

4

Apríl 2012
Ročník 20

ODBORNÝ
BANKOVÝ
ČASOPIS



C E T A I B



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA



Návšteva guvernéra NBS v Poprade

Na pozvanie Inštitútu manažérskych systémov, samostatnej katedry Ekonomickej fakulty Univerzity Mateja Bela so sídlom v Poprade, prišiel dňa 12. apríla 2012 na stretnutie s jej poslucháčmi guvernér NBS Jozef Makúch.

Guvernér NBS v krátkej úvodnej prednáške vysvetlil budúcim manažérom úlohy, postavenie, ako aj vzájomnú spoluprácu ECB a Národnej banky Slovenska a priblížil im systém, formy a praktickú realizáciu zastúpenia Slovenska a jeho záujmov v medzinárodných ekonomických a bankových štruktúrach. Po prednáške nasledovala otvorená diskusia, v ktorej guvernér NBS odpovedal na otázky týkajúce sa odbornej problematiky a súčasnej ekonomickej situácie na Slovensku, v Európe či globálnej svetovej ekonomiky. Podrobne sa rozoberali otázky týkajúce sa eurovalu, ekonomickej situácie v jednotlivých krajinách, ako aj medializované formy riešenia súčasnej krízy.

Po skončení podujatia študenti ocenili neformálnosť diskusie a ochotu guvernéra odpovedať aj na niektoré neštandardné otázky. Vyjadrili však ľútosť nad absenciou auly v Poprade, ktorá by umožnila návštevu väčšieho množstva záujemcov o stretnutie.

V ten istý deň bola vo vestibule Inštitútu manažérskych systémov na Francisciho ulici v Poprade sprístupnená dvojazyčná výstava Euro naša mena. Výstava mapuje prvé pokusy o menové únie až po vznik eura ako meny, eurových bankoviek a mincí spolu s ich ochrannými prvkami,



chronológiu zavedenia eura na Slovensku, ako aj úlohu NBS pri jeho zavedení. Obsahuje aj informácie o súčasnom postavení jednotlivých centrálnych bánk vrátane NBS v Európskom systéme centrálnych bánk a Eurosystéme. Výstava je prístupná do 22. mája tohto roku.

Ing. Ivan Jurko



Vydavateľ:
Národná banka Slovenska

Redakčná rada:
doc. Ing. Jozef Makúch, PhD. (predseda)
Ing. Viliam Ostrožlík, MBA (podpredseda)
Mgr. Júlia Čillíková
Ing. Juraj Jánošík
Ing. Renáta Konečná
PhDr. Jana Kováčová
Mgr. Martin Šuster, PhD.

Redakcia:
Ing. Alica Polóniyiová
tel.: 02/5787 2153
e-mail: alica.polonyiova@nbs.sk

Adresa redakcie:
NBS, redakcia BIATEC
Imricha Karvaša 1, 813 25 Bratislava
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: 18. 4. 2012
Dátum vydania: 25. 4. 2012
Evidenčné číslo: EV 2817/08
ISSN 1335 – 0900

Grafický návrh: Bedrich Schreiber
Typo & lito: AEPRESS, s.r.o.
Tlač: DOLIS, s.r.o.

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

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

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



NA AKTUÁLNU TÉMU

Očakávaný makroekonomický vývoj SR 2
(Odbor menovej politiky NBS)

Môže Španielsko a Taliansko žiadať o pomoc z eurovalu? 4
(Branislav Frkáš)

PEŇAŽNÝ TRH

Obchodovanie domácich bánk na peňažnom trhu eurozóny
počas roku 2011 7
(Roman Kostelný)

MAKROEKONOMICKÉ OTÁZKY

Krátkodobý vplyv rozpočtových vzťahov s EÚ
na slovenskú ekonomiku 14
(Marián Labaj, Silvia Oleárová)

Vplyv reálneho menového kurzu na vývoj ekonomiky SR 18
(Ing. Rajmund Mirdala, PhD.)

Finančná situácia slovenských domácností 23
(Matúš Senaj, Pavol Šilhár a Tibor Zavadiľ)

Prístup k finančným zdrojom ako kľúčová bariéra
rozvoja malých a stredných podnikov
Životný cyklus malých a stredných podnikov a ich
finančné potreby – 1. časť 28
(Ing. Katarína Belanová, PhD.)

RECENZIA

Božena Chovancová a kolektív: Komoditné trhy a reálne investície . 31
(doc. Ing. Jana Kotlebová, PhD.)

INFORMÁCIE

Ponuka podujatí Inštitútu bankového vzdelávania NBS, n. o.,
na máj 2012 13

ENGLISH SUMMARY 32



Očakávaný makroekonomický vývoj SR

Odbor menovej politiky NBS

Marcová strednodobá predikcia bola zostavená v období neprehľbovania ďalšej neistoty na finančných trhoch a postupnej stabilizácie očakávaní v eurozóne. Súčasne bola ovplyvnená zverejnenými priaznivými údajmi o vývoji ekonomiky SR v poslednom štvrtroku minulého roka, ale aj mierne nižším odhadom zahraničného dopytu. V dôsledku týchto faktorov nebolo potrebné pristúpiť k výraznejšiemu prehodnoteniu vývoja ekonomiky ako celku, ani k prehodnoteniu cenového vývoja. V prípade základných ukazovateľov makroekonomického vývoja tak bolo možné zotrvať na hodnotách blízkyh predchádzajúcej decembrovej predikcii. Podobne ako všetky relevantné inštitúcie, ktoré zverejnili predikcie, aj najnovší výhľad NBS bol založený na predpoklade nájdania riešenia dlhovej krízy, upokojenia situácie na finančných trhoch a postupnej obnovy dôvery. Horizont aktuálnej predikcie sa predĺžil až do roku 2014. Strednodobá predikcia vychádza z technických predpokladov ECB a zo spoločných predpokladov o vývoji zahraničného dopytu¹ s dátumom 16. februára 2012.

¹ ECB Staff Macroeconomic Projections for the Euro Area, marec 2012. Podrobnejšie informácie o prognóze ECB sú dostupné na www.ecb.int.

AKTUÁLNY VÝVOJ AKO VÝCHODISKO STREDNODOBEJ PREDIKCIE

Neistota súvisiaca s riešením dlhovej krízy v eurozóne, potreba fiškálnej konsolidácie a slabá finančná situácia domácností spôsobili pribrzdzenie rastu takmer vo všetkých vyspelých ekonomikách. V eurozóne dokonca došlo až k miernemu poklesu HDP v poslednom štvrtroku minulého roka. Ten odrážal okrem už spomínaných nepriaznivých prejavov dlhovej krízy aj spomalenie svetového hospodárskeho rastu a vysoké ceny komodít. Vplyv negatívneho vývoja v krajinách eurozóny na ekonomickú aktivitu na Slovensku sa však zatiaľ neprejavil. Tempo rastu slovenského hospodárstva zostalo na približne rovnakej úrovni ako v predchádzajúcich štvrtrokoch (0,9% medzištvrtročne). Bolo to výrazne nad očakávaniami z predchádzajúcej decembrovej predikcie. Rovnako aj štruktúra rastu ekonomiky sa odlišovala od predpokladov. Hlavným zdrojom rastu bolo zvyšovanie exportnej výkonnosti s následným pozitívnym príspevkom čistého exportu. Takýto vývoj nekorešpondoval so spomalením dopytu po slovenských výrobkoch, a preto sa zdá, že v slovenskej ekonomike bol zaznamenaný pozitívny ponukový šok a rástol aj náš trhoví podiel. Naopak, dovozy zaznamenali koncom roka stagnáciu. Predpokladá sa, že pokles dovoznej náročnosti bol len dočasný a súvisel jednak s neistotou, pokiaľ ide o budúci vývoj, a tiež so stále utlmenou domácou časťou ekonomiky. V ďalších štvrtrokoch by sa dovozná náročnosť mala postupne vracieť na pôvodné úrovne. Z produkčnej stránky bol rast ekonomiky ťahaný najmä výkonom v priemysle. Do značnej miery k rastu prispel aj rast čistých daní. Ten však bol spôsobený jednorazovým zaplatením DPH koncesionárom za PPP projekt (výstavba rýchlostnej cesty R1). Napriek rýchlemu rastu ekonomiky vo 4. štvrtroku 2011 trh práce neodzrkadľoval tento pozitívny vývoj. V porovnaní s očakávaniami bol vývoj zamestnanosti mier-

ne negatívnejší, pod čo sa podpísal hlavne nižší počet samozamestnávateľov pri takmer nezmenenom počte zamestnancov. Tento nepriaznivý trend pokračoval aj v januári 2012.

Zatiaľ čo cenový rast v poslednom štvrtroku 2011 pokračoval v zrýchľovaní z predchádzajúcich období, v prvých dvoch mesiacoch roku 2012 sa inflácia spomalila. Do veľkej miery bol tento vývoj ovplyvnený odznením efektov zvyšovania daní, zavedenia poplatkov a vysokých cien potravín a energií v predchádzajúcom roku. Ceny energií však pokračovali v raste aj v aktuálnom roku, čo súviselo s nárastom cien tepla.

MAKROEKONOMICKÁ PREDIKCIA

V súlade s vývojom predpokladaného zahraničného dopytu by sa mal rast ekonomiky v roku 2012 mierne spomaliť. Nepredpokladá sa, že výrazne pozitívny vývoj exportnej výkonnosti koncom minulého roka by mal pokračovať aj ďalej. Znižovanie rastu ekonomiky obchodných partnerov v roku 2012, ako ho naznačujú aj predstihové indikátory, by malo ovplyvniť aj naše vývozy. Od druhého polroka by však mal export mierne zrýchliť svoju dynamiku v súlade s predpokladom opätovného oživenia zahraničného dopytu po našich výrobkoch a službách. V domácej časti ekonomiky sa očakáva ďalšie pretrvávajúce nedôvery domácností. Tie by si pod vplyvom stále nepriaznivej situácie na trhu práce mali udržať opatrný prístup aj v strednodobom horizonte. Spotreba by teda mala rásť len mierne a miera úspor by mala zotrvať na aktuálnych vysokých úrovniach aj v budúcnosti. Podobne aj firmy by mali v dôsledku zhoršenia sentimentu posúvať investičné rozhodnutia na neskôr. Výraznejší rast investičnej aktivity sa očakáva až v roku 2014, keď by sa spolu s rastom zahraničného dopytu mala oživiť aj domáca časť ekonomiky. Keďže zatiaľ nie sú známe ani schválené žiadne konsolidáčné opatrenia, s fiškálnou konsolidáciou a prípadným ďalším znižovaním



spotreby vlády sa v aktuálnej predikcii nepočíta. Utlmená domáca časť ekonomiky by mala naďalej vplývať na nízke dovozy. Naopak, očakávaný návrat dovoznej náročnosti na pôvodné úrovne a dopĺňanie zásob by mali tento efekt prevýšiť a posunúť dovozy opäť k vyšším úrovniam. V ďalších rokoch by akcelerácia dovozov mala odzrkadľovať zvyšovanie exportnej výkonnosti a postupné oživovanie domáceho dopytu.

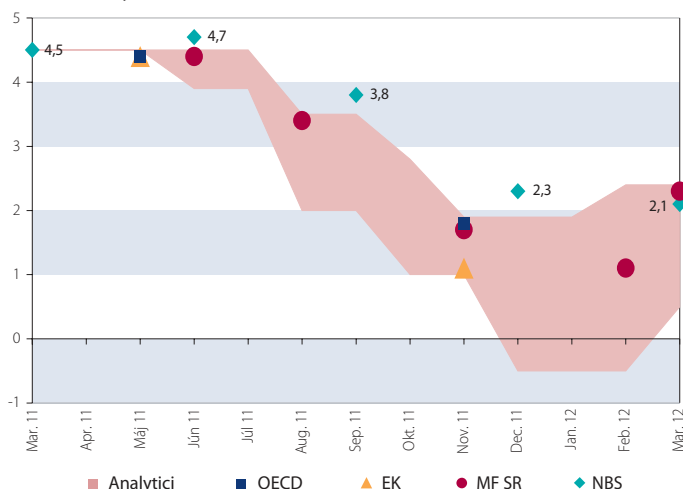
Vývoj na trhu práce v najbližších štvrtrokoch by mal byť do veľkej miery ovplyvnený spomalením ekonomickej aktivity. Postupné oživenie ekonomiky od druhého polroka 2012 sa naplno prejaví v zamestnanosti až v nasledujúcich rokoch. Jej rast by však nemal byť výrazný, v dôsledku čoho aj miera nezamestnanosti poklesne iba mierne na približne 12 %.

Čo sa týka cenového vývoja, rast cien v roku 2011 bol najvyšší za posledných päť rokov. V horizonte prognózy sa však očakáva klesajúci trend. V roku 2012 by sa mala inflácia spomaliť aj v dôsledku odznenia efektov zvyšovania daní, vysokých cien potravín a energií v predchádzajúcom roku. V rámci štruktúry inflácie by malo spomaľovanie prebiehať vo všetkých hlavných zložkách, kde by mal tlmiaci pôsobiť nízky spotrebiteľský dopyt.

V aktuálnej predikcii HDP pretrvávajú riziká smerom nadol v celom horizonte predikcie. Najvýznamnejším faktorom pôsobiacim v smere spomaľovania rastu je očakávaná fiškálna konsolidácia nielen v eurozóne, ale najmä v SR. Negatívnym rizikom je aj sprísňovanie úverových podmienok doma aj v zahraničí s možným dopadom na zahraničný dopyt a tvorbu investícií. Z aktuálneho vývoja v zahraničnom obchode naopak vyplýva možné pozitívne riziko v prípade, ak by ponukový šok a znížená dovozná náročnosť pokračovali aj naďalej. Riziká v cenovom vývoji na rok 2012 sú prevažne prorastové, najmä vplyvom vyššej zahraničnej inflácie a vyšších cien energií. V strednodobom horizonte môže byť faktorom výraznejšieho rastu cien aj očakávané konsolidačné úsilie (cez vyššie nepriame dane). Čiastočne však môže byť tlmené slabším domácim dopytom a horším vývojom na trhu práce.

Po vypracovaní aktuálnej predikcie boli zverejnené niektoré údaje, ktoré prinášajú možný

Porovnanie predikcií vývoja HDP SR na rok 2012 (medziročný rast v %)



Zdroj: NBS.

optimizmus, pokiaľ ide o budúcu situáciu v eurozóne a na Slovensku, a môžu znamenať pozitívny signál pre našu ekonomiku. K zlepšeniu došlo nielen v prípade podnikateľských nálad v marci, ale aj tzv. tvrdé údaje za priemyselnú produkciu, tržby a zahraničný obchod zaznamenali pozitívny vývoj. Dôležité však je, či tento vývoj bude pokračovať aj ďalej, čo bude závisieť od situácie na finančných trhoch. Pre ekonomický vývoj v SR bude dôležitý aj rozsah a štruktúra konsolidácie verejných financií.

Aktuálna strednodobá predikcia tak očakáva v oblasti vývoja HDP na tento rok podobný rast ako decembrová predikcia. Koncom minulého a začiatkom tohto roka väčšina prognostikov prehodnocovala svoje očakávania výrazne smerom nadol. NBS však pristúpila opatrne k odhadu vývoja ekonomiky a vtedajšie negatívne signály premietla skôr do rizík. Ako ukázal aktuálny vývoj, tieto riziká sa nematerializovali a v marcovej predikcii nebolo potrebné pristúpiť k výraznej revízii odhadov rastu HDP v porovnaní s inými prognostikmi, ktorí pod vplyvom pozitívnych informácií prehodnotili svoje negatívne výhľady na rok 2012 a postupne sa približujú k číslam našej aktuálnej predikcie.



Môže Španielsko a Taliansko žiadať o pomoc z eurovalu?

Branislav Frkáň
Národná banka Slovenska

Rok 2011 priniesol vážne obavy, že po Grécku, Írsku a Portugalsku sa o pomoc zo záchranných mechanizmov budú musieť uchádzať aj Španielsko a Taliansko. Stav verejných financií a základných makroekonomických ukazovateľov sa v týchto dvoch krajinách v priebehu štyroch krízových rokov výrazne zhoršil, významné riziko tkvie aj v bankovom sektore. Politickí predstavitelia prišli s ambicióznymi plánmi na ozdravenie svojich ekonomík, ich naplnenie je však otáznne.

Po tom, čo sa rok 2010 stal najťažším v dovtedajšej histórii hospodárskej a menovej únie, keď sa Grécko a následne Írsko dostali do situácie znemožňujúcej získavať potrebné finančné prostriedky na finančných trhoch, prišiel rok 2011, ktorý ho z hľadiska napätia a obáv o menovú úniu bez problémov prekonal. Okrem toho, že k žiadosti o pomoc bolo nútené prihlásiť sa aj Portugalsko a že plán návratu Grécka na finančné trhy v roku 2011 bol iba želaním vedúcim k dohadovaniu druhého kola pomoci, pozornosť trhov sa upriamila aj na tretiu a štvrtú najväčšiu ekonomiku eurozóny – Taliansko a Španielsko. V mesiacoch august a november sa výnosy 10-ročných vládnych dlhopisov týchto dvoch krajín vyšplhali k hodnotám 6 až 7 %. Politikom spolu s Európskou centrálnou bankou sa danú situáciu zatiaľ podarilo ustáť a žiadosť o pomoc odvrátiť. Otázkou ale zostáva, či sa predsa len ku Grécku, Írsku a Portugalsku v roku 2012 nepripojí ďalšia krajina. Na základe makroekonomickej situácie a stavu bankového sektora je najvýraznejším adeptom Španielsko.

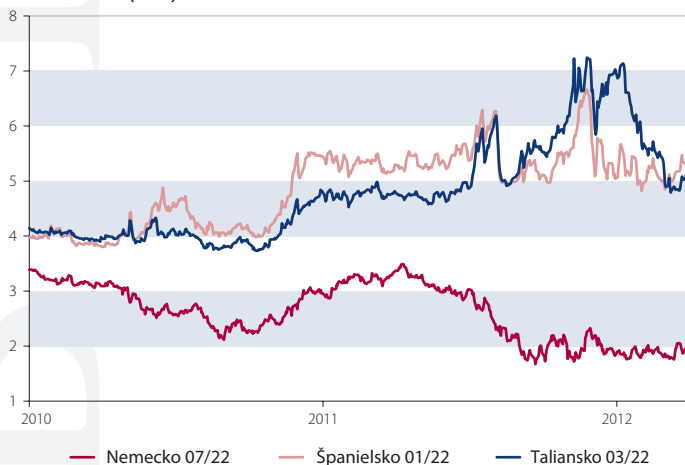
Z hľadiska hospodárenia štátu patrilo Španielsko v predkrízovom období k úspešnejším krajinám. V roku 2007 sa hodnota celkového dlhu

voči HDP nachádzala na úrovni 36,2 %, kam sa v priebehu približne 10 rokov ukazovateľ dostal postupným znižovaním. Štátny rozpočet sa po predchádzajúcom období miernych deficitov nachádzal v rokoch 2005 až 2007 v prebytkoch. Nezamestnanosť sa znižovala, v roku 2007 sa dostala na úroveň 8,3 %.

Obdobie krízy ale prinieslo doslovný prepad. Prebytky hospodárenia sa zmenili na výrazné deficity, 11,2 % v roku 2009 a 9,3 % v roku 2010. Krajina si stanovila cieľ: 6 % deficit v roku 2011, 4,4 % deficit v roku 2012 a 3 % deficit v roku 2013. Slabé miesta plánu sa však objavili hneď na začiatku tohto nesporne pozitívneho zámeru. Predchádzajúca vláda hospodárila v roku 2011 s deficitom 8,6 % namiesto plánovaných 6 % a hoci nový premiér Rajoy na rok 2012 v Bruseli prisľúbil 4,4 %, o pár dní neskôr jednostranne oznámil, že deficit v krajine bude 5,8 %. Následnými konzultáciami Brusel dosiahol cieľenie na 5,3 %, v každom prípade však bola spochybnená už i tak slabá dôvera vo fiškálny pakt a jednotnosť európskych krajín aspoň v tejto oblasti. Nároky na úspory Španielska sa výrazne zvýšili, z plánovaných 16,5 mld. € je to momentálne približne 30 mld. €. Analytici posunuli svoje očakávania 3 % deficitu až na rok 2014 a odniesli si to i výnosy. Celkový dlh krajiny sa približuje k 70 % HDP. Nezamestnanosť prudko stúpila o takmer 15 percentuálnych bodov na alarmujúcich 23 % s výhľadom ďalšieho nárastu až do roku 2013. Na porovnanie nezamestnanosť v eurozóna sa nachádza na už i tak vysokých 10,2 %. Nová vláda prichádza okrem iného i s reformami na spružnenie trhu práce. Otázkou je ale doba vstupu týchto reforiem do platnosti a ich skutočné zavedenie vo všetkých, do vysokej miery nezávislých regiónoch. Detaily viacerých opatrení ešte nie sú známe alebo sa môžu zmeniť, prípadne krátkodobu môžu mať i negatívny vplyv na zamestnanosť (napr. obmedzenie predlžovania dočasných pracovných kontraktov na dva roky z pôvodných troch). Razantné odzrkadlenie reformnej snahy na miere nezamestnaných však v najbližšom období nemožno očakávať.

Za predpokladu, že krajina dosiahne deficit štátneho rozpočtu na úrovni 3 % HDP s jednoroč-

Graf 1 Vývoj 10-ročných dlhopisov Španielska, Talianska a Nemecka (v %)



Zdroj: Bloomberg.



ným oneskorením oproti plánu, čiže v roku 2014, a vývoj rastu ekonomiky bude v najbližších troch rokoch v priemere -0,4 % HDP ročne, krajina bude potrebovať ušetriť sumárne 58 mld. € (resp. zvýšiť príjmy o túto sumu). To predpokladá vznik nového zadlženia počas najbližších troch rokov v sume 130 mld. €. Krajina súčasne potrebuje refinancovať dlhové záväzky splatné v rokoch 2012 až 2014 v sume 165 mld. €. Európsky mechanizmus pre stabilitu (ESM), čiže trvalý euroval, má mať celkový kapitál 700 mld. €, z ktorého tvorí splatný kapitál 80 mld. €, zvyšok sú záruky. Podiel Španielska tvorí 11,9 %, čo je 9,5 mld. €. Krajina má možnosť splatiť dané prostriedky v piatich rovnakých splátkach počas najbližších troch rokov. Španielsko tak čaká v rokoch 2012 až 2014 vstup na finančné trhy s cieľom získať zhruba 294 mld. €, čo je blízko 30 % HDP.

Taliansko patrí z hľadiska ukazovateľov, ako je rast HDP či stav zadlženosti dlhodobo k najslabším krajinám eurozóny. Súčasný obraz o ekonomike sa momentálne pokúša zvrátiť nová úradnícka vláda M. Montiho, ktorému sa veľmi rýchlo podarilo zaradiť k dvojici Merkelová a Sarkózy a vytvoriť dojem o opätovnom významnom politickom postavení krajiny v rámci Európy. Vláda sa potrebuje vysporiadať najmä s alarmujúcou hodnotou dlhu. Z hľadiska zadlženosti voči HDP sa Taliansku podarilo síce za približne 10 rokov dostať z úrovne 120 % HDP na 103 % (rok 2007), štyri krízové roky však posunuli tento dôležitý ukazovateľ späť k 120 %. Od roku 2000 rástla ekonomika Talianska priemerným tempom 0,65 % a počas existencie HMÚ vždy dosahovala podpriemerný rast. Predpoklady analytikov, ako aj názor centrálnej banky je, že sa krajina vráti k miernemu hospodárskemu rastu v roku 2013 po 1,5 % poklese v tomto roku.

Plán Talianska je, mierne povedané ambiciózny, obsahuje cieľ dosiahnuť vrchol zadlženosti na úrovni 120 % v roku 2012 a následne vďaka prebytkovému hospodáreniu má pokračovať v klesajúcom trende až na úroveň 90 % v roku 2020. Plán predstavuje zvýšiť prebytok primárneho rozpočtu z aktuálnych 1,0 % na 5,5 % do roku 2013. Celkový deficit štátneho rozpočtu by sa mal vyrovnať do roku 2014.

Súčasťou talianskych plánov sú, samozrejme, aj reformy trhu práce zamerané na zvýšenie jeho flexibility, podpora hospodárstva pomocou deregulácie a podpory malých firiem, znižovanie cenových taríf, podpora konkurencieschopnosti a liberalizácia niektorých odvetví. Chystá sa pustiť aj do zmeny sociálneho systému.

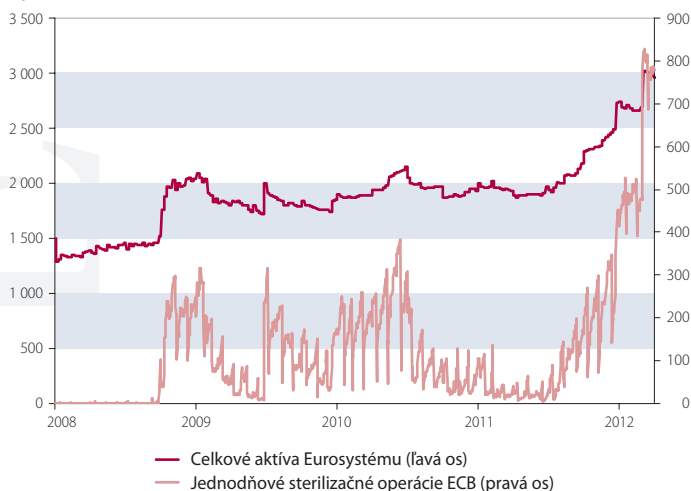
Krajina potrebuje v priebehu rokov 2012 až 2014 refinancovať splatné dlhopisy v sume 595 mld. € (z toho viac ako 40 % v roku 2012). Za predpokladu návratu k hospodárskemu rastu v rokoch 2013 a 2014 a vyrovnanému rozpočtu v roku 2014 by Taliansku odhadom vznikol nový dlh 52 mld. €. Príspevok Talianska do aktuálneho ESM pri 17,9 % podiele na negarančnej časti 80 mld. € predstavuje 14,3 mld. €. Sumárne tak krajina potrebuje získať 661 mld. €.

Úroveň, pri ktorej je už vysoká pravdepodobnosť, že krajina bude musieť požiadať o pomoc, je nárast výnosov pri 10-ročnej splatnosti na 7 %. Tam sa výnosy Talianska koncom roka 2011 dostali viackrát. Podobne to platilo v prípade už zachraňovaných krajín. Výnosy gréckych 10-ročných dlhopisov atakovali začiatkom roka 2010 hodnoty 7 %, keď sa ukázalo, že krajina hospodárila v roku 2009 s deficitom 12,7 % HDP oproti 5 % odhadom. Žiadosť o pomoc prišla v apríli, keď došlo k ďalšej revízii deficitu na 13,6 % HDP. Keď sa v Írsku v septembri 2010 opäť zvýraznil ťažký prístup tamojších bánk na finančné trhy, výnosy štátnych dlhopisov pri 10-ročnej splatnosti presiahli hodnotu 6 % a naďalej rýchlo rástli. Potreba a zároveň rozhodnutie írskej vlády rekapitalizovať tamojší bankový sektor spôsobili deficit krajiny na úrovni 32 % HDP a neschopnosť financovať sa na trhu. Výnosy 10-ročných portugalských dlhopisov prelomili úroveň 7 % v priebehu apríla 2011 a v máji bolo nútené požiadať o pomoc z eurovalu a MMF.

Jednou z ciest k rastúcim výnosom je pokračovanie v neplnení stanovených cieľov podobne, ako to bolo začiatkom roka 2012 v prípade Španielska. No aj za predpokladu, že by sa Španielsku a Taliansku skutočne podarilo dodržať stanovené ambiciózne ciele, či už v oblasti rastu alebo výšky dlhu či deficitu, vyriešiť verejné financie nestačí. Významné riziko sa totiž nachádza v bankovom sektore a banky, ktoré sa so svojimi problémami nebudú vedieť vysporiadať samy a budú príliš veľké, aby existovalo rozhodnutie nechať ich padnúť, budú musieť zachraňovať domáce vlády. No a podobne, ako ilustruje príklad Írska, takáto záťaž na verejné financie nemusí byť zvládnuťelná. Platí to hlavne pre Španielsko, ktoré je spolu s Írskom najviac zasiahnuté prasknutím bubliny na hypotekárnom trhu. Tamojšia vláda požaduje, aby banky zvýšili kapitál celkovo o 50 mld. € práve na krytie strát súvisiacich s trhom nehnuteľností. Nízka kvalita a nepostačujúci kapitál sa v roku 2011 výrazne prejavili v nízkej likvidite, resp. neschopnosti bánk financovať sa na trhu. Ako prvý sa pokúšal presvedčiť trhy, že situácia v bankovom sektore je v poriadku, Európsky orgán pre bankovníctvo (European banking authority – EBA) realizáciou druhého kola stresových testov, tentokrát s prísnejšími podmienkami ako v roku 2010. Testom prešlo celkovo 82 bánk, z ôsmich neúspešných bolo až päť zo Španielska. Následne, namiesto poklesu z 5,5 %, prekonal výnosy 10-ročných španielskych dlhopisov hranicu 6 %. K slovu pristúpila ECB, a to reaktivovaním programu pre trhy s cennými papiermi (SMP), s hlavným dôrazom na španielske a talianske emisie. Situácia sa na krátky čas upokojila, no už október prekonal augustové maximum, výnosy Španielska sa dostali k hranici 6,6 %, talianske cez 7 %. EBA prišla s ďalším pokusom upokojiť a presvedčiť trhy, že bankový sektor nie je a nebude na hranici pádu. Na základe stavu portfólia, trhových cien a výnosov k septembru 2011 vyčíslila, aký kapitál potrebujú banky nadobudnúť, aby mohli kryť potenciálne straty. Stanovil sa cieľ – dostať kapitál Tier 1 do júna 2012 na 9 %



Graf 2 Celkové aktíva Euro systému a jednoduché sterilizačné operácie ECB (v mld. EUR)



Zdroj: Bloomberg.

plus vytvoriť finančnú rezervu na krytie potenciálnych strát z vládnych dlhopisov. Európske banky musia získať kapitál v celkovej sume 115 mld. €, z toho 26 mld. € sa týka španielskych bánk. Tlak ale nevymizol a tak opäť prichádza ECB, tentokrát s programom dodávania likvidity. V dvoch kolách dodala formou trojročných operácií na trh za úrokovú sadzbu 1 % až 1 bil. €. Tým sa bilancia Euro systému priblížila k 3 bil. €, čo je 30 % HDP regiónu a zdvojnásobenie oproti začiatku roka 2008. Súvaha amerického FED-u tvorí 19 % a v prípade Bank of England 21 % ročného výstupu tamajších ekonomík. Prezident ECB M. Draghi však argumentuje tým, že ECB má v držbe menové rezervy a zlato, ktoré nemajú nič spoločné s aktuálnou menovou politikou. Preto za vhodnejší ukazovateľ považuje porovnanie aktív súvisiacich s menovou politikou k HDP, čo je momentálne 15 %.

Kritický stav likvidity bánk tak bol dočasne odstránený. Problémy však zostávajú bez zmeny, čo ilustruje aj vývoj jednoduchých sterilizačných operácií (*deposit facility*), ktorý odhaľuje pretrvávajúcu nedôveru v bankovom sektore. Po dvoch kolách dlhodobějších refinančných operácií (LTRO) s nákladovým úrokom bánk 1,0 %, sa vklady v ECB zvýšili na 800 mld. € (výnosový úrok bánk 0,25 %).

Vďaka postupom EBA, no najmä ECB, je zatiaľ požiadavka na španielske banky vyčíslená „iba“ vo výške 76 mld. € (50 mld. € na krytie hypotekárnych strát a 26 mld. € požadovaných od EBA na zvýšenie kapitálu bánk), v prípade Talianska ide o 15,4 mld. €. Hoci španielske banky nemajú vo svojich bilanciách až také problémy súvisiace s dlhopismi periférnych krajín, táto relatívna výho-

da je viac ako vyrovnaná tlakom z trhu nehnuteľností. Recesia v krajine, rastúca nezamestnanosť a pokračujúci pokles cien nehnuteľností, všetko scenáre očakávané v najbližšom období, môžu predpokladané čiastky jednoducho označiť za nedostačujúce.

Úverová kapacita eurozóny by mala byť podľa oficiálnych vyjadrení 800 mld. €. Táto suma vzniká spojením už existujúcich programov (Európsky nástroj finančnej stability – EFSF, bilaterálne úvery, Európsky finančný a stabilizačný mechanizmus – EFSM) so samotným ESM, ktorý má začať fungovať od júla 2012. Z nej 300 mld. € sú prostriedky prísľúbené alebo už zapožičané Grécku, Írsku a Portugalsku. K dispozícii tak je 500 mld. €, ktoré by v prípade, že by o pomoc zo spoločných zdrojov požiadalo iba Španielsko, mohli byť postačujúce. V prípade, že by bolo potrebné požiadať i Taliansku, ktorého požiadavky sú v priebehu rokov 2012 až 2014 blízko 700 mld. €, do pomoci by už musel byť výrazne zapojený MMF. Ten momentálne disponuje úverovou kapacitou 380 mld. USD, no už dlhšie je známa snaha, aby sa zdroje MMF navýšili o 600 mld. USD. Európske krajiny sa dohodli zvýšiť svoje podiely o 150 mld. € (200 mld. USD), zvyšok by na potenciálnu záchranu krajín eurozóny mali poskytnúť ostatní členovia MMF. Tí spoločne žiadajú, aby Európa zabezpečila dostatočne vysoké vlastné zdroje pomoci, pretože MMF má byť iba doplnujúcim a nie hlavným zdrojom záchrany bohatých krajín Európy. Uvádza sa suma 1 bil. USD, čo sa matematicky eurozóne podarilo, 500 mld. € nový ESM, 200 mld. € poskytnutých, resp. prísľúbených Portugalsku, Írsku a Grécku z EFSF, 49 mld. € už vyplatených z EFSM, 53 mld. € vyplatených v rámci bilaterálnych pôžičiek Grécku. Rozvojové krajiny, najmä Čína a Brazília požadujú navýšenie ich hlasovacích práv, ak majú poslať ďalšie zdroje do MMF. Najväčší problém je spojený s USA, ktoré odmietajú využívať prostriedky amerických daňových poplatníkov na pomoc EÚ. Razantnosť daných vyjadrení súvisí s blížiacimi sa voľbami a snahou súčasného prezidenta B. Obamu o znovuzvolenie. Ak by však situácia zašla až na hranicu zachraňovania Talianska, s najväčšou pravdepodobnosťou by sa vôľa v MMF našla.

Treba zdôrazniť, že participácia na pomoci je len získaním času na implementáciu opatrení bez tlaku zo strany finančných trhov a sama osebe nie je pre krajinu riešením. Politická vôľa v EÚ na poskytnutie pomoci zatiaľ existuje, spochybňovanie zvolenej cesty – nenechať žiadinu krajinu zbankrotovať a už vôbec nie odísť z Eurozóny – nadobúda na význame a prípadnou neschopnosťou Španielska dodržiavať podmienky pomoci sa daný názor môže stať väčšinovým.



Obchodovanie domácich bánk na peňažnom trhu eurozóny počas roku 2011

Roman Kostelný
Národná banka Slovenska

Po vstupe do eurozóny nastala viditeľná zmena v štruktúre nástrojov, ktoré domáce banky využívali pri obchodovaní na peňažnom trhu. Prijatím jednotnej meny sa zásadne utlmilo využívanie menových swapov a na druhej strane výrazne vzrástol význam depozitného trhu. Obchody sa vzhľadom na prebiehajúcu nedôveru na globálnom finančnom trhu uskutočňovali v rámci vlastnej bankovej skupiny alebo medzi domácimi subjektmi navzájom, čo si nevyžiadalo intenzívnejšie využívanie kolateralizovaných obchodov, či už pri získavaní alebo poskytovaní prostriedkov na peňažnom trhu. Pri dostatočnom pokrývaní potreby likvidity prostredníctvom obchodov domáce banky využívali možnosť participácie na refinančných operáciách ECB, decentralizovane realizovaných prostredníctvom NBS, len v prípadoch naplnenia úverových liniek alebo ak sa na peňažnom trhu neobchodovalo s nástrojmi s príslušnými dĺžkami splatností.

Článok sa zaoberá analýzou správania domácich bánk počas tretieho roku pôsobenia v priestore jednotnej menovej politiky ECB a na eurovom peňažnom trhu. Pomocou analýzy sa zisťovali eventuálne vplyvy negatívneho sentimentu z pretrvávajúcej európskej dlhovej krízy na domáce subjekty a prípadné zmeny v správaní, a to v preferencii pokrývať potreby v oblasti likvidity prostredníctvom peňažného trhu a na druhej strane vo využívaní rozšíreného rámca menovopolitických operácií ECB. Okrem domácich bánk je analýza doplnená o zistenia obchodnej aktivity významných európskych bánk na agregátnej úrovni.

MENOVOPOLITICKÉ AKTIVITY ECB

Počas minulého roka by sa aktivity ECB v rámci výkonu menovej politiky dali rozdeliť do dvoch rozdielnych období podľa toho, aké opatrenia sa implementovali.

V prvom období (do augusta 2011) sa rámec refinančných operácií nezmenenil. Tvorili ho najmä hlavné refinančné operácie (MRO – Main Refinancing Operations) v štruktúre krátkodobého refinancovania a dlhodobejšie refinančné operácie (LTRO – Longer-term Refinancing Operations), prostredníctvom ktorých európske banky mohli pokrývať svoje potreby v oblasti likvidity na dlhšie obdobie, a to na udržiavacie obdobie povinných minimálnych rezerv (PMR) a na tri mesiace. Pri zmiernenom napätí na medzibankovom trhu ECB presunula svoju pozornosť na riadenie cenovej stability, keďže inflácia presahovala cieľovú úroveň 2 %. Vplyvom toho zvýšila kľúčové úrokové sadzby v dvoch krokoch kumulatívne o 50 základných bodov (v apríli a júli 2011) pri ponechaní širokého koridoru automatických operácií.

Ďalšie sprísňovanie menovej politiky však bolo prerušené po opätovnom zintenzívnení napätia

na dlhopisovom trhu periférnych krajín¹, tentokrát v súvislosti s obavami z vývoja talianskych a v menšej miere aj španielskych verejných financií. Pokles obchodnej aktivity odrážajúci sťažený prístup ku zdrojom na medzibankovom trhu pre európske banky si vyžiadali reaktivovanie mimoriadnych opatrení vo výkone menovopolitických operácií, a to uskutočnením dodatočnej LTRO so splatnosťou približne šesť mesiacov a neskôr aj dvoch LTRO so splatnosťou približne 12 mesiacov. ECB predĺžila posledným mimoriadnym opatrením dĺžku splatnosti dlhodobejších operácií až na tri roky, vôbec po prvýkrát od vzniku eurozóny. Okrem dvoch trojročných operácií (z nich prvá nahradila poslednú ročnú operáciu) implementovala aj viaceré iné opatrenia, ktorých spoločným zámerom bolo podporiť bankový sektor pri úverovej aktivite a tým eliminovať prípadné riziko plynuce z nežiaducej redukcie bankových bilancií.

ECB paralelne s predlžovaním splatností uskutočňovaných operácií uvoľňovala výkon menovej politiky pomocou znižovania kľúčových úrokových sadzieb (v novembri a decembri 2011), čo malo za následok ich opätovný návrat na úroveň spred apríla 2011.

REFINANCOVANIE DOMÁCICH BÁNK PROSTREDNÍCTVOM VYBRANÝCH OPERÁCIÍ

Spôsob prefinancovania očakávaných potrieb domácich bánk v oblasti likvidity sa ani počas uplynulého roka podstatnejšie nezmenil, banky naďalej primárne pokrývali tieto potreby obchodovaním na peňažnom trhu eurozóny. Prípadná participácia na akejkoľvek refinančnej operácii závisela od toho, či sa na peňažnom trhu obchodovalo s príslušnými splatnosťami, od naplnenia úverových liniek medzi subjektmi navzájom a najmä v prípade dlhodobejších operácií závisela aj

¹ Pod skupinou označovanou ako periférne krajiny eurozóny sa rozumieju Portugalsko, Írsko, Taliansko, Grécko a Španielsko. Okrem tohto názvu sa často používa aj skratka tejto skupiny krajín, a to PIIGS.



2 Ročný obrat zrealizovaných obchodov na peňažnom trhu eurozóny predstavuje súčet obchodnej aktivity domácich bánk pôsobiacich v SR na oboch stranách, a to na strane nákupu, ako aj na strane predaja. Ide o vykázaný dvojnásobok skutočne zobchodovaného objemu.

od toho, či očakávané potreby v oblasti likvidity vyžadovali viazať prostriedky na dlhšie obdobie.

Jednodňové refinancovanie prostredníctvom automatickej operácie

Okrem refinančných operácií, ktoré závisia od iniciovania ECB, mali domáce banky možnosť doplniť potrebné prostriedky prostredníctvom automatických operácií. Nevýhoda čerpania jednodňových prostriedkov z ECB spočíva v cene, ktorá za štandardných podmienok na medzibankovom trhu tvorí hornú hranicu pre trhovú jednodňovú úrokovú sadzbu.

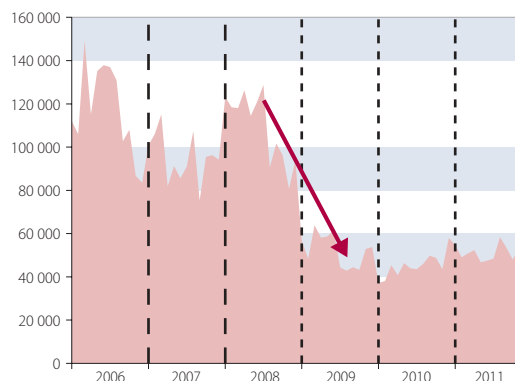
Sterilizovanie voľných prostriedkov prostredníctvom dolaďovacích a automatických operácií

Domáce banky využívali obchody na peňažnom trhu nielen na zabezpečenie likvidity, ale aj na umiestnenie voľných prostriedkov. Realizácia vkladov závisela od naplnenia úverových liniek a obzvlášť od úrokových podmienok na peňažnom trhu eurozóny.

V prvej polovici uplynulého roka sa zaznamenala postupná redukcia prebytku likvidity na peňažnom trhu eurozóny, ktorá tak vytvárala lepší priestor na obchodovanie s voľnými prostriedkami. Vďaka tomu mohli domáce banky umiestniť voľné prostriedky na peňažnom trhu za výhodnejších podmienok v porovnaní s jednodňovými sterilizačnými operáciami, ktoré využívali len v prípade okolností neumožňujúcich plne zobchodovať prebytok likvidity. Išlo najmä o obdobie blížiaceho sa konca udržiavacieho obdobia PMR, keď obchodná aktivita na peňažnom trhu bola výrazne limitovaná narastajúcimi uvoľnenými prostriedkami z plnenia PMR. Obzvlášť sa to týkalo posledného dňa udržiavacieho obdobia, keď domáce banky preferovali vklady prostredníctvom dolaďovacieho tendra pred obchodmi na peňažnom trhu alebo pred využívaním jednodňových sterilizačných operácií.

Okrem jednodňových sterilizačných operácií mohli domáce banky uložiť voľné prostriedky aj

Graf 1 Obraty obchodov domácich bánk na peňažnom trhu (v mil. EUR)



Zdroj: NBS.

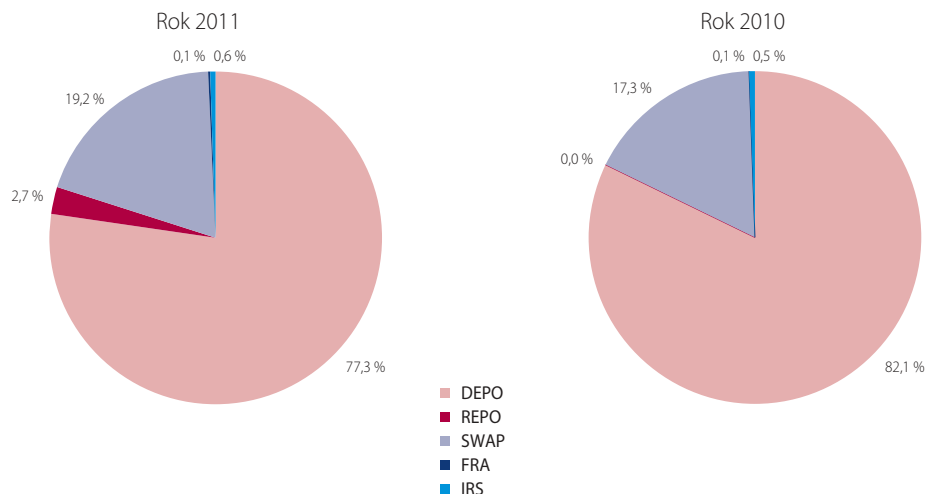
na dlhšie obdobie, a to prostredníctvom 7-dňovej dolaďovacej operácie (FTO – Fine Tuning Operation). Túto príležitosť využívali len ako alternatívu k obchodom na peňažnom trhu, preto aj výška ponúkaných úrokových sadzieb nasvedčovala toľto prístupu.

OBCHODOVANIE DOMÁCICH BÁNK NA PEŇAŽNOM TRHU EUROZÓNY

Obchodná aktivita domácich bánk na peňažnom trhu eurozóny zaznamenala počas minulého roka v porovnaní s rokom 2010 len mierne zmeny. Ročný obrat² obchodov vzrástol o 15 % na 624 mld. €, čo znamená priblíženie sa úrovni z prvého roka po vstupe do eurozóny (628 mld. €). Na tomto celkovom náraste sa podieľali depozitné a swapové obchody, ako aj obnovenie využívania repo obchodov.

V rámci štruktúry nástrojov naďalej dominovali depozitné obchody, po nich nasledovali menové swapy. Majoritný podiel si udržali depozitné obchody, ktoré domáce banky využívajú pri riadení likvidity. Nižšie využívanie menových swapov súvisí s nižším zastúpením zahraničných mien

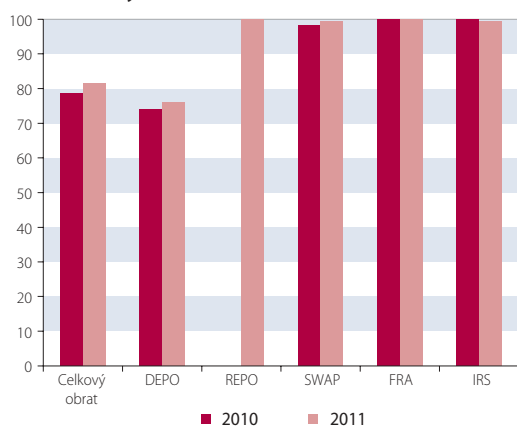
Graf 2 Štruktúra obchodov podľa jednotlivých nástrojov na domacom peňažnom trhu (v %)



Zdroj: NBS.



Graf 3 Podiel nerezidentov na celkových obratoch, depozitných, repo, swapových a derivátových obchodoch (v %)



Zdroj: NBS.

v portfóliách domácich bánk, čo nevyvoláva zvýšenú potrebu financovať sa v iných menách než v eurách. Poradie týchto dvoch nástrojov zostalo nezmenené od vstupu do eurozóny. V porovnaní s rokom 2010 sa však obnovilo obchodovanie na zabezpečenom trhu aj napriek tomu, že tento nástroj je spojený s dodatočnými nákladmi pri kolateralizovaní obchodu. V prípade obchodov s derivátmi FRA a IRS nenastali žiadne zmeny, naďalej sú významne minoritné.

V rámci **štruktúry protistrán** nenastali ani počas tretieho roku od vstupu do eurozóny žiadne podstatnejšie zmeny. Domáce banky naďalej najviac obchodovali s protistranami, ktoré pôsobia mimo územia SR (s nerezidentmi). Tieto protistrany sa podieľali na celkovej obchodnej aktivite na peňažnom trhu okolo 80 %. Podobný podiel sa zaznamenal aj v prípade depozitných obchodov. V prípade ostatných nástrojov nerezidenti naďalej zostávajú jedinými subjektmi, s ktorými domáce banky vstupujú do transakcií.

V štruktúre obchodov **podľa dĺžok splatností** tiež nenastali podstatnejšie zmeny, keďže sa

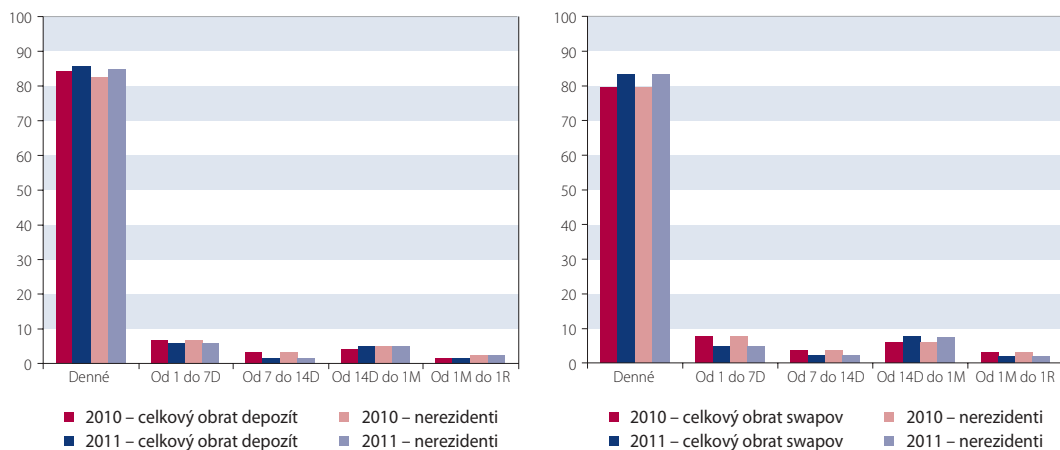
obchodovanie opätovne koncentrovalo na najkratšie segmenty. V rámci nich najvyšší podiel okolo 80 % predstavovali jednoduché transakcie. Obchodná aktivita pri depozitných a swapových obchodoch sa v menšej miere uskutočňovala aj s dĺžkami splatností do jedného mesiaca. Viazanie prostriedkov na kratšie obdobie poskytovalo väčšiu flexibilitu pri riadení likvidity. Podstatným faktorom vplyvujúcim na obchody bolo naďalej napätie na peňažnom a dlhopisovom trhu eurozóny. V prípade nutnosti zaobstaráť prostriedky na dlhšie obdobie, než bolo bežné na peňažnom trhu eurozóny, sa domáce banky zúčastnili na refinančných operáciách ECB. Keďže výkon menovopolitických operácií sa počas minulého roku takmer nezmenil, prípadné riziko z nezískania prostriedkov na trhu sa eliminovalo plne akceptovaným dopytom v ECB.

Podľa **vyjadrení dilerov** domácich bánk sa počas minulého roka obchodná aktivita na peňažnom trhu opätovne koncentrovala na obchody v rámci vlastnej bankovej skupiny. Obchody mimo nej pokrývali len transakcie medzi domácimi bankami navzájom.

Počas sledovaného obdobia sa zvýšené napätie na dlhopisovom trhu periférnych krajín vo väčšej miere rozšírilo na peňažný trh eurozóny, čo oddialilo zlepšenie podmienok obchodovania na tomto trhu. Podľa nich nejasné správy zo stretnutí európskych predstaviteľov neprispievali k upokojeniu zintenzívneného napätia. Okrem toho vyvolávali pochybnosti aj oni sami svojimi nejednotnými názormi na riešenie dlhovej krízy, ďalej o spôsobe a vplyvoch prijatých opatrení na stabilizovanie situácie. Problémom postupne nebol nedostatok likvidity, pretože tento problém ECB vyriešila úpravou výkonu menovopolitických operácií, ale jej distribúcia na medzibankovom trhu.

Domáce banky prijali viaceré mimoriadne opatrenia ECB pozitívne. V prípade opatrení prijatých koncom roku 2011 vyjadrili názor, že zníženie povinnosti plniť minimálne rezervy z 2 % na 1 % síce na jednej strane uvoľní časť likvidity, vzhľadom na

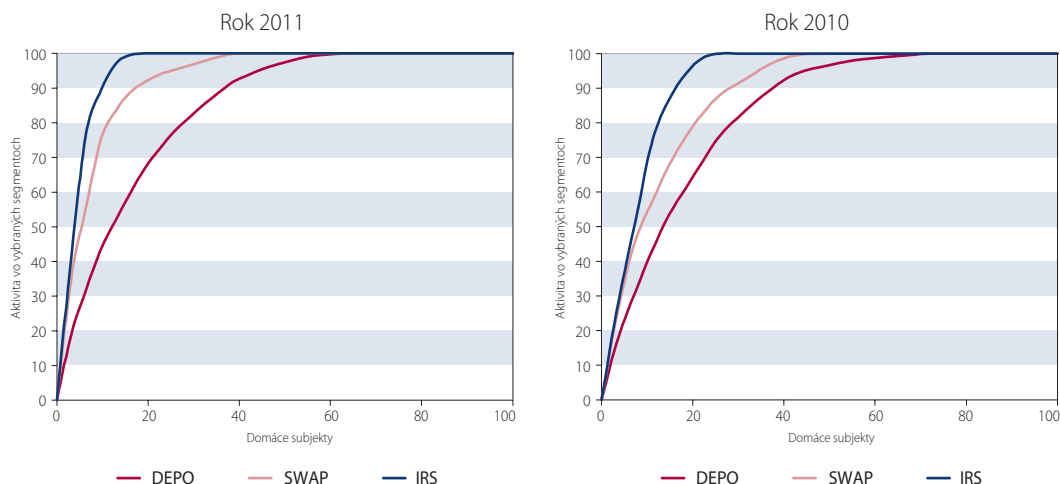
Graf 4 Štruktúra depozitných a swapových obchodov podľa dĺžok splatností (v %)



Zdroj: NBS.



Graf 5 Koncentrácia vybraných segmentov peňažného trhu podľa Lorenzovej krivky (v %)



Zdroj: NBS.

3 Materiál Euro Money Market Survey slúži každý druhý rok ako podklad na vypracovanie materiálu Euro Money Market Study, v ktorom sú zistené údaje doplnené o komentáre vysvetľujúce zaznamenané udalosti na peňažnom trhu eurozóny. Na zostavovaní oboch materiálov participujú aj dve domáce banky.

komplikovanú situáciu v eurozóne však otáznym zostáva investovanie týchto voľných prostriedkov. Okrem toho zopakovali námietku voči ukazovateľu likvidných aktív, ktorý spôsobuje limitovanie obchodnej aktivity na obdobie do jedného mesiaca, a preto prípadné transakcie na medzibankovom trhu alebo participácia na refinančných operáciách dlhších než posudzované obdobie naďalej zhoršuje plnenie tohto ukazovateľa.

V prípade účasti na menovopolitických operáciách ECB sa názory domácich bánk zásadnejšie nezmenili, keďže ECB modifikovala výkon menovopolitických operácií len minimálne (výnimkou sú dva trojročné tendre) a obchodovanie na peňažnom trhu pre ne naďalej zostáva primárnym spôsobom obstarania prostriedkov. Výhoda tohto spôsobu spočívala v oveľa nižších nákladoch, keďže pretrvávajúci prebytok likvidity stláčal krátkodobé úrokové sadzby výraznejšie pod úroveň úrokovej sadzby ECB pre hlavné refinančné operácie.

POSTAVENIE DOMÁCIH BÁNK VO VYBRANÝCH SEGMENTOCH PEŇAŽNÉHO TRHU

Predchádzajúca časť analyzovala aktivitu na agregátnej úrovni a v jednotlivých segmentoch peňažného trhu podľa zvolených kritérií. Aj napriek tomu, že počas sledovaného obdobia vzrástol počet domácich bankových subjektov pôsobiacich na peňažnom trhu eurozóny, tento fakt nemusí nič potvrdzovať. Pre lepšie vysvetlenie a následné identifikovanie zaznamenaného správania sa zameriame na päť najaktívnejších subjektov.

Celková obchodná aktivita naďalej zostala výlučne pod vplyvom depozitného trhu. Stupeň koncentrácie celkovej obchodnej aktivity piatich najaktívnejších subjektov na peňažnom trhu sa vplyvom minimálnych zmien v jednotlivých častiach oproti roku 2010 stabilizoval na úrovni približne 63 %.

Stupeň koncentrácie sa na depozitnom trhu ustálil na úrovni 60 % a zostal segmentom s naj-

nižšou mierou koncentrácie. Druhým najvýznamnejším segmentom peňažného trhu bol menový swapový trh, na ktorom stupeň koncentrácie stúpol na 89 %. V prípade úrokového swapového trhu sa aktivita plne skoncentrovala na päť najaktívnejších domácich subjektov. Ostatné segmenty peňažného trhu (REPO a FRA trh) zaznamenali najvyšší stupeň koncentrácie na úrovni 100 %.

Okrem zúženia pohľadu na päť najaktívnejších subjektov môžeme stupne koncentrácie vybraných segmentov peňažného trhu lepšie ilustrovať pomocou Lorenzovej krivky vyjadrujúcej rovnomernosť alebo nerovnomernosť rozdelenia aktivity domácich bánk na peňažnom trhu.

Zo skonštruovaných Lorenzových kriviek je viditeľný rozdielny stupeň koncentrácie vybraných segmentov peňažného trhu, pričom v tejto grafickej analýze nie je zahrnutý zabezpečený a FRA trh, keďže tieto dva produkty boli plne pokryté len jedným domácim subjektom. Čím je miernejší sklon Lorenzovej krivky, tým je nižšia koncentrácia trhu a naopak.

OBCHODOVANIE EURÓPSKÝCH BÁNK NA PEŇAŽNOM TRHU EUROZÓNY

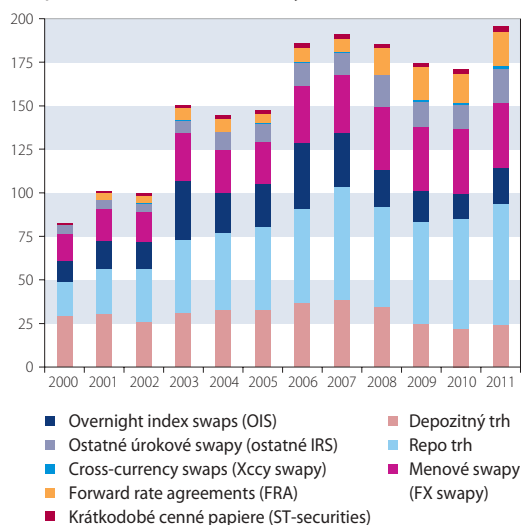
Keďže domáce banky nepôsobia len na lokálnom trhu, je vhodné zistiť, v akej miere bolo ich investičné správanie ovplyvnené aktivitou európskych bánk na agregátnej úrovni. Na tento účel sa použil pravidelne ročne zostavovaný *Euro Money Market Survey*³, ktorý obsahuje súbor údajov a názorov významných účastníkov eurového peňažného trhu.

Celkový obrat na peňažnom trhu po prvýkrát od začiatku finančnej krízy medziročne vzrástol, a to o viac ako 10 %.

V rámci **štruktúry nástrojov** na eurovom peňažnom trhu obchodovanie na nezabezpečenom trhu síce stúplo na úroveň z roku 2009, ale aj napriek tomu nedosahuje hodnoty pred finančnej krízy. Majoritný podiel však naďalej tvoria obchody na zabezpečenom trhu, na ktorom sa aktivita medziročne zvýšila.

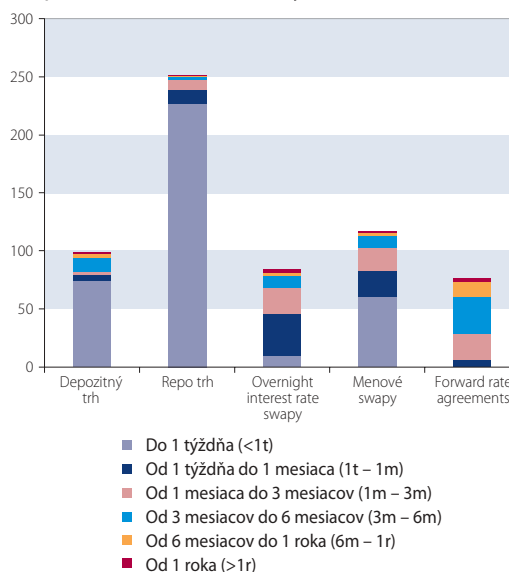


Graf 6 Prehľad priemerného denného obratu na peňažnom trhu eurozóny⁴



Zdroj: Euro Money Market Survey 2011.

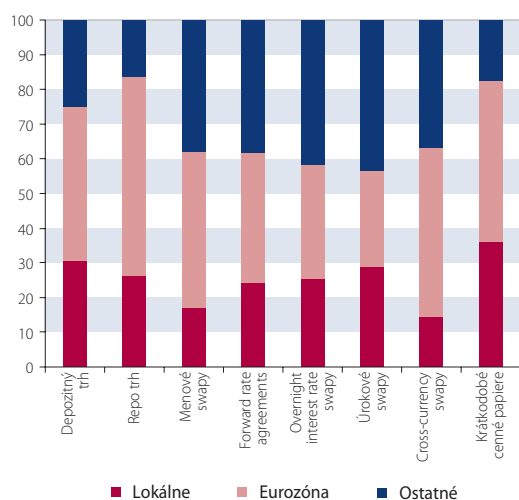
Graf 7 Štruktúra obchodov podľa dĺžok splatností na peňažnom trhu eurozóny v roku 2011



Zdroj: Euro Money Market Survey 2011.

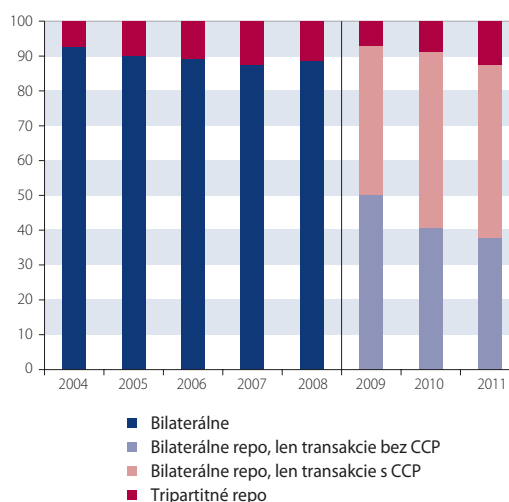
⁴ Všeobecná poznámka ku grafom 6 až 11 v tejto časti: hodnoty uvedené v jednotlivých grafoch sú indexmi, a preto východiskom pri porovnávaní vývoja za príslušné roky sú hodnoty z roku 2002 a v prípade štruktúry vybraný segment peňažného trhu.

Graf 8 Štruktúra protistrán vo vybraných segmentoch na peňažnom trhu v roku 2011 (v %)



Zdroj: Euro Money Market Survey 2011.

Graf 9 Štruktúra zabezpečeného trhu (v %)



Zdroj: Euro Money Market Survey 2011.

Z hľadiska **dĺžok splatností** obchodov sa naďalej najviac obchodovalo so segmentom s najkratšími splatnosťami, t. j. do jedného týždňa. Pri tejto dĺžke splatností sa transakcie najaktívnejšie uskutočňovali na nezabezpečenom, zabezpečenom a menovom swapovom trhu.

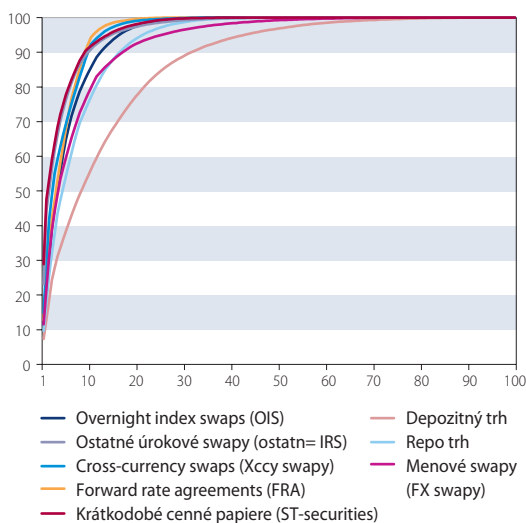
V rámci **štruktúry protistrán** sa najviac transakcií uskutočnilo s protistranami pôsobiacimi v eurozóne na zabezpečenom a nezabezpečenom trhu. Podobne to platí aj pre domáce banky (bližšie v časti o obchodovaní domácich bánk na peňažnom trhu eurozóny). V prípade derivátov tvorila táto skupina protistrán najvýznamnejší podiel pri menových a úrokových swapoch (OIS a ostatné).

V rámci **štruktúry typov zabezpečených obchodov** si udržali dominantné postavenie bilate-

rálne obchody s podielom takmer 90%, pretože nárast dopytu po tripartitných obchodoch nebol dostatočný na podstatnejšiu zmenu štruktúry. Pri pohľade na zloženie bilaterálnych obchodov naďalej prevládajú obchody uzatvorené s centrálnymi protistranami (CCP).

Z Lorenzovej krivky je viditeľná **koncentrácia obchodnej aktivity** v jednotlivých segmentoch trhu. V prípade dvoch najvýznamnejších parciálnych trhov nastal pokles koncentrácie na nezabezpečenom trhu a naopak, jej mierny nárast na zabezpečenom trhu. Pre ostatné segmenty (derivátový trh) je naďalej typická vyššia miera koncentrácie obchodnej aktivity.

Počas sledovaného obdobia derivátové obchody na peňažnom trhu medziročne stúpili, pričom

**Graf 10 Koncentrácia obchodnej aktivity vyjadrená pomocou Lorenzovej krivky v roku 2011**

Zdroj: Euro Money Market Survey 2011.

Poznámka: Os x znázorňuje európske banky a os y podiel vo vybranom segmente peňažného trhu.

z významnejších derivátových nástrojov vzrástlo využívanie swapov OIS a iných úrokových swapov. Dopyt po menových swapoch zostal takmer na nezmenenej úrovni.

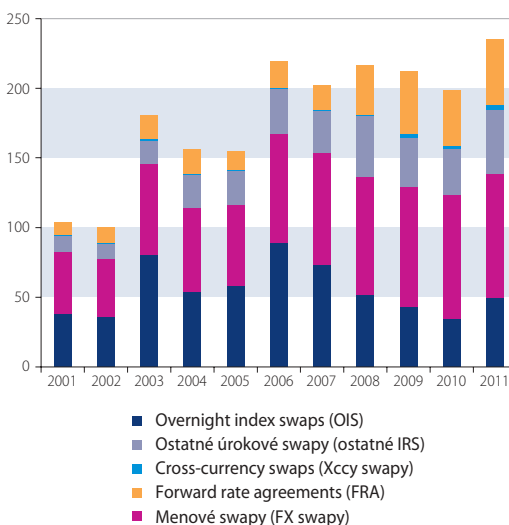
POROVNANIE AKTIVITY BÁNK EUROZÓNY S AKTIVITOU DOMÁCIH BÁNK

Vychádzajúc zo zisteného je možné skonštatovať, že ani počas tretieho roka od vstupu do eurozóny nedošlo ku konvergencii obchodnej aktivity domácich bánk k európskej. Naďalej pretrvávali rozdiely, najmä pokiaľ ide o obchody na zabezpečenom trhu, ktorý na rozdiel od domáceho tvorí na agregátnej úrovni stále najvýznamnejšiu časť tohto trhu. Táto skutočnosť zrejme súvisí so všeobecne platnými faktormi, ktoré sa nezmienili, a to s nižšou požiadavkou na obchodovanie na zabezpečenom trhu, keďže potrebu likvidity naďalej plne pokrýva depozitný trh. Ďalším dôležitým faktorom je zúženie obchodnej aktivity na subjekty v rámci vlastnej bankovej skupiny, čo čiastočne eliminuje riziko, a preto nevyžaduje poskytovanie kolaterálu ako zábezpeky. Okrem toho sú to aj vyššie domáce náklady spojené s kolateralizáciou obchodu, vyplývajúce z poplatkovej politiky domácich inštitúcií, a to burzy a centrálneho depozitára cenných papierov.

Špecifickosť domáceho trhu oproti charakteristikám na agregátnej úrovni je ovplyvnená veľkosťou, významnosťou a najmä tým, že domáce banky pôsobia ako dcéry zahraničných bankových skupín (koncentrácia na skupinu, redistribúcia zdrojov).

ZÁVER

Uplynulý rok bol pre domáce banky už tretím rokom pôsobenia v podmienkach eurozóny. Aktivita na eurovom peňažnom trhu bola naďalej výrazne limitovaná negatívnym sentimentom

Graf 11 Priemerný denný obrat na OTC derivátovom trhu

Zdroj: Euro Money Market Survey 2011.

z pretrvávajúcej európskej dlhovej krízy, ktorá sa navyše prehĺbila po pochybnostiach o trvalej udržateľnosti vývoja verejných financií viacerých významných krajín. Okrem toho sa vyskytovali nejednotné názory európskych predstaviteľov, pokiaľ ide o stabilizáciu verejných financií krajín eurozóny. Ďalším problémom sa stal nevyjasnený spôsob riešenia gréckeho štátneho dlhu.

V prípade domácich bánk sa potreby v oblasti likvidity naďalej primárne financovali obchodmi na peňažnom trhu. Aktivita síce vzrástla bližšie k úrovni zaznamenatej v prvom roku po vstupe do eurozóny, v štruktúre nástrojov ani v okruhu protistrán však nedošlo k podstatnejšej zmene. Naďalej sa prebytok alebo nedostatok likvidity pokrýval depozitnými obchodmi so subjektmi pôsobiacimi v rámci vlastnej bankovej skupiny alebo medzi domácimi bankami navzájom.

Vzhľadom na nestážený prístup ku zdrojom na peňažnom trhu sa potreba domácich bánk doplniť si prostriedky prostredníctvom refinančných operácií zvyčajne obmedzila len na zriedkavú participáciu pri nízkych sumách. Okrem eurových operácií sa uskutočňovali aj dolárové tendre. Keďže zahraničné meny netvorili významnejšiu časť bilancie domácich bánk a financovať prípadné potreby z nich vyplývajúce sú naďalej schopné zabezpečiť si na peňažnom trhu, domáce banky nemali dôvod zúčastňovať sa na týchto operáciách. Po výraznom znížení ceny dolárových prostriedkov síce niektoré vyjadrili prípadný záujem, ale ten súvisel len s možnosťou vymeniť získané americké doláre za eurá na devízovom trhu za výhodnejších podmienok než priamou účasťou v eurových refinančných tendroch alebo na peňažnom trhu.

Domáci bankový sektor opäť zaznamenal primárny prebytok likvidity, keďže plne nevyužil zdroje získané od klientov vrátane emitovaných



cenných papierov (HZL) na poskytovanie úverov klientom. Nevyčerpané primárne zdroje týmto vytvorili priestor na investovanie do cenných papierov alebo na ich umiestnenie na peňažnom trhu. Pokiaľ ide o správanie zaznamenané počas roku 2011, môžeme skonštatovať, že nárast úverovej aktivity bol prefinancovaný prostredníctvom rastúcich primárnych vkladov od klientov a v menšej miere obchodmi na peňažnom trhu. Domáca úverová aktivita zaznamenala na rozdiel od eurozóny výraznejšiu dynamiku (stále však zostáva za rastom zaznamenaným v rokoch 2007 a 2008). Zároveň sa týmto zúžil priestor na požičiavanie voľných prostriedkov ostatným subjektom na peňažnom trhu.

Podľa predbežných ukazovateľov môžeme očakávať, že podmienky na finančnom trhu budú počas tohto roka výrazne ovplyvnené vývojom súvisiacim s európskou dlhovou krízou, požiadavkami

regulátorov na kapitálovú primeranosť, úspornými opatreniami vo fiškálnej politike a vyhládkami na ekonomický rast členských krajín eurozóny. Tieto udalosti môžu ovplyvniť ECB pri optimalizácii osobitných opatrení na stabilizáciu ekonomickej situácie a bankových subjektov.

Domáce banky budú okrem toho zrejme ovplyvnené aj príslušnosťou k vlastnej bankovej skupine, k pôsobeniu a aktivitám materskej banky. Prípadná participácia na menovopolitických operáciách ECB decentralizovane uskutočňovaných prostredníctvom NBS bude závisieť od vývoja najkratších úrokových sadzieb oproti základnej úrokovej sadzbe, naplnenia úverových línií alebo aktivít na peňažnom trhu. Okrem trhových podmienok ďalším faktorom bude vývoj hospodárskej situácie a s tým spojené úverové aktivity, ktorá ovplyvňuje potrebu likvidity bankových subjektov.

I N F O R M Á C I E

Ponuka podujatí Inštitútu bankového vzdelávania NBS, n. o., na máj 2012



Názov vzdelávacieho podujatia	Dátum konania
Skúška sprostredkovateľov – stredný stupeň	4. 5. 2012
Stress Testing and Scenario modeling	10. 5. 2012
Business Intelligence a Business Discovery – ako zlepšiť a zefektívniť reporting a analýzy	9. 5. 2012
Zmeny v IFRS od roku 2009	10. 5. 2012
Etiketa a základy spoločenského protokolu v práci I/2.	11. 5. 2012
Cenné papiere (domáce a zahraničné)	15. 5. 2012
Moderné trendy v kontroingu v bankovníctve – prípadové štúdie	15. 5. 2012
Metodológia, procesy a kvalita s nadväznosťou na ISO a audit	15. 5. 2012
Stratégia boja proti legalizácii príjmov z trestnej činnosti a financovanie terorizmu v bankovníctve/finančných službách	15. 5. 2012
Školenie pre používateľov APS STATUS_DFT	16. 5. 2012
Bazilejské dohody o kapitáli, finančné riziká banky a ich riadenie IV	18. 5. 2012
Analýza dlhopisov, oceňovanie a účtovanie	21. – 24. 5. 2012
OFV – stredný/vyšší stupeň – sektor úvery	22. – 23. 5. 2012
Skúška sprostredkovateľov – vyšší stupeň	24. 5. 2012
Adaptácia nových pracovníkov v predajnom procese	29. – 30. 5. 2012
Právo Európskej únie z pohľadu Lisabonskej zmluvy	29. 5. 2012
Školenie ICM Target2	30. 5. 2012



Krátkodobý vplyv rozpočtových vzťahov s EÚ na slovenskú ekonomiku

Marián Labaj, Silvia Oleárová
Národná banka Slovenska

S členstvom Slovenska v Európskej únii úzko súvisí aj naša spoluúčasť na realizácii politík EÚ a prepojenosť domácich a európskych verejných financií. Príjmy SR tak predstavujú z pohľadu rozpočtu EÚ výdavky na realizáciu vlastných politík v členskom štáte. Aktuálne najvýznamnejšími príjmami SR sú výdavky EÚ na politiku súdržnosti a spoločnú poľnohospodársku politiku. Na druhej strane významnú časť zdrojov Slovensko odvádza do spoločného rozpočtu EÚ. Uvedené vplyva na ekonomiku a postupnou akceleráciou čerpania štrukturálnych fondov naberá tento vplyv na význame.

1 http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/MU/2012/EU_fondy_04-2012.pdf

V príspevku sú prezentované výsledky štúdie (Labaj, Oleárová, 2012)¹, ktorej cieľom bola kvantifikácia krátkodobého vplyvu rozpočtových vzťahov Slovenska so spoločným rozpočtom EÚ na domácu ekonomiku.

V texte sa používajú nasledujúce pojmy: verejná intervencia (VI) v kontexte tohto materiálu znamená príjmy z rozpočtu EÚ použité v domácej ekonomike a s tým súvisiace domáce verejné spolufinancovanie; celková intervencia (CI) predstavuje VI + domáce súkromné zdroje použité v súvislosti s realizáciou projektov financovaných z EÚ (prívátne spolufinancovanie).

Dominujúcim príjmom SR z rozpočtu EÚ sú príjmy vyčlenené na politiku súdržnosti. Európska komisia vyhodnocuje vplyv týchto prostriedkov na ekonomiku prostredníctvom modelu QUEST založenom na koncepte modelov DSGE (napr. Veld 2007, Varga, Veld 2009, Varga, Veld 2010). Tento prístup zohľadňuje popri bezprostrednom vplyve na ekonomiku (rast dopytu) aj sekundárne dlhodobé vplyvy vyvolané zmenou štruktúry ekonomiky (rast konkurencieschopnosti, ľudského kapitálu, TFP). Na hodnotenie krátkodobého vplyvu je zameraný tzv. input-output model (Beutel 2002) využívajúci multiplikátory, pomocou ktorých sa kvantifikuje dopad na ekonomiku vyvolaný dopytom po finálnej produkcii. Z hľadiska zamerania štúdie bola aplikovaná táto metóda.

STATICKÝ INPUT-OUTPUT MODEL

Základným predpokladom input-output modelu sú IO tabuľky pre domácu produkciu k hodnotenému obdobiu. IO tabuľky sa pre SR, rovnako ako pre ostatné krajiny EÚ zostavujú v 5-ročných periódach. Beutel rieši tento problém pomocou metódy projekcie IO tabuľky na hodnotené obdobia. Pre naše potreby sme využili tzv. metódu Euro (Eurostat, 2008). Najaktuálnejšia IO tabuľka pre Slovensko je za rok 2005 (IO05). Na základe nej sme aproximovali IO09. Z IO tabuľky sa odvodzuje statický IO model. Model [1] predpokladá

lineárnu Leontievovu produkčnú funkciu pre všetky odvetvia, t. j. všetky vstupy (medzispotreba, práca, kapitál, pôda) sú použité vo fixných proporciách vzhľadom na produkciu.

$$(I-A)^{-1}y = x \quad [1]$$

$(I-A)^{-1}$ = inverzná Leontieva matica

I = jednotková matica

A = matica vstupných (input) koeficientov pre medzispotrebu (technologická matica)

y = stĺpcový vektor finálneho dopytu

x = stĺpcový vektor produkcie

Z IO modelu napokon odvodzujeme multiplikátory dopytu po finálnej produkcii, ktoré aplikujeme na databázu zdrojov intervencie. Multiplikátory sú vypočítané z odvetvových vstupných indikátorov odvodených z IO09. Riadkové matice vstupných indikátorov po vynásobení sprava inverznou Leontievovou maticou generujú požadované multiplikátory.

Pre potreby štúdie klasifikujeme zdroje intervencie podľa predpokladaného účelu použitia, t. j. dopytovanej produkcie. Výsledné multiplikátory pre relevantný dopyt (tab. 1) interpretujeme nasledovne: ak vzrastie dopyt napr. po priemyselnej produkcii (TECH) o 1 mil. €, vzrastie kumulatívny príjem v celej ekonomike o 1,461 mil. €. Je to spôsobené priamym aj nepriamym kanálom sprostredkovaným práve štruktúrou medzispotreby (dopyt po priemyselnej produkcii vyvolá sekundárne dopyt po iných komoditách, ktoré sú nutné na jej zabezpečenie). S tým súvisí rast importov, ktoré sú vstupom do medzispotreby pre domácu produkciu, o 0,556 mil. €. Pridaná hodnota celkovo vzrastie o 0,418 mil. €.

Príspevky intervencie do HDP kvantifikujeme cez výrobnú metódu HDP. Príspevok do hrubej pridanej hodnoty (z_{VA}) je vypočítaný vynásobením riadkovej matice zdrojov intervencie b_{VA} transponovanou maticou multiplikátorov m .



Tab. 1 Multiplikátory dopytu po finálnej produkcii v SR

Domáca produkcia		TECH	INF	RTD	S	TA	HC	TECH, INF
Finálny dopyt		1	1	1	1	1	1	1
Produkcia		1,461	1,896	1,553	1,553	1,422	1,256	1,679
Ms	Domáce G&S	0,461	0,896	0,553	0,553	0,422	0,256	0,679
	Import G&S	0,556	0,270	0,133	0,133	0,098	0,070	0,413
T-S z produktov		0,026	0,023	0,022	0,022	0,042	0,029	0,024
VA		0,418	0,707	0,845	0,845	0,860	0,900	0,563

Zdroj: Vlastné výpočty.

Vysvetlivky: Ms – Medzis potreba, T-S z produktov – čisté dane z produktov, VA – hrubá pridaná hodnota, G&S – tovary a služby; TECH – Priemyselná produkcia: Klasifikácia produkcie (KP) 28 Hotové kovové výrobky okrem strojov a zariadení, KP 29 Stroje a zariadenia; INF – Stavebná infraštruktúra: KP 45 Stavebné práce; TECH-INF – Kombinácia odvetví TECH a INF s váhou 50 : 50; RTD – Výskum a vývoj: KP 73 Výskum a vývoj a služby s tým spojené; S – Služby: KP 72 Počítačové a súvisiace služby, KP 74 Iné obchodné služby; HC – Ľudské zdroje: KP 80 Školstvo; TA – Technická pomoc: KP 75 Verejná správa a obrana, povinné sociálne zabezpečenie a služby s tým spojené.

$$b_{VA} \cdot m_{VA}^T = z_{VA} \quad [2]$$

Prvky matice b_{VA} tvoria výdavky na produkciu za dané obdobie (napríklad účelové použitie eurófondov, resp. spolufinancovanie). Prvky matice m_{VA}^T tvoria multiplikátory pridanej hodnoty príslušnej danej produkcie. Rovnakým spôsobom sú vypočítané príspevky za čisté dane z produktov (T-S z produktov). Príspevok celkovej intervencie k HDP v bežných cenách vypočítaného výrobnou metódou sa potom rovná súčtu príspevku pridanej hodnoty a čistých daní.

Aplikáciou multiplikátorov na cash flow intervencie kvantifikujeme vplyv na ekonomiku za hodnotené obdobie. Samotné multiplikátory sú fixne aplikované na celé hodnotené obdobie pri predpoklade, že sa strednodobo výrazne nemenia.

Vplyv celkovej intervencie (CI) na hospodársky rast je daný vzťahom [3], kde Y predstavuje oficiálne vykázaný reálny HDP, Y^* (baseline) vyjadruje HDP bez príspevku intervencie X .

$$\frac{Y_t}{Y_{t-1}} - 1 = \frac{Y_t^* + X_t}{Y_{t-1}} - 1,$$

ak $X_t = X_{t-1} + \Delta X$, potom

$$\begin{aligned} \frac{Y_t}{Y_{t-1}} - 1 &= \frac{Y_t^* + X_{t-1} + \Delta X}{Y_{t-1}} - 1 = \\ &= \left(\frac{Y_t^*}{Y_{t-1}} - 1 \right) + \frac{X_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{\Delta X}{Y_{t-1}} \end{aligned} \quad [3]$$

rast za predpokladu nezmenenej intervencie $X_t = X_{t-1}$

príspevok zmeny intervencie k rastu v čase t

Člen $\Delta X / Y_{t-1}$ vyjadruje príspevok zmeny celkovej intervencie k rastu HDP. Môžeme ho vyjadriť v niekoľkých formách, ako (X1) príspevok celkovej intervencie (zdroje EÚ + domáce VZ + vlastné private zdroje spolufinancovania); (X2) príspevok verejnej intervencie (EÚ + domáce VZ) a (X3) príspevok hrubých príjmov z EÚ. V štúdiu rozlišujeme čisté príjmy z EÚ od hrubých, pričom aplikujeme oba ukazovatele a porovnávame rozdielne implikácie výsledkov. Hrubé príjmy sú celkové príjmy SR z rozpočtu EÚ, čisté príjmy predstavujú rozdiel hrubých príjmov a výdavkov SR vo vzťahu k rozpočtu EÚ.

DATABÁZA

Východiskom pri zostavení databázy je štatistika NBS *Government Finance Statistics (GFS)*. Údaje za rok 2011 predstavujú predbežný odhad.

Tab. 2 Štatistika rozpočtových vzťahov s EÚ (v mil. EUR; v b. c.)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E*
Výdavky do EÚ (E)	304	500	550	622	682	716	663	734
z toho: Náklady na výber TVZ (NTVZ)**	12	19	23	34	39	28	36	36
Výdavky do EÚ bez NTVZ (adjE)	292	480	526	588	643	689	628	698
Príjmy z EÚ (R)	492	832	887	1003	992	1366	1893	2228
v tom: Subvencie	174	290	333	385	389	395	424	465
Čistá finančná pozícia (R-adjE)	200	352	361	415	349	677	1265	1530

Zdroj: NBS a vlastné výpočty.

* Odhad, ** NTVZ – náklady na výber tradičných vlastných zdrojov. Tradičné vlastné zdroje EÚ tvoria príjmy z cla a odvodov z produkcie cukru vybrané v členskom štáte. 25 % z tejto sumy si ponecháva členská krajina na krytie svojich nákladov spojených s ich výberom.



Tab. 3 Klasifikácia podľa výdavkov na produkciu odvetví (v mil. EUR; v b. c.)

Rok	Spolu							Zdroje EÚ							Domáce VZ							Súkromné zdroje						
	TECH	S	RTD	INF	TECH-INF	HC	TA	TECH	S	RTD	INF	TECH-INF	HC	TA	TECH	S	RTD	INF	TECH-INF	HC	TA	TECH	S	RTD	INF	TECH-INF	HC	TA
2004	87	37	0	108	11	5	170	61	25	0	80	9	4	170	20	9	0	27	2	1	0	6	3	0	1	0	0	0
2005	169	76	0	154	101	56	244	117	54	0	114	80	41	241	41	16	0	37	18	13	2	11	5	0	3	3	2	0
2006	274	126	0	97	153	117	144	186	90	0	66	117	86	139	70	28	0	25	30	27	4	18	8	0	5	6	5	1
2007	269	138	0	113	245	119	192	185	99	0	74	193	83	185	66	31	0	33	46	29	6	17	8	0	6	6	6	1
2008	223	113	0	133	560	139	-97	150	80	0	88	461	100	-106	55	25	0	38	92	33	8	18	8	0	8	7	5	1
2009	387	217	3	170	412	170	128	232	152	1	132	343	130	119	73	45	1	27	61	38	9	82	19	2	12	8	3	0
2010	334	183	43	559	543	191	57	201	120	34	453	457	156	48	54	36	5	81	79	30	9	80	28	3	25	7	5	0
2011E*	352	264	88	559	529	244	218	246	179	72	455	427	178	206	58	52	11	69	88	40	10	49	32	4,2	35	13	26	3

Zdroj: Vlastné výpočty.

*Odhad

2 Tento prístup vyjadruje, o aké zdroje by slovenská ekonomika teoreticky prišla, ak by nebola členom EÚ. Vzťahy s EÚ však majú aj svoju kvalitatívnu stránku, ktorá je vyjadrená v stanovených prioritách financovania. Ak by sme chceli kvantifikovať aj tento vplyv, museli by sme formulovať hypotetickú štruktúru domácich výdavkových priorít neovplyvnených prioritami EÚ a programovacím procesom (čo považujeme tiež za pridanú hodnotu vyvolanú vstupom do EÚ). Uvedené úzko súvisí s ďalšou hypotetickou otázkou, ako by boli alternatívne využité domáce verejné a súkromné zdroje použité na spolufinancovanie eurofondov. Toto je však úloha nad rámec našej štúdie a uvádzame ju do pozornosti z dôvodu poukazania na fakty, ktoré sme nezachytili a ktorých absencia skresľuje pohľad na problematiku.

Vzťah s rozpočtom EÚ má okrem priameho vplyvu na domáce verejné financie (príjmy/výdavky) aj nepriamy vplyv, a to vo forme spolufinancovania. Na domácich verejných zdrojoch sa podieľajú okrem štátneho rozpočtu aj iné verejné rozpočty, najmä rozpočty územnej samosprávy. Niektoré položky navyše zapájajú aj súkromné zdroje. Pri kvantifikácii vplyvu pristupujeme k novej kategorizácii údajov tak, aby sme identifikovali kanály, cez ktoré tečú do ekonomiky.

Prijímatelia zdrojov realizujú svoje výdavky a nakupujú finálnu produkciu rôznych odvetví v závislosti od zámeru projektu/programu, na ktorý sú prostriedky viazané. V tabuľke 3 je uvedená kategorizácia výdavkov podľa dopytu po finálnej produkcii. Skupiny produkcie boli vytvorené viacmenej intuitívne, najmä podľa povahy projektov z databázy o čerpaní prostriedkov Národného strategického referenčného rámca (NSRR) alebo iných relevantných podkladov.

HODNOTENIE EX POST (2004 – 2011)

Osobitným problémom pri hodnotení vplyvu celkovej intervencie (CI) je, či zohľadňujeme hrubé alebo čisté príjmy z EÚ. Rozdiel príjmov a výdavkov tak predstavuje čistú finančnú pozíciu krajiny voči rozpočtu EÚ. Nové členské krajiny vrátane Slovenska sú čistými príjemcami, a to najmä vďaka príjmom z rozpočtu EÚ na politiku súdržnosti. V prípade, že sa táto pozícia zmení, staneme

sa čistými prispievateľmi, t. j. budeme odvádzať viac, než prijíame. Konštatovanie o pozitívnom príspevku CI k rastu by potom bolo zavádzajúce. V tomto kontexte pre lepšie pochopenie problematiky porovnáme vplyv hrubých a čistých príjmov z EÚ na hospodársky rast. Čisté príjmy navyše upravujeme o alikvotnú časť agrodotácií, t. j. rovnako ako pri kvantifikácii vplyvu hrubých príjmov na ekonomiku tu tiež abstrahujeme od subvencií, pri ktorých prijímame predpoklad neutrálneho bezprostredného vplyvu na ekonomiku.

Výsledné príspevky intervencie k medziročnému rastu reálneho HDP sú uvedené v tabuľke 4.

Priemerný príspevok celkovej intervencie k rastu v hodnotenom období bol 0,3 percentuálneho bodu a upravených čistých príjmov 0,1 percentuálneho bodu. Tieto výsledky nás vedú k záveru, že väčšina doteraz verejne formulovaných očakávaní o významnosti vplyvu štrukturálnych fondov na domácu ekonomiku bola formovaná na základe jednostranného pohľadu cez príjmovú stránku. Na základe výsledkov *ex post* hodnotenia možno toto „skreslenie“ obmedziť práve cez ukazovateľ príspevku upravených čistých príjmov z EÚ².

Trajektória oficiálne vykázaného vývoja reálneho HDP (Y) v porovnaní s teoretickým bez celkovej intervencie (Y-X1) a čistých príjmov z EÚ upravených o alikvotnú časť subvencií (Y-X3^{adj}) je zachytená v grafe 1. Uvádzame dva extrémne pohľady, aby sme vymedzili pásmo, v ktorom sa úva-

Tab. 4 Príspevok intervencie k medziročnému rastu reálneho HDP počítaného výrobnou metódou (v %; resp. v p. b.)

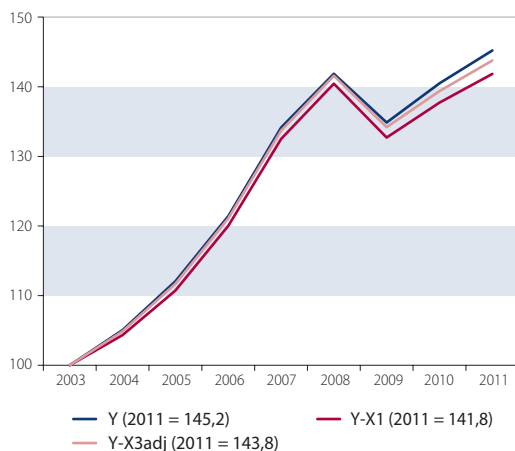
Ukazovateľ		Vzorec	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E**
Oficiálny rast		$(Y_t/Y_{t-1}) - 1$	4,8	5,1	6,7	8,3	10,5	5,8	-4,9	4,2	3,3
Rast bez CI		$(Y_t^*/Y_{t-1}^*) - 1$	4,8	4,3	6,1	8,4	10,4	6,0	-5,4	3,8	3,0
Príspevok medziročnej zmeny	celkovej intervencie	$\Delta X1/Y_{t-1}$	0	0,7	0,6	0,1	0,2	-0,2	0,5	0,5	0,4
	verejnej intervencie	$\Delta X2/Y_{t-1}$	0	0,7	0,5	0	0,2	-0,2	0,5	0,4	0,4
	hrubých príjmov z EÚ	$\Delta X3/Y_{t-1}$	0	0,6	0,5	0	0,2	-0,2	0,5	0,4	0,4
	upravených čistých príjmov z EÚ	$\Delta X3^{adj}/Y_{t-1}$	0	0,2	0,2	0	0,1	-0,1	0,3	0,3	0,2

Zdroj: Vlastné výpočty.

Vysvetlivky: CI – celková intervencia; Y – vykázané HDP; Y* – HDP bez príspevku X1; X1 – príspevok celkovej intervencie; X2 – príspevok verejnej intervencie; X3 – príspevok hrubých príjmov z EÚ; X3adj – príspevok čistých príjmov z EÚ upravených o alikvotnú časť subvencií; ** odhad.



Graf 1 Ex post hodnotenie: oficiálny HDP (Y) vs. Y bez príspevku celkovej intervencie (Y-X1) a Y bez príspevku upravených čistých príjmov z EÚ (Y-X3adj). Index, r. 2003 = 100



Zdroj: Autori.

ha o potenciálnych vplyvoch pohybuje. V roku 2011 by základný index HDP (rok 2003 = 100) bez CI dosiahol hodnotu nižšiu o 3,4 percentuálneho bodu, resp. bez EU^{adj} o 1,4 percentuálneho bodu. v porovnaní s oficiálnym HDP. Samozrejme, tvrdenie platí za predpokladu, že by sa uvažovalo len s krátkodobým multiplikačným efektom dopytu po finálnej produkcii. Rozdiel medzi Y a ($Y-EU^{adj}$) v sledovanom období je minimálny a až do roku 2009 trajektória takmer kopíruje oficiálne HDP.

ZÁVER

Členstvo v EÚ prináša Slovensku právo, ale aj záväzok zúčastňovať sa na realizácii spoločných politík. S implementáciou príslušných politík súvisí aj potreba ich financovania, pričom hlavným

zdrojom príjmov spoločného rozpočtu sú odvody a príspevky členských krajín. Keďže samotné politiky sa realizujú prevažne na území členských štátov, dochádza k redistribúcii zdrojov, čo má vďaka podstate samotných politík za následok, že niektoré krajiny sa stávajú čistými prispievateľmi do spoločného rozpočtu a iné naopak, čistými príjemcami. Slovensko je v súčasnosti v pozícii čistého príjemcu, teda zo spoločného rozpočtu získava viac zdrojov, ako doň odvedie. Toto sa deje najmä vďaka politike súdržnosti. V snahe zohľadniť túto komplexnosť pri hodnotení krátkodobého vplyvu rozpočtových vzťahov s EÚ na ekonomiku kvantifikujeme dopad hrubých, ako aj čistých príjmov z EÚ.

Z hľadiska cieľa štúdie sa ako vhodná metóda hodnotenia krátkodobého vplyvu rozpočtových vzťahov s EÚ na ekonomiku javí hodnotenie prostredníctvom multiplikátorov dopytu po finálnej produkcii. Tieto sú odvodené z aproximovanej *input-output* tabuľky, pričom samotné multiplikátory sú fixne aplikované na celé hodnotené obdobie pri predpoklade, že sa strednodobo výrazne nemenia.

V roku 2011 by za daných predpokladov základný index HDP (rok 2003 = 100) bez vplyvu celkovej intervencie dosiahol hodnotu nižšiu o 3,4 percentuálneho bodu a bez čistých upravených príjmov z EÚ o 1,4 percentuálneho bodu. Z výsledkov štúdie vyplýva, že priemerný príspevok celkovej intervencie k ekonomickému rastu v období rokov 2005 až 2011 bol 0,3 percentuálneho bodu. a čistých upravených príjmov z EÚ 0,1 percentuálneho bodu.

Celkovo hodnotíme doterajší vývoj rozpočtových vzťahov s EÚ ako prínosný, podporujúci rast nielen v krátkodobom, ale aj dlhodobom horizonte prostredníctvom investícií zlepšujúcich konkurencieschopnosť a výkonnosť domácej ekonomiky.

Literatúra:

1. BEUTEL, J. 2002. *The economic impact of objective 1 interventions for the period 2000 – 2006, Final Report to the DG Regio*. European Commission, Konstanz, 2002.
2. EUROSTAT. 2008. *Manual of Supply, Use and Input-Output Tables*. European Commission, Luxembourg, 2008.
3. LABAJ, M., OLEÁROVÁ, S. 2012. *Krátkodobý vplyv rozpočtových vzťahov s EÚ na slovenskú ekonomiku*. Národná banka Slovenska, 2012.
4. MFSR. 2011. *Rozpočty verejnej správy* [online] <<http://www.finance.gov.sk/Default.aspx?CatID=6958>>.
5. MDVaRR SR, 2011a. NSRR [online] <<http://www.nsrr.sk/narodny-strategicky-referencny-ramec-2007-2013/>>.
6. MDVaRR SR, 2011b. *Operačné programy NSRR* [online] <<http://www.nsrr.sk/operacne-programy/>>.
7. VARGA, J., VELD, J. 2010. *The potential Impact of EU Cohesion Policy Spending in the 2007-13 Programming period: A model based analysis*. European Commission, 2010.
8. VARGA, J., VELD, J. 2009. *A model-based assessment of the macroeconomic impact of EU structural funds on the new Member States*. European Commission, 2009.
9. VELD, J. 2007. *The potential Impact of the Fiscal Transfers under the EU Cohesion Policy Programme*. European Commission, 2007.
10. Vláda SR, 2011. *Polročné správy o implementácii NSRR* [online] <www.rokovanie.sk/>.



Vplyv reálneho menového kurzu na vývoj ekonomiky SR

Ing. Rajmund Mirdala, PhD.

Ekonomická fakulta Technickej univerzity v Košiciach

Fluktuácia menového kurzu sa v domácej ekonomike prejavuje v podobe vnútorných a vonkajších šokov. Výkyvy menového kurzu takýmto spôsobom vplyvajú na výkonnosť národného hospodárstva. Expozícia krajín voči negatívnym dôsledkom kurzovej volatility tak tvorí jednu z nosných oblastí diskusií týkajúcich sa voľby medzi pevnými a pohyblivými menovými kurzmi. Z tohto dôvodu tak kvantifikácia negatívnych dopadov kurzových pohybov na makroekonomické parametre predstavuje jednu z kľúčových oblastí posudzovania širších aspektov nielen menového kurzu vo vzťahu k domácej ekonomike, ale aj politiky menových kurzov či režimu menového kurzu.

Zhodnotenie (prípadne revalvácia) domácej meny môže utlmiť ekonomické aktivity prostredníctvom počiatočného zníženia cien zahraničných tovarov v porovnaní s domácimi tovarmi. Dôsledkom poklesu zahraničnej konkurencieschopnosti domácich odvetví zhodnotenie menového kurzu zmení relatívnu orientáciu spotrebných výdavkov z domácich statkov na statky zahraničnej produkcie. Negatívny dopad zhodnotenia menového kurzu domácej meny na zahraničnoobchodnú bilanciu výrazne závisí od zmeny dopytovej orientácie (z hľadiska smeru i rozsahu), ale súčasne aj od potenciálu domácej ekonomiky preorientovať vzniknuté prebytočné kapacity do perspektívnych odvetví s rastovým potenciálom.

Zatiaľ čo tradičné pohľady na danú problematiku zdôrazňujú negatívny dopad zhodnotenia domácej meny v podobe poklesu domáceho outputu, alternatívne prístupy naznačujú možnosť vzniku určitých pozitívnych prejavov. Zhodnotenie domácej meny spôsobuje zvýšenie exportných cien a súčasne pokles importných cien. Za predpokladu, že objem exportov prevyšuje objem importov, čistým efektom bude zvýšenie reálneho dôchodku v ekonomike.

Obdobne ponukový kanál môže zvýšiť pozitívny dopad zhodnotenia domácej meny na výkonnosť domácej ekonomiky. V podmienkach ekonomicky menej rozvinutých krajín, keď výrobné vstupy sa vo veľkej miere dovážajú, keďže ich nie je možné v domácich podmienkach ľahko vyrábať, dôjde zhodnotením domácej meny k zníženiu vstupných nákladov firiem. Dôsledkom toho môže pozitívny dopad zo znížených nákladov na obstaranie dovážaných vstupov prevýšiť negatívny efekt utlmujúcich vplyvov vyvolaných nárastom relatívnych cien domácich obchodovateľných tovarov.

Môžeme teda konštatovať, že zhodnotenie domácej meny vedie k zníženiu čistého exportu a k zníženiu nákladov produkcie. Obdobne zhodnotenie domácej meny pôsobí na rast čistého exportu a zvýšenie nákladov produkcie. Kombinovaný efekt dopytového a ponukového kanála

tak determinuje čistý dopad fluktuácie menového kurzu na reálny output a cenovú hladinu.

V reálnych ekonomických podmienkach je nevyhnutné kalkulovať s nezanedbateľnou mierou neurčitosti tak na strane dopytu, ako aj na strane ponuky. Predpokladáme, že obidve zložky sú ovplyvňované racionálnymi očakávaniami ekonomických subjektov. Výkyvy vo výkonnosti ekonomiky budú zrejme dôsledkom neočakávaných šokov na strane dopytu a ponuky.

V príspevku sa zameriame na analýzu pôsobenia reálneho menového kurzu Slovenskej republiky na vybrané makroekonomické premenné počas obdobia rokov 2000 až 2007 prostredníctvom využitia VAR modelu. Cieľom tejto analýzy je zistiť, akým spôsobom vplýval reálny menový kurz na základné parametre ekonomiky Slovenskej republiky. Na dosiahnutie stanoveného cieľa zostrojíme VAR model pozostávajúci z reálneho menového kurzu a ďalších piatich ekonomických premenných (reálny output, peňažná zásoba, miera inflácie, krátkodobá úroková miera, saldo bežného účtu platobnej bilancie). Na účely analýzy pôsobenia primitívneho kurzového šoku (t. j. jednorazového pozitívneho šoku menového kurzu) na uvedené ekonomické kategórie použijeme Choleskyho dekompozíciu matice rezíduí VAR modelu v redukovanej podobe. Na základe odhadnutého modelu vypočítame *impulse-response* funkcie jednotlivých endogénnych premenných modelu. V rámci analýzy pôsobenia reálneho menového kurzu na vybrané makroekonomické kategórie zohľadníme aj dopad krízových rokov (2008 až 2010) na prezentované výsledky tak, že odhadneme dva modely – model A pre časové obdobie rokov 2000 až 2007 a model B pre časové obdobie rokov 2000 až 2010. Cieľom takéhoto prístupu bude nielen identifikovať podobné a odlišné črty kurzovej determinácie ekonomického vývoja v Slovenskej republike, ale súčasne posúdiť vplyv krízového obdobia (toto obdobie v sebe súčasne zahŕňa efekt prijatia eura, pričom izolované efekty obidvoch vplyvov nemožno jednoznačne posúdiť) na determinatívny potenciál menového kurzu.



PÔSOBNIE MENOVÉHO KURZU V EKONOMETRICKOM MODELI

Na analýzu pôsobenia menového kurzu na ekonomický vývoj v Slovenskej republike využijeme metodológiu VAR. Na identifikáciu štruktúrnych šokov využijeme Choleskyho prístup, ktorý predpokladá reťazenie väzieb medzi endogénnymi premennými modelu. Východiskovú podobu VAR modelu možno zapísať v podobe vektora kľazového priemeru náhodných zložiek nasledujúcim spôsobom:

$$\begin{aligned} X_t &= A_0 \varepsilon_t + A_1 \varepsilon_{t-1} + A_2 \varepsilon_{t-2} + \dots = \\ &= \sum_{i=0}^{\infty} A_i \varepsilon_{t-i} = \sum_{i=0}^{\infty} A_i L^i \varepsilon_t = A(L) \varepsilon_t \end{aligned} \quad [1]$$

kde X_t predstavuje $n \times 1$ vektor endogénnych makroekonomických premenných modelu, $A(L)$ je polynóm v tvare $n \times n$, ktorého koeficienty reprezentujú vzťahy medzi endogénnymi premennými na oneskorených hodnotách (tzv. polynóm časového posunu, ktorý predstavuje súhrnné označenie matíc A a časových posunov L), L je operátor oneskorenia, ε_t je $n \times 1$ vektor chýb štruktúrnych šokov modelu.

Vektor X_t endogénnych premenných modelu tvorí šesť zložiek: reálny output ($y_{t,t}$), peňažná zásoba (m_t), jadrová inflácia (p_t), krátkodobé nominálne úrokové miery ($ir_{n,t}$), reálny menový kurz ($er_{t,t}$) a saldo bežného účtu platobnej bilancie¹ (cu_t). V šesťzložkovom modeli ($X_t = [y_{t,t}, m_t, p_t, y_{t,t}, ir_{n,t}, cu_t]$) uvažujeme o pôsobení piatich exogénnych šokov, ktoré ovplyvňujú vývoj endogénnych premenných. Ide o dopytový šok ($\varepsilon_{y,t}$), peňažný šok ($\varepsilon_{m,t}$), inflačný šok ($\varepsilon_{p,t}$), menovopolitický šok ($\varepsilon_{ir_{n,t}}$), kurzový šok ($\varepsilon_{er,t}$) a zahraničnoobchodný šok ($\varepsilon_{cu,t}$).

Vzťah medzi rezíduami VAR modelu v redukovanej podobe (e_t) a pôvodnými štruktúrnymi šokmi (ε_t) možno vyjadriť nasledujúcim spôsobom:

$$\begin{bmatrix} e_{y,t} \\ e_{m,t} \\ e_{p,t} \\ e_{ir_{n,t}} \\ e_{er,t} \\ e_{cu,t} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ a_{21} & 1 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ a_{31} & a_{32} & 1 & 0 & 0 & 0 \\ a_{41} & a_{42} & a_{43} & 1 & 0 & 0 \\ a_{51} & a_{52} & a_{53} & a_{54} & 1 & 0 \\ a_{61} & a_{62} & a_{63} & a_{64} & a_{65} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \varepsilon_{y,t} \\ \varepsilon_{m,t} \\ \varepsilon_{p,t} \\ \varepsilon_{ir_{n,t}} \\ \varepsilon_{er,t} \\ \varepsilon_{cu,t} \end{bmatrix} \quad [2]$$

Na identifikáciu primitívnych štruktúrnych šokov použijeme Choleskyho rekurzívny prístup. Zoradenie premenných v modeli zavádza v zmysle predpokladu rekurzivity tieto vzťahy medzi endogénnymi premennými:

- Reálny output nereaguje v úvodnej perióde na šok vyvolaný ktoroukoľvek inou endogénnou premennou modelu.
- Peňažná zásoba nereaguje v úvodnej perióde na inflačný šok, menovopolitický šok, kurzový šok a zahraničnoobchodný šok, pričom na jej vývoj vplýva len dopytový šok.
- Inflácia nereaguje v úvodnej perióde na menovopolitický šok, kurzový šok a zahranično-

obchodný šok, pričom na jej vývoj vplýva len dopytový šok a peňažný šok.

- Úrokové miery nereagujú v úvodnej perióde len na kurzový šok a zahraničnoobchodný šok, pričom na ich vývoj vplýva dopytový šok, peňažný šok a inflačný šok.
- Menový kurz je v úvodnej perióde ovplyvňovaný vývojom všetkých endogénnych premenných modelu s výnimkou zahraničnoobchodného šoku.
- Saldo bežného účtu je v úvodnej perióde ovplyvnené šokmi všetkých endogénnych premenných modelu.

Po úvodnej perióde už jednotlivé premenné modelu vstupujú do vzájomných vzťahov bez dodatočných obmedzení či ohraničení.

Na základe zostaveného VAR modelu odhadneme priebehy *impulse-response* funkcií odrážajúcich pôsobenie jednorazových šokov (v súlade so zámerom príspevku sa pritom zameriame na analýzu pôsobenia jednorazového šoku spôsobeného menovým kurzom, t. j. kurzového šoku) na vývoj endogénnych premenných modelu (reálneho outputu, peňažnej zásoby, inflácie, úrokových sadzieb a salda bežného účtu) v Slovenskej republike.

Pre overenie robustnosti empirických výsledkov ekonometrického modelu zohľadníme aj poradie endogénnych premenných (na tento účel obmeníme zoradenie premenných v snahe posúdiť vplyv tohto kroku na priebeh *impulse-response* funkcií jednotlivých endogénnych premenných modelu). Okrem základného modelu pre Slovenskú republiku – modelu A1, B1 ($X_t = [y_{t,t}, m_t, p_t, ir_{n,t}, er_{t,t}, cu_t]$) – odhadneme aj ďalšie dva modely s obmeneným poradím – model A2, B2 ($X_t = [y_{t,t}, er_{t,t}, m_t, ir_{n,t}, p_t, cu_t]$) a model A3, B3 ($X_t = [y_{t,t}, p_t, m_t, ir_{n,t}, er_{t,t}, cu_t]$).

VPLYV MENOVÉHO KURZU NA MAKROEKONOMICKÉ PREMENNÉ

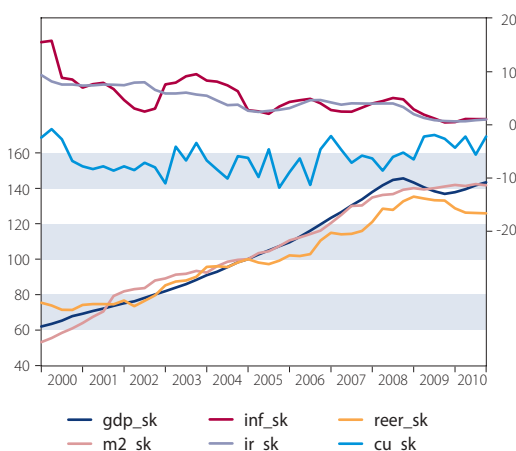
Na účely odhadnutia VAR modelu pozostávajúceho zo šiestich endogénnych premenných sme v podmienkach Slovenskej republiky použili štvrtročné údaje za obdobie rokov 2000 až 2007 (model A) pozostávajúce celkovo z celkovo 32 pozorovaní a za obdobie rokov 2000 až 2010 (model B) pozostávajúce celkovo zo 44 pozorovaní pre reálny output (nominálny HDP sme očistili od vplyvu inflácie prostredníctvom implicitného cenového deflátoru), peňažnú zásobu, infláciu (použili sme časové rady pre jadrovú infláciu), krátkodobé úrokové miery (použili sme údaje reprezentujúce vývoj úrokových sadzieb pre medzibankové depozity s dobou splatnosti 3 mesiace), REER a saldo bežného účtu platobnej bilancie. Časové rady pre všetky použité ekonomické kategórie využité v modeli sme získali z databázy MMF (International Financial Statistics, október 2011). Pred ich použitím sme časové rady pre reálny output, peňažnú zásobu a mieru inflácie sezónne očistili.

Pred samotným odhadnutím modelov sme časové rady otestovali na prítomnosť jednotkového koreňa a kointegráciu. Na základe výsledkov

¹ Kvôli zjednodušeniu interpretácie aproximujeme saldo zahranično-obchodnej bilancie saldom bežného účtu platobnej bilancie.



Graf 1 Vývoj reálneho HDP, peňažnej zásoby, inflácie, úrokových sadzieb, REER a salda bežného účtu platobnej bilancie (2000Q1 – 2010Q4)



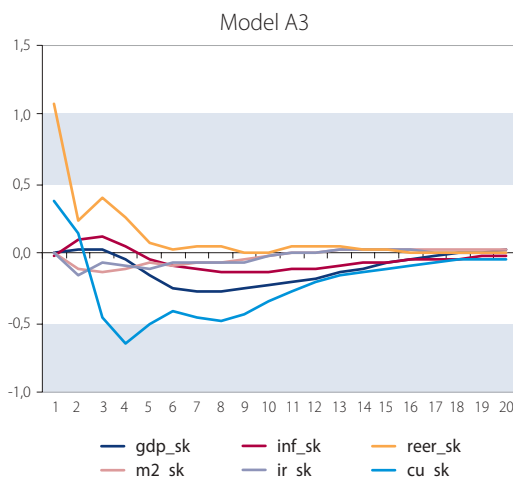
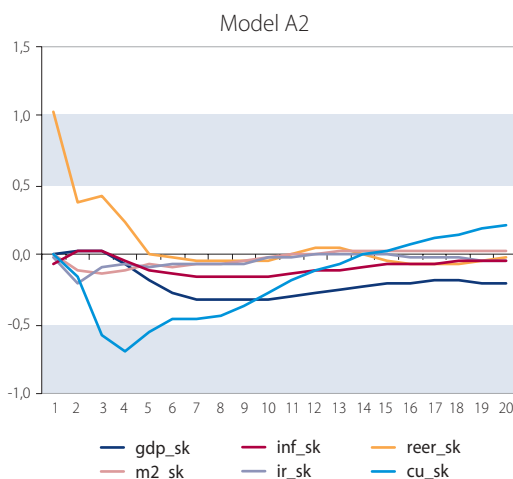
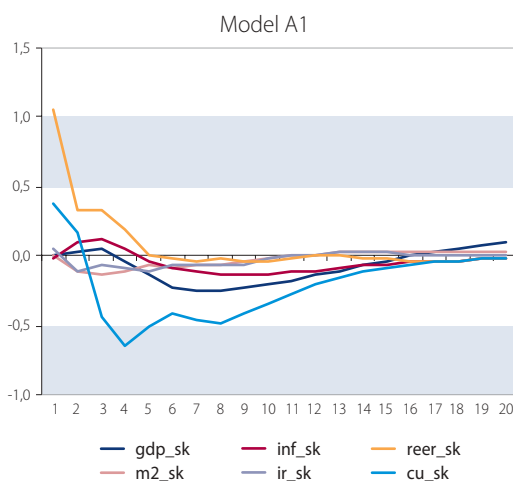
Zdroj: Graf autora na základe údajov z MMF International Financial Statistics (október 2011).

Poznámka: Endogénne premenné modelu – hrubý domáci produkt (GDP), peňažná zásoba (M2), reálny efektívny menový kurz (REER) sú vyjadrené ako index (ľavá os v grafe) (2005 = 100). Inflácia (INF) a úrokové miery (IR) sú vyjadrené v percentách (pravá os v grafe). Saldo bežného účtu platobnej bilancie (CU) je vyjadrené ako percentuálny podiel na HDP (pravá os v grafe).

testov stacionarity možno konštatovať, že všetky časové rady endogénnych premenných sa javili ako $I(1)$. Vychádzajúc z výsledkov testov jednotkového koreňa sme následne otestovali časové rady na prítomnosť kointegrácie s cieľom zistiť, či medzi endogénnymi premennými modelu existujú dlhodobé väzby, t. j. či lineárnou kombináciou ľubovoľných dvoch premenných môžeme dostať stacionárny proces. Na tento účel sme použili Johansenov test kointegrácie. Počet oneskorení pre testovanie prítomnosti kointegračných väzieb bol stanovený na základe SIC (Schwarzovho informačného kritéria) na dve obdobia. Na základe výsledkov kointegračných testov môžeme konštatovať, že výsledky štatistiky testu stopy matice (*trace statistics*) aj maximum štatistiky testu maxima charakteristických hodnôt (*eigenvalue statistics*) nám nepotvrdili kointegráciu medzi endogénnymi premennými. Výsledky testov kointegrácie nám teda potvrdili, že medzi endogénnymi zložkami modelu neexistujú dlhodobé kointegračné väzby. Na základe výsledkov testov jednotkového koreňa a testov stacionarity sme sa rozhodli odhadnúť model s dátami vyjadrenými v prvých diferenciách.

Na otestovanie stability modelu sme využili viacero testov. Na rezíduách modelu nebola zistená prítomnosť autokorelácie, heteroskedasticity a autoregresne podmienenej heteroskedasticity. Taktiež sme použili Jarque-Berrov test normality, pričom sme zistili, že rezíduá modelu majú normálne rozdelenie. VAR model sa tiež javil ako stabilný (stacionárny), keďže inverzné korene modelu sa nachádzali vo vnútri jednotkového kruhu, hoci niekoľko koreňov sa nachádzalo (v absolútnych hodnotách) blízko jednotky.

Graf 2 Vplyv REER na reálny HDP, peňažnú zásobu, infláciu, úrokové sadzby, REER a saldo bežného účtu platobnej bilancie (2000Q1 – 2007Q4) (v %)



Zdroj: Výpočty autora.

Graf 1 zachytáva vývoj reálneho outputu, peňažnej zásoby, miery inflácie, krátkodobých úrokových sadzieb, REER a salda bežného účtu platobnej bilancie v Slovenskej republike.

Obmena zoradenia endogénnych premenných v oboch modeloch nepriniesla zásadnejšie rozdiely vo výsledkoch oproti východiskovému zo-



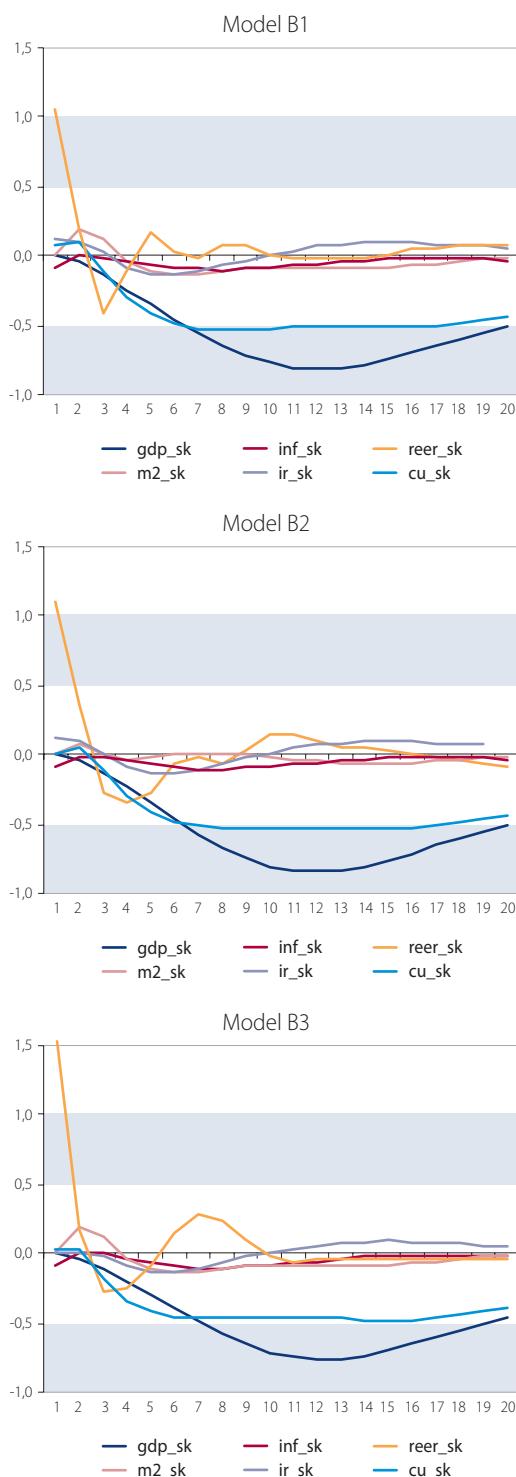
radeniu. Okrem základného modelu pre obdvia časové obdobia (modely A1 a B1) prezentujeme aj výsledky pre modely so zmeneným poradím endogénnych premenných (modely A2 a B2, resp. A3 a B3).

V grafe 2 uvádzame priebehy *impulse-response* funkcií odrážajúcich vplyv REER na jednotlivé premenné v Slovenskej republike za obdobie rokov 2000 až 2007 (modely A1, A2, A3).

Na základe výsledkov priebehu *impulse-response* funkcií v Slovenskej republike možno konštatovať, že negatívne pôsobenie jednorazového pozitívneho kurzového šoku (šoku v REER) na vývoj reálneho outputu sa v modeli so základným zoradením endogénnych premenných prejavilo s časovým oneskorením vyše troch štvrtrokov. Negatívny efekt šoku sa pritom s narastajúcim časovým odstupom postupne vytrácal (úplne zanikol až po vyše dvadsiatich štvrtrokoch). Ako podstatný faktor negatívneho pôsobenia reálneho menového kurzu na celkový output možno vnímať zhoršenie vývoja čistého exportu (ako následok pôsobenia kurzového šoku) s časovým odstupom približne dvoch štvrtrokov. Okamžitý pozitívny vplyv kurzového šoku na vývoj bežného účtu pritom možno vnímať ako odraz krátkodobu nižších elasticít importu a exportu na zmenu relatívnych cien importu a exportu. Zhoršenie salda bežného účtu s narastajúcim časovým oneskorením pritom odráža platnosť Marshallovej-Lernerovej podmienky, predpokladajúcej dostatočne vysoké elasticity exportu a importu na zmeny menového kurzu. Negatívne pôsobenie kurzového šoku na vývoj bežného účtu sa podobne ako v prípade reálneho outputu javilo ako dočasné. Jednorazový pozitívny kurzový šok spôsobil mierny a dočasný pokles peňažnej zásoby. Efekt šoku sa však už po takmer troch štvrtrokoch začal postupne vytrácať. Pozitívny vplyv kurzového šoku na vývoj domácej miery inflácie sme mohli zaznamenať až s časovým odstupom vyše štyroch štvrtrokov, čo naznačuje pomalšie prenášanie cenových efektov medzi indexom cien dovozu a domácim cenovým indexom. Na druhej strane sa však efekt šoku vytrácal len relatívne pomaly a k zániku jeho dezinflačného pôsobenia došlo až s dlhším časovým odstupom. Vplyv kurzového šoku na vývoj krátkodobej úrokovej miery sa javil ako pomerne málo výrazný. K postupnému znižovaniu úrokovej miery dochádzalo približne od konca prvého štvrtroka. Efekt šoku sa začal zmierňovať od konca druhého štvrtroka a k jeho zániku došlo po vyše jedenástich štvrtrokoch. Vplyvom samotného pozitívneho kurzového šoku sa REER krátkodobu posilnil, pričom na svoju východiskovú úroveň sa vrátil po približne jednom roku.

Jednorazový pozitívny kurzový šok determinoval vývoj jednotlivých premenných v podmienkach Slovenskej republiky prevažne v súlade s empirickými predpokladmi. Efekt šoku kulminoval pri všetkých premenných, s výnimkou reálneho outputu, s časovým odstupom do jedného roka. Zmena poradia endogénnych premenných (modely A1, A2 a A3) nemala zásadnejší vplyv na smerovanie ich reakcií na pôsobenie jednorazového-

Graf 3 Vplyv REER na reálny HDP, peňažnú zásobu, infláciu, úrokové sadzby, REER a saldo bežného účtu platobnej bilancie (2000Q1 – 2010Q4) (v %)



Zdroj: Výpočty autora.

ho pozitívneho kurzového šoku. Mierne odlišnosti sme však mohli zaznamenať v intenzite výkyvov najmä pri doznievaní efektu kurzového šoku.

V grafe 3 prezentujeme priebehy *impulse-response* funkcií odrážajúcich vplyv REER na jednotlivé premenné v Slovenskej republike za obdobie rokov 2000 až 2010 (modely B1, B2, B3).



2 Už počas obdobia pred vstupom Slovenskej republiky do eurozóny mali krátkodobé úrokové miery na medzibankovom trhu depozitov tendenciu konvergovať k úrokovým mieram v eurozóne, čo možno považovať za výrazný faktor ich zníženej citlivosti na exogénne šoky už pred samotným prijatím eura.

Krízové obdobie prispelo v podmienkach Slovenskej republiky k zvýšeniu volatility jednotlivých endogénnych premenných (s výnimkou inflácie a úrokových sadzieb) na jednorazový pozitívny kurzový šok. Vplyvom krízového obdobia možno na základe priebehu *impulse-response* funkcií sledovať výraznejšie zmeny v reakciách reálneho outputu na jednorazový pozitívny kurzový šok. Na rozdiel od predkrízového obdobia sme v modeli B mohli vplyvom kurzového šoku zaznamenať postupné znižovanie reálneho outputu, pričom negatívny efekt šoku kulminoval až po takmer dvanástich štvrtrokoch. Následne sa dopad kurzového šoku postupne vytrácal a celkovo sa tak javil ako dočasný. V porovnaní s predkrízovým obdobím sa zhoršovanie vývoja na bežnom účte dôsledkom pôsobenia pozitívneho kurzového šoku javilo v krátkom období ako menej dynamické. Na druhej strane sa však efekt šoku postupne vytrácal až s podstatným časovým odstupom v dlhom období. Pozitívny kurzový šok viedol s časovým odstupom takmer štyroch štvrtrokov k miernemu zníženiu peňažnej zásoby (s výnimkou modelu B2, kde sa pokles peňažnej zásoby javil počas prvých desiatich štvrtrokov ako zanedbateľný). Negatívne pôsobenie šoku tak malo v porovnaní s predkrízovým obdobím oneskorenejší, avšak obdobne trvácny efekt. Pozitívny kurzový šok viedol k okamžitému, i keď pomerne málo výraznému poklesu miery inflácie. Efekt šoku sa však s narastajúcim časovým odstupom znižoval a k jeho úplnému zániku došlo, podobne ako v modeli A, až v dlhšom časovom období. Krátkodobé pôsobenie pozitívneho kurzového šoku na vývoj úrokovej miery sa javilo, podobne ako v prípade inflácie, ako mierne oneskorené. Vplyvom samotného pozitívneho kurzového šoku sa REER krátkodobu posilnil, pričom však apreciačný efekt v porovnaní s predkrízovým obdobím pretrvával podstatne kratšie obdobie, pričom návrat k pôvodnej úrovni (počas obdobia približne desiatich štvrtrokov) bol sprevádzaný vyššou mierou volatility.

Vplyv jednorazového pozitívneho kurzového šoku na vývoj reálneho outputu a bežného účtu sa javil v rámci rozšíreného obdobia ako výraznejší a trvácnejší, zatiaľ čo vplyv na peňažnú zásobu, úrokové miery a infláciu sa javil ako málo výrazný. Zmena poradia endogénnych premenných (modely B1, B2 a B3) nemala zásadnejší vplyv na smerovanie ich reakcií na pôsobenie jednorazového

pozitívneho kurzového šoku. Mierne odlišnosti sme však mohli zaznamenať vo volatilitate reakcií jednotlivých premenných na pôsobenie jednorazového kurzového šoku.

ZHRNUTIE

Porovnanie reakcií reálneho outputu a peňažnej zásoby v rámci obidvoch modelov (modelov A a B) naznačuje, že zmeny v reálnom outpute vyvolané pôsobením pozitívneho kurzového šoku nekorešpondovali s charakterom zmien v peňažnej zásobe spôsobených tým istým šokom. Pôsobenie menového kurzu na vývoj reálneho outputu tak mohlo byť súčasne poznačené disproporčnými zmenami v peňažnej zásobe a v konečnom dôsledku aj v transakčnom dopyte po peniazoch. Na druhej strane možno pripustiť, že zmeny v peňažnej zásobe sú ovplyvňované aj vývojom inflácie, úrokových sadzieb a iných faktorov reprezentujúcich popri transakčnom dopyte po peniazoch aj iné motívy držby peňazí.

Vývoj peňažnej zásoby kopíroval základné tendencie vo vývoji salda bežného účtu platobnej bilancie v obidvoch modeloch, pričom v rámci predkrízového obdobia sa tento vzťah javil ako užší. V predkrízovom období reakcia peňažnej zásoby na pôsobenie kurzového šoku mierne predbiehala reakciu inflácie (inflácia tak mohla byť ovplyvňovaná nielen vývojom cien dovozu, ale aj transakčným dopytom po peniazoch).

Reakcia úrokových sadzieb na pozitívny kurzový šok sa javila ako viac volatilná a menej prepojená s vývojom reálneho outputu, peňažnej zásoby a inflácie, pričom možno predpokladať, že nižšia citlivosť krátkodobej úrokovej miery v Slovenskej republike bola v rámci modelu B spôsobená nahradením domácej (trojmesačnej) medzibankovej úrokovej miery v modeli medzibankovou mierou EURIBOR kvôli vstupu krajiny do eurozóny² v roku 2009.

Negatívne pôsobenie kurzového šoku na vývoj salda bežného účtu platobnej bilancie sa vplyvom krízového obdobia prehĺbilo. Rozdiely sme pritom mohli zaznamenať ani nie tak v intenzite samotného negatívneho dôsledku, ako v jeho trvácnosti. Napriek stabilizácii kurzových očakávaní po prechode na euro sa tak vplyvom krízového obdobia citlivosť slovenskej ekonomiky na náhle výkyvy reálneho menového kurzu mierne zvýšila.

Literatúra:

1. AGUIRRE, A., CALDERÓN, C. (2005) *Real Exchange Rate Misalignments and Economic Performance*, [Central Bank of Chile, Working Paper No. 315/2005] Chile, Central Bank of Chile, 56 p.
2. ARRATIBEL, O., FURCERI, D., MARTIN, R., ZDZIENICKA, A. (2011) *The effect of nominal exchange rate volatility on real macroeconomic performance in the CEE countries*, *Economic Systems*, 35(2): 261-277.
3. BEN ARFA, N. (2009) *Analysis of Shocks Affecting Europe: EMU and some Central and Eastern Acceding Countries*, *Panoeconomicus*, 56(1): 21-38.
4. DOMAC, I., PETERS, K., YUZE-FOWICH, Y. (2001) *Does the Exchange Rate Regime Affect Macroeconomics Performance? Evidence from Transition Economies*, [The World Bank, Policy Research Working Paper No. 2642/2001] Washington, The World Bank, 72 p.
5. GHOSH, A.R., GULDE, A.M., OSTRY, J.D., WOLF, H.C. (1996) *Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth*, [International Monetary Fund, Economic Issues No. 2/1996] Washington D.C., International Monetary Fund, 19 p.
6. LEVY-YEYATI, E., STURZENEGGER, F. (2001) *Exchange Rate Regimes and Economic Performance*, [International Monetary Fund, Staff Paper No. 47/2001, Special Issue] Washington D.C., International Monetary Fund, 37 p.



Finančná situácia slovenských domácností

Matúš Senaj, Pavol Šilhár a Tibor Zavadil
Národná banka Slovenska

V roku 2010 Národná banka Slovenska uskutočnila prvýkrát na Slovensku prieskum finančnej situácie a spotreby domácností, ktorý je súčasťou európskeho projektu „Household Finance and Consumption Survey“ koordinovaného Európskou centrálnou bankou. V tomto článku predstavujeme tento projekt, jeho realizáciu na Slovensku a hlavne prezentujeme prvé výsledky z prieskumu.

Úvod

Cieľom prieskumu finančnej situácie a spotreby domácností je získať spoľahlivé údaje o aktívach, pasívach, príjmoch a výdavkoch slovenských domácností. Otázky prieskumu zachytávajú demografiu, vlastníctvo hmotných aktív, finančné aktíva, pôžičky, zamestnanie, príjem, spotrebu, budúce penzijné nároky, medzigeneračné prevody a dary domácností.

Slovenský prieskum finančnej situácie a spotreby domácností je súčasťou európskeho projektu *Household Finance and Consumption Survey* (ďalej len HFCS), ktorý koordinuje ECB.¹ Tento prieskum sa na Slovensku prvýkrát realizoval v roku 2010, keď NBS získala pomocou externej agentúry údaje od viac ako 2 000 domácností. Tieto údaje následne prešli procesom dôkladného spracovania, v ktorom sa z nich odstránili všetky chyby, doplnili sa chýbajúce hodnoty kľúčových premenných a každej domácnosti sa priradili váhy nakalibrované na celkovú populáciu Slovenska, čo zaručuje reprezentatívny výberový vzorky na úrovni celej krajiny. Dáta formálne validovala ECB koncom februára tohto roku a následne boli sprístupnené interným užívateľom na účely ďalšieho štatistického spracovania a empirického výskumu. V tomto článku prezentujeme prvé výsledky, ktoré sme z týchto dát získali.

VÝZNAM PRIESKUMU HFCS

Zisťovanie HFCS umožňuje vďaka svojmu obsahu a navrhovanej frekvencii (každé 3 roky) odpovedať na otázky v oblasti rozdelenia bohatstva, dlhu, príjmu a spotreby domácností. Tieto otázky sú dôležité pre porozumenie dôsledkov makroekonomických šokov, vplyvu politík a inštitucionálnych zmien na rozdielne skupiny domácností.

Prieskum HFCS poskytne Eurosystemu porovnateľné údaje týkajúce sa finančnej situácie domácností v celej eurozóne. Umožní tým získať dôležitý pohľad na ekonomické správanie rozličných typov domácností, ktorý je nevyhnutný v mnohých hospodársko-politických oblastiach. Viacero centrálnych bánk uskutočňuje podobné prieskumy, ktorých výsledky ovplyvňujú hospodársko-politické rozhodovanie a komunikáciu s verejnosťou. Výskumy zakladajúce sa na takýchto

údajoch sú dôležité pri tvorbe analýz potrebných na výkon menovej politiky, ako aj na podporu finančnej stability.

Napríklad dôsledky vysokej zadlženosti domácností nemožno posudzovať výlučne z agregovaných údajov, keďže neodhaľujú mnohé súvislosti v správaní sa osobitných skupín domácností. Poznatky o úrovni zadlženosti jednotlivých domácností a rozdelenie ich príjmov získané z prieskumu môžu pomôcť centrálnym bankám zvážiť dopady akumulácie dlhu domácností, ktorá môže zvýšiť obavy súvisiace s ich finančným stavom, alebo môže predstavovať riziko pri raste spotreby a celkovej finančnej stability domácností.

Problematika vplyvu bohatstva na spotrebu, ktorej HFCS venuje veľkú pozornosť, má tiež veľký význam pre centrálnu banku. Prudký nárast cien nehnuteľností v niektorých krajinách a ich následný pokles vzbudil záujem o to, ako zmeny cien takýchto aktív ovplyvňujú reálny stav ekonomiky. Správanie sa domácností z tohto pohľadu môže byť kľúčové, pretože domácnosti, ktorých bohatstvo vzrástlo, môžu spotrebovať viac. Jedným z vysvetlení je jednoduchší prístup k hotovosti či finančným zdrojom.

Databázy HFCS budú slúžiť výlučne na štatistické a výskumné účely nekomerčného charakteru. Ich výhodou je porovnateľnosť údajov medzi krajinami eurozóny. Údaje na úrovni domácností poskytnú informácie pre lepšie porozumenie dosahu a šírenia ekonomických výkyvov a šokov a ich vplyvu na transmisný mechanizmus menovej politiky. Zisťovanie okrem toho poskytne podklady na rôzne štúdie, napríklad so zameraním na bytové otázky mladých, úspory a dôchodkové otázky starších osôb, výskum vplyvu bohatstva na spotrebu, zadlženosť domácností, prístupnosť získania úveru a pod.²

DOTAZNÍK

V tomto zisťovaní sa využíval elektronický systém zberu údajov. Anketári mali k dispozícii prenosné počítače a zistené odpovede zaznamenávali elektronicky metódou CAPI (*Computer Assisted Personal Interviewing* – osobné rozhovory podporované počítačom). Metóda elektronického vyplňania dotazníka (CAPI) sa osvedčila. Elektronický

¹ Podrobné informácie o projekte HFCS sú na stránke ECB <http://www.ecb.int/home/html/researcher_hfcs.en.html>.

² Možné využitie údajov z HFCS je detailne uvedené v štúdiu ECB (2009): *Survey Data on Household Finance and Consumption – Research Summary and Policy Use, Occasional Paper Series No. 100*, dostupnej na <<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpos/escbocp100.pdf>>.



3 Keurópskej databáze HFCS sa postupne budú pridávať údaje aj z ďalších štátov eurozóny. Táto databáza zatiaľ nie je verejne prístupná. ECB plánuje tieto dáta sprístupniť externým užívateľom vo februári 2013. Záujemcovia o tieto dáta budú musieť o ne formálne požiadať ECB.

dotazník obsahoval aj automatické kontroly, ktoré bolo možné sledovať priamo počas rozhovoru. Pri každom chybe zadanom údají sa v elektronickom dotazníku zobrazilo anketárovi chybové hlásenie, kde mohol zadaný údaj potvrdiť alebo zmeniť. Opravy konzistencie, ktoré nebolo možné naprogramovať priamo do dotazníka, sa uskutočnili dodatočne.

Dotazník bol zostavený tak, aby zabezpečil vyzbieranie požadovaných údajov za čo najkratší čas a pri čo najvyššej miere odozvy zo strany respondentov. Samotná dĺžka rozhovoru závisela od počtu členov domácností a tiež od veľkosti portfólia jej finančných aktív a pasív. V priemere trval rozhovor zhruba hodinu. Pred samotným zberom údajov sa dotazník testoval na pilotnej vzorke 50 domácností, vďaka čomu sme získali spätnú väzbu od anketárov, ktorá nám pomohla odstrániť niektoré nedostatky z dotazníka a vylepšiť ho tak, aby bol čo najjednoduchší a najzrozumiteľnejší tak z pohľadu anketárov, ako aj samotných respondentov.

Dotazník je rozdelený na dve hlavné časti. Prvá je zameraná na domácnosť ako celok a druhá na jednotlivých členov domácnosti. Otázky na úrovni domácnosti zachytávajú nasledujúce oblasti: nehnuteľnosti a ich financovanie, ostatné záväzky/úverové prekážky, samostatné podnikanie/finančné aktíva, medzigeneračné prevody/dary, spotreba a úspory. Otázky kladené jednotlivým členom domácnosti zachytávajú: demografiu, zamestnanosť, príjem, budúce dôchodkové nároky a poisťné zmluvy.

Hlavné oblasti dotazníka:

- Výber osoby s finančnými informáciami/zaradenie domácnosti
- Demografia
- Nehnuteľnosti a ich financovanie
- Ostatné záväzky/úverové prekážky
- Samostatné podnikanie/finančné aktíva
- Zamestnanie
- Príjem
- Budúce dôchodkové nároky a poisťné zmluvy
- Medzigeneračné prevody/dary
- Spotreba
- Zhrnutie dotazníka

SPRACOVANIE DÁT A ICH VALIDÁCIA

Zozbierané údaje prešli procesom dôkladných editácií, pri ktorých boli z dát odstránené všetky chyby a nekonzistencie. Následne sa domácnostiam priradili váhy nakalibrované na počet domácností v každom regióne, vekovú a pohlavnú štruktúru obyvateľstva SR, rozdelenie domácností podľa počtu ich členov a postavenie domácností z hľadiska držby ich hlavného bývania (vlastníci – nájomcovia – bezplatní užívatelia). Priradené váhy zaručujú reprezentatívnosť vzorky na úrovni celej krajiny.

Na záver sme v dátach doplnili chýbajúce odpovede na dôležité otázky, na ktoré respondenti nechceli alebo nevedeli odpovedať. Imputácie chýbajúcich hodnôt sa realizovali pomocou pokročilých štatistických metód, aby sa pri nich zachovala pôvodná štruktúra dát a vzájomné

distribučné vlastnosti všetkých premenných. Na tento účel sme vytvorili v programovacom jazyku STATA program **MeDaMi** (skratka pre *Meta Data Multiple Imputations*), ktorý používa meta-dátový prístup, a preto ho možno použiť na ľubovoľné HFCS dáta. Navyše sa dá tento program flexibilne upraviť na ľubovoľnú štruktúru dát, čím je zabezpečená jeho využiteľnosť aj v budúcich vlnách prieskumu HFCS (prípadne na imputácie hociajkých iných dát).

MeDaMi automatizuje podstatnú časť celého spracovania dát a pomáha pri špecifikácii imputačných modelov. Program najskôr pripraví dáta na imputácie (skontroluje ich konzistentnosť, automaticky opraví prípadné nekonzistencie, vytvorí štrukturálne a kontrolné premenné a zadefinuje intervalové obmedzenia pre spojitú premennú), efektívne imputuje chýbajúce hodnoty (pre každú premennú, ktorá sa má imputovať, vyberie zo všetkých ostatných dostupných premenných vhodné regresory a skontroluje, či je imputačný model s týmito regresormi odhadnuteľný), štatisticky vyhodnotí imputované dáta (porovnaním distribúcie originálnych a imputovaných dát) a pripraví finálne dáta na export do ECB (podľa predpísaných inštrukcií). Navyše program zadefinuje všetky makrá (zoznamy textových reťazcov) potrebné na spustenie externej imputačnej procedúry. Štandardne musí užívateľ na spustenie tejto procedúry napísať stovky riadkov náročného kódu, ktorý špecifikuje všetky imputačné modely. Program týmto ušetrí každému užívateľovi výrazné množstvo práce (odhadom niekoľko stoviek hodín). MeDaMi sa okrem NBS používa aj v Banka Slovenije a v Central Bank of Cyprus. Momentálne sa využíva na kontrolu konzistencie HFCS dát aj v niektorých iných bankách Euro systému, ktoré používajú na spracovanie svojich dát štatistický softvér STATA.

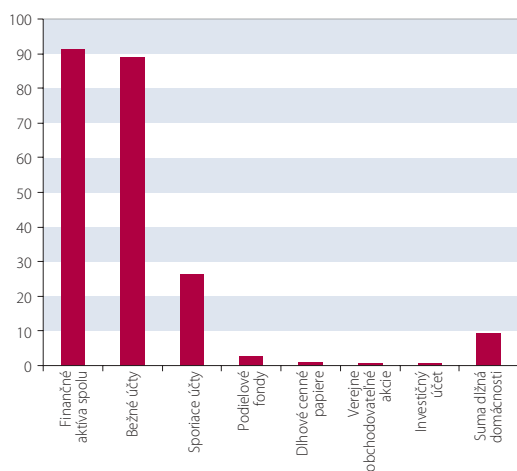
Slovensko sa stalo treťou krajinou eurozóny, ktorá odovzdala ECB svoje HFCS dáta. Finálnu verziu dát sme dodali ECB v polovici februára tohto roku, ktorá ich formálne validovala 20. februára 2012. Začiatkom marca boli naše dáta, spolu s údajmi z Talianska a Holandska, sprístupnené ostatným členom HFCN na využitie na empirický výskum.³

PRVÉ VÝSLEDKY

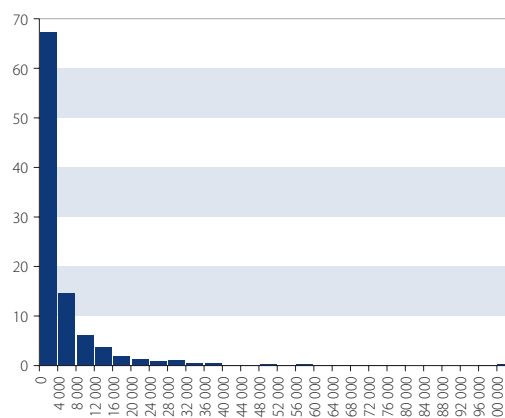
V nasledujúcej časti prezentujeme prvé výsledky rozsiahleho zisťovania finančnej situácie a spotreby domácností. Tento prieskum je výnimočný tým, že zhromažďuje pomerne podrobné údaje o aktívach a pasívach slovenských domácností. Tento typ údajov doteraz nepokrývalo žiadne existujúce zisťovanie na Slovensku.

Finančné aktíva

Podľa tohto zisťovania viac ako 90 percent domácností vlastní nejaký finančný majetok. Najväčšie zastúpenie majú bežné účty, pričom deväť z desiatich domácností má aspoň jeden bežný účet. Druhé najrozšírenejšie finančné aktívum tvoria sporiace účty so zastúpením vo štvrtine domácností. Podielové fondy vlastnia necelé tri percentá domácností. Za zmienku stojí aj fakt, že


Graf 1 Vlastníctvo finančných aktív (v %)


Zdroj: HFCS.

Graf 2 Histogram celkových finančných aktív


Zdroj: HFCS.

Poznámka: Os x znázorňuje finančné aktíva a os y podiel domácností v %.

Tab. 1 Finančné aktíva domácností

	Vlastníctvo (v %)	Stredná hodnota	Medián	Štandardná odchýlka
Finančné aktíva spolu	91,5	6 334	2 059	12 004
Bežné účty	89,0	3 528	1 120	7 401
Sporiace účty	26,3	7 823	3 784	10 734
Podielové fondy	2,7	7 178	2 500	10 491
Dlhové cenné papiere	1,0	1 237	709	1 949
Verejne obchodovateľné akcie	0,8	3 152	605	4 675
Investičný účet	0,7	9 376	2 876	15 537
Suma dlžná domácnosti	9,7	3 147	1 121	8 696

Zdroj: HFCS.

takmer desatina domácností uviedla, že im niekto iný dlží peniaze.

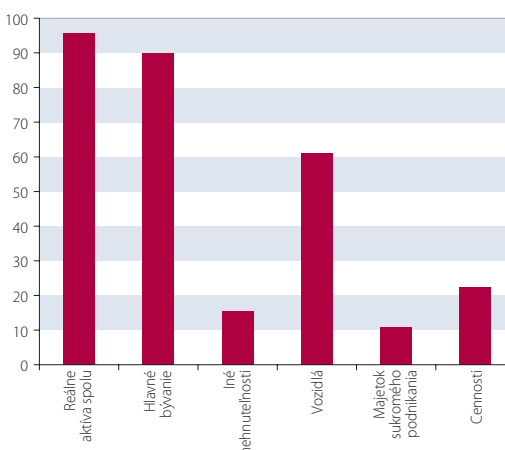
V tabuľke 1 uvádzame základné štatistiky jednotlivých finančných aktív. Vidíme, že priemerná hodnota úspor na bežnom účte je viac ako 3 500 €. Viac ako dvojnásobok dosahujú úspory na sporiacich účtoch, ak ich domácnosť má. Domácnosti, ktoré uviedli, že vlastnia podielové fondy, majú v týchto fondoch priemerne 7 178 €. Pomerne významnú sumu 3 147 € dlží domácnostiam niekto iný (iná domácnosť). Stredná hodnota celkových finančných aktív domácností je 6 334 €.

O distribúcii finančného bohatstva medzi domácnosťami vypovedá graf 2. Na osi x sú pásma finančných aktív a na osi y uvádzame podiel domácností v percentách. Vidíme, že viac ako 60% domácností vlastní finančné aktíva v rozmedzí od 0 do 4 000 €. Medián finančných aktív je 2 059 €, to znamená, že polovica domácností vlastní majetok nižší, ako je táto hodnota (tu rátame iba tie domácnosti, ktoré vlastnia aspoň nejaký finančný majetok).

Reálne aktíva

Slovensko je krajina typická vysokým percentuálnym podielom vlastníctva hlavného bývania. To sa potvrdilo aj v tomto prieskume, keďže 90 %

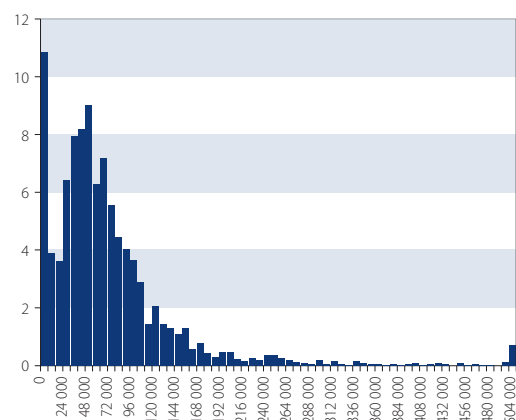
domácností uviedlo, že vlastní nehnuteľnosť, v ktorej býva. Práve nehnuteľnosti patria medzi najcennejší majetok, ktorý domácnosti vlastní. Z reálnych aktív sú po nehnuteľnostiach najviac zastúpené automobily, ktoré vlastní viac ako 60% domácností. Potom nasledujú cennosti (22 %).

Graf 3 Vlastníctvo reálnych aktív (v %)


Zdroj: HFCS.



Graf 4 Histogram reálnych aktív



Zdroj: HFCS.

Poznámka: Os x znázorňuje reálne aktíva a os y podiel domácností v %.

merná hodnota hlavného bývania je 68 666 €. Ak domácnosť vlastní aj inú nehnuteľnosť, tak priemerná hodnota ďalších nehnuteľností je viac ako 35 000 €. Celková hodnota vozidiel, ktoré domácnosť vlastní, je 7 434 €. Viac ako štyri percentá domácností uviedlo, že nevlastní žiadny reálny majetok.

Graf 4 zobrazujeme histogram reálnych aktív. Za zmienku stojí fakt, že polovica domácností vlastní reálny majetok v hodnote do 62 000 €. Reálny majetok v hodnote menšej ako 100 000 € vlastní 73 % domácností.

Finančné pasíva

Okrem majetku, ktorý slovenské domácnosti vlastní, sme sledovali aj ich zadlženie. Viac ako štvrtina domácností uviedla, že jej členovia sú nejakým spôsobom zadlžení. Najpočetnejšiu skupinu, takmer 13 %, tvoria nezabezpečené úvery, kde

Tab. 2 Reálne aktíva domácností

	Vlastníctvo (v %)	Stredná hodnota	Medián	Štandardná odchýlka
Reálne aktíva spolu	95,5	79 632	61 977	80 767
Hlavné bývanie	89,9	68 666	55 897	56 987
Iné nehnuteľnosti	15,3	36 459	16 404	58 893
Vozidlá	61,2	7 434	5 000	10 129
Majetok súkromného podnikania	10,7	34 849	4 599	82 239
Cennosti	22,4	2 074	1 000	3 058

Zdroj: Zisťovanie HFCS.

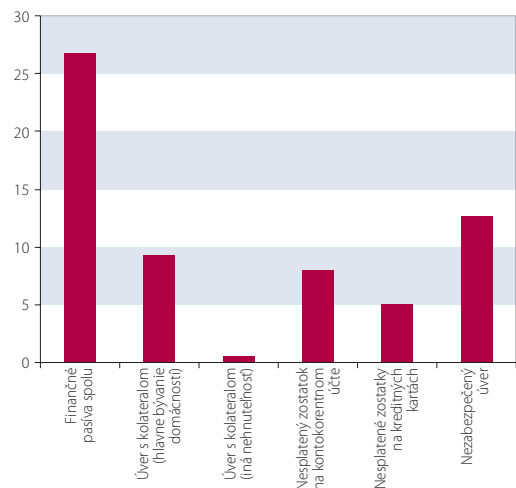
Okrem hlavnej nehnuteľnosti vlastní domácnosti aj iné nehnuteľnosti (15 %). Viac ako desatina domácností vlastní majetok súkromného podnikania.

Byty a domy, v ktorých domácnosti bývajú, patria k najrozšírenejšiemu a taktiež najcennejšiemu reálnemu bohatstvu. V tomto prieskume sme sa pýtali na aktuálnu cenu danej nehnuteľnosti. Prie-

patria napríklad spotrebné úvery. Necelých desať percent domácností ručí za úver kolaterálom vo forme nehnuteľnosti. Nesplatený zostatok na kontokorentnom účte uviedlo 8 % a nesplatený zostatok na kreditných kartách viac ako 5 % domácností.

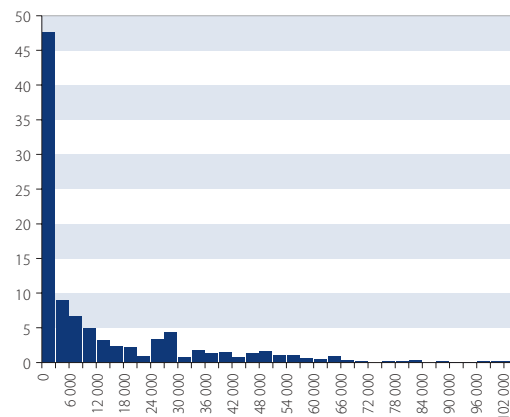
Nie je prekvapením, že najvyššie nesplatené zostatky majú domácnosti pri úveroch zaručených

Graf 5 Úverové zaťaženie domácností (v %)



Zdroj: HFCS.

Graf 6 Histogram finančných pasív



Zdroj: HFCS.

Poznámka: Os x znázorňuje finančné pasíva a os y podiel domácností v %.



Tab. 3 Finančné pasíva

	Úverové zaťaženie (v %)	Stredná hodnota	Medián	Štandardná odchýlka
Finančné pasíva spolu	26,8	12 445	3 150	18 905
Úver s kolaterálom (hlavné bývanie domácností)	9,3	27 692	25 000	21 975
Úver s kolaterálom (iná nehnuteľnosť)	0,6	22 816	13 030	25 289
Nesplatený zostatok na kontokorentnom účte	8,0	541	350	903
Nesplatený zostatok na kreditných kartách	5,1	855	472	878
Nezabezpečený úver	12,6	4 263	2 000	6 941

Zdroj: HFCS.

nehnuteľnosťou. Ak domácnosť ručí za daný úver hlavným bývaním, jeho priemerná nesplatená výška je 27 692 €. Priemerný nezabezpečený úver je vo výške 4 263 €. Zostatky pri kontokorentných účtoch a kreditných kartách sú nižšie (541 € a 855 €). Celková priemerná hodnota pasív zadlžených domácností je 12 455 €.

Graf 6 zobrazuje histogram finančných pasív. Aj keď je stredná hodnota finančných pasív viac ako 12 000 €, ich medián je iba 3 150 €.

Graf 7 znázorňuje vzťah medzi finančnými aktívami a pasívami. Vidíme, že zadlžené sú hlavne tie domácnosti, ktoré majú menší objem finančných aktív.

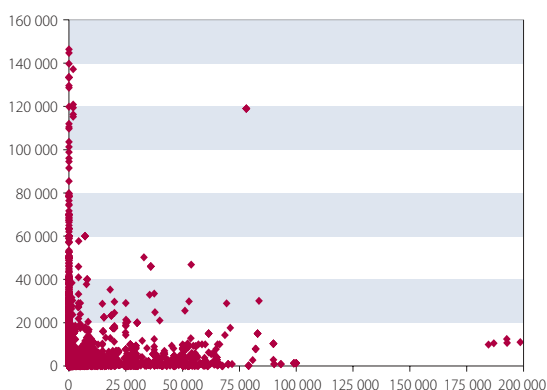
Celková bilancia

Keďže údaje zo zisťovania HFCS obsahujú zároveň informácie o aktívach aj pasívach domácností, môžeme sledovať aj celkovú bilanciu domácností, ktorá sa rovná rozdielu medzi ich celkovými aktívami a pasívami. Kladnú bilanciu, teda prípad, keď je hodnota majetku vyššia ako výška nesplatených úverov, uviedlo viac ako 98 % domácností. Naopak zápornú bilanciu uviedlo 1,2 % domá-

ností. Graf 8 ilustruje podiel domácností v jednotlivých pásmach celkovej bilancie.

ZÁVER

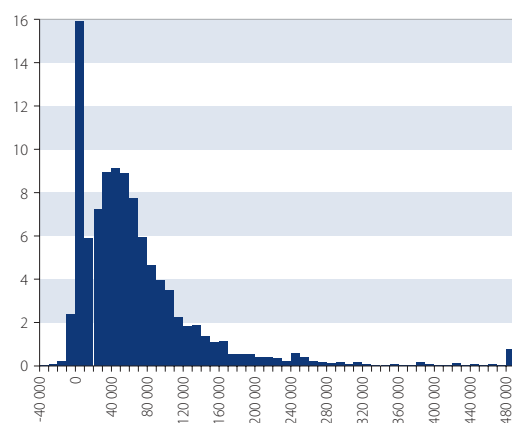
V tomto článku sme predstavili prieskum finančnej situácie a spotreby domácností (HFCS), ktorý uskutočnila NBS na Slovensku v roku 2010. Zverejnili sme tiež prvé výsledky prieskumu, kde sme sa zamerali hlavne na finančné a reálne aktíva, pasíva a celkovú bilanciu domácností. Získané údaje sa, samozrejme, dajú použiť aj na ďalšie analýzy, z ktorých časť sme na inšpiráciu uviedli na začiatku tohto článku. Naším záujmom je, aby sa tieto údaje čo najlepšie využili. Preto NBS ponúka anonymizovanú databázu externým výskumníkom na účely ďalšieho štatistického spracovania a nekomerčného empirického výskumu. Žiadosti o poskytnutie údajov je potrebné zaslať na adresu hfps@nbs.sk, kde treba uviesť aj plánované použitie údajov. Údaje poskytneme, pokiaľ navrhnuté zámery ich využitia budú v súlade s našimi záväzkami, ktoré máme voči zúčastneným domácnostiam. Týka sa to hlavne ochrany osobných údajov a požiadavky použitia dát výhradne na nekomerčné účely.

Graf 7 Diagram rozptylu
(finančné aktíva vs. pasíva)

Zdroj: HFCS.

Poznámka: Os x znázorňuje finančné pasíva a os y finančné aktíva.

Graf 8 Histogram celkovej bilancie



Zdroj: HFCS.

Poznámka: Os x znázorňuje celkovú bilanciu a os y podiel domácností v %.



Prístup k finančným zdrojom ako kľúčová bariéra rozvoja malých a stredných podnikov

Životný cyklus malých a stredných podnikov a ich finančné potreby

1. časť

Ing. Katarína Belanová, PhD.

Národohospodárska fakulta Ekonomickej univerzity v Bratislave

Malé a stredné podniky (MSP) tvoria „chrbticu“ všetkých ekonomík a sú kľúčovým zdrojom ekonomického rastu, dynamiky a flexibility. Malé podniky sú zvlášť dôležité pre prínos nových produktov, prípadne techník na trh. Pre ich vznik, rozvoj ich aktivít, vývoj nových produktov a investovanie je potrebné, aby mali dostatočný prístup k finančným zdrojom. Financovanie MSP je navyše komplikované tým, že táto skupina podnikateľských subjektov si vyžaduje rôznorodé spektrum finančných nástrojov v jednotlivých fázach životného cyklu. V tomto príspevku sa zaoberáme prístupom MSP k finančným zdrojom predovšetkým vo fáze rozvoja, keďže financovanie rozvojových aktivít MSP možno označiť za jednu z najkritickejších prekážok ich ďalšieho rastu. Analyzujeme súčasný stav financovania a načrtávame možnosti, ktoré sa MSP v tomto smere ponúkajú. Príspevok je prvým z troch príspevkov venovaných problematike financovania MSP. V nasledujúcom čísle sa budeme zaoberať finančnou medzerou MSP, príčinami jej vzniku a kvantifikáciou. V treťom príspevku načrtujeme akcie a odporúčania pre zlepšenie prístupu MSP k finančným zdrojom, čo zároveň predstavuje aj možnosti prekonávania finančnej medzery MSP.

¹ Vznik a vývoj MSP je uľahčený v krajinách, ktoré poskytujú podporné prostredie vrátane ľahšieho prístupu k finančným zdrojom (Klapper et al., 2006).

Malé a stredné podniky tvoria neoddeliteľnú súčasť podnikateľského prostredia vo všetkých krajinách. Zatiaľ čo v krajinách západnej Európy začínali nadobúdať na význame už v 70. rokoch 20. storočia, v postkomunistických krajinách strednej a východnej Európy bol vývoj odlišný. Ich úloha je tu pritom nemej významná.

MSP v tomto regióne vznikli vo veľkom počte ako dôsledok privatizácie a rozpadu veľkých štátnych podnikov, resp. v dôsledku liberalizácie trhu vzniklo veľké množstvo nových, väčšinou veľmi malých podnikov. Dynamickejší prírastok novovznikajúcich firiem dnes vo väčšej miere než kedykoľvek predtým závisí od vytvorenia priaznivých podmienok. Ide nielen o zvýhodňovanie MSP, ale tiež o vytváranie takeého podnikateľského prostredia, ktorého parametre umožnia ich rýchly rozvoj a efektívne fungovanie.

Bez ohľadu na mieru transformácie ekonomiky je jednou z najvýznamnejších prekážok rozvoja podnikania prístup k zdrojom financovania, najmä pre začínajúce podniky. V článku charakterizujeme finančné zdroje MSP v jednotlivých fázach životného cyklu, pričom sa sústreďujeme na ich financovanie vo fáze rastu. Charakteristikou jednotlivých finančných zdrojov zároveň ponúkame možnosti, ktoré môžu pomôcť MSP prekonať ich nedostatok.

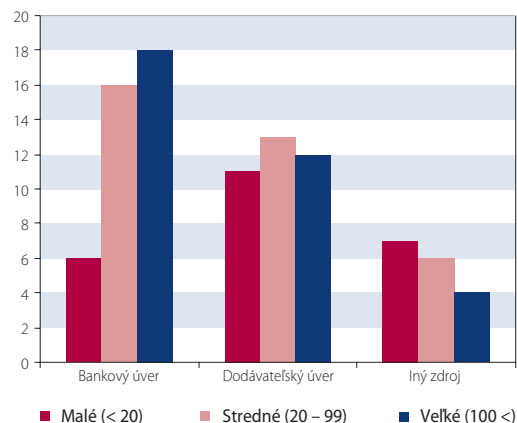
ŽIVOTNÝ CYKLUS MALÝCH A STREDNÝCH PODNIKOV A ICH FINANČNÉ POTREBY

Vo všeobecnosti môžeme konštatovať, že v jednotlivých fázach životného cyklu má podnik rôznu potrebu kapitálu. Toto tvrdenie je zvlášť pravdivé pre skupinu podnikateľských subjektov označovaných ako malé a stredné podniky. Tieto podniky sú v počiatočných fázach svojho vývoja často závislé od neformálnych zdrojov financovania. Externé zdroje nadobúdajú na význame so začiatkom expanzie, pričom ich dostupnosť môže v rozhodujúcej miere ovplyvniť rozvojovú trajektóriu MSP.¹ Interné zdroje financovania zahŕňajú vlastné úspory podnikateľa, zadržaný zisk alebo zdroje získané predajom aktív. Externé zdroje financovania môžu byť neformálne (rodina a priatelia, resp. iní poskytovatelia kapitálu) a formálne (dlhové alebo equity). Grafy 1 a 2 dokumentujú financovanie prevádzkových a investičných potrieb externými zdrojmi financovania pre podniky rôznych veľkostí.

Bankové financovanie predstavuje zďaleka najdôležitejší zdroj externého financovania MSP. Ako ukazujú grafy 1 a 2, banky financujú podstatnú časť investičných potrieb MSP a sú tiež významným poskytovateľom financií na krytie prevádzkových potrieb. MSP si bežne vyžadujú dodatočné finančné služby, ktoré im vďaka svojej dobrej

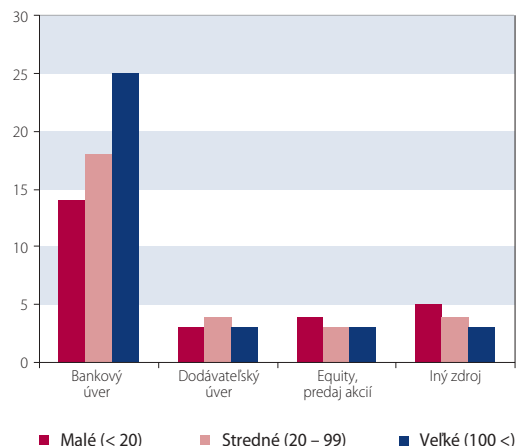


Graf 1 Externé zdroje financovania pre potreby prevádzkového kapitálu (v %)



Zdroj: Svetová banka.

Graf 2 Externé zdroje financovania pre potreby fixného kapitálu (v %)



Zdroj: Svetová banka.

pozícii dokážu poskytnúť len komerčné banky. Patria sem napr. riadenie likvidity, poistenie, transfery a iné transakčné produkty. V posledných rokoch niektoré banky začlenili pod financovanie MSP rodové a udržateľné financie (financovanie energií). Ako príklad môžeme uviesť vytváranie špeciálnych finančných programov určených na zvýšenie prístupu k financiam pre MSP vlastnené ženami podnikateľkami. V niektorých prípadoch sú takéto programy dopĺňané podporou, ako napr. vzdelávanie v podnikateľských zručnostiach. V rámci udržateľných financií banky pomáhajú MSP ako svojim klientom na ceste k environmentálne udržateľným praktikám ponúkaním špeciálnych finančných nástrojov (Jeucken, 2005).

Dodávateľský úver je bežný zdroj financovania pre mnoho MSP a podnikov všeobecne po celom svete. Tieto transakcie sa uskutočňujú medzi dvoma podnikateľmi. Obchodný úver umožňuje podnikateľom posunúť platbu za kúpené tovary a služby na neskôr, čím pomáha efektívnemu riadeniu pohotovostných prostriedkov. Môže tiež predstavovať substitút krátkodobých bankových úverov alebo iných formálnejších dohôd. Obchodný úver sa zvyčajne využíva vo financovaní krátkodobých prevádzkových potrieb.

Factoring sa zdá byť jasne dôležitým komplementárnym zdrojom financovania pracovného kapitálu pre MSP, zvlášť v jurisdikciách, kde finančná infraštruktúra spôsobuje podkapitalizáciu MSP (graf 2, iný zdroj). Podstatou je odkúpenie krátkodobých pohľadávok spravidla bez postihu voči pôvodnému veriteľovi. Factoring rieši problém krytia MSP zameriavaním sa na kvalitu dlžníka. Populárnym sa v súčasnej dobe stáva nový pohľad na factoring, tzv. reverzný factoring. Kým pri štandardnom faktoringu pracuje faktoringová spoločnosť so štruktúrou jeden dodávateľ a väčší počet odberateľov, čím je riziko transakcie rozložené medzi klienta faktoringovej spoločnosti a široké portfólio jeho odberateľov, pri reverznom faktoringu je štruktúra transakcie obrátená. Faktoringová spoločnosť vyhodnotí riziko iba jedného odberateľa, môže-

me povedať, že ide o veľkú a bonitnú spoločnosť a financovanie je tu poskytované širšiemu portfóliu jeho dodávateľov. Tí obvykle predstavujú práve segment MSP. Celá transakcia a štruktúra obchodu a rizika je teda postavená na bonitnom odberateľovi. Reverzný factoring je užitočný predovšetkým pre MSP v krajinách so zaostalými režimami presadzovania zmlúv a slabými kreditnými informačnými systémami (Klapper, 2005).

Podobne sa javí byť dôležitým komplementárnym zdrojom financovania investícií lízing, zvlášť v krajinách so slabým kolaterálnym režimom a informačnou infraštruktúrou. Je to prípad predovšetkým malých podnikov, ako ukazuje aj graf 2 (iný zdroj financovania). Výhoda lízingu spočíva v tom, že sa zameriava na schopnosť podniku generovať cash flow z obchodných činností na úhradu lízingovej platby a nie na jeho úverovú históriu alebo schopnosť poskytnúť kolaterál. Z pohľadu poskytovateľa predstavuje dodatočné zmierňovanie rizika tým, že v prípade neuhradenia platby je možná exekúcia a predaj tohto zariadenia. Lízing je tiež vhodným finančným nástrojom pre stranu dopytu, ako sú aj MSP – zvlášť osoby samostatne zárobkovo činné, ktoré môžu byť veľmi neochotné poskytnúť svoj osobný majetok ako kolaterál za bankový úver.

Equity financovanie je často nevyhnutné na to, aby spoločnosti mohli rásť, investovať do neobežných aktív a vyrovnať svoju potrebu po dlhových financovaní. Investori private equity získavajú výnos zo svojej investície prostredníctvom počiatočnej verejnej ponuky, buy back manažmentu, alebo predajom kontrolovanej spoločnosti väčšiemu podniku. Private equity investovanie do začínajúcich a veľmi mladých firiem je tiež známe ako financovanie venture kapitálom. Jeho poskytovatelia vkladajú finančné prostriedky do takýchto spoločností a často im navyše poskytujú aj manažérske znalosti. V niektorých krajinách business angels investori (tzv. neformálni venture kapitalisti) poskytujú svoj vlastný kapitál a podnikateľské skúsenosti, aby pomohli



rýchlo rastúcim podnikom s vysokým potenciálom. Niekoľko špecializovaných private equity spoločností začalo investovať do MSP v rozvojových krajinách s pozitívnym vývojom výsledkov a finančnými výnosmi.

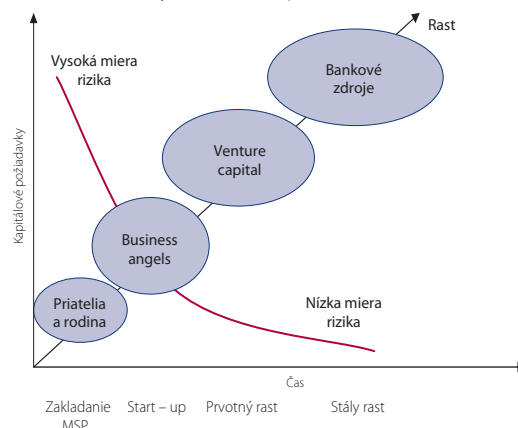
Equity financovanie môže byť potenciálne užitočným finančným zdrojom pre MSP – vrátane vysoko rizikových MSP – v ich počiatočných fázach životného cyklu, keď ešte cash flow nie je pravidelný. Pre tieto spoločnosti bankový úver nie je často dostupný pre množstvo regulačných dôvodov, čo robí private equity primárnym zdrojom ich financovania. Dokonca i dobre etablované a úspešné MSP čelia množstvu výziev pri pokuse o vstup na miestny, resp. medzinárodný kapitálový trh.

Kľúčom je nadobudnutie správnej rovnováhy medzi úverovým a equity financovaním. Dlhové a equity financovanie hrajú v raste podniku komplementárnu úlohu. Samotné navyšovanie dlhov MSP bez vyváženej kapitálovej štruktúry im zabraňuje v ich zabezpečení alebo splatení a robí ich zraniteľnejšími na podnikateľské neúspechy a zmeny v úrokových sadzbách. Naopak udržiavanie nízkej alebo žiadnej hladiny úverov môže byť indikátorom averzie k riziku. Na druhej strane, príliš veľa equity znižuje úroky z vlastného kapitálu.

Pre uľahčenie prístupu MSP k verejným zdrojom boli v niektorých krajinách vytvorené burzy MSP, i keď ich výkonnosť je rôzna. V posledných rokoch sa mnoho krajín snažilo riešiť problémy, ktorým MSP čelia, vytvorením búrz MSP (tiež juniorské segmenty trhu, resp. vyhradené obchodné miesta špeciálne pre MSP) s cieľom urýchliť a uľahčiť im prístup na kapitálové trhy cestou voľnejších kritérií a nižších celkových nákladov. Avšak výkonnosť mnohých týchto juniorských búrz, zvlášť v niektorých nízkopríjmových krajinách, je nezaujímavá, s výnimkou zopár MSP zvolených na zoznam v určitých trhoch a malým, príp. žiadnym zvýšením kapitálu. Výnimky, ktoré stoja za pozornosť, môžeme nájsť v niektorých vysoko, resp. priemerne príjmových krajinách. Patrí sem Alternatívny investičný trh v Londýne, Trh rastúcich podnikov v Hong Kongu, KOSDAQ v Kórei, MESDAQ v Malajzii, TSX v Kanade, Mothers v Japonsku a Shenzen SE v Číne.

V rozvojových, a v menšej miere i vo vyspelých krajinách sa finančné zdroje MSP zdajú byť obmedzené na niekoľko finančných opcíí. Obrázok 1 dokumentuje krytie finančných potrieb z pohľadu najviac využívaných finančných nástrojov prostredníctvom dvoch dimenzií: veľkosti podniku a splatnosti zdroja. Tradičné bankové modely sú bežne určené veľkým spoločnostiam. Kým komerčné banky v rozvinutých krajinách začali lepšie uspokojovať potreby malých firiem, banky v mnohých rozvojových krajinách často obmedzujú svoju ponuku MSP. Istý význam tu zohrávajú spoločnosti poskytujúce mikropôžičky, predovšetkým pre malé a mikro podniky, ale tieto majú obmedzenú schopnosť sprevádzať klienta,

Obrázok 1 Zdroje financovania MSP v závislosti od životného cyklu a rizika podnikania



Zdroj: Eban – European Business Angels Network.

keď začne s expanziou. Chýba im tiež schopnosť ponúknuť dodatočné neúverové produkty, ktoré sú pre ich klientov rozhodujúce. Objemy lízingu a faktoringu sú vo väčšine rozvojových krajín nízke, i keď tieto produkty by mohli pomôcť naplniť finančné potreby malých spoločností. Napokon len veľmi obmedzené množstvo inovatívnych MSP s jasným potenciálom rastu je schopných pritiahnúť venture kapitál.

Prístup MSP k financiám sa zvyčajne začína poskytnutím krátkodobých úverov. Keď banky a iné finančné inštitúcie začnú požičiavať MSP, obyčajne si zachovávajú nižšie riziko (menšie pôžičky a kratšia doba splatnosti), kým MSP nenadobudnú dostatočnú úverovú históriu a infraštruktúru potrebnú na poskytnutie väčších pôžičiek s dlhšou dobou splatnosti. To, že banka začne úverový vzťah postavený na krátkodobom financovaní, jej umožňuje vytvoriť úverovú históriu s dlžníkom. Okrem toho jej to umožňuje získať skúsenosti, dosiahnuť rastúce množstvo takýchto klientov v priebehu krátkeho času a zvýšiť prístup MSP k stredným a dlhodobým úverom, ako i k nezabezpečenému financovaniu.

ZÁVER

Mnoho MSP vznikne ako myšlienka jednej, príp. dvoch osôb, ktoré investujú svoje finančné prostriedky a zvyknú sa obrátiť na rodinu, resp. známych kvôli finančnej pomoci za podiel v podnikaní. V prípade úspechu však všetky MSP potrebujú investovať, či už kvôli expanzii alebo ďalšej inovácii. A tu sa často dostávajú do ťažkostí, keďže je pre ne ťažšie ako pre veľké podniky získať dodatočné zdroje financovania. V príspevku analyzujeme súčasný stav financovania MSP v jednotlivých fázach životného cyklu, pričom sa sústreďujeme na ich financovanie vo fáze rastu. Charakteristikou jednotlivých zdrojov financovania prevádzkových a investičných potrieb MSP načrtávame aj možnosti, ktoré by MSP mohli využívať pre svoj ďalší rozvoj.

Použitá literatúra:

1. Berger, A., N. – Klapper, L. (2006). Bank ownership type and banking relationships. In: Policy Research Working Paper Series 3862, The World Bank.
2. Eban – European Business Angels Network.
3. Jeucken, M. (2005). Sustainability in Finance: Banking on the Planet. Delft: Eburon Publishers.
4. Svetová banka, World bank enterprise survey data (2006 – 09).



BOŽENA CHOVANCOVÁ A KOLEKTÍV

KOMODITNÉ TRHY A REÁLNE INVESTÍCIE

Vydavateľstvo: IURA Edition

Rozsah: 350 strán

ISBN: 978-80-8078-453-9

V roku 2012 vychádza vo vydavateľstve IURA Edition prvé vydanie monografie Komoditné trhy a reálne investície. Ide o prvú publikáciu na slovenskom a českom knižnom trhu, ktorá sa venuje problematike obchodovania s komoditami ako podkladovým aktívom. V minulosti sa komodity chápali ako alternatíva obchodovania s finančnými nástrojmi. V súčasnosti však burzy, ako aj OTC trhy ponúkajú obchody s komoditami už ako finančnými nástrojmi. Len malá časť obchodov sa realizuje s fyzickou dodávkou. Globálnu krízu sprevádza nárast cien komodít. Oproti finančným nástrojom je však volatilita na komoditnom trhu miernejšia, pričom investori sa či už z dôvodu hedgovania, alebo zhodnotenia svojich zdrojov utiekajú k investovaniu práve do podkladových aktív tohto segmentu trhu.

Publikáciu tvorí spolu 12 kapitol, ktoré čitateľovi ponúkajú od základných informácií týkajúcich sa podstaty obchodovania na komoditných trhoch, vymedzenia jednotlivých druhov komodít, typov obchodov, historického prierezu obchodovania s jednotlivými nástrojmi na rôznych, či už organizovaných trhoch (burzách), alebo OTC trhoch v kontexte ekonomických cyklov, aj prehľad derivátových obchodov na tieto podkladové aktíva spolu s nástrojmi technickej a fundamentálnej analýzy, ktoré pomáhajú investorom tak pri ex ante, ako aj ex post hodnotení realizovaných alebo budúcich otvorených pozícií. Za osobitný prínos možno považovať detailný popis jednotlivých komodít vrátane špecifikácie obchodov a faktorov pôsobiach tak na ich dopyt, ponuku, ako aj na cenu, z ktorých autori vychádzajú pri formulovaní výhod, nevýhod resp. rizík spojených s investovaním do rôznych komodít.

V rámci pomerne rozsiahlej publikácie sa autori pritom venujú širokému spektru podkladových nástrojov – od energetických komodít (ropa, zemný plyn, uhlie, urán), drahých kovov (zlato, striebro, platina), priemyselných kovov (oceľ, hliník, meď, niektoré špeciálne kovy – lítium, titán, vanád, molybdén, prvky vzácnych zemin) až po poľnohospodárske komodity.

Osobitnú pozornosť venujú aj vybraným reálnym aktívam, ako sú drahokamy, investície do umeleckých diel, pôdy, ostatných nehnuteľností, pričom nezabúdajú na vodu a vzduch ako komo-



dity budúcnosti. Pri reálnych investíciách so spomínanými aktívami autori vyzdvihujú špecifickosť tvorby ich ceny, pričom vyzdvihujú jedinečnosť každého osobitého aktíva vzhľadom na jeho nenahraditeľnosť a teda proces tvorby ceny je vždy výsledkom dopytu a ponuky po konkrétnom aktíve. Fenoménom na súčasných trhoch sú aj obchody s emisnými kvótami, ktorých objem rastie vzhľadom na rastúce znečisťovanie životného prostredia a z pohľadu budúcnosti predstavujú významné investície. Z rovnakého dôvodu je samostatná časť publikácie venovaná aj vode.

Autori v rámci publikácie Komoditné trhy a reálne investície neostávajú len pri popise, resp. analýze komodít, ktoré sú dostupné v širšom geografickom priestore, ale prinášajú aj informácie týkajúce sa zdrojov v Slovenskej republike, čím poukazujú aj na nové potenciálne možnosti ich využitia nielen vo výrobe, ale aj pri obchodovaní na komoditných trhoch.

Názory, postrehy a odporúčania autorov sú dokumentované na veľkom počte grafov a tabuliek, čím sa zvyšuje aj ich vypovedacia schopnosť.

Publikáciu Komoditné trhy a reálne investície považujem za vysoko aktuálnu a zároveň zaujímavú nielen pre štúdium na akademickej pôde, ale aj pre investorov, ktorí reálne obchodujú či už na vlastný účet, alebo zhodnocujú portfólio svojím klientom.

doc. Ing. Jana Kotlebová, PhD.

Národohospodárska fakulta
Ekonomickej univerzity v Bratislave



EXPECTED MACROECONOMIC DEVELOPMENTS IN SLOVAKIA

NBS Monetary Policy Department

The medium-term forecast for March was prepared in the period when financial market confidence stabilised and the euro area expectations gradually anchored. It was also influenced by positive data on the Slovak economic development in the last quarter of the previous year, as well as by projections of a slightly lower foreign demand. As a result, the extensive revisions of the overall developments of the Slovak economy and prices were not necessary, and the projections of macroeconomic fundamentals' development remained close to their December figures. Similar to all relevant institutions that published their forecasts, the projections of the National Bank of Slovakia were based on the expectation that solutions to the debt crisis would be found, financial markets would stabilise and confidence would be gradually regained. The horizon of the current forecast was extended until 2014. The medium-term forecast was also based on the ECB technical projections and common expectations of the foreign demand developments as of 16 February 2012. (p. 2)

CAN SPAIN AND ITALY ASK FOR HELP FROM THE EUROPEAN FINANCIAL STABILITY FACILITY?

Branislav Frkáč, Národná banka Slovenska

In 2011, serious concerns occurred that after Greece, Ireland and Portugal, also Spain and Italy would have to apply for help from the EU rescue mechanisms. Public finances and macroeconomic indicators markedly deteriorated in the two countries during the four years of the crisis, and a significant risk lies also with the banking sector. Though political representatives submitted ambitious recovery plans for their economies, their fulfilment seems doubtful. The article brings answers to questions concerning the estimated amount of funds required by the two countries during the years 2012 to 2014 and the existing capacity of the rescue mechanisms. (p. 4)

TRADING OF DOMESTIC BANKS ON THE EURO AREA MONEY MARKETS IN 2011

Ing. Roman Kostelný, Národná banka Slovenska

The article deals with the analysis of domestic banks' behaviour during their third year of trading within the ECB common monetary policy area and on the euro money markets. The analysis studied possible impacts of negative sentiment related to the persisting debt crisis in Europe on domestic entities and potential changes in their behaviour, which consisted in covering their liquidity needs through the money market or making use of the extended framework of the ECB monetary policy transactions. The analysis of domestic banks is complemented with aggregate data on trading activities of prominent European banks. (p. 7)

THE SHORT-TERM IMPACT OF THE EU BUDGET ON THE SLOVAK ECONOMY

Marián Labaj, Silvia Oleárová, Národná banka Slovenska

Each member of the EU becomes part of the financial flows between the common EU and individual national budgets. Slovakia is currently in a position of net beneficiary, owing mainly to the subsidies on the cohesion policy. The analysis focuses on identifying the short-term effect of these budgetary relations on the economic growth of Slovakia. The calculations are based on final production demand multipliers derived from the static input-output model. They are applied to data on income from the EU budget and the related national co-financing. The analysis

studies primary effects on the GDP while leaving out of consideration a secondary impact on the economic potential or competitiveness. Historical data for the period from the accession to the EU until 2011 are analysed. (p. 14)

THE IMPACT OF THE REAL EXCHANGE RATE ON THE SLOVAK ECONOMIC DEVELOPMENT

Ing. Rajmund Mirdala, PhD., Faculty of Economics, University of Technology, Košice

Exchange rate fluctuations are usually associated with internal and external economic shocks that have undesirable effects on economic growth and stability. Countries' exposure to negative implications of exchange rate volatility represents one of the key areas for discussions on the fixed versus flexible exchange rates. As a result, the rigorous estimation of exposure of macroeconomic development to exchange rate fluctuations is definitely one of the key factors in assessing a wide range of aspects that relate to the exchange rate policy and regimes. In the article, we analyze vulnerability of selected macroeconomic variables to primitive shocks to exchange rate in the Slovak Republic during the period of 2000-2007. We estimate six variables of the VAR model. Structural shocks are identified using Cholesky's decomposition of innovations. The crisis period is also analysed by comparing the results with the model for the extended period of 2000-2010. (p. 18)

FINANCIAL SITUATION OF SLOVAK HOUSEHOLDS

Matúš Senaj, Pavol Šilhár and Tibor Zavadil, Národná banka Slovenska

In 2010 the National Bank of Slovakia conducted the first wave of the Household Finance and Consumption Survey (HFCS) in Slovakia. This survey is the Eurosystem's project coordinated by the European Central Bank. The main aim of the HFCS is to gather micro-level structural information on the euro area households' assets and liabilities. The survey collects information on demographics, real and financial assets, liabilities, consumption, savings, income, employment, future pension entitlements, intergenerational transfers, gifts, and attitudes to risk, in order to analyse the economic decisions taken by households. In this article, we present the HFCS realized in Slovakia and show the first results that we obtained from the collected data. (p. 23)

THE LIFE-CYCLE OF SMALL AND MEDIUM-SIZED ENTERPRISES AND THEIR FINANCIAL NEEDS

Ing. Katarína Belanová, PhD., University of Economics in Bratislava

Small and medium-sized enterprises (SMEs) constitute an important part of the economy; they represent a stabilising element of the economic system, as well as a sector with the highest growth potential. The role of small and medium-sized enterprises is irreplaceable particularly in relation to job creation, balanced regional development and introduction of innovations to the economic practice. Therefore it is important to create adequate conditions for their development. What are the possibilities of SME financing in different phases of their life-cycle? Do they have enough opportunities to obtain funds they need to finance their business? The article deals with the access of SMEs to funds mainly in the phase of their development, as the financing of SMEs' development activities can be regarded as most critical for their further growth. It analyses the present situation in the financing of SMEs and outlines available opportunities. The article is the first of three articles dealing with the problems of SME financing. (p. 28)



Európska integrácia v slovenských školách – prvý úspešný workshop v Bratislave



V dňoch 18. a 19. apríla 2012 sa v priestoroch Inštitútu bankového vzdelávania NBS, n. o., konal vzdelávací workshop s názvom **Finančná integrácia a euro**, realizovaný v rámci projektu „Európska integrácia na slovenských školách“, podporeného z Programu celoživotného vzdelávania Jean Monnet. Na workshope sa zúčastnili pedagógovia základných a stredných škôl nielen z Bratislavy, ale aj z rôznych kútov západného a stredného Slovenska. Tí mali možnosť stretnúť sa a diskutovať s odborníkmi a zároveň si aj hravou formou vyskúšať kreatívne spôsoby vzdelávania s možnosťou využitia v praxi, čo je zároveň jedným zo zámerov celého projektu.

Workshop otvoril riaditeľ IBV NBS, n. o., doc. Ing. Peter Szovics, PhD., ktorý privítal všetkých zúčastnených učiteľov, lektorov, ako aj partnerov – spoluorganizátorov projektu zo Slovenskej poľnohospodárskej univerzity v Nitre. Zameranie projektu predstavila koordinátorka projektu Ing. Ľubica Rumanovská, PhD. Po nej vystúpil Ing. Peter Zsapka, vedúci komunikačnej sekcie Zastúpenia Európskej komisie na Slovensku, ktorý predstavil činnosti a aktivity ZEK a oboznámil prítomných

pedagógov s možnosťami získavania pomôcok na výučbu na stránke Európskej komisie v rámci tzv. kútika pre učiteľov (Teachers' corner).

Po otvorení nasledovali vystúpenia jednotlivých lektorov, ktorí jednoduchou, interaktívnou a zrozumiteľnou formou poskytovali učiteľom návod a materiály využiteľné v rámci vzdelávacieho procesu na základných a stredných školách.

Svoje skúsenosti s riešenou problematikou prezentoval zahraničný lektor, doc. Ing. Ľubor Lacina, Ph.D., z Mendelovej univerzity v Brne. Vo svojom vystúpení sa zameriaval na problematiku eurozóny a eura z historického hľadiska, ale aj z hľadiska možných scenárov vývoja v budúcnosti. Predstavil tiež rôzne interaktívne nástroje výučby v problematike európskej integrácie. Po ňom vystúpil doc. Ing. Juraj Sipko, PhD. MBA, ktorý vysvetlil princíp menového systému a tvorby devízových kurzov, a tiež doc. Ing. Peter Szovics, PhD.

Druhý deň workshopu bol zameraný predovšetkým na oblasť zavedenia eura a otázky hospodárskej a menovej únie vrátane riešenia finančnej krízy v eurozóne, ktorú priblížili Mgr. Martin Šuster, PhD., a Ing. Marek Árendáš, PhD., z Národnej banky Slovenska.

Odozva a názory učiteľov na riešenie problematiky a vystúpenia jednotlivých lektorov boli pozitívne. Účastníci kladne hodnotili aj formu a úroveň podania danej problematiky a vyslovili spokojnosť s poskytnutými materiálmi, ktoré môžu využiť priamo vo svojej pedagogickej praxi ako pomôcku pri práci so svojimi žiakmi.

Veríme, že rovnako úspešné budú aj nadchádzajúce workshopy, ktoré sa budú konať vo Vrbovom pri Piešťanoch (7. a 8. júna) a v Mojmirovciach pri Nitre (14. a 15. júna).

Ing. Dominika Haringová

Inštitút bankového vzdelávania NBS, n. o.



