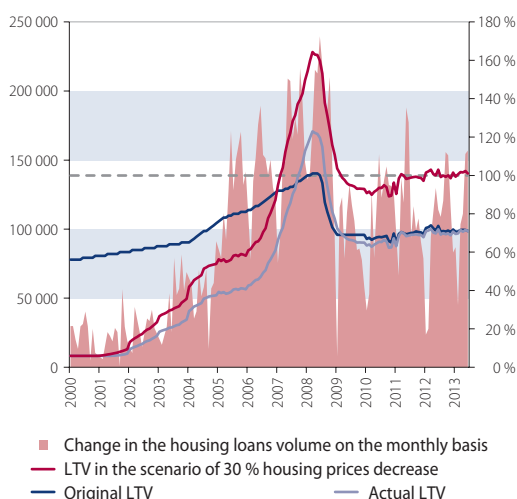
identify the uncollateralized part of loans by specifying the portion of loans exceeding 100% within each LTV value. By summing the latter for each calendar month we calculated the amount of uncollateralized loans since 2000.

Finally, we used information on non-performing loan ratios in individual banks. We assumed a uniform distribution of non-performing loans in the portfolio; for example 4% of NPLs in the total outstanding amount of loans means that the non-performing loan ratio of undercollateralized loans is 4%. Consequently, the same 4% should be present in the amount of the uncollateralized part of the loans. According to accounting principles, banks have to build up loan loss provisions corresponding to the amount of non-performing loans not covered by collateral. Thus, the incurred loss is a function of the share of non-performing loans and of the decline in the value of collateral. In our analysis, the decrease in the value of real estate collateral was understood as a macroeconomic phenomenon with a homogeneous effect on all real estate collateral accepted by banks. Nevertheless, in relation to the shock of non-performing loans, important differences in the non-performing loans held in individual banks are to be taken into account. Therefore, a possible default rate shock is evaluated by the introduction of a coefficient multiplying different baseline levels of non-performing loans. Banks with currently better quality of loan portfolio would be hit less severely than banks where the level of non-performing loans is higher already in the base line. Losses were calculated for all individual banks and subtracted from their Tier 1 capital.

RESULTS

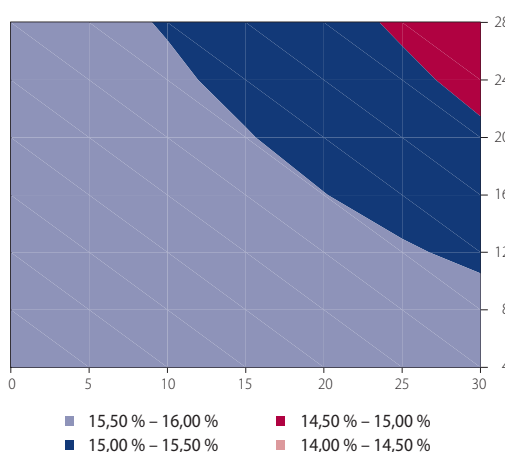
The calculation was done for the banking sector as a whole, as well as for every individual bank. On the one hand, aggregate results are impor-

Figure 2: Average LTV and changes in housing loans volume



Source: NBS, own calculations, LTV values represents average LTV for each calendar month.

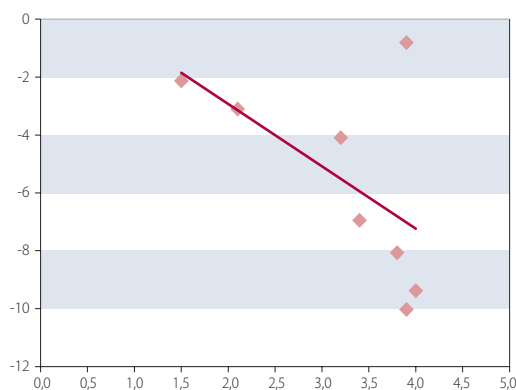
Figure 3: Tier 1 ratio as a function of the NPL rate and decrease in housing prices



Source: NBS, CMN, own calculations.

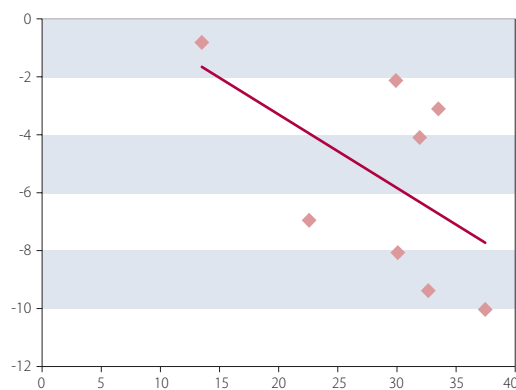


Figure 4: Percentage decrease in the Tier 1 ratio for individual banks as a function of the share of non-performing loans



Source: NBS, CMN, own calculations.

Figure 5: Percentage decrease in the Tier 1 ratio of individual banks as a function of the amount of loans extended with LTV over 85%



Source: NBS, CMN, own calculations.

tant from the systemic point of view: they can be used to identify the general sensitivity of the local banking market to different combinations of default rate increases and falling prices of real estate collateral. Changes of such results over time can play an important role in macro-prudential policy decisions. On the other hand, test results for individual banks are meaningful for the potential impact of their different LTV policies. It gives us some understanding whether eased collateral standards for mortgage loans are sufficiently offset by higher capital levels and higher quality of loan portfolios.

The performed tests have shown that on the aggregate level, even in the case of the most severe scenario which comprises a decrease in housing prices by 30% and the level of non-performing loans at almost 30%, the banking sector as a whole is able to absorb the losses without a significant impact on its solvency (less than 2 p.p. decrease in the Tier 1 ratio). Moreover, if we included the unaudited profit generated during the current year into the testing model, the costs of provisioning due to the increase in non-performing loans (less than 0.5 p.p. decrease in the Tier 1 ratio) would be almost fully absorbed. This conclusion could sound surprising if we realize that collaterals for the housing loans extended in 2007 and 2008 lost about 20% of their value, while the outstanding amount of these loans did not change materially due to the slow repayment of loan principals. Moreover, the mentioned period saw fast credit growth, so the volumes of loans that became under-collateralized is far from negligible. These results are however less astonishing if we realise that housing loans account for some 25% of the balance sheet, which limits the magnitude of their overall impact.

The aggregate results showed spectacular robustness of the Slovak banking sector; nevertheless, it is important to analyse the dispersion of risks among individual banks. The first important finding is that the dispersion of the impact

of the adverse scenario on individual banks is rather limited (between 0.1 and 1.3 p.p. of the Tier 1 capital). Thus, the overall solvency of individual banks would not be materially affected. The second important conclusion is related to two factors of vulnerability. We observed a relationship between the initial portion of non-performing loans and the decrease in the Tier 1 capital. Also, the share of loans with the loan-to-value higher than 85% seems to play a role in the sensitivity of individual banks. This means that under our scenario (30% decrease in collateral prices, 7 times non-performing loan share) the vulnerability of banks is determined by both asset quality and loan-to-value policy.

CONCLUSIONS

The results showed relatively high robustness of the Slovak banking sector even under the very severe scenario of a 30% fall in real estate prices and an increase in non-performing loans of up to 30%. Moreover, this robustness was assessed to be relatively high not only on the aggregate level, but also in relation to individual banks. There are basically two main reasons for such a positive conclusion. Firstly, balance sheets of Slovak banks are currently rather robust: they feature high capital levels and a solid quality of their loan portfolios. Secondly, the share of housing loans in the aggregate balance sheet, despite being one of the highest in the EU, is still "only" 25%, which limits the overall impact of such a potential shock. These two positive factors proved to be able to largely compensate for the previous and current loan-to-value policies, where relatively large amount of loans were provided with a loan-to-value higher than 85%. Unfortunately, neither high capital buffers combined with sound portfolios, nor a limited exposure to the real estate sector, can be taken for granted and therefore the overall vulnerability is expected to increase over coming years.

References:

1. Lintner, V. – Rychtárik, Š.: Importance of real estate as credit risk mitigation in the Slovak Republic. In: *Biatic*, Vol 18, 06/2010.
2. Analysis of the Slovak Financial Sector for the Year 2012, *Národná banka Slovenska*, 2013.
3. Reinhart, C. M. and Rogoff, K. S.: *The Aftermath of Financial Crises*, National Bureau of Economic Research, January 2009
4. Loungani, P.: Housing Prices: More Room to Fall? In: *Finance & Development*, Vol. 47, March 2010



Niekoľko úvah k virtuálnej mene bitcoin

Adam Nádaský, Peter Pénzeš
Národná banka Slovenska

So zvýšením záujmu verejnosti o obchodovanie s virtuálnou menou bitcoin sa dostali do popredia aj mnohé jej ekonomické a právne otázky. Cieľom tohto príspevku je stručne analyzovať podstatu bitcoinov a načrtnúť niektoré úvahy o ich regulácii.

PODSTATA BITCOINOV

Bitcoin je decentralizované digitálne platidlo označované aj ako „virtuálna mena“, ktoré nie je kryté zlatom a mechanizmus jeho obehu zabezpečuje vysokú mieru anonymity platiteľa a príjemcu. Bitcoin má podobu počítačového súboru. Prvkom zabezpečujúcim anonymitu používateľov a úplnosť transakcií je asymetrické šifrovanie, ktorým sa potvrdzuje autenticita prevodu platidla a tým sa umožňuje stranám transakcie, aby mohli obchodovať navzájom bez dodatočnej autorizácie treťou stranou.¹ Práve decentralizovanosť a anonymný obeh platidla je dôvodom jeho rastúcej popularity. Bitcoin je deliteľný na osem desiatinných miest umožňujúcich jeho jednoduché použitie pri platobných transakciách. Výmenný kurz sa určuje na základe ponuky a dopytu.

Mechanizmus bitcoinov detailne opísal v článku zverejnenom v roku 2008² neznámy autor, ktorý vystupuje pod pseudonymom Satoshi Nakamoto. Nadviazal na článok³ z roku 1998 autora Wei Dai, absolventa Washingtonskej univerzity, ktorý predstavil víziu vytvorenia takého prostriedku výmeny, ktorý nebude prechádzať cez zúčtovacie systémy finančných inštitúcií a do ktorého nebude možné zasahovať najmä zo strany vlády, resp. centrálnych bánk. Bitcoin nie je absolútnou novinkou, pretože v nedávnej minulosti už fungovali, resp. fungujú rôzne iné digitálne platidlá, napr. DigiCash, GoldMoney, Pecunix, Web-Money. Bitcoin je však doposiaľ zďaleka najprepracovanejším digitálnym platidlom.

PRÁVNA POVAHA BITCOINOV

Moderné ekonomiky v súčasnosti používajú tzv. peniaze s núteným obehom (*fiat money*), ktoré sú síce podobné peniazom krytým určitou komoditou (napr. zlatom počas tzv. zlatého štandardu), ich koncept je však úplne odlišný a to tým, že nie sú naviazané na žiadnu komoditu. Vynútenie tu má formu právnej normy, ktorou orgán verejnej moci ustanovuje a zavádza konkrétnu sústavu peňazí a systematicky upravuje svojím právnym poriadkom jednotlivé aspekty jej obehu a ochrany⁴, čím zakotvuje menu ako právnu formu peňazí. Ustanovenie meny je vždy právnym aktom a mena je jedným z atribútov suverenity štátu. Štát požíva takzvanú menovú suverenitu, ktorá v zmysle medzinárodnoprávnej zásady *lex mone-*

*tae*⁵ znamená, že každý štát má výlučné právo vytvoriť si vlastnú menu (a disponovať s ňou), ktorú musia iné štáty a ich orgány rešpektovať. V podmienkach Európskej únie sa jej členské štáty na základe medzinárodnoprávneho záväzku, ktorý je súčasťou ich prístupovej zmluvy, dobrovoľne vzdávajú vlastnej meny.

Peniaze s núteným obehom sú najčastejšie v právnom predpise určitého štátu uzákonené ako zákonné platidlo a vydáva ich ústredná autorita, čo je vo väčšine prípadov centrálna banka. Z ekonomického hľadiska je potrebné zdôrazniť, že celý tento systém je založený na dôvere, teda na dôvere v to, že peniaze, ktorými osoba disponuje, bude schopná v ktoromkoľvek okamihu vymeniť za tovar alebo službu a osoba poskytujúca tovar alebo službu bude ochotná tieto peniaze prijať ako protihodnotu.

Vzhľadom na to, že bitcoin nespĺňa atribúty meny v právnom zmysle (jeho platnosť na určitom území nie je mocensky ustanovená, právny poriadok neupravuje jej obeh ani ochranu), zastávame názor, že ho nie je možné označovať za menu. Na účely tohto článku budeme používať označenie „virtuálna mena“ alebo „platidlo“.

Bitcoiny, resp. iné elektronické platidlá, napriek ich možnej podobnosti treba odlišovať aj od elektronických peňazí. Týmto problémom sa zaoberala aj Európska centrálna banka. Predpisy európskeho práva⁶ definujú elektronické peniaze ako „peňažnú hodnotu uchovávanú elektronicky vrátane magnetického záznamu, predstavujúcu záväzok vydavateľa vystavený pri prijatí peňazí na účel vykonávania platobných transakcií v zmysle definície v článku 4 bode 5 smernice 2007/64/ES⁷, prijímanú aj inými fyzickými alebo právnickými osobami, než je vydavateľ elektronických peňazí.“ Podľa ECB, aj keď bitcoiny spĺňajú niektoré prvky tejto definície, elektronické peniaze sú aj v elektronickej podobe vyjadrené v mene príslušného štátu, čo neplatí pre bitcoiny, keďže tie sa vyjadrujú len vo forme bitcoinov.⁸ Elektronické peniaze sú právne regulované a finančné inštitúcie, ktoré pracujú s elektronickými peniazmi, podliehajú dohľadu príslušných vnútroštátnych orgánov, čo však neplatí pre Bitcoiny.

Napokon bitcoiny nemajú ani povahu finančného nástroja. Ustanovenie § 5 zákona č. 556/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách

1 Satoshi Nakamoto: *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System* (2009), dostupné na <http://bitcoin.org/bitcoin.pdf> (zobrazené dňa 26. septembra 2013).

2 Pozri poznámku pod čiarou č. 1.

3 Dai, W.: „b-money,“ dostupné na <http://www.weidai.com/bmoney.txt>, 1998 (zobrazené dňa 26. septembra 2013).

4 Mankiw, G.: *Zásady ekonomie*. Grada Publishing, Praha, 2009. s. 573.

5 K tomu pozri TOMÁŠEK, M.: *Pojetí zásady lex monetae v právu ES*. In *Evropské a mezinárodní právo*, 3/1998, s. 12–15.

6 *Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2009/110/ES zo 16. septembra 2009 o začatí a vykonávaní činností a dohľade nad obozretným podnikaním inštitúcií elektronického peňažníctva, ktorou sa menia a dopĺňajú smernice 2005/60/ES a 2006/48/ES a zrušuje smernica 2000/46/ES*.

7 *Smernica Európskeho parlamentu a Rady 2007/64/ES z 13. novembra 2007 o platobných službách na vnútornom trhu, ktorou sa menia a dopĺňajú smernice 97/7/ES, 2002/65/ES, 2005/60/ES a 2006/48/ES a ktorou sa zrušuje smernica 97/5/ES, Ú. v. EÚ L 319, 5.12.2007, s. 1–36*.

8 *European Central Bank, Virtual Currency Schemes* (Október 2012) dostupné na <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemes201210en.pdf> (zobrazené 26. septembra 2013), s. 16.



Druhy peňazí

Právny status	Neregulované	Určité druhy lokálnych platidiel	Virtuálne platidlá (bitcoin)
	Regulované	Bankovky a mince	Elektronické peniaze Vklady v bankách
		Fyzické	Digitálne
Druh peňazí			

Zdroj: European Central Bank, Virtual Currency Schemes (Október 2012) dostupné na <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemes201210en.pdf>

- 9 <http://blockchain.info/charts/total-bitcoins>
- 10 <http://blockchain.info/charts/market-price>
- 11 <http://bitcoincharts.com/charts/bitcdeEUR#rg60ztgSzm1g10zm2-g25zv>
- 12 Podobnou sieťou je známa BitTorrent, prostredníctvom ktorej sa zdieľajú rôzne súbory ako filmy, hry alebo hudba.

obsahuje taxatívny výpočet finančných nástrojov, ktorý neumožňuje bitcoiny subsumovať bitcoiny pod žiadny z existujúcich finančný nástrojov, a to ani pri použití extenzívneho výkladu.

VYDÁVANIE A OBEH BITCOINOV

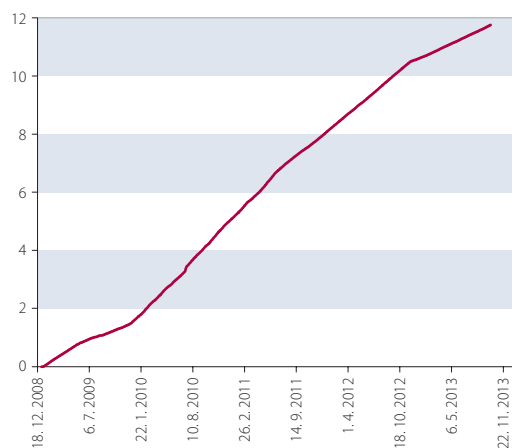
Vydávanie bitcoinov a ich uvádzanie do obehu je decentralizované. Prvý bitcoin bol uvedený do obehu v roku 2009. Objem platidla v obehu sa zvyšuje automatickým generovaním nových

bitcoinov v počte 25 ks každých približne 10 minút. Tento proces sa nazýva dolovanie bitcoinov (*Bitcoin mining*). Môže ho realizovať každý, kto si stiahne a spustí program na získavanie bitcoinov (*Bitcoin's mining program*). Celkové množstvo bitcoinov v obehu je fixne limitované na 21 miliónov a tento počet by mal byť dosiahnutý v roku 2040.

Obeh Bitcoinov sa realizuje prostredníctvom internetu na princípe priamej komunikácie, ktorá je prevádzkovaná bez centrálného servera (*peer-to-peer*) a spolieha sa na výpočtovú silu počítačov jednotlivých užívateľov.¹² Platiteľ aj príjemca musia mať pridelenú špecifickú adresu – alfanumerický reťazec, ktorý predstavuje tzv. verejný kľúč na šifrovanie odosielaných platieb a overenie autenticity prichádzajúcich platieb. Platiteľ môže platbu realizovať, len ak má súkromný kľúč, ktorým podpíše odchádzajúcu platbu. Odosielanie a prijímanie platieb sa uskutočňuje prostredníctvom online alebo offline programu, tzv. digitálnej peňaženky. Súkromný kľúč sa uschováva v peňaženke alebo na dátovom nosiči, ktorý môže mať podobu napr. mince.

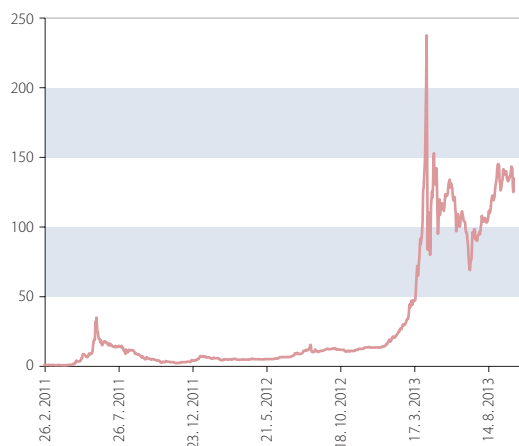
V súčasnosti pomerne rýchlo vzrastá počet subjektov, ktoré sú ochotné akceptovať bitcoin ako platobný prostriedok, pričom najväčší počet týchto subjektov predstavujú internetové obchody. Cena tovarov a služieb sa určuje na základe výmenného kurzu bitcoinu k inej mene.

Graf 1 Celkový objem bitcoinov v obehu (v mil. ks)



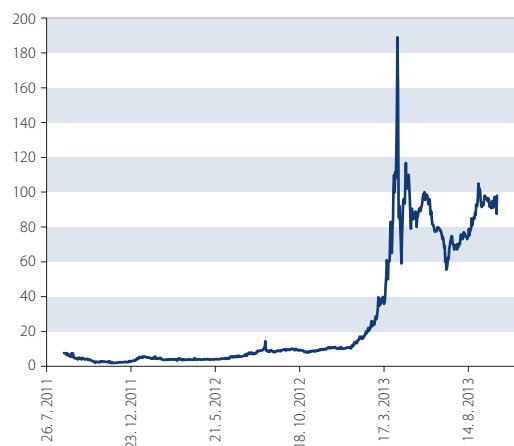
Zdroj: blockchain.info⁹

Graf 2 Vývoj kurzu bitcoinu voči doláru



Zdroj: blockchain.info¹⁰
Poznámka: Graf zobrazuje kurz zmenárne Mt. Gox.

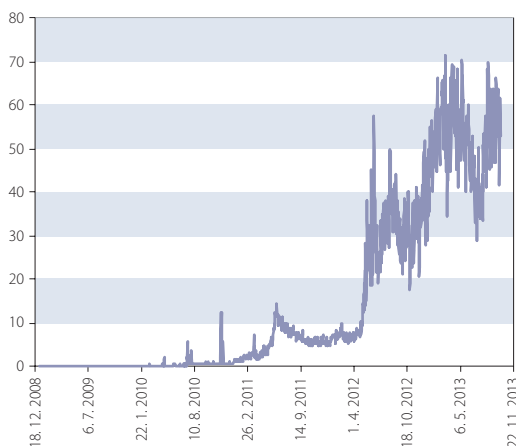
Graf 3 Vývoj kurzu bitcoinu voči euru



Zdroj: bitcoincharts.com¹¹
Poznámka: Graf zobrazuje kurz zmenárne bitcoin.de.



Graf 4 Počet transakcií s bitcoinmi (v tis.)



Zdroj: blockchain.info¹³

Bitcoin sa síce prevádzajú online, avšak rovnako ako pri hotovosti môžu byť zničené alebo stratené. Digitálna peňaženka umožňuje jednoduché uloženie bitcoinov na svoj online účet, ktorý je však pod správou tretej strany, z čoho môže vzniknúť nebezpečenstvo straty bitcoinov alebo môže dôjsť k ich krádeži hackermi. Výhodou ich úschovy prostredníctvom online peňaženky je prístup k vlastným bitcoinom z ktoréhokoľvek počítača. Ako alternatíva môže slúžiť uloženie bitcoinov vo vlastnom osobnom počítači. Aj v tomto prípade však hrozí riziko ich straty, pretože osobný počítač môže byť nainfikovaný vírusom alebo môže dôjsť k jeho poškodeniu, čím môžu byť všetky bitcoiny vymazané.

Pokiaľ ide o výmenu bitcoinov za oficiálne meny, možno ju realizovať podobne ako pri tradičnej zmene jednej meny za inú, teda prostredníctvom online výmeny. Na tento účel vzniklo niekoľko online zmenární, z ktorých najväčšia a najznámejšia je Mt. Gox.¹⁴ Popri online zmenárňach sa dajú Bitcoin získať aj priamou výmenou, ak sa nájde niekto, kto ich je ochotný vymeniť za hotovosť.

DÔVODY A SPÔSOBY REGULÁCIE BITCOINOV

Dôvodov, prečo bitcoiny upútali pozornosť regulačných úradov, je niekoľko. V prvom rade ide najmä o využívanie bitcoinov na rôzne kriminálne aktivity, ako je legalizácia príjmov z trestnej činnosti, obchodovanie s ľuďmi alebo daňové úniky. Pre regulačné úrady je bitcoin zaujímavý aj z dôvodu vysokej volatility, čo môže vyvolať finančné straty najmä u drobných investorov. Motívom regulácie bitcoinov je preto aj snaha o ochranu spotrebiteľa.

Najnovší príklad snahy o reguláciu bitcoinov pochádza z Nemecka, kde nemecké spolkové ministerstvo financií prvýkrát klasifikovalo bitcoiny ako zúčtovaciu jednotku. Nemecko neuznalo bitcoiny ako menu, označilo ich len za „súkromné peniaze“ („privates Geld“) a vytvorilo predpoklad na ich ďalšiu reguláciu. Hlavným motívom je za-

bránenie daňovým únikom, keďže obchod s bitcoinmi v tejto krajine sa značne rozrástol a z dôvodu značného posilnenia jeho kurzu oproti doláru bolo možné získať jeho predajom pomerne veľký príjem, ktorý nebol zdaňovaný.

V prípade USA prebieha momentálne diskusia o tom, či a akým spôsobom budú bitcoiny regulované. Bitcoinmi sa už začal zaoberať aj americký senát a viacerí senátori pod vedením senátora Thomasa R. Carpera zoskupení vo Výbore pre vnútornú bezpečnosť a vládne záležitosti (Homeland Security and Governmental Affairs) adresovali list tajomníčke tohto výboru Janet Napolitano, v ktorom žiadajú o poskytnutie bližších informácií k otázke virtuálnych mien.¹⁵ Jeden z možných postupov načrtol vrcholný predstaviteľ Komisie pre obchod s termínovanými komoditami (Commodities Futures Trading Commission, CFTC) Bart Chilton, ktorý sa vyjadril, že bitcoin by mal byť subsumovaný pod finančné deriváty.¹⁶

Celkom inak sa k tomuto problému postavili v Thajsku, kde bitcoiny jednoducho zakázali. Dospeli k záveru, že táto virtuálna mena nie je mena v pravom zmysle a rovnako ju nedokázali subsumovať pod iný finančný nástroj.¹⁷

ECB definuje vo všeobecnosti virtuálnu menu ako druh neregulovaných digitálnych peňazí, ktoré sú emitované a zvyčajne kontrolované vývojármi a používajú a akceptujú ich členovia určitej špecifickej virtuálnej komunity.¹⁸

Podľa materiálu ECB¹⁹ dnes virtuálne meny z pohľadu regulácie:

- nepredstavujú riziko pre cenovú stabilitu, za predpokladu, že tvorba peňazí zostane aj naďalej na nízkej úrovni,
- majú tendenciu byť nestabilné, čo však nehrozí stabilitu finančného sektora z dôvodu jej obmedzenej prepojenosti na reálnu ekonomiku, nízkeho objemu obchodov a nedostatočného prijatia používateľmi,
- nie sú v súčasnosti regulované a nie sú ani dohliadané orgánmi verejnej moci, aj keď sú vystavované kreditnému, likviditnému, operačnému a právnenému riziku,
- môžu predstavovať problém pre orgány verejnej moci z dôvodu právnej neistoty, ktorá ich obklopuje, a môžu byť využívané rôznymi podvodníkmi a osobami, ktoré ich využívajú na legalizáciu svojich príjmov z trestnej činnosti,
- môžu predstavovať pre centrálny banky reputačné riziko v prípade, že proti nim dostatočne včas nezasiahnu a nezabránia prípadným škodám, ktoré môžu vzniknúť subjektom pri obchodovaní s nimi,
- spadajú pod zodpovednosť centrálnych bank v dôsledku podobnosti s platobnými systémami a vedú k potrebe skúmať ich vývoj a priebežne ich kontrolovať a vyhodnocovať.

ĎALŠIE ASPEKTY BITCOINOV

Výhodou pri obchodovaní s bitcoinmi je zníženie transakčných nákladov na minimum. Transakcie sa môžu uskutočniť kedykoľvek, kdekolvek a nevyžadujú si priamu interakciu medzi účastníkmi

13 <http://blockchain.info/charts/n-transactions-total>

14 Mt. Gox, <http://mtgox.com/> (zobrazené 26. septembra 2013). 26. september 2013 sa 1 bitcoin predával, resp. kupoval v priemere za necelých 136 dolárov.

15 Homeland Security and Governmental Affairs, Letter to Secretary Napolitano on Virtual Currencies, dostupné na <http://www.hsgac.senate.gov/reports/letters> (zobrazené 26. septembra 2013).

16 Reuters, U.S. regulator mulls setting rules for digital currency Bitcoin, dostupné na <http://www.reuters.com/article/2013/05/06/bitcoin-regulation-idUSL2NODN1WW20130506> (zobrazené 26. septembra 2013).

17 <https://bitcoin.co.th/trading-suspended-due-to-bank-of-thailand-advisement/>

18 European Central Bank, Virtual Currency Schemes (Október 2012) dostupné na <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemes201210en.pdf> (videné 26. septembra 2013)

19 Viď poznámka pod čiarou č. 18



20 David G. Hayes et al.: *An introduction to Electronic Money Issues* (unpublished report prepared for the US Dept. Of Treasury, 1996), dostupné na <http://www.occ.gov/topics/bank-operations/bit/intro-to-electronic-money-issues.pdf> (zobrazené 26. septembra 2013)

transakcie. To znamená výrazne úspory, pokiaľ ide o produkciu, prepravu a manipuláciu s fyzickými peniazmi. Odhadované ročné náklady pri manipulácii s americkým dolárom americkými maloobchodníkmi a bankami je 60 miliárd dolárov, pričom táto suma zahŕňa náklady na spracovanie a počítanie peňazí, ich uloženie, prepravu a ich zabezpečenie.²⁰ Transakcie sú anonymné, účty nie sú nikde zaregistrované a bitcoiny sa posielajú priamo z jedného účtu na druhý.

Na druhej strane jedným z často zmieňovaných negatív je vysoká volatilita výmenného kurzu bitcoinov vo vzťahu k oficiálnym menám. Neexistuje žiadny pevne stanovený výmenný kurz medzi bitcoinmi a bežnými menami. V máji 2010 sa jeden bitcoin predával, resp. kupoval za 50 centov. V júni 2011 jeho hodnota prudko vzrástla až na 30 dolárov, no v októbri 2011 spadla na úroveň dvoch dolárov. Veľké výkyvy zaznamenala hodnota bitcoinu aj počas cyperskej krízy v marci 2013. Najnovším prípadom je zastavenie činnosti internetového trhoviska Silk Road, kde sa obchodovalo aj s bitcoinmi. Ako reakcia na túto udalosť spadla hodnota bitcoinu o 8,6% na úroveň 128 dolárov za jeden bitcoin. Toto všetko poukazuje na citlivosť bitcoinov na množstvo vonkajších udalostí. Práve extrémna volatilita je predmetom záujmu spotrebiteľov aj regulátorov. Na druhej strane vysoká volatilita je dôvodom, ktorý láka mnohých špekulantov. Ďalšou otázkou zostáva, ako by zareagovala hodnota bitcoinu na trhu v prípade, že by ho zakázala, resp. začala prísne regulovať niektorá z veľkých ekonomík, napr. USA.

Napriek tomu, že vzhľadom na svoju decentralizovanú povahu môže bitcoin odolať rôznym zásahom zo strany vlád, otázkou stále zostáva jeho právne postavenie. To, že bitcoin stále vo väčšine krajín existuje v tzv. šedej zóne (neregulovaný trh),

má veľký vplyv práve na dopyt zo strany spotrebiteľov aj obchodníkov.

Ďalším argumentom hovoriacim v neprospech bitcoinov je, že sa využívajú na kriminálne účely, ako je financovanie terorizmu, podporovanie obchodu s ľuďmi alebo legalizácia príjmov z trestnej činnosti (*money laundering*). Prípísať zvýšenie kriminálnej aktivity iba bitcoinom je nezmyselné, ale na druhej strane sa práve prostredníctvom neregulovaného a z časti anonymného obchodovania s bitcoinmi vytvára priestor na ich zneužívanie aj týmto spôsobom. Možno namietat, že na kriminálne účely sa používajú aj peniaze s núteným obehom (napr. eurá alebo doláre). Potenciálni kriminálni to však majú predsa len o niečo sťažené tým, že nemôžu jednoducho uskutočniť prevody z jedného účtu na iný, pretože by boli ľahko odhaliteľní a orgány činné v trestnom konaní by ich na základe bankových prevodov nemali problém identifikovať a vypátrať. Platobný styk je prísne regulovaný a povinné subjekty majú okrem iného povinnosť hlásiť akékoľvek podozrivé transakcie. V prípade bitcoinov naozaj stačí, aby boli prevedené z jedného online účtu na iný bez toho, aby bolo možné vypátrať pôvodcu a adresáta tohto prevodu.

ZÁVER

Bitcoin svojím konceptom založeným na anonymite, decentralizovanosti a obmedzenej ponuke predstavuje zaujímavý fenomén vo svete financií. Napriek tomu, že bitcoiny pre svoj obmedzený počet nepredstavujú v súčasnosti riziko pre celkový platobný systém alebo cenovú stabilitu, môžeme predpokladať, že budú aj naďalej starostlivo sledované regulačnými orgánmi a v budúcnosti nie je vylúčené vytvorenie právneho rámca na národnej, európskej alebo medzinárodnej úrovni.

Zdroje:

1. Mankiw, G.: *Zásady ekonomie*. Grada Publishing, Praha, 2009. ISBN 8071698911
2. Grinberg, Reuben, *Bitcoin: An Innovative Alternative Digital Currency* (December 9, 2011). *Hastings Science & Technology Law Journal*, Vol. 4, p.160. Dostupné na SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1817857>
3. Selgin, George, *Synthetic Commodity Money* (April 10, 2013). Dostupné na SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2000118> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2000118>
4. Kaplanov, Nikolei M., *Nerdy Money: Bitcoin, the Private Digital Currency, and the Case Against Its Regulation* (March 31, 2012). Temple University Legal Studies Research Paper. Dostupné na SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2115203> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2115203>
5. Plassaras, Nicholas, *Regulating Digital Currencies: Bringing Bitcoin with in the Reach of the IMF* (April 7, 2013). *Chicago Journal of International Law*, 14 Chi J Intl L (2013) Forthcoming. Dostupné na SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2248419>
6. Bollen, Rhys, *The Legal Status of Online Currencies: Are Bitcoins the Future?* (May 1, 2013). *Journal of Banking and Finance Law and Practice* (2013). Dostupné na SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2285247>
7. Satoshi Nakamoto, *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System* (2009) dostupné na <http://bitcoin.org/bitcoin.pdf>
8. European Central Bank, *Virtual Currency Schemes* (Október 2012) dostupné na <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemes201210en.pdf>
9. Ogashi Tukafoto, *Bitcoin Mining for Fun and Net Loss*, SLACKTORY, dostupné na <http://slacktory.com/2011/08/bitcoin-mining-fun-loss/>
10. David G. Hayes et al., *An introduction to Electronic Money Issues*16* (unpublished report prepared for the US Dept. Of Treasury, 1996), dostupné na <http://www.occ.gov/topics/bank-operations/bit/intro-to-electronic-money-issues.pdf>
11. Tomášek, M.: *Pojetí zásady lex monetae v právu ES*. In *Evropské a mezinárodní právo*, 3/1998.



PHDR. FRANTIŠEK OKRUHLICA, PH.D.

VLASTNÍCKA SPRÁVA SPOLOČNOSTI (CORPORATE GOVERNANCE)

Vydavateľstvo: IURA Edition 2013, ISBN: 978-80-8078-603-8, 336 strán

Problematika vlastníckej správy spoločnosti patrí v súčasnosti k najdiskutovanejším témam teórie i praxe fungovania veľkých, predovšetkým akciových spoločností. Hlavným dôvodom je skutočnosť, že prevažnú časť ekonomických aktivít v súčasnej ekonomike realizuje súkromný sektor, teda podniky, ktoré vlastní investori. To znamená, že stále rastúca oblasť ekonomických aktivít je z veľkej časti mimo verejnej kontroly a ekonomické správanie podnikov je kontrolované výhradne prostredníctvom ich vnútornej správnej funkcie.

Treba zdôrazniť, že ide o prvú monografiu v Slovenskej republike, ktorá sa systematicky a komplexne zaoberá otázkami vlastníckej správy spoločnosti. Z tohto pohľadu má vysoko aktuálny charakter, a to hlavne pre krajiny strednej a východnej Európy vrátane Slovenskej republiky, ktoré transformovali svoje predchádzajúce centrálné plánované ekonomiky na trhové ekonomiky s rôznou rýchlosťou a rôznymi cestami. Monografia je pozoruhodným vkladom do aktuálne a búrlivo sa rozvíjajúcej problematiky správy spoločnosti. Autor správne uvádza, že ide predovšetkým o vlastnícku správu spoločnosti (akciových spoločností), teda akým spôsobom vlastníci uplatňujú svoje vlastnícke práva a kontrolu voči riadiacej oblasti spoločnosti. Túto skutočnosť autor zdôrazňuje už v názve monografie a rovnako v celom texte.

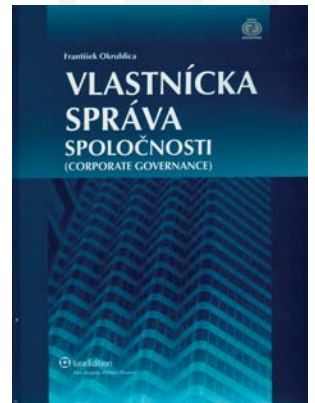
Monografia je členená do jedenástich kapitol, ktoré sú previazané logickou štruktúrou. Autor zhrňa historický vývoj problematiky, vymedzuje základné pojmy a predmet správy spoločnosti a vyzdvihuje interdisciplinárny charakter problematiky. V druhej časti sa venuje teoretickým východiskám správy spoločnosti, rozvíja diskusiu o vlastníckych právach, zmluvných vzťahoch, teoretických základoch správy spoločnosti a teóriách správy spoločnosti. V ďalšej časti prezentuje problematiku ekonomických organizácií z hľadiska ich vlastností a vývoja, vlastníctva, nákladov hranice a formálnych organizačných štruktúr. Štvrtá kapitola špecifikuje typy modelov správy spoločnosti a navzájom ich porovnáva. Predmetom analýzy je šesť typov modelov, z ktorých sa najviac pozornosti venuje anglosaskému modelu a kontinentálnemu európskemu modelu. V nadväznosti na túto časť sa autor venuje otázkam privatizácie v rámci ekonomických transformácií, ktoré sa uskutočnili v 90. rokoch 20. storočia v tranzitívnych krajinách a osobitne na Slovensku. V šiestej kapitole sa po-

jednáva o formálnych a neformálnych inštitúciách a zmieňuje sa v nej o národných kódexoch a princípoch OECD pre správu spoločnosti. Kľúčovou kapitolou publikácie je siedma kapitola, ktorá sa venuje správny orgánom spoločnosti. Uvádza základné typy správnych orgánov a ich zloženie, výbory správnych orgánov a prístupy k hodnoteniu výkonnosti správnych orgánov. V ôsmej časti sa autor venuje otázkam interného auditu ako nástroja na riadenie rizík spoločnosti. Pozornosť venuje aj otázkam zverejňovania informácií a transparentnosti. Autor pri písaní tejto kapitoly využil svoje dlhoročné skúsenosti s tvorbou a hodnotením výročnej správy, ktorú rozobral ako významný komunikačný prostriedok spoločnosti. V záverečných kapitolách publikácie sa autor venuje riadeniu rastu podniku a spoločnosti a analyzuje z hľadiska vlastníka jednotlivé formy a fázy rastu spoločnosti. Zaujímavý je aj rozbor foriem hospodárskej kriminality a dôvody zlyhaní správy spoločnosti. Autor uvádza niekoľko prípadov takýchto zlyhaní a poukazuje na možné cesty, ktorými sa dá zlyhaniu predísť.

Monografia podáva rozsiahly a vyčerpávajúci pohľad na danú problematiku. Súvisí to aj s tým, že autor sa dlhé roky zaoberá danou problematikou nielen na akademickej pôde s bohatou publikačnou aktivitou, ale aj v praxi prostredníctvom konzultačnej a poradenskej činnosti. Autorsky sa spolupodieľal aj na úspešnej monografii z danej oblasti v Českej republike, ktorá získala ocenenie Monografia roka 2007 na FPH VŠE Praha.

Možno tiež konštatovať, že monografia má obsahovo medzinárodný dosah, pretože autor preukázal výbornú orientáciu vo svetovej poznatkovej základni a schopnosť využívať primárne vedecké poznatky pri riešení tém publikácie. Ako základný prístup pre skúmanie problematiky správy spoločnosti zvolil komparatívnu analýzu a syntézu. Autor využil obrovské množstvo prameňov, hlavne z anglosaskej oblasti. Monografia je výsledkom dlhoročného autorovho vedeckého skúmania a praktických skúsenosti z pôsobenia v správnych orgánoch slovenských a zahraničných finančných a nefinančných spoločností. Na záver možno konštatovať, že táto monografia je prínosom nielen pre daný vedný odbor, ale aj pre odbornú verejnosť.

*prof. Ing. Božena Chovancová, Ph.D.
Ekonomická univerzita v Bratislave*





Medzinárodná vedecká konferencia organizovaná pri príležitosti 110. výročia narodenia profesora Imricha Karvaša

Dňa 10. a 11. októbra 2013 sa na pôde Univerzity Komenského v Bratislave uskutočnil prvý ročník medzinárodnej vedeckej konferencie Bratislavské právnické fórum 2013, ktorej organizátormi bola Právnická fakulta Univerzity Komenského v Bratislave a Národohospodárska fakulta Ekonomickej univerzity v Bratislave. Konferencia sa konala pod záštitou predsedu vlády Slovenskej republiky Roberta Fica, v spolupráci s Národnou bankou Slovenska, Národnou radou Slovenskej republiky a Európskym združením študentov práva (ELSA) v Bratislave, pri príležitosti 110. výročia narodenia významnej osobnosti slovenského práva a ekonómie prof. JUDr. Imricha Karvaša.



Guvernér Národnej banky Slovenska J. Makúch vo svojom vystúpení okrem iného zdôraznil aktuálnosť odkazu I. Karvaša. Napriek tomu, že profesor Karvaš študoval a žil v úplne odlišných ekonomicko-politických podmienkach v porovnaní so súčasnosťou, názory, ktoré prezentoval a presadzoval, sú vo veľkej miere platné aj pre dnešok.

Výročie narodenia profesora Karvaša odrážalo čoraz aktuálnejšiu potrebu prepojenia ekonómie a právnej vedy i praxe pri riešení súčasnej hospodárskej situácie. Prejavilo sa to jednak spoluprácou pri organizovaní konferencie a jednak v bohatom zastúpení účastníkov konferencie. Potreba komplexného riešenia aktuálnych problémov sa v období recesie dostáva do popredia aj v súvislosti s požiadavkami vyplývajúcimi zo súčasnej hospodárskej krízy na verejný sektor, legislatívu jednotlivých štátov i Európskej únie ako celku, a to s cieľom nielen reagovať na finančnú hospodársku krízu, ale aj nastaviť mechanizmy zamedzujúce eskalovanie krízy podobných či výraz-

nejších rozmerov v budúcnosti. Na tomto podklade bolo ambíciou konferencie vytvoriť priestor na prepojenie ekonomickej a právnej vedy s praxou, priestor na odbornú diskusiu, a to v medzinárodnom kontexte.

Nosným prvkom konferencie bol odkaz profesionálneho a osobného života profesora Imricha Karvaša. Osobnosť profesora Karvaša v sebe koncentruje prepojenie nielen právnej a ekonomickej vedy, ale aj ich priame uplatnenie v praxi. Profesor Karvaš pôsobil ako tajomník obchodnej a priemyselnej komory, Zväzu slovenských bánk, generálny tajomník Národohospodárskeho ústavu pre Slovensko a Podkarpatskú Rus a viceprezident Exportného ústavu v Prahe. V roku 1938 sa stal ministrom československej vlády. Od roku 1939 do roku 1944 bol guvernérom Slovenskej národnej banky a súčasne predsedom Najvyššieho úradu pre zásobovanie.

Vo vzťahu k príležitosti, pri ktorej sa konferencia uskutočnila, musíme zdôrazniť, že: „Dnešok dáva profesorovi Karvašovi s odstupom času plne za pravdu. Ekonomický pohľad na slovenskú národnú svojbytnosť, na otázky spolupráce V4, myšlienky dezintegrácie ako východiska ekonomickej integrácie na vyššom stupni, ktoré sú v jeho práci obsiahnuté, nestrácajú ani teraz svoju teoretickú hodnotu.“¹

Profesor Karvaš sa napriek mimoriadnemu pracovnému vyťaženiu v rámci svojho odborného pôsobenia v hospodárskej praxi zodpovedne venoval vedeckej a pedagogickej činnosti na svojom pôsobisku, Právnickej fakulte UK v Bratislave. Publikácie profesora Karvaša majú nadčasovú hodnotu a obohacujú našu spoločnosť nielen odbornou, ale aj etickou. V roku 1939 bol vymenovaný za riadneho profesora na Právnickej fakulte Univerzity Komenského v Bratislave pre odbor národného hospodárstva a finančnej vedy. Zároveň bol spoluiniciátorom založenia Vysokého obchodnej akadémie, ktorá sa postupne premenila na Eko-

¹ Ing. Egon Hlavatý, DrSc.: Profesor Imrich Karvaš - národohospodár, vedec, politik a pedagóg, *Biatec, odborný bankový časopis*, ročník 11, 2/2003.



nomickú univerzitu.² V roku 1947/1948 bol zvolený za dekana Právnickej fakulty Univerzity Komenského v Bratislave.³ Popri význame osobnosti profesora Karvaša tak z akademického hľadiska, ako aj z hľadiska aplikačnej praxe, sa do popredia dostáva aj obdivuhodný ľudský odkaz, ktorý zanechal pre ďalšie generácie a ktorý nepochybne rezonuje aj v súčasnosti. Práve tento odkaz priblížil jeden z najvýznamnejších účastníkov konferencie, syn profesora Karvaša, doc. Ing. Milan Karvaš, PhD, ktorý vystúpil v rámci plenárneho zasadnutia konferencie s príspevkom *Náš otec Imrich Karvaš*.

V prvý deň konferencie sa uskutočnilo plenárne zasadnutie v historickej aule Univerzity Komenského, ktoré sa nieslo v znamení hlavnej témy – Úlohy štátu a práva pri riešení súčasnej hospodárskej krízy. V rámci plenárneho zasadnutia vystúpili významné osobnosti. Doc. Ing. Jozef Makúch, PhD., guvernér Národnej banky Slovenska, vo svojom príspevku s názvom *Dielo profesora Karvaša vo vzťahu k súčasnej ekonomickej situácii okrem iného zdôraznil: „Z pozície guvernéra Národnej banky Slovenska je potrebné na prvom mieste vyzdvihnúť, že v popredí pozornosti profesora Karvaša – národohospodára, bola predovšetkým menová problematika. Príčiny inflácie v dvadsiatych rokoch pritom videl predovšetkým v povojnových rozpočtových schodkoch a v ich krytí krátkodobými pokladničnými poukážkami, ktorými sa vytvárala nová kúpna sila, a preto cestu k stabilizovanej mene videl predovšetkým v obnovení narušenej rozpočtovej rovnováhy.“* Doc. Ing. Peter Mihók, CSc., predseda Slovenskej obchodnej a priemyselnej komory, vystúpil s príspevkom na tému *Ekonomika Slovenska včera, dnes a zajtra*; doc. Ing. Miroslav Ševčík, CSc., dekan Národohospodárskej fakulty Vysokej školy ekonomickej v Prahe, s príspevkom na tému *Selhání decizní sféry při řešení hospodářské krize*; prof. Dr.h.c. Ing. Rudolf Sivák PhD., rektor Ekonomickej univerzity v Bratislave, s príspevkom na tému *Možnosti hospodárskej politiky štátu v krízovom a pokrízovom období*; prof. Ing. Peter Staněk, CSc., z Ekonomickeho ústavu Slovenskej akadémie vied, s príspevkom na tému *Možnosti riešenia hospodárskej kríz*; doc. Dr.h.c. JUDr. Ladislav Balko, PhD., člen Európskeho dvora audíto-

rov s príspevkom na tému *Kontrolná moc štátu a úloha auditu pri riešení súčasnej hospodárskej krízy*; prof. Dr. MA Ing. Július Horváth, PhD. z Central European University Budapest s príspevkom na tému *Ekonomické myslenie Imricha Karvaša*; prof. JUDr. Pavol Kubiček, CSc., dekan Právnickej fakulty Univerzity Komenského v Bratislave, s príspevkom na tému *Odkaz profesora Imricha Karvaša pre právnickú obec*. Plenárne zasadnutie uzavrel so svojím príspevkom doc. Ing. Milan Karvaš, PhD, ktorý zároveň otvoril paralelné rokovania jednotlivých sekcií konferencií

Počas oboch dní trvania konferencie prebiehali kontinuálne rokovania v jedenástich špecializovaných sekciách. Výber jednotlivých tém odrážal aktuálne otázky, ktoré by mohli v rámci odbornej diskusie znamenať prínos pre účastníkov konferencie tak z vedeckého hľadiska, ako aj z hľadiska aplikačnej praxe. Nepochybným prínosom konferencie bola účasť uznávaných odborníkov zo slovenských, českých i ďalších zahraničných univerzít.⁴

Okrem akademickej obce sa na konferencii aktívne zúčastnili viacerí reprezentanti praxe. Na rokovaní vystúpil napríklad minister spravodlivosti SR JUDr. Tomáš Borec, štátny tajomník Ministerstva zahraničných vecí a európskych záležitostí SR Ing. Peter Javorčík, štátny tajomník Ministerstva financií SR Ing. Peter Pellegrini, predseda Rady pre rozpočtovú zodpovednosť Ing. Ivan Šramko, viacerí poslanci Národnej rady SR, podpredseda Legislatívnej rady vlády Českej republiky, predstaviteľia Národnej banky Slovenska, Slovenskej advokátskej komory, Notárskej komory SR a Slovenskej komory exekútorov.

Veríme, že usporiadávanie medzinárodných vedeckých konferencií v spolupráci oboch univerzít sa stane tradíciou, keďže organizátori majú ambíciu každoročne spájať teóriu i prax ekonomickej a práva a poskytovať tak pravidelne na akademickej pôde priestor na výmenu, komparáciu a syntézu poznatkov, informácií a názorov o vývoji vo vybraných oblastiach a podporovať diskusiu o aktuálnych odborných témach, ktoré majú dosah na celospoločenské dianie.

JUDr. Simona Heseková
JUDr. Vladislav Mičátek, PhD.

- 2 Zimková, E.: *Univerzitný profesor Imrich Karvaš*. *Biatec, odborný bankový časopis*, ročník 21, 3/2013.
- 3 Karvaš, M.: *Môj otec Imrich Karvaš (Život a dielo národohospodára, ktorý dosiahol na vrchol i celkom na dno)*. Vydavateľstvo Rak, Bratislava 2001.
- 4 Zastúpenie na konferencii mala napr. Univerzita Karlova v Prahe, Vysoká škola ekonomickej v Prahe, Sapienza University of Rome, Ludwig-Maximilians-Universität Munich, Hungarian Academy of Sciences, Lomonosov Moscow State University, Vienna University, Wirtschaftsuniversität Wien, Sofia University, University of Gdansk, University of Iceland, Masarykova Univerzita v Brne, University of Zagreb, The John Paul II Catholic University of Lublin, Univerzita Palackého v Olomouci, Univerzita Mateja Bela, University of Teramo, Západočeská Univerzita v Plzni, Univerzita Pavla Jozefa Šafárika v Košiciach, University of Graz, University of Warsaw, University of Niš, Paneurópska vysoká škola, University of Debrecen, University of Warmia and Mazury in Olsztyn, Jagiellonian University, University of Szeged, Josip Juraj Strossmayer University of Osijek, Astrakhan State University, Deák Ferenc Doktoriskola Győr, West University of Timisoara, University of Bari.



EXPECTED MACROECONOMIC DEVELOPMENT IN SLOVAKIA

Monetary Department
of Národná banka Slovenska

The euro area economy returned to grow in the second quarter of 2013 after six quarters of recession. Positive development in the euro area, as well as in the Visegrad Four countries, provided a boost to the Slovak economy. This was observed particularly in Slovak exports growth, but, after a longer period, in higher domestic demand as well. This trend should continue and the growth of our economy should accelerate over the projection horizon from 0.9% this year to 2.1% in 2014 and 3.2% in 2015. The situation on the labour market is expected to stabilize in the second half of 2013 and then gradually improve next year along with a stronger recovery of economic activity. The rise in prices should further decelerate, while the inflation rate is projected to decline to 1.7% this year and 1.5% in 2014. However, by the end of projection horizon, inflation should accelerate again to 1.8%, owing to a significant recovery of foreign and domestic demand. (p. 2)

NOMINAL CONVERGENCE CONTINUES TO DOMINATE, WHILE REAL CONVERGENCE STAGNATES IN THE EU

Tibor Lalinský
Národná banka Slovenska

Differences in EU countries' dynamics have remained high despite their year-on-year moderation. With the negative growth figures of the EU, even the low growth rate of the Slovak economy resulted in the convergence of domestic real economy indicators with the EU average. However, the estimates of further development suggest that real convergence will stop for some time. Slight improvement on the labour market and some progress in the real convergence of Slovakia and other EU member and candidate countries can only be expected in 2014 at the earliest. Recession in Europe and a need for public finance consolidation have been reflected in the year-on-year improvement of nominal convergence indicators. It is possible that the majority of countries under review will report a deficit of below 3% of GDP in 2014. Inflation should also remain at relatively low levels. However, the only EU country outside the euro area that will meet all Maastricht criteria in 2014 will be Denmark, an EU Member State with derogation. The article summarizes the main findings of the Analysis of the Slovak Economic Convergence to the EU Mean (NBS 2013) and, at the same time, provides an updated view on the fulfilment of Maastricht criteria and development of the real economy. (p. 5)

ASSESSMENT OF LONG-TERM GUARANTEES IN SLOVAKIA (PART 2)

Andrea Gondová, Zuzana Kardošová
Národná banka Slovenska

The influence of proposed changes to insurance sector regulation, mainly on long-term guaranteed products and annuity products in non-life insurance, was tested in EU Member States in the first half of 2013 in accordance with

the European Commission's requirements. The related impact study consisted of two parts, namely a quantitative calculation of solvency capital requirements for insurance undertakings and a qualitative questionnaire on the proposed changes to the regulatory regime. The quantitative calculation involved the calculation of technical reserves using 13 different scenarios.

The assessment of data from participating insurance companies licensed in Slovakia, i.e. the impact analysis of scenarios 0 to 3, was included in the previous issue of the *Biatic* journal. The second part of the article analyses the remaining scenarios, i.e. scenarios 4 to 6. (p. 12)

DEVELOPMENTS AND RISKS IN THE SLOVAK FINANCIAL SECTOR IN THE FIRST HALF OF 2013

Pavol Jurča, Ľuboš Šesták
Národná banka Slovenska

Despite a relatively calm situation in the global financial markets and signs of macroeconomic improvement, there remain some risks to the future development. In this context, the article focuses on identifying the most significant risks which could have an adverse impact on the financial stability of the Slovak Republic. It also describes the situation and development trends in different segments of the financial market. The article is based on analytical publications of Národná banka Slovenska, in particular the Analysis of the Slovak Financial Sector for the first half of 2013 and the Financial Stability Report for May 2013. (p. 16)

THE IMPACT OF THE LOAN-TO-VALUE POLICY OF SLOVAK BANKS ON LOSSES UNDER THE SCENARIO OF FALLING REAL-ESTATE PRICES

Pavol Latta and Štefan Rychtárik
Národná banka Slovenska

The growing importance of mortgage lending in the Slovak banking sector has been observed since bank restructuring and privatization in the late 1990s. In this relatively short history, housing loans have become an important source of robust interest income essential to banking sector stability. However, housing loans were also closely related to the excessive growth of the housing market in 2006–2008, while loan-loss provisioning, which followed the burst of the bubble in 2009, hit the profitability of banks. Therefore, the Slovak housing market and related lending policies of banks are indispensable for any macroprudential analysis in this region. (p. 22)

SOME CONSIDERATIONS OF THE BITCOIN VIRTUAL CURRENCY

Adam Nádaský, Peter Pénzeš
Národná banka Slovenska

With an increased interest of the public in trading in Bitcoins, numerous economic and legal issues related to this virtual currency have come into fore. The article presents a brief analysis of Bitcoins and outlines some considerations of their regulation. (p. 25)



Školenie učiteľov v rámci projektu Generácia €uro

V priestoroch Národnej banky Slovenska sa dňa 4. októbra 2013 uskutočnilo školenie učiteľov k stredoškolskej súťaži Eurosystemu s názvom Generácia €uro – súťaž pre študentov. Pozvánku na školenie prijalo v rámci tretieho ročníka súťaže 50 učiteľov gymnázií a stredných škôl z celého Slovenska.

Učiteľom prednášali experti Národnej banky Slovenska z oblasti výskumu a menovej politiky. Cieľom školenia bolo poskytnúť učiteľom informácie potrebné na podporu študentov v jednotlivých kolách súťaže, najmä pri vypracovaní eseje k rozhodnutiu o stanovení výšky základnej úrokovej sadzby Európskej centrálnej banky.

Súťaž sa oficiálne začala 1. októbra 2013. Od tohto dátumu sa môžu študenti zaregistrovať do prvého kvízového kola prostredníctvom internetovej stránky www.generaciaeuro.sk.

INFORMÁCIE O PROJEKTE GENERÁCIA €URO

Projekt Generácia €uro je príspevkom Európskej centrálnej banky a jedenástich národných centrálnych bánk eurozóny k finančnému vzdelávaniu. Jeho cieľom je zvýšiť povedomie o Európskej centrálnej banke a Eurosysteme vysvetlením ich úloh a aktivít.

Cieľovou skupinou súťaže sú tímy 16- až 19-ročných študentov z eurozóny. V rámci samotnej súťaže majú študenti možnosť nahliadnuť do záklulisia rokovaní Rady guvernérov Európskej centrálnej banky a prijímania dôležitých rozhodnutí o úrokových sadzbách. Na finalistov súťaže čakajú



hodnotné ceny, ktoré pre nich pripraví Národná banka Slovenska. Národní víťazi si navyše prevezmú cenu z rúk prezidenta Európskej centrálnej banky priamo vo Frankfurte nad Mohanom.



Foto: Igor Plávka

