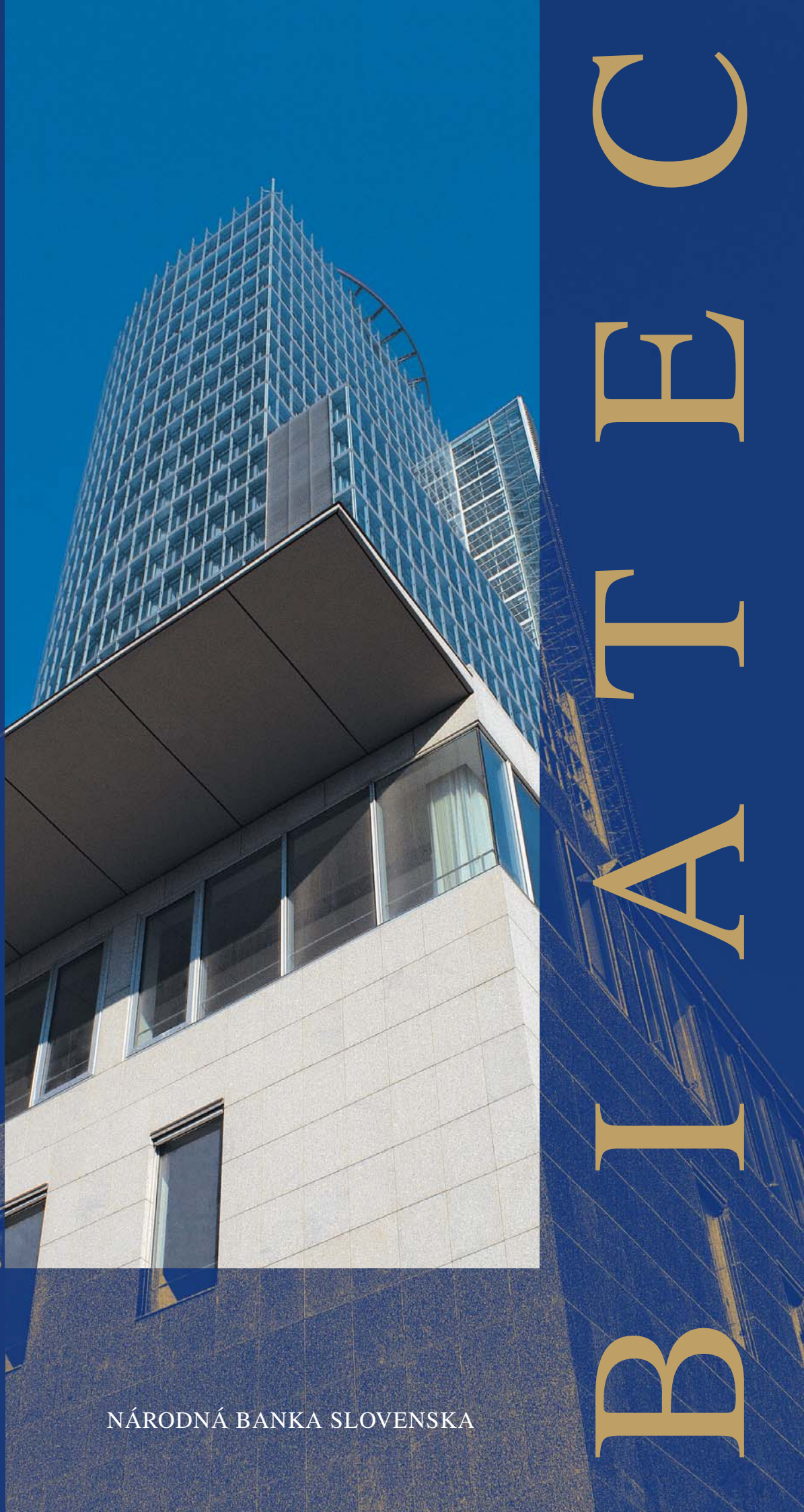


2

Február 2009
Ročník 17

ODBORNÝ
BANKOVÝ
ČASOPIS



C E T A I B



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA



Dobrý anjel v NBS

Nezisková organizácia Dobrý anjel prezentovala svoju činnosť v budove Národnej banky Slovenska. Na výstave transparentne predstavila sumu, ktorou za dva a pol roka podporila rodiny s onkologicky chorými pacientmi.



Foto: Ivan Paška

Vyššie sto miliónov korún, čiže viac ako 3,3 mil. euro rozdelila počas svojej existencie nezisková organizácia Dobrý anjel pacientom, alebo rodičom, ktorí sa starajú o deti trpiace rakovinovým ochorením, prípadne inou dlho trvajúcou chorobou. Systém Dobrý anjel vymysleli a uviedli do života Andrej Kiska a Igor Brossmann s cieľom finančne pomáhať ľuďom, ktorí kvôli chorobe dočasne stratili pravidelný príjem alebo sa starajú o ťažko chorého príbuzného.

Každý jeden mesiac činnosti tejto neziskovej organizácie predstavuje jeden výstavný panel, na ktorom je uložený počet symbolických bankoviek, ktorý organizácia rozdelila rodinám.

Dnes je na Slovensku takmer 48 000 Dobrých anjelov – darcov, ktorí každý mesiac posielajú fi-

nančné príspevky neziskovej organizácii. Tá ich potom rozdeľuje takmer tisíc sedemsto rodinám vo finančnej tiesni. Cieľové rodiny vyberá 800 onkológov, detských lekárov, zdravotných a sociálnych sestier z celého Slovenska.

Sto korún je najčastejšou sumou, ktorú darcovia mesačne posielajú. Počet rodín, ktoré dostávajú finančné prostriedky zo systému Dobrý anjel sa za dva pol roka stonásobne zvýšil.

Všetky finančné prostriedky, ktoré od darcov organizácia získa, putujú k rodinám. Prevádzkové náklady na činnosť organizácie sú hradené zo súkromných zdrojov. Podrobný rozpis rozdelených prostriedkov možno nájsť na internetovej stránke www.dobryanjel.sk.

D. K.



Zakladatelia neziskovej organizácie Dobrý anjel (zľava) Ing. Igor Brossmann a Ing. Andrej Kiska na vernisáži výstavy, ktorú otvoril guvernér NBS Ivan Šramko.



Média sa zaujímali o detailné zábery a informácie o nezištnej pomoci všetkých, ktorí neváhajú obetovať čas na podporu ľuďom vo finančnej tiesni.

BIATEC

Odborný bankový časopis
Február 2009

Vydavateľ:

Národná banka Slovenska

Redakčná rada:

Ing. Ivan Šramko (predseda)
prof. Ing. Irena Hlavatá, CSc.
Ing. Štefan Králik
doc. Ing. Jozef Makúch, PhD.
doc. Ing. Anna Pilková, CSc. MBA
Ing. Monika Siegelová

Redakcia:

Ing. Alica Polónyiová
tel.: 02/5787 2153
alica.polonyiova@nbs.sk
PhDr. Dagmar Krištofičová
tel.: 02/5787 2150
dagmar.kristoficova@nbs.sk

Adresa redakcie:

NBS, redakcia BIATEC
Imricha Karvaša 1, 813 25 Bratislava
fax: 02/5787 1128
Objednávky na inzerciu prijíma redakcia:
tel.: 02/5787 2150
e-mail: biatec@nbs.sk

Počet vydaní: 12-krát do roka

Cena výtlačku pre predplatiteľov: 0,70 €/21 Sk

Ročné predplatné: 8,36 €/252 Sk

Poštovné hradí predplatiteľ.

Voľný predaj: predajné miesta

Vydavateľstva ELITA v Bratislave: Klinecova 35,
Blagoevova 14 – 16, Dolnozemska cesta 1/A

Cena výtlačku vo voľnom predaji: 1,16 €/35 Sk

**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: 11. 2. 2009

Dátum vydania: 23. 2. 2009

Evidenčné číslo: EV 2817/08

ISSN 1335 – 0900

Grafický návrh: Bedrich Schreiber

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

Tlač: Patria I., s.r.o.

Anglický preklad vybraných článkov je
na internetovej stránke Národnej banky
Slovenska: <http://www.nbs.sk>

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

O B S A H



PEŇAŽNÝ TRH

Úloha referenčných bánk pri formovaní peňažného trhu 2
(Ing. Peter Andresič)

FINANČNÉ TRHY

Súčasná globálna finančná kríza a postup
Európskej centrálnej banky 6
(Ing. Miroslava Kochanová)

AKCIOVÉ TRHY

Vplyv zmien úrokových sadzieb na súčasné akciové trhy 11
(prof. Ing. Božena Chovancová, PhD.; Mgr. Nilyufar Kabilova)

NÁRODNOHOSPODÁRSKE OTÁZKY

Finančná situácia slovenských podnikov pred globálnou
finančnou krízou 14
(prof. Ing. Karol Zalaj, CSc.)

RECENZIA

Anna Harumová a kol. – Stanovenie hodnoty majetku
– hlavné aspekty ekonomickej znaleckej a expertnej činnosti. 17
(prof. Ing. Božena Chovancová, PhD.)

MENOVÁ POLITIKA

Pôsobenie menovej politiky na vybrané parametre ekonomiky 18
(Ing. Rajmund Mirdala, PhD.)

INVESTOVANIE

Kapitálové investície a ekonomický rast v SR
(v rokoch 1995 – 2007). 26
(Ing. Eva Ivanová, CSc.)

INFORMÁCIE

Z rokovania Bankovej rady NBS 32
Tlačové správy 32



Úloha referenčných bánk pri formovaní peňažného trhu

Ing. Peter Andresič
Národná banka Slovenska

Dňa 18. decembra 2008 sa na pôde Národnej banky Slovenska konalo výročné stretnutie referenčných bánk. Účelom týchto výročných stretnutí bolo za štandardných okolností vyhodnotenie činnosti referenčných bánk. Na druhej strane mali predstavitelia komerčných bánk priestor vyjadriť sa k menovo-politickým aktivitám Národnej banky Slovenska za uplynulé obdobie. Mimoriadny charakter tohto stretnutia bol v tom, že toto decembrové stretnutie bolo posledným svojho druhu a v jeho závere bol inštitút referenčných bánk rozpustený. Vzhľadom na skutočnosť, že referenčné banky zohrali pri formovaní slovenského finančného a osobitne peňažného trhu dôležitú až kľúčovú úlohu, považujem za vhodné vrátiť sa k počiatkom vzniku tejto vybranej skupiny bánk a rekapitulovať najdôležitejšie momenty.

Potreba vzniku skupiny bánk, ktorá by mohla vzhľadom na svoje dominantné postavenie na domácom finančnom trhu implementovať štandardné pravidla a postupy zaužívané na vyspelých finančných trhoch, vznikla hneď v prvopočiatoch slovenskej samostatnosti. Na začiatku roka 1993 začala NBS vyvíjať aktivity smerujúce k zisťovaniu cien najkratších splatností obchodovaných na domácom peňažnom trhu. Nutnosť poznať ceny depozitov súvisela najmä so skutočnosťou, že NBS v tomto prvom období prevzala na seba úlohu tvorcu trhu (*market maker*) pre štátne pokladničné poukážky emitované Ministerstvom financií SR a väčšinou sa nachádzajúce v portfóliu NBS.

Snaha o efektívne umiestnenie poukážok na sekundárnom trhu mohla byť úspešná len v prípade dostatočných informácií o cenovej úrovni na bázičkom, teda peňažnom trhu. Prvé cenové indikácie pre nákup a predaj depozitov so splatnosťou do jedného mesiaca tak NBS získavala jednoduchým spriemerovaním údajov poskytovaných komerčnými bankami na základe telefonického zisťovania. S touto formou zisťovania sa začalo v marci 1993. Banky, ktoré sa na ňom podieľali však neboli žiadnym spôsobom zaviazané údaje poskytovať alebo dokonca za tieto ceny uzatvárať obchody. Ceny sa zisťovali raz, neskôr dva razy do týždňa. Dopyt po stále aktuálnejších informáciách o úrokových hladinách na peňažnom trhu si vyžiadala zmenu v periodicite zisťovania cien. Od mája toho istého roku pristúpila NBS k dennodennému zisťovaniu cien. Len pre zaujímavosť: spread, t. j. rozdiel medzi nákupnou a predajnou sadzbou, ako jeden z najdôležitejších ukazovateľov vypovedajúcich o likvidite na príslušnom trhu, sa v tomto období pohyboval na úrovni 2 %, resp. 200 bázičných bodov. Už v tomto období vznikali prvé snahy inštitucionalizovať celý proces súvisiaci so zisťovaním a stanovovaním aktuálnych

hodnôt peňazí na domácom finančnom trhu. Iniciátorom tohto procesu nebola len NBS, ale aj samotné banky reprezentované obchodníkmi – dealermi na peňažnom trhu. Napriek tomu sa prvé neoficiálne stretnutie budúcich referenčných bánk konalo až v septembri 1994 na pôde Poštovej banky. Tomuto stretnutiu však predchádzali viaceré bilaterálne, ale aj multilaterálne stretnutia medzi centrálnou bankou a komerčnými bankami navzájom.

Na septembrovom stretnutí bol dohodnutý nielen systém zisťovania a zverejňovania sadzieb, ale aj pravidlá stanovovania – kótovania cien zo strany komerčných bánk. Výsledkom týchto snáh bolo rozšírenie spektra kótovaných depozitov o 3- a 6-mesačnú dĺžku splatností, zúženie spreadu medzi nákupnou a predajnou cenou pod hodnotu 100 bázičných bodov a zverejňovanie sadzieb v odbornej tlači pod názvom *Monitoring úrokových sadzieb*. Problémom však zatiaľ zostávalo, že banky, resp. dealeri neboli viazaní žiadnou povinnosťou kótovať alebo dodržiavať kótované sadzby.

Už na ďalšom stretnutí, ktoré sa uskutočnilo v januári 1995, sa prejavila snaha odstrániť tento závažný nedostatok aspoň vo forme džentlmen-skej dohody medzi obchodníkmi zastupujúcimi jednotlivé banky na peňažnom trhu. Vznikla skupina ôsmich bánk, ktorých korunovní dealeri sa hlásili k týmto nepísaným dohodám a chceli ich v praxi uplatňovať.

Na báze týchto dohôd bolo možné v lete toho istého roku (3. 7. 1995) oficiálne etablovať BRIBOR (*BR*atislava *I*nterBank *O*ffered *R*ate), ktorý zahŕňal sadzby peňažného trhu so splatnosťou zatiaľ do obdobia troch mesiacov a spreadom medzi sadzbami BRIBOR a BRIBID nepresahujúcim 50 bázičných bodov. Finančný trh na Slovensku tak získal svoju cenovú bázu – základ, od ktorého bolo



možné v ďalšom období odvíjať ďalšie finančné produkty a deriváty, ktoré sú štandardnou súčasťou vyspelejších finančných trhov. Pre Národnú banku Slovenska sa BRIBOR stal nielen dôležitým informačným zdrojom o aktuálnej úrokovej situácii na peňažnom trhu, ale aj spätnou väzbou o vplyve vlastných menovo-politických rozhodnutí. Vzhľadom na skutočnosť, že peňažný trh je vo všeobecnosti považovaný za prostriedok, ktorý centrálna banka využíva na ovplyvňovanie ekonomických procesov v krajine, javí sa faktor spätnej väzby mimoriadne významný.

Po zavedení BRIBOR-u sa koncom roka 1995 objavili prvé náznaky a snahy prechodu výkonu menovej politiky z tzv. kvantitatívneho riadenia smerom k riadeniu kvalitatívnemu, t. j. prostredníctvom úrokových sadzieb. V praxi to znamenalo, že NBS sa prostredníctvom nákupov, ale najmä predajov štátnych pokladničných poukázok zo svojho portfólia snažila ovplyvňovať úrokové sadzby na peňažnom trhu tak, aby zodpovedali jej predstave o ich správnom nastavení. NBS si v tejto fáze stanovila interný úrokový cieľ formou určeného koridoru úrokových sadzieb medzibankového depozitného trhu ako prostriedku ovplyvňovania úverovej aktivity bánk. Koridor bol stanovený empiricky a vychádzal z aktuálneho stavu na trhu. Takýmto spôsobom dosiahnutá stabilizácia sadzieb sa prejavila v prvých pozitívnych dopadoch vo forme viazaní úverových aktivít na BRIBOR a nahrádzaní diskontnej sadzby používanej na tieto účely.

Táto prvotná fáza snahy o úrokové riadenie však bola len krátkodobá a čoskoro sa v praxi preukázalo, že všeobecné ekonomické podmienky, ale ani samotný finančný trh neumožňoval v tomto období pokračovať v začatom procese. Takzvaný transmisný mechanizmus prenosu úrokových signálov centrálnej banky do reálnej ekonomiky zatiaľ v našich podmienkach nefungoval a peňažný trh predstavoval takmer samostatný uzavretý okruh. Nedostatočne vyvinutý peňažný trh, nedokončená privatizácia a reštrukturalizácia najväčších bankových domov, aktuálny výkon menovej politiky založený na fixnom kurze a využívaní priamych nástrojov riadenia, akými boli úverové limity, boli len niektoré z dôvodov ktoré obmedzovali efektivitu transmisného mechanizmu. Dôležitým momentom bola aj skutočnosť, že aj samotný peňažný trh, resp. jeho účastníci potrebovali čas na vytvorenie väzieb a kanálov zabezpečujúcich prenos impulzov vo forme sadzieb do ostatných segmentov finančného trhu a ekonomiky ako celku.

Z tohto pohľadu bolo etablovanie BRIBOR-u len začiatkom procesu budovania efektívneho peňažného trhu schopného prenášať úrokové rozhodnutia NBS do reálneho ekonomického prostredia na jednej strane a poskytovať hodnoverné informácie o aktuálnej, ako aj očakávanej cene peňazí na strane druhej. Ďalším krokom v tomto procese bolo oficiálne inštitucionalizovanie systému referenčných bánk, vychádzajúc z predpokladu, že tento formálny akt dodá procesu stanovovania

úrokových sadzieb dodatočnú váhu a dôveryhodnosť.

Dňa 1. augusta 1996 NBS oficiálne podpísala s vybranými komerčnými bankami *Dohodu o činnosti referenčnej banky na medzibankovom peňažnom trhu*. Súčasťou dohody bol aj tzv. *Štatút referenčnej banky na medzibankovom peňažnom trhu*, ktorý stanovuje povinnosti referenčnej banky, spôsob udeľovania štatútu a ostatné vnútorné regulatívy.

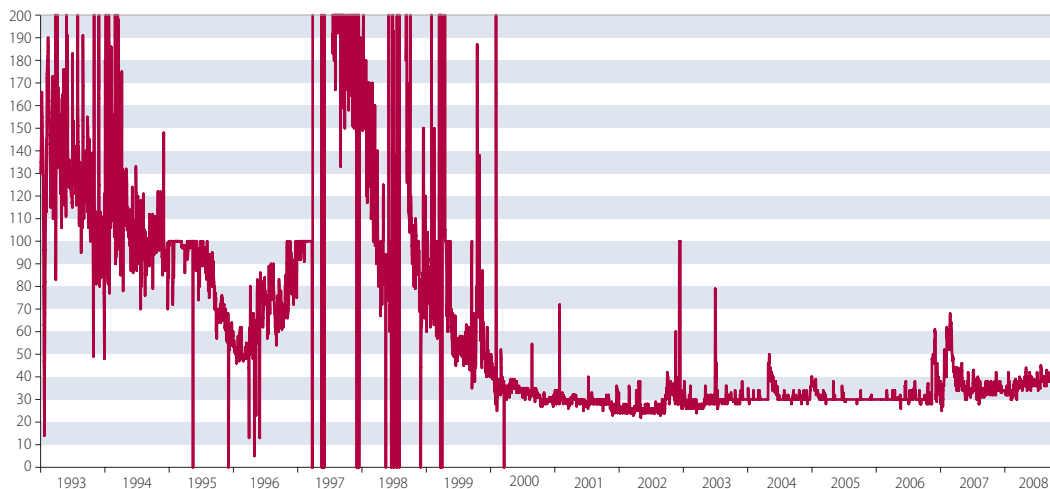
Dohodu podpísalo sedem bánk (v abecednom poradí): Investičná a rozvojová banka, a. s., Istrobanka, a. s., Poľnobanka, a. s., Poštová banka, a. s., Slovenská sporiteľňa, a. s., Tatra banka, a. s., a Všeobecná úverová banka, a. s. O mesiac neskôr pribudla ING Bank, N. V. Okrem referenčných bánk sa vytvoril aj inštitút tzv. žiadateľov, resp. čakateľov na pridelenie plného štatútu. Táto predsieň referenčných bánk vytvárala osobitne v prvom období tlak na samotné referenčné banky, aby sa na trhu správali ako skutoční tvorcovia depozitného trhu. Prvým žiadateľom bola Československá obchodná banka, a. s., ktorá sa hneď nasledujúci rok na základe prijatého systému vyhodnocovania zaradila už medzi referenčné banky.

Ako vyplýva z uvedeného, zoznam referenčných bánk sa v priebehu prvých rokov viackrát zmenil. Na konci roku 2002 sa štruktúra stabilizovala a zostala prakticky nezmenená až do posledného stretnutia. Tvorili ju Tatra banka, a. s., Slovenská sporiteľňa, a. s., Všeobecná úverová banka, a. s. Tieto tri inštitúcie boli referenčnými bankami prakticky od vzniku tohto zoskupenia až do jeho konca. Ďalej to boli (v poradí podľa dĺžky členstva): ING Bank, N. V., Československá obchodná banka, a. s., Citibank, a. s., a UniCredit Bank Slovakia, a. s. Táto stabilizácia bola na jednej strane výsledkom štrukturálnych procesov, ktoré prebehli v bankovom sektore ako celku, na druhej strane sa týmto spôsobom zároveň stratil pozitívny tlak na existujúce referenčné banky zo strany potenciálnych čakateľov. Vráťme sa však k úlohe a prínosu, ktorý referenčné banky zohrali počas svojej existencie pri budovaní domáceho finančného trhu.

Hneď v nasledujúci kalendárny rok po oficiálnom vzniku boli referenčné banky vystavené skúške udržať kótovanie BRIBOR-u v prostredí a podmienkach, ktoré boli zložitejšie oproti obdobiu, v ktorom BRIBOR vznikol. Ekonomike hrozil nerovnovážny vývoj a centrálna banka v snahe zabrániť neopodstatnenej úverovej expanzii prijala rad opatrení, ktoré mali zabrániť negatívnemu smerovaniu. Po zvýšení povinných minimálnych rezerv a zavedení devízovej pozície bánk na menové účely so snahou nepriamo regulovať úverové aktivity bánk v domácej i cudzej mene upustila NBS aj od snáh o úrokové riadenie. Prijaté opatrenia sa týkali aj kurzového režimu, keď NBS rozšírila fluktuálne pásmo slovenskej koruny na 7 %. Súbor prijatých opatrení vyústil do reštriktívneho charakteru menovej politiky a mal dramatický dopad na peňažný trh, ktorého vývoj bol v tomto období obetovaný za cenu celkovej ekonomickej stabilizácie.



Vývoj spreadov medzi nákupnou a predajnou sadzbou počas existencie BRIBOR-u (spread v bázičných bodoch)



Zdroj: NBS.

Zložitú situáciu na trhu riešila NBS spolu s referenčnými bankami na viacerých mimoriadnych stretnutiach. Za cenu niektorých ústupkov, akými bolo napr. dočasné zníženie kótovaných objemov na polovicu, bolo naďalej možné udržať BRIBOR a pokračovať v jeho zverejňovaní. Boli však zaznamenané aj krátkodobé výpadky, a to najmä v extrémnych situáciách, keď v dôsledku nedostatku likvidity na trhu narástli ceny depozitov nad hranicu 100 %. Výpadky tohto typu sa referenčné banky snažili riešiť náhradou fixingu úrokových sadzieb už z minulosti známym monitoringom. Snahou tejto substitúcie bolo ponechať pre finančný trh informáciu o cenových úrovniach depozitov, na druhej strane však banky neboli viazané povinnosťou realizovať obchody pri týchto indikatívnych hodnotách.

Referenčné banky sa zároveň snažili nájsť spoločné východisko z aktuálnej situácie záväzkom prehodnotiť kótovanie a realizovanie obchodov s nerezidentnými subjektmi, ktoré v značnej miere odčerpávali prostriedky z domáceho peňažného trhu. Tento problém, resp. výpadky z tohto dôvodu sa eliminovali v októbri 1998, keď NBS zrušila fluktučné pásmo fixného výmenného kurzu a nahradila ho režimom plávajúceho kurzu. Tým sa zároveň otvoril priestor na prechod NBS k úrokovému riadeniu a výkonu menovej politiky. Jeho prípravu, najmä časti, ktorá sa zaoberala realizáciou nového výkonu menovo-politických operácií, NBS konzultovala s referenčnými bankami.

Následné uplatňovanie nového prístupu s výrazným posunom vo využívaní inštrumentária centrálnej banky smerom k aktívnejšiemu ovplyvňovaniu medzibankového peňažného trhu ako sprostredkovateľa realizácie menovopolitických zámerov, počnúc rokom 2000, prinieslo ďalší rozvoj a kvalitatívne zmeny na samotný peňažný trh. Iniciátormi týchto zmien boli, samozrejme, banky, ktoré boli na trhu najaktívnejšie, čiže referenčné banky. V priebehu uvedeného roka sa BRIBOR rozšíril o 9- a 12-mesačné splatnosti. Zároveň so

skompletizovaním krivky peňažného trhu sa znížili aj spready medzi nákupnými a predajnými sadzbami. Tieto ako prejav kvalitatívneho posunu, ale najmä v dôsledku rastu dôvery a likvidity na tomto trhu poklesli už v prvý rok uplatňovania nového prístupu aj pri najdlhších splatnostiach na úroveň 30 bázičných bodov. Na základe stabilizovaného peňažného trhu sa opäť začal rozvíjať trh derivátov, a to najmä swapové obchody, forwardové transakcie alebo tzv. IRS (*Interest Swap Agreement*).

V tom istom roku NBS odovzdala agendu fixovania sadzieb BRIBOR externej agentúre Telerate Down Johns, čím zároveň zdôraznila štandardizáciu pomerov na domácom finančnom trhu. NBS uskutočnila tento krok po prerokovaní a odsúhlasení zo strany referenčných bánk. V súlade so stále intenzívnejším prepájaním peňažného trhu a reálno-ekonomických procesov, a tým aj rastu záujmu o sadzby a priebeh samotného obchodovania, NBS spolu s referenčnými bankami začala sledovať hodnoty SKONIA. Táto sadzba sa vypočítavala z podkladov všetkých predajov jednoduchých depozitov, ktoré referenčné banky v priebehu dňa zrealizovali.

Napriek tomuto postupnému prehlbovaniu a rozširovaniu produktov na peňažnom trhu vystali pred účastníkmi trhu a osobitne referenčnými bankami aj po roku 2000 niektoré zložité situácie. Bolo to najmä v čase, keď NBS bránila neopodstatnenému a rýchlemu posilňovaniu slovenskej koruny formou znižovania sterilizačných operácií. Slovenský peňažný trh v tom čase vykazoval niektoré črty v súčasnosti nefunkčného peňažného trhu eurozóny. Fixované sadzby peňažného trhu sa výrazne odchyľovali od oficiálnych sadzieb NBS. Rovnaká situácia je aj teraz v prípade sadzby EURIBOR. Navyše reálne obchody medzi najväčšími účastníkmi trhu prebiehali pri odlišných úrovniach, než boli sadzby zafixované. Aj v tomto prípade možno nájsť paralelu s aktuálnym trhom eurozóny. Tak ako v minulosti, referenčné banky sa



snažili riešiť túto situáciu rokovaním na mimoriadnych stretnutiach za účasti NBS. Napriek tomu, že tieto stretnutia nie vždy viedli k uspokojivým výsledkom pre všetkých účastníkov, predstavovali dôležitú formu korektnej výmeny informácie medzi predstaviteľmi zúčastnených protistrán.

Nedá mi v tejto súvislosti nespomenúť, že najmä na stretnutiach, na ktorých sa hľadali východiská z aktuálnej situácie, bol za NBS často prítomný aj člen Bankovej rady NBS. Takýmto spôsobom sa do najvyššieho rozhodovacieho orgánu nespriestredkovanne dostávali spätné väzby vo forme názorov na aktuálny výkon, resp. menovopolitické postupy NBS zo strany priamych účastníkov trhu.

Okrem rokovaní tohto typu NBS často konzultovala s referenčnými bankami technicko-operatívne aspekty výkonu menových operácií, počnúc zmluvami, ktoré boli pre výkon menových operácií nutné uzatvárať. Išlo o viacero otázok, od stanovenia optimálneho počtu cenových ponúk na prihláškach v tendroch až po určenie obchodných hodín pre jednoduchové refinančné operácie. A aby bolo zadostučené aj samotnému názvu *referenčné banky*, niektoré referenčné banky aj dennodenne referovali o aktuálnej situácii na peňažnom, resp. celom domácom finančnom trhu. Tieto informácie sa následne spracúvali a tvorili podklady pre rokovania výkonného orgánu NBS.

Aj v období prípravy prechodu na výkon menovej politiky v podmienkach eurozóny zohrala konzultácia NBS s referenčnými bankami dôležitú úlohu a pozitívne ovplyvnila nastavenie posledných autonómnych menových operácií.

Vo výpočte spolupráce NBS s referenčnými bankami by bolo možné pokračovať ešte ďalej, ale domnievam sa, že už aj z uvedeného je zrejmé, že táto skupina podstatným spôsobom ovplyvnila nielen formovanie peňažného trhu, ale do určitej miery aj samotný výkon, resp. realizáciu menovej politiky. Pre NBS predstavovali referenčné banky

reprezentantov bankového sektora s najväčším vplyvom na chod peňažného trhu, s ktorými bolo možné relatívne rýchlo a operatívne riešiť rôzne aktuálne problémy. Som presvedčený, že spolupráca bola počas celého obdobia korektná a vzájomne prospešná.

Hlavná aktivita referenčných bánk, t. j. kótovanie sadzieb a tvorba BRIBOR-u, sa teda posledným pracovným dňom roku 2008 skončila. Žiadna z bývalých referenčných bánk sa zatiaľ nepodieľa na tvorbe sadzieb EURIBOR. V súčasnosti sú na to minimálne dva dôvody, a to pozastavenie procesu priberania nových bánk vzhľadom na zložitú situáciu na peňažnom trhu eurozóny, ako aj skutočnosť, že všetky bývalé referenčné banky sú už zastúpené svojimi materskými alebo zriaďovateľskými inštitúciami.

Napriek uvedenému som presvedčený, že tak ako v minulosti, aj dnes NBS musí a bude pokračovať v spolupráci s bankami, a osobitne s tými najaktívnejšími na domácom peňažnom, resp. finančnom trhu. Zatiaľ sa forma tejto spolupráce, ako aj partneri len kryštalizujú. Predpokladám, že samotné banky potrebujú čas, aby si svoju budúcu pozíciu, ktorú budú zohrávať na domácom finančnom trhu ujasnili. Na druhej strane aj NBS potrebuje čas na identifikovanie týchto nových, možno staronových kľúčových hráčov na trhu. Do tej doby považujem za nutné touto formou vysloviť poďakovanie všetkým bankám, najmä ich zástupcom, t. j. dealerom, vedúcim a riaditeľom oddelení – treasurerom obchodných bánk, ktorí počas celého obdobia svojimi poznatkami, návrhmi, pripomienkami a činnosťou prispievali k existencii referenčných bánk.

Záverom by som rád vyjadril poďakovanie aj všetkým zamestnancom NBS, ktorí tvorili bázi tím zabezpečujúci stretnutia, alebo sa na nich aktívne zúčastňovali, ako aj tým členom Bankovej rady NBS, ktorí sa zúčastnili na niektorom zo stretnutí.



Súčasná globálna finančná kríza a postup Európskej centrálnej banky

Ing. Miroslava Kochanová
Európska centrálna banka

Uplynulé takmer dva roky predstavovali pre finančné trhy veľmi rušné obdobie. Finančná kríza, ktorá sa rozšírila z hypotekárnej krízy v USA do celého sveta, si vyžiadala nadštandardné zásahy najvýznamnejších svetových centrálnych bánk. Pre Európsku centrálnu banku to bola prvá skúška jednoty a pripravenosti zasahovať v náročných situáciách. V nasledujúcom článku sú opísané jednotlivé kroky, ktoré Európska centrálna banka podnikla v záujme stabilizovania situácie na európskom finančnom trhu.

1 Carry trade sú obchody, v ktorých investori získajú „úver“ v nízko úročenej mene a prostredníctvom swapového obchodu zúčnia tieto prostriedky vo vyššie úročenej mene.

2 Euribor – Euro Interbank Offered Rate – sadzba ponúkaná za eurové depozity na európskom medzibankovom trhu (bližšie www.euribor.org). Libor – sadzba ponúkaná za depozity na európskom medzibankovom trhu v iných svetových menách (bližšie www.bba.org.uk).

3 OIS – overnight index swap, v prípade eurozóny Eonia index swap, bližšie www.eonia.org.

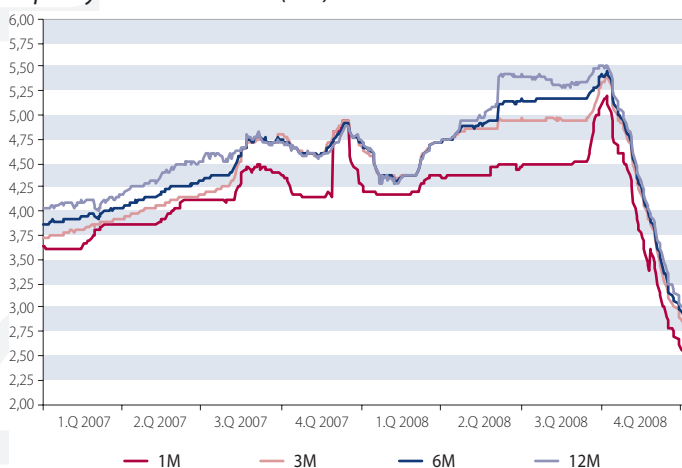
Prvé problémy na americkom hypotekárnom trhu sa objavili už začiatkom roku 2007. V tomto období začali výrazne klesať ukazovatele reprezentujúce nehnuteľnosti na bývanie v USA. Situácia sa zhoršila v júni 2007, keď americká investičná banka Bearn Stearns oznámila, že jej dva fondy kryté nehnuteľnosťami majú buď málo kapitálu, alebo nemajú žiadny kapitál. Problémy sa začali postupne nabaľovať, keď niektoré americké hypotekárne inštitúcie zatvorili svoje pobočky, niekoľko investičných fondov držiacich cenné papiere kryté aktívami prestalo vyplácať vklady, niekoľko komerčných bánk priznalo, že budú mať straty súvisiace s americkým trhom hypoték a veľký počet zabezpečovacích fondov oznámil vysoké straty. Averzia investorov voči riziku sa neprejavila len na hypotekárnych trhoch, ale rozšírila sa aj do iných segmentov finančného trhu. Investori odchádzali zo špekulatívnych carry trade¹ pozícií, ktoré boli v predošlom období obľúbeným nástrojom na zhodnotenie prostriedkov. V dôsledku toho sa vy-

soko úročené meny, obzvlášť meny rozvíjajúcich sa trhov (*emerging markets*) oslabili a japonská mena yen, ktorá bola jednou z najpreferovanejších financujúcich mien v carry trade obchodoch, sa výrazne posilnila. Ceny akcií hlavne finančných spoločností výrazne klesli. Naopak, vzrástol záujem investorov o bezrizikové vládne dlhopisy. Obdobie extrémnej nervozity neobišlo ani globálny peňažný trh, nevynímajúc európsky peňažný trh. Obchodovanie na medzibankovom peňažnom trhu s dlhšími splatnosťami úplne zamrzlo.

PRVÁ FÁZA FINANČNEJ KRÍZY

Tlaková bublina praskla 9. augusta 2007 oznámením BNP Paribas, že zastavuje vyplácanie prostriedkov z investičných fondov. Na globálnom trhu sa vytvoril nedostatok likvidity v amerických dolároch, ktorý sa rozšíril aj na britskú libru a švajčiarsky frank. Likvidita zamrzla aj na európskom peňažnom trhu, pretože banky, ktoré mali dostatok eur, neboli ochotné požičať tieto prostriedky, dúfajúc, že za ne budú môcť prostredníctvom swapového obchodu získať americké doláre. Vzápätí došlo k úplnej neochote bánk požičať si peňažné prostriedky i v krátkodobom horizonte a k zastaveniu obchodovania na medzibankovom peňažnom trhu. Benchmarkové úrokové sadzby pre nezabezpečené depozity – EURIBOR/LIBOR² – výrazne stúpili, vyjadrujúc neochotu bánk sprostredkovať si likviditu medzi sebou (graf 1 a 2). Zároveň viditeľne stúplo aj rozpätie medzi sadzbami pre nezabezpečené depozity EURIBOR a swapovými sadzbami (graf 3), ktoré zahŕňajú minimálne, resp. nulové riziko. Napríklad rozpätie medzi 3-mesačnou sadzbou EURIBOR a OIS³ stúplo z júnových 5 bázičných bodov na 70 bázičných bodov v septembri. Vysoké rozpätie medzi sadzbami pre nezabezpečené a zabezpečené depozity (keďže repo sadzby majú približne rovnakú úroveň ako swapové sadzby) predstavuje zvýšené riziko bánk požičať svojim protistranám, resp. predstavuje vyššiu preferenciu likvidity.

Graf 1 Úrokové sadzby vybraných splatností pre nezabezpečené depozity v EUR – EURIBOR (v %)



Zdroj: www.euribor.org.



Po vypuknutí nepokojov na finančných trhoch Európska centrálna banka (ECB)⁴ okamžite intervenovala na peňažnom trhu a bankám poskytla prostriedky prostredníctvom jednotňových rýchlych tendrov. Pre ďalšiu podporu trhu ECB v nasledujúcich štandardných jednotýždňových refinančných tendroch poskytla objem prevyšujúci jej stanovený benchmark, ktorý v predchádzajúcom období striktnie dodržiavala. Aby udržala sadzbu EONIA v blízkosti jej kľúčovej sadzby, neštandardne vykonávala sterilizačné jednotňové obchody na stiahnutie prebytočnej likvidity. Dňa 22. augusta 2007 ECB prvýkrát rozšírila svoju dovtedy pevnú štruktúru nástrojov o doplnkovú dlhodobú refinančnú operáciu (SLTRO)⁵.

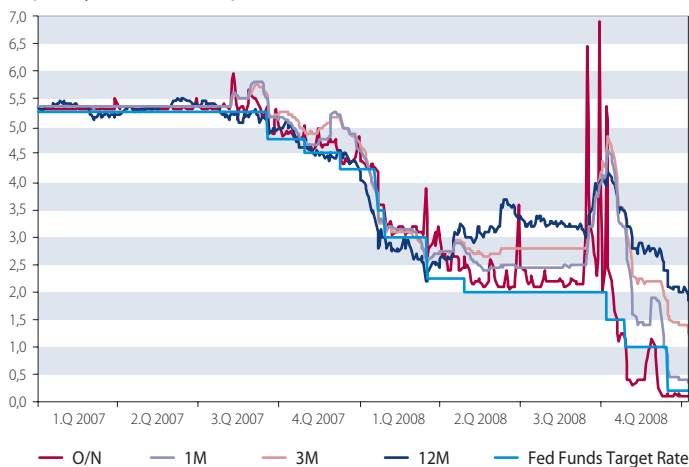
Napriek prebytku likvidity, ktorú ECB vlievala do bankového sektora, naďalej prevládala medzi bankami nedôvera a neochota požičať si medzi sebou. Banky prichádzali do refinančných operácií Eurosystemu s agresívnym dopytom, ktorý sa prejavil vo výraznom zvýšení marginálnej (hraničnej) sadzby⁶. V októbri ECB oznámila, že bude pokračovať v poskytovaní likvidity nad rámec jej určeného benchmarku a pre dodržanie operačného cieľa stability jednotňovej sadzby v blízkosti kľúčovej sadzby bude pokračovať v absorbovaní prebytočnej likvidity. Tieto kroky mali pozitívny vplyv na európsky peňažný trh, čo sa prejavilo v miernom poklese trhových sadzieb a rozpätí medzi cenami zabezpečených a nezabezpečených depozitov, indikujúc zlepšovanie trhových podmienok.

KONCOROČNÉ NAPÄTIE NA FINANČNÝCH TRHOCH

Nálada na medzibankovom trhu sa pred koncom roku 2007 opäť vystupňovala, ovplyvnená najmä zistením, že straty bánk v dôsledku hypotekárnej krízy v USA budú oveľa rozsiahlejšie. Navyše rôzne ekonomické predikcie naznačovali spomalenie hospodárskeho rastu USA. Na finančných trhoch zavládla negatívna atmosféra a investori začali prejavovať averziu voči riziku presunom z rizikových akcií do takmer bezrizikových vládnych dlhopisov (graf 4 a 5). Americký dolár sa vplyvom negatívnych podmienok oslabil takmer o 12 % v porovnaní s úrovňou zo začiatku roka 2007. Cena ropy ovplyvnená najmä slabnutím kurzom amerického dolára stúpala, dosahujúc nové historické maximá, v tom období približne 100 USD za barel (graf 6).

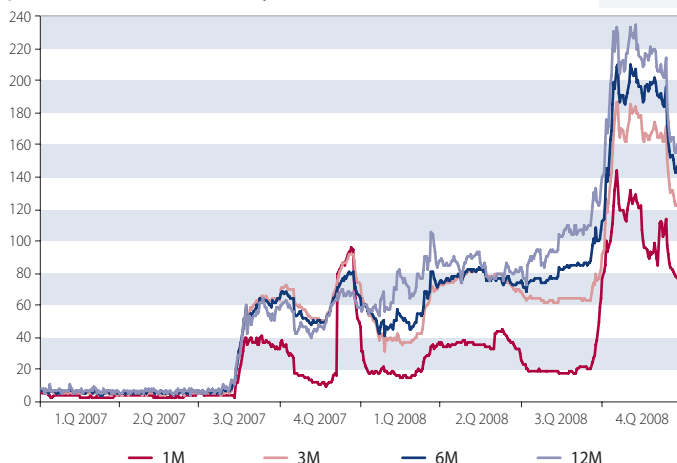
Čo sa týka európskeho peňažného trhu, rozpätie medzi úrokovými sadzbami EURIBOR a OIS stúpalo na nové historické maximá do blízkosti 100 bázických bodov (v porovnaní s predkrízovým obdobím: max 10 bázických bodov). ECB v záujme zmierniť napätie oznámila predĺženie splatnosti predposlednej hlavnej refinančnej operácie v roku 2007 na dva týždne, pokrývajúc tak obdobie konca roka. Zároveň vyhlásila, že uspokojí celý záujem bánk, začínajúci od vázenej priemernej sadzby predchádzajúcej operácie, ktorá bola na úrovni 4,21 % (v porovnaní s kľúčovou – minimálnou sadzbou pre dopyt v hlavných refinančných operáciách 4,00 %). Banky prejavili v tomto tendri obrovský záujem. Konkrétne išlo o 348,6 mld. EUR,

Graf 2 Úrokové sadzby vybraných splatností pre nezabezpečené depozity v USD v Európe – LIBOR (v %)



Zdroj: www.bba.org.uk, www.federalreserve.gov.

Graf 3 Rozpätie medzi sadzbami EURIBOR a OIS na európskom peňažnom trhu (v bázických bodoch)



Zdroj: www.euribor.org, www.eoniaswap.org.

v porovnaní s benchmarkom 180,5 mld. EUR, ktorý predstavuje približnú potrebu likvidity bánk na nasledujúce obdobie do splatnosti danej operácie. Po oznámení výsledku nastalo mierne uvoľnenie trhových podmienok a úrokové sadzby a spolu s nimi aj rozpätia sa začali postupne znižovať. V nasledujúcich dňoch však ECB realizovala jednotňové sterilizačné obchody na absorbovanie prebytočnej likvidity, ktorá tlačila sadzbu EONIA nadol. Napriek obrovskému množstvu likvidity, ktoré Eurosystem poskytoval bankovému sektoru, na trhu naďalej prevládala neochota bánk navzájom si požičať, a tak banky hromadili prebytočnú likviditu na svojich účtoch.

V záujme zmierniť tlaky na likviditu v amerických dolároch na globálnom peňažnom trhu, dňa 12. decembra 2007 Federálny rezervný systém, Európska centrálna banka, Banka Kanady, Banka Anglicka a Švajčiarska národná banka podnikli spoločný krok. V dvoch operáciách poskytli likviditu v amerických dolároch bankám na miestnych trhoch so splatnosťou 28 a 35 dní. Bankový sektor

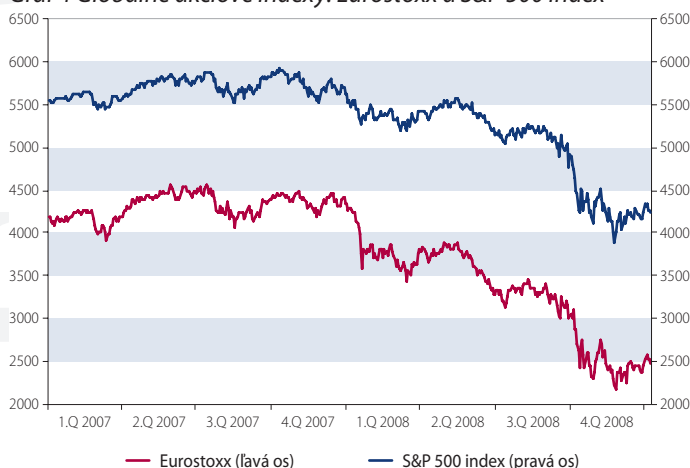
4 Viac o štruktúre nástrojov ECB v publikácii „The implementation of monetary policy in the euro area: general documentation on the Eurosystem monetary policy instruments and procedures“, november 2008, dostupnej na www.ecb.europa.eu.

5 K štandardným a najvyužívanejším nástrojom menovej politiky dovtedy patrili jednotýždňové hlavné refinančné operácie (MRO), vykonávané raz do týždňa, trojmesačné dlhodobé refinančné operácie (LTRO) vykonávané raz do mesiaca a jednotňové rýchle tendre (FTO), zvyčajne vykonávané v posledný deň periódy pre udržiavanie povinných minimálnych rezerv.

6 Marginálna (hraničná) sadzba – sadzba, za ktorú je uspokojený posledný dopyt. Aby boli banky úspešné v refinančnom tendri, boli ochotné platiť vysoké úroky, ktoré posúvali marginálnu sadzbu nahor. To však stavalo do nevýhody malé banky, ktoré si nemohli dovoliť ponúknuť neprimerane vysokú sadzbu oproti veľkým a silným konkurentom.

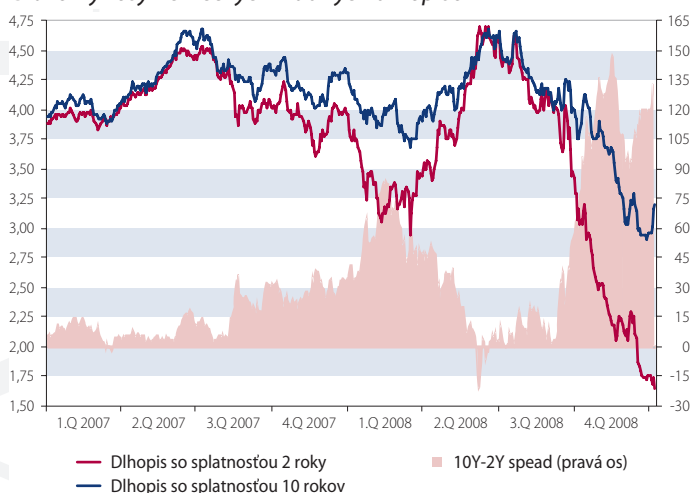


Graf 4 Globálne akciové indexy: Eurostoxx a S&P 500 index



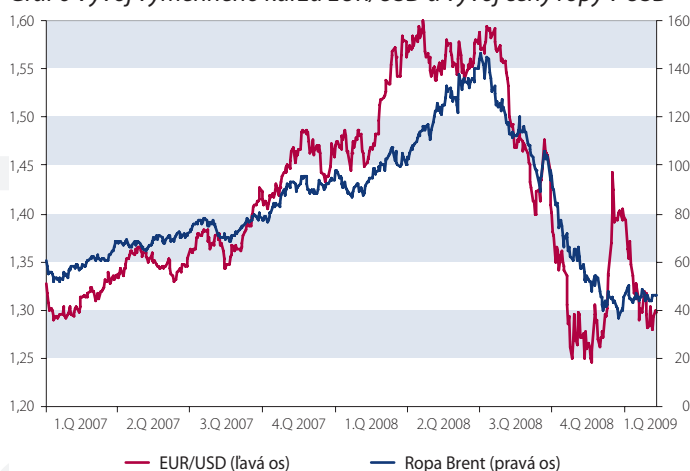
Zdroj: Bloomberg.

Graf 5 Výnosy nemeckých vládnych dlhopisov



Zdroj: Bloomberg.

Graf 6 Vývoj výmenného kurzu EUR/USD a vývoj ceny ropy v USD



Zdroj: Bloomberg.

7 Mierne zvýšenie úrovni sadzby EURIBOR začiatkom júna 2008 bolo prejavom očakávaní zvýšenia kľúčových sadzieb ECB na nadchádzajúcom zasadnutí ECB.

prejavil v týchto tendroch mierne vyšší záujem oproti vopred stanovenému objemu, ktorý poskytla ECB (graf 7). V januári ECB opäť vyhlásila tendre v amerických dolároch, aby revolvovala splatné

objemy, avšak dopyt v týchto tendroch poklesol, navodzujúc zníženú potrebu európskych bánk o prostriedky v amerických dolároch. V nasledujúcom mesiaci ECB tieto operácie neobnovila.

Začiatkom roku 2008 naďalej pretrvávali obavy z veľkých strát finančných inštitúcií vyplývajúcich z hypotekárnej krízy a zároveň z hrozby recesie USA. Pretrvával pokles cien akcií a rast záujmu o vládne dlhopisy, sťahujúc ich výnosy nadol. Na európskom peňažnom trhu však v prvých dvoch mesiacoch 2008 došlo k čiastočnej náprave trhových podmienok.

Obdobie korekcie však netrvalo dlho a v marci sa objavili nové problémy v oblasti likvidity mnohých bánk, ktoré podporila aj potreba zásahu centrálnej banky Anglicka pri záchrane investičnej banky Bear Sterns. Vznikli nové obavy v súvislosti s úverovými schopnosťami aj iných, najmä amerických veľkých investičných bánk. Opätovné tlaky sa prejavili v zhoršení situácie medzibankového financovania.

Dňa 11. marca 2008 sa najvýznamnejšie centrálné banky opäť dohodli na spoločných krokoch na podporu finančných trhov. Európska centrálna banka vyhlásila tendre v amerických dolároch so splatnosťou 1 mesiac, pričom rozšírila poskytnutý objem z predchádzajúcich 10 mld. USD na 15 mld. USD a neskôr na 25 mld. USD. Eurosystém prijal v týchto tendroch evidentne vyšší záujem v porovnaní s tendrami zo začiatku roku 2008 (graf 7). ECB súčasne zvýšila poskytnutý objem v hlavných refinančných operáciách nad jej striktný benchmark a oznámila pokračovanie v dodatočných dlhodobých refinančných operáciách. Koncom marca zároveň vyhlásila novú dodatočnú refinančnú operáciu s neštandardnou 6-mesačnou splatnosťou. Všetky dlhodobé operácie boli vykonávané formou americkej aukcie, t. j. s variabilnou sadzbou, a ECB zároveň vopred stanovila objem, ktorý bol poskytnutý v týchto operáciách.

Kroky centrálnych bánk pomohli ustáliť globálny trh na určité obdobie, ktoré sa prejavilo v zlepšení sentimentu a návrate investorov k investovaniu do akcií. Na európskom peňažnom trhu však pretrvávala negatívna nálada viditeľná na vysokých spredoch medzi sadzbami EURIBOR a OIS a súčasne v agresívnom správaní bánk v hlavných operáciách ECB. Banky si hromadili likviditu a jej distribúcia na medzibankovom trhu zlyhávala. Rada guvernérov ECB na svojom júlovom zasadnutí, rozhodla o zvýšení kľúčových sadzieb o 25 základných bodov, čím sa minimálna sadzba pre hlavné refinančné operácie dostala na úroveň 4,25 %.⁷

PROBLÉMY AMERICKÝCH SPOLOČNOSTÍ SPONZOROVANÝCH VLÁDOU

Problémy amerických spoločností sponzorovaných vládou, Fannie Mae a Freddie Mac, začiatkom júla 2008 európsky peňažný trh nezasiahli. Obavy, že by tieto dve spoločnosti mohli mať vysoké, až existenčné straty súvisiace s hypotekárnou krízou, výrazne ovplyvnili akciové trhy. Akcie najmä finančných inštitúcií výrazne klesli, napríklad S&P financial sub-index klesol o 14 %. Investori sa opäť



presúvali do bezrizikových vládnych dlhopisov, ktorých výnosy značne klesali (graf 4 a 5).

Začiatkom júla 2008 dosiahla cena ropy svoje historické maximum, približne 145 USD za barrel. Od tohto obdobia však začala klesať. Podľa účastníkov trhu otočenie vývoja ceny ropy bolo spôsobené najmä vstupom USA do recesie, vyvudzujúc pokles spotreby ropy.

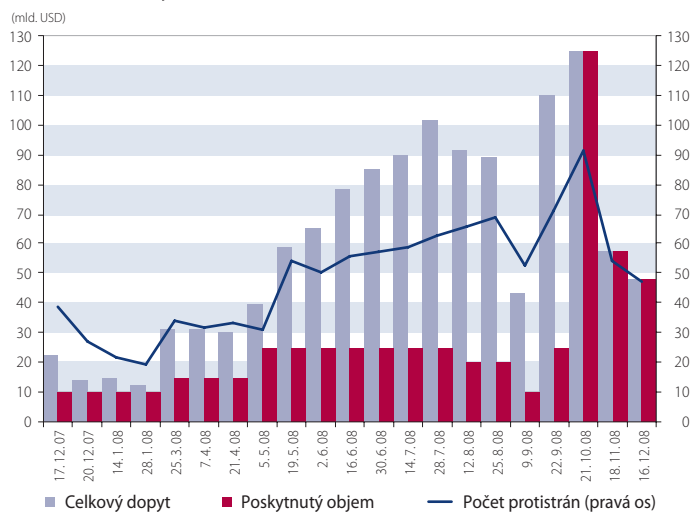
V júli 2008 ECB spolu s Federálnym rezervným systémom a Švajčiarskou centrálnou bankou oznámili zmenu v poskytovaní likvidity v amerických dolároch s cieľom rozšíriť splatnosť obchodov. ECB sa zaviazala poskytnúť európskemu bankovému sektoru maximálne 20 mld. USD v každej z dvoch 1-mesačných operácií a začala s novou 3-mesačnou operáciou, v ktorej plánovala umiestniť na trh maximálne 10 mld. USD. Aj keď európsky peňažný trh nebol ovplyvnený hroziacim hospodárskym spomalením v USA a nepriaznivou finančnou situáciou Fannie Mae a Freddie Mac, banky naďalej vstupovali do refinančných operácií Eurosystému (či v amerických dolároch alebo v eurách) s vysokým dopytom. V období medzi augustom 2007 a krachom Lehman Brothers však priemerný objem likvidity v eurách poskytnutý bankovému systému počas danej periódy plnenia povinných minimálnych rezerv nebol zvýšený.⁸ Napriek vysokým injekciám likvidity do bankového sektora zostala aktivita medzi bankami minimálna.

Od začiatku krízy sa situácia na finančných trhoch niekoľkokrát vystupňovala. Rôzne analýzy z tohto obdobia predpovedali koniec globálnej finančnej krízy. Po rušnom období, výsledkom ktorého bolo kvázi-zošťatnenie Fannie Mae a Freddie Mac v USA, sa začala situácia zhoršovať na tzv. úverovom trhu. Pozornosť sa zaostrila na ďalšie straty finančných inštitúcií a ich problémy refinancovania prostredníctvom emisie dlhopisov, o ktoré bol v danom období minimálny záujem. Credit default swap prémie (CDS), ktoré vyjadrujú akoby cenu poistenia dlhového nástroja spoločnosti pred krachom, výrazne stúpili (graf 8).⁹

KRACH LEHMAN BROTHERS

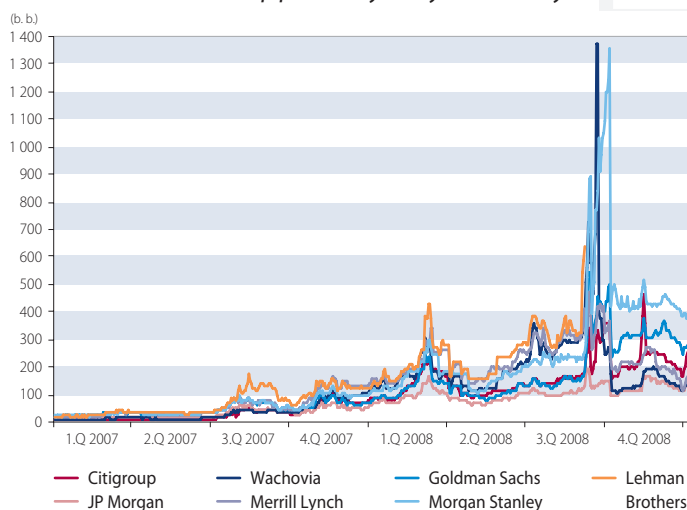
Situácia vyvrcholila v septembri 2008, keď Lehman Brothers vyhlásili bankrot, štát musel poskytnúť pomoc poisťovni AIG, nasledoval krach a čiastočné prevzatie Washington Mutual investičnou bankou JP Morgan a Citigroup prevzala spoločnosť Wachovia. Tieto udalosti, ale obzvlášť krach Lehman Brothers vytvorili šokovú vlnu na globálnom finančnom trhu, čo vyvolalo extrémnu volatilitu v jeho rôznych segmentoch a maximálny tlak na peňažných trhoch. Rozpätia medzi úrokovými sadzbami EURIBOR a OIS vyleteli prudko nahor, vyjadrujúc vysokú averziu voči riziku na trhu nezabezpečených depozit a dosahujúc nové historické maximá okolo 240 bázických bodov. Svetové akciové indexy zleteli prudko nadol, znižujúc svoju hodnotu o viac ako 30% (Eurostoxx). Americký dolár, ktorý sa po dlhšej fáze oslabovania začal približne od júla posilňovať, sa opäť výrazne znehodnotil oproti euru.

Graf 7 28-dňový USD tender ECB



Zdroj: www.ecb.europa.eu.

Graf 8 Credit default swap premia vybraných amerických bánk



Zdroj: Bloomberg.

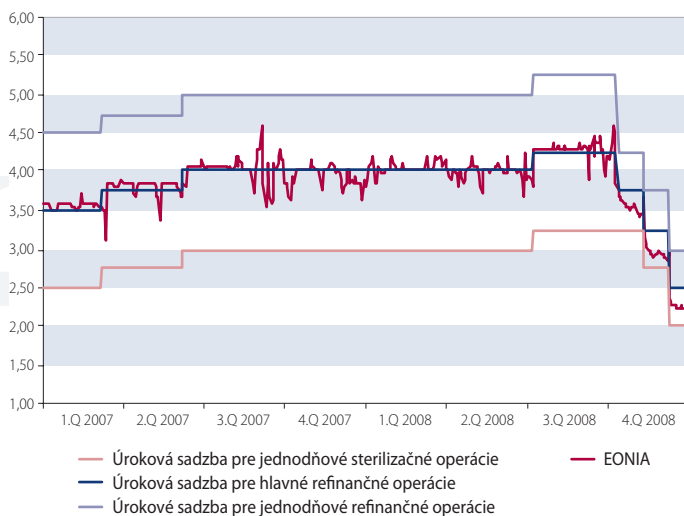
Najvýznamnejšie centrálné banky znovu zasiahli spoločnými krokmi, ktorými pomohli trhu zvládnuť nepriaznivú situáciu. ECB začala poskytovať európskemu trhu jednoduchové refinančné operácie v objeme 40 mld. USD v tendroch s variabilnou úrokovou sadzbou. Rozšírila dlhodobejšie refinancovanie z 50 na 70 mld. USD, čím vzrástol objem prostriedkov poskytnutých eurotrhu na 110 mld. USD. Koncom septembra vyhlásila rozšírenie dolárového financovania o jednotýždňovú operáciu, v ktorej plánovala umiestňovať do sektora 35 mld. USD (rozšírenie celkového objemu na 120 mld. USD) a neskôr zverejnila zdvojnásobenie tejto swapovej linky na 240 mld. USD. Zároveň oznámila poskytnutie špeciálnej dlhodobej refinančnej operácie v eurách s jednomesačnou splatnosťou. Nasledovali ďalšie kroky ECB, ako rozšírenie dostupnosti jednoduchových obchodov pre všetky protistrany, ktoré sa mohli podieľať na hlavných refinančných operáciách. Veľmi dôležitým a vítaným krokom pre európsky finančný trh bola zmena v postupe hlavného refinančného tendra, ktorý sa od 15. októb-

⁸ Banky uprednostňovali tzv. frontloading, čím si preplnili účet povinných minimálnych rezerv už na začiatku danej periódy.

⁹ Päťročná CDS prémia pre Lehman Brothers, Merrill Lynch a Wachovia sa obchodovali okolo úrovne 300 bázických bodov, čo predstavuje približne o 250 bázických bodov viac v porovnaní s predkrízovým obdobím.

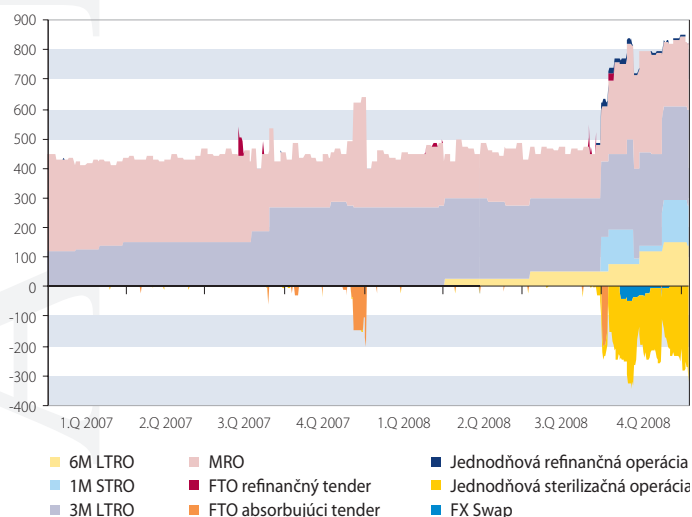


Graf 9 Menovopolitické sadzby ECB a vývoj jednoduchovej sadzby EONIA (v %)



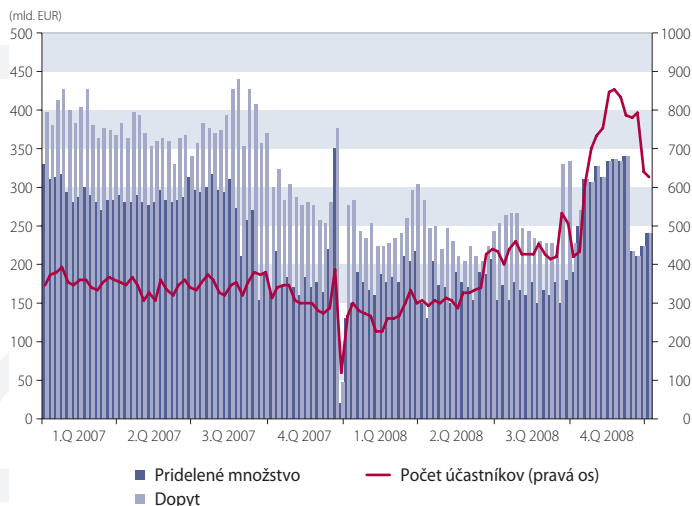
Zdroj: www.euribor.org, www.ecb.europa.eu.

Graf 10 Využitie nástrojov ECB (v mld. EUR)



Zdroj: www.ecb.europa.eu.

Graf 11 Dopyt, pridelené množstvo a počet účastníkov v hlavných refinančných operáciách ECB



Zdroj: www.ecb.europa.eu.

ra vykonával za fixnú sadzbu, ktorou bola hlavná 1-týždňová sadzba ECB, a zároveň sa v ňom uspokojoval celý dopyt bánk. Pre ďalšiu podporu trhu ECB zúžila koridor sadzieb pre jednoduchové vkladové a refinančné operácie z 200 na 100 bázických bodov. V polovici októbra sa rozhodla zúžiť financovanie v amerických dolároch na splatnosti jeden týždeň, jeden mesiac a tri mesiace. Taktiež zmenila postup na uspokojenie celého dopytu v tendri za fixnú sadzbu. Keďže banky nemali dostatok kolaterálu na zabezpečenie obchodov s Eurosystémom, ECB rozšírila škálu akceptovateľného kolaterálu a zároveň vytvorila možnosť refinancovania v amerických dolároch aj prostredníctvom FX swapov.

Keďže finančná kríza zasiahla aj financovanie v švajčiarskych frankoch, ECB ponúkla bankám refinancovanie v tejto mene na jednotýždňovej báze za fixnú sadzbu vo vopred stanovenom objeme.

Najvýznamnejšie centrálné banky sa v októbri 2008 rozhodli podniknúť ďalší spoločný krok, v ktorom každá zo zaangażovaných centrálnych bánk znížila svoju kľúčovú menovopolitickú sadzbu o 50 bázických bodov, čím bola odštartovaná globálna fáza uvoľňovania menovej politiky. ECB zároveň zúžila rozpätia medzi jednoduchovými operáciami na 100 bázických bodov. Nasledovalo novembrové rozhodnutie Rady guvernérov ECB o znížení kľúčovej sadzby o 50 bázických bodov a decembrové rozhodnutie o ďalšom znížení, tentoraz o 75 bázických bodov (graf 9).

Bankový sektor prijal všetky tieto opatrenia s pozitívnym ohlasom. Postupom času a po zapracovaní všetkých nových nastavení sa začali podmienky na medzibankovom trhu zlepšovať. ECB poskytovala do konca roku 2008 vo všetkých operáciách denominovaných v eurách a amerických dolároch celý objem, o ktorý vyjadrili banky záujem v refinančných operáciách. Tým sa banky dostali do vysokého prebytku likvidity, ktorú potom umiestňovali naspäť do ECB prostredníctvom jednoduchých sterilizačných operácií (graf 10 a 11).

Dôvera vo finančný systém sa nastoľuje len veľmi pomaly, čo sa odrazilo v pretrvávajúcej averzii voči riziku a neochote bánk sprostredkovať si financovanie medzi sebou. ECB sa stala takmer výlučným sprostredkovateľom likvidity, keďže banky sa cez ňu aj refinancovali, aj v nej ukládali prebytočné finančné zdroje. Tento fakt je demonštrovaný výrazným nárastom počtu účastníkov v operáciách s Eurosystémom. Kým pred krízovým obdobím prejavovalo dopyt v tendroch približne 300 bánk, koncom roku 2008 stúpol počet bánk takmer na 900.

Súčasná finančná kríza si vyžiadala okamžité nadštandardné zásahy najvýznamnejších svetových centrálnych bánk. Eurosystém v tomto období preukázal svoju jednotnosť a pripravenosť zasiahnuť aj v náročnejších až chaotických situáciách. Aký bude rok 2009 pre globálny finančný trh, nie je možné predpovedať. Postupné zlepšovanie podmienok na peňažnom trhu a návrat investorov k akciám naznačuje pomalý návrat dôvery. Avšak takéto návraty sme v posledných takmer dvoch rokoch videli niekoľkokrát.



Vplyv zmien úrokových sadzieb na súčasné akciové trhy

prof. Ing. Božena Chovancová, PhD.

Mgr. Nilyufar Kabilova

Katedra bankovníctva a medzinárodných financií

Ekonomická univerzita v Bratislave

Súčasná globálna finančná kríza spôsobuje pokles takmer celej svetovej ekonomiky a má negatívny dosah na ďalší vývoj akciových trhov. Premieta sa i do spomalenia ekonomického vývoja nielen USA, ale i ostatných krajín sveta. Odborníci i praktici sa dnes snažia nájsť účinné nástroje, ktoré by prispeli nielen k oživeniu ekonomiky, ale zároveň by podporili aj pohyb akciových trhov smerom hore. Jedným z najbežnejších nástrojov podpory rozvoja ekonomiky i akciových trhov je zmena úrokových sadzieb. Cieľom tohto príspevku je podať analýzu zmien úrokových sadzieb a ich dopadu na akciové indexy na najvyšších trhoch a načrtnúť perspektívy možného vývoja v budúcnosti.

VPLYV ÚROKOVÝCH SADZIEB NA PEŇAŽNÉ A KAPITÁLOVÉ TRHY

Úrokové sadzby sú špecifickou finančnou veličinou, ktorá významným spôsobom ovplyvňuje vývoj peňažných a kapitálových trhov.

Pohyb úrokových sadzieb na trhu krátkodobých a dlhodobých nástrojov je ovplyvnený predovšetkým samotným hospodárskym cyklom. Znamená to, že v čase hospodárskej konjunktúry majú úrokové sadzby tendenciu stúpať, kým, naopak, v čase recesie úrokové sadzby klesajú. Je potrebné upozorniť na to, že je rozdiel medzi pohybom krátkodobých úrokových sadzieb, ktoré sú viazané na peňažný trh, a dlhodobých úrokových sadzieb, s ktorými sa spája kapitálový trh. Inými slovami, inú dynamiku rastu alebo poklesu sú zvyčajne na vyššej úrovni ako krátkodobé úrokové sadzby.

Z pohľadu finančnej teórie možno uviesť, že dlhodobé úrokové sadzby sú geometrickým priemerom bežnej (súčasnnej) úrokovej sadzby a budúcných očakávaných krátkodobých úrokových sadzieb, čo nám pomôže vysvetliť fakt, že dlhodobé úrokové sadzby majú tendenciu kopírovať krátkodobé úrokové sadzby s určitým časovým oneskorením, a tým majú aj menšie výkyvy.

Rast alebo pokles úrokových sadzieb sa v rámci fundamentálnej analýzy považuje za jeden z najzávažnejších faktorov ovplyvňujúcich akciový kurz.

Otázkou je, ktoré úrokové sadzby sú predmetom fundamentálnej analýzy. Základom sú úrokové sadzby na peňažnom trhu. Tie majú totiž bezprostredný vplyv na úrokové sadzby kapitálového trhu. Každý investor sa bude snažiť investovať do akcií aj preto, že mu prinesú vyššie zhodnotenie ako úroková miera na peňažnom trhu. Okrem toho sa akékoľvek zmeny v úrokových sadzbách premietnu do ceny akcie. Medzi pohybom úrokových sadzieb a pohybom cien akcií v bežnom ekonomickom cykle platí nepriama úmernosť. Ak dôjde k rastu úrokových sadzieb na trhu, akciové kurzy klesajú a naopak, ak trhové úrokové sadzby klesajú, ceny akcií na trhu rastú. Teda zmeny na peňažnom, krátkodobom trhu sú základným faktorom, ktorý ovplyvňuje pohyb cien na akciových trhoch.

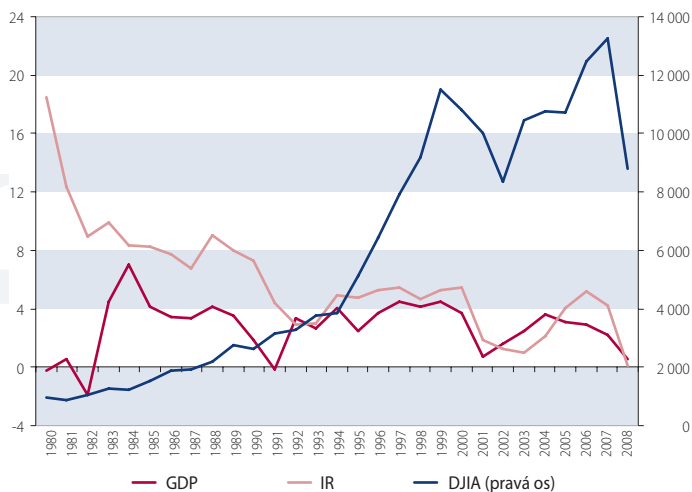
ANALÝZA ZMIEN V POHYBE ÚROKOVÝCH SADZIEB A EKONOMICKÉ DÔSLEDKY

Úrokové sadzby sú veľmi dôležitou makroekonomickou veličinou. Prostredníctvom nich centrálna banka môže presadzovať politiku tzv. „ťažko dostupných peňazí“, a to najmä vtedy, ak ekonomika dosahuje vysoké tempá rastu a hrozí „prehriatie“, resp. blíži sa recesia. Opakom tejto politiky je politika tzv. „ľahko dostupných peňazí“, pričom obidve formy tejto politiky majú buď negatívny, alebo pozitívny dopad na akciový trh. Výška, ako aj dynamika zmien úrokových sadzieb je signálom pre investorov na akciových trhoch a do istej miery predikuje i ďalší vývoj ekonomiky a tiež nebezpečenstvo inflácie.

Dnes sa medzi odborníkmi často diskutuje o tom, či politika regulácie centrálnych bánk prostredníctvom zmien v úrokových sadzbách je adekvátna potrebám finančného trhu, resp. či vôbec má centrálna banka zasahovať do tohto systému. Do značnej miery sa pod tieto názory podpisuje aj negatívny dopad regulácie úrokových sadzieb v ro-



Graf 1 Súvislosť medzi pohybom úrokových sadzieb, ekonomikou a akciovým trhom



Zdroj: Spracované podľa www.econstats.com.

ku 2003 Federálnym rezervným systémom (Fed) a vtedajším guvernérom A. Greenspenom.

Spojené štáty

Existenciu priamej či nepriamej súvislosti medzi zmenami úrokových sadzieb, vývojom ekonomiky a vývojom akciového trhu sme skúmali v prvom rade na vývoji americkej ekonomiky a amerického akciového trhu. Graf 1 zachytáva dlhodobejší vývoj týchto veličín.

Ako vyplýva z grafu, najmä v 80. až 90. rokoch sa jednoznačne prejavil vzťah medzi zmenami v úrokových sadzbách, vývojom ekonomiky (hrubým domácim produktom – HDP) a akciovým trhom. To znamená, že pokles úrokových sadzieb pozitívne stimuloval ekonomický rozvoj i akciové trhy. Naopak, vysoké úrokové sadzby boli brzdou tak pre vyšší rast HDP, ako aj akciových trhov.

Ako ďalej vyplýva z grafu, Fed v USA po roku 1994 až do roku 2000 viedol politiku len menších zmien v úrokových sadzbách, resp. „dolaďoval“ ich úroveň na potreby ekonomickej expanzie a podpory akciových trhov. Výraznejšie zmeny realizoval až po roku 2000. Pozornosť sme upriamili aj na výrazný pokles úrokových sadzieb v USA, najmä v rokoch 2002 až 2003. Čo sa skrýva za týmto výrazným poklesom? Jednoznačne negatívny vývoj americkej ekonomiky. Po roku 2000, po prasknutí tzv. technologickej bubliny, dochádza k spomaleniu ekonomického vývoja v USA so sprievodným dopadom na akciový trh. To bol hlavný impulz, prečo sa Fed rozhodol znížiť úrokové sadzby a stimulovať tak opätovný ekonomický rast, ktorý bol taký príznačný pre 90. roky. S prepuknutím hypotekárnej krízy v roku 2007, ktorá naštartovala globálnu finančnú krízu, a jej dôsledkami zrejme v období rokov 2002 až 2003 nikto nepočítal.

Aký dopad mali zmeny v úrokových sadzbách na akciové trhy? Ak budeme skúmať vplyv úrokových sadzieb na akciové indexy, môžeme konštatovať, že v priebehu 90. rokov vykazujú akciové indexy vysokú dynamiku svojho vývoja, osobitne

sa to týka amerického akciového trhu. Nemožno však tvrdiť, že enormný rast akciového trhu bol ťahaný najmä pohybom úrokových sadzieb. Do súboru nástrojov, ktoré podporovali tento trh, patrila aj dobrá fiskálna politika, daňové stimuly, pozitívna platobná bilancia, s tým spojené vysoké zhodnocovanie meny (USD) a iné. Takáto vhodná hospodárska klíma netlačila Fed ani do razantnejších zmien v pohybe úrokových sadzieb, ktoré by výraznejšie stimulovali akciové trhy.

Po roku 2000 vykazujú akciové trhy klesajúcu tendenciu a zlyhávajú aj „klasické mechanizmy“ na ich opätovné naštartovanie. Do popredia vystupuje požiadavka ovplyvňovania akciových trhov prostredníctvom úrokového mechanizmu. Prax dokazuje, že v rokoch 2002 až 2003 skutočne pri poklese úrokových sadzieb tak v USA, ako i v rámci Európy sa rozhybali akciové trhy a v roku 2007 dosiahli porovnateľné hodnoty s rokom 2000. Iná situácia sa vytvárala na trhu dlhopisov.

Paradoxom je aj skutočnosť, že v tomto čase sa vytváral obrovský deficit verejných financií, čo by v každej ekonomike vyvolávalo potrebu jeho prefinancovania prostredníctvom kapitálového trhu a stimulovalo naopak rast úrokových sadzieb. Výrazný pokles úrokových sadzieb sa prejavoval aj v nízkej výnosnosti amerických vládnych dlhopisov, ktoré sa napriek tomu darilo umiestňovať v celom svete, ale hlavne v Číne.

Po výraznom poklese úrokových sadzieb sa začali investori presúvať z dlhopisových a peňažných trhov na akciové trhy, čo zvýšilo aj tempo rastu akciových trhov. Následný rast úrokových sadzieb viedol nielen k hypotekárnej kríze, ale i k spomaleniu ekonomického vývoja a následnému prepadu akciového trhu, ktorý sa nezastavil ani v súčasnosti.

Japonsko

Ako vyplýva z grafu 2, aj v prípade Japonska sa najmä v 80. rokoch prejavila pozitívna súvislosť medzi úrokovými sadzbami, vývojom HDP a pohybom akciového trhu. Politika znížovania úrokových sadzieb („lacných peňazí“) v tomto období prispela k rastu ekonomiky a prekvapivo k vysokému rastu akciového trhu. Jadrom budovania japonskej „bublinovej ekonomiky“ bola bublina na trhu nehnuteľností, ktorá neskôr prerástla do krízy bankového systému a celej finančnej sústavy Japonska. Opätovný rast úrokových sadzieb v roku 1990 len dokončil „skazu“ na japonskom trhu, ekonomický vývoj sa spomalil a akciový trh prudko klesol. Japonsko sa počas celého obdobia 90. rokov spamätáva z realitnej a finančnej krízy z rokov 1989 až 1990, rokov s dlhotrvajúcimi negatívnymi dôsledkami pre celú reálnu ekonomiku.

Napriek snahe japonskej centrálnej banky stimulovať ekonomický vývoj a akciové trhy opätovným poklesom úrokových sadzieb, ekonomický vývoj v 90-tych rokoch ukazuje len mierne oživenie s následnými poklesmi a akciový trh má stále klesajúcu tendenciu. Snáď najnižšie úrokové sadzby na svete, ktoré sa dostali hlboko pod úroveň 1 % v priebehu 90. rokov, takmer vôbec nesti-



mulovali ani vývoj HDP, ani akciový trh. Situácia sa ešte zhoršila v minulom roku, keď napriek opätovnému zníženiu úrokových sadzieb sa akciový trh v Japonsku dostal pod úroveň roku 1984.

Možno konštatovať, že v Japonsku zlyhal tradičný nástroj monetárnej politiky – regulácia úrokových sadzieb, ktoré by stimulovali ekonomický vývoj i akciový trh. Tieto negatívne skúsenosti by mali viesť mnohých analytikov k zamysleniu, či podobná situácia nehrozí po prekonaní tejto krízy aj na iných trhoch.

Európa

Pohyb úrokových sadzieb v rámci eurozóny je do značnej miery synchronizovaný s pohybom úrokových sadzieb v USA. Je to logický dôsledok globalizačných tendencií a vplyvu Ameriky na celosvetový finančný systém i akciové trhy. Kým v minulosti zmeny v pohybe úrokových sadzieb v rámci eurozóny sa realizovali s určitým časovým posunom, v súčasnosti vzhľadom na svetovú krízu sa prejavuje koordinovaný prístup menových autorít a zmeny v jednotlivých finančných centrách sa realizujú súčasne. Môžeme to sledovať i v prípade japonskej či čínskej centrálnej banky.

Vzhľadom na to, že eurozóna s centrálnou autoritou ECB a jednotnou menou sa formuje v kratšom časovom období a chýbajú aj údaje týkajúce sa súhrnného akciového indexu, zvolili sme za základ nemecký index DAX.

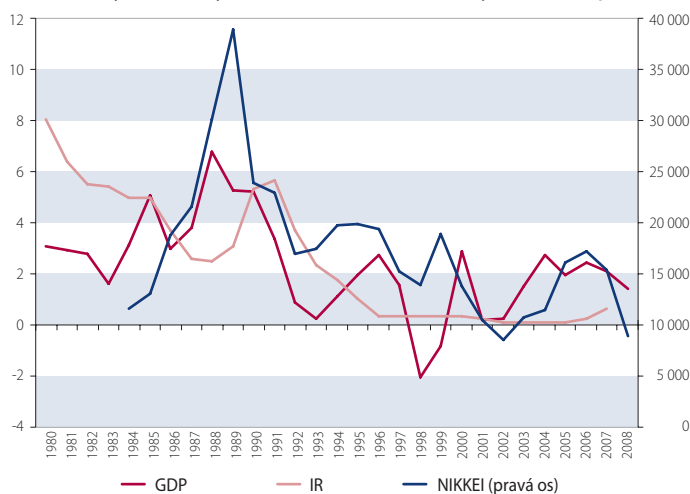
V európskom priestore sa prejavuje súvislosť medzi pohybom úrokových sadzieb, HDP a akciovým trhom v menšej miere ako v USA. Možno konštatovať, že akciové trhy reagujú na pokles úrokových sadzieb s určitým oneskorením. Na grafe 3 vidieť, že pokles úrokových sadzieb po roku 2000 stimuloval naštartovanie nemeckého akciového trhu v roku 2002.

Medzi pohybom úrokových sadzieb a vývojom HDP sa prejavuje len malá súvislosť. Súvisí to zrejme aj s tým, že európsky kapitálový trh nedosahuje takú úroveň ako v USA a priemysel je do značnej miery závislý od bankového sektora. Na európsky kapitálový trh nevstupuje toľko emisií cenných papierov ako v USA a súkromné firmy nie sú v takej miere etablované na dlhopisovom a akciovom trhu ako v USA.

SÚČASNOSŤ A PERSPEKTÍVY VÝVOJA

Súčasná globálna finančná kríza začína niest so sebou viacero prívlastkov. Mnohí odborníci ju spájajú už nielen s krízou na akciových trhoch, ale i s krízou likvidity v oblasti finančného systému, s krízou v oblasti spotreby, s krízou dôvery vo finančné inštitúcie (morálny hazard) a pod. Z tohto pohľadu si možno položiť otázku, do akej miery budú fungovať tradičné nástroje menovej či fiškálnej politiky na celú ekonomiku. Sú dnes centrálné autority v najvyspelejších krajinách sveta prostredníctvom úrokových sadzieb schopné naštartovať ekonomiku a tým aj akciové trhy? Že sa o to v súčasnosti neustále pokúšajú, ukazuje aj prax. V poslednom období centrálna banka postupne znižuje úrokové sadzby, Fed až na úroveň 0,25 %, čo možno hodnotiť

Graf 2 Pohyb úrokových sadzieb, HDP a akciový index v Japonsku



Zdroj: Spracované podľa www.econstat.com.

Graf 3 Pohyb úrokových sadzieb, HDP a akciového indexu



Zdroj: Spracované podľa www.econstat.com.

tiť ako najnižšiu úroveň úrokových sadzieb v histórii americkej ekonomiky. K podobným opatreniam sa pridáva aj ECB, ktorá postupne v priebehu krátko-keho intervalu upravila úrokovú sadzbu pre hlavné refinančné operácie na 2 %. Japonsko sa pridalo k úprave úrokových sadzieb s úrovňou len 0,10 %.

Samotná politika „lacných peňazí“ sa však v súčasnosti ukazuje ako málo účinná, a to najmä kvôli veľkej nedôvere investorov. Po páde veľkých investičných bánk a krachu mnohých ďalších finančných inštitúcií, vyhláseniach o spomalení ekonomického rastu, možno len ťažko očakávať rast záujmu o investovanie na akciových trhoch. To je aj jeden z dôvodov, prečo akciové trhy (až na výnimočné tituly) reagujú slabo na podnety centrálnych bánk.

V súčasnosti sa ukazuje, že dôležitú úlohu pri štartovaní akciového trhu bude mať predovšetkým nová finančná politika ako celok, ktorá prinesie komplexné zmeny do fungovania svetového finančného systému. Tieto zmeny sa budú týkať nielen nástrojov, alebo i systému regulácie a formovania nových finančných inštitúcií.

Literatúra:

1. Jilek, J.: Finanční rizika. Grada, Praha 2000.
2. Musílek, P.: Trhy cenných papírů. Ekopress, Praha 2002.
3. Kotlebová, J. – Sobek, O.: Menová politika, stratégie, inštitúcie a nástroje. Iura Edition, Bratislava 2007.
4. www.ecb.int.
5. www.federalreserve.co.us.
6. www.econstats.com.
7. www.nbs.sk.



Finančná situácia slovenských podnikov pred globálnou finančnou krízou

prof. Ing. Karol Zalai, CSc.

Fakulta podnikového manažmentu, Ekonomická univerzita v Bratislave

Globálna finančná kríza – slovné spojenie, ktoré v posledných mesiacoch vyvoláva obavy v celej slovenskej spoločnosti. Krízy sa obávajú manažéri bánk, podnikatelia, ale i bežní občania. Tá istá príčina – finančná kríza – vyvoláva obavy rôznej podoby, ale rovnakej podstaty. Bankovní manažéri sa po zlých správach obávajú „útoku“ klientov na ich likviditu, podnikatelia nedostupných či drahších zdrojov, občania znehodnotenia a straty svojich peňazí. Čím to je, že financie zohrávajú v metabolizme rôznych štruktúr a objektov takú fatálnu úlohu?

1 Príspevok je súčasťou riešenia a výstupom úlohy VEGA „Metódy a modely analýzy výkonnosti a predikcie finančnej situácie slovenských podnikov“, ktorú v rokoch 2008 až 2010 riešia pracovníci KPF Ekonomickej univerzity v Bratislave.

2 Príspevok nadväzuje na článok autora uverejnený v časopise BIATEC, č. 1/2007 s názvom „Finančná kondícia slovenských podnikov v rokoch 2001–2005“, analyzované obdobie prolouguje o ďalšie dva roky.

3 Štatistický materiál poskytl autorovi spoločnosť SCB, s.r.o., je tiež obsiahnutý v ich produkte Univerzálny register. Zainteresovaný čitateľ zistí, že početnosť súboru je v rokoch 2005 a 2006 väčšia ako v článku uvedenom v poznámke č. 2. Je to dôsledok zohľadnenia ďalších daňových priznaní podnikov.

Pregnantné vysvetlenie sa opiera o analógiu s krvným obehom a krvným obrazom v ľudskom organizme. Tento správne funguje, len ak obeh a obraz majú štandardné hodnoty; ak sa vyskytnú anomálie, človek nie je zdravý. Financie sú „krvou“ hospodárskeho života. Ich neštandardný obeh a štruktúra sú následne príčinou porúch. Finančná kríza preto spravidla vyústi do porúch reprodukčného procesu ekonomiky, banky, podniku, rodiny. Globálna finančná kríza preto tiež vyvoláva globálnu hospodársku krízu.

Predložený príspevok¹ sa zaoberá stavom a vývojom finančnej situácie slovenských podnikov v rokoch 2003 až 2007. Sú to roky predchádzajúce prepuknutiu globálnej finančnej krízy s jej drastickými prejavmi – hypotekárnou krízou, bankrotom bánk, hospodárskym poklesom či stratou dynamiky, rastom nezamestnanosti a pod. Bude nepochybne zaujímavé s odstupom času skúmať, ako sa toto všetko prejavilo na finančnej kondícii slovenských podnikov. Východiskom tejto komparácie teda bude deskripcia súčasného stavu, prezentujú ju nasledujúce údaje.²

ANALYZOVANÝ SÚBOR PODNIKOV A JEHO ŠTRUKTÚRA

Súbor podnikov, ktorých výsledky sú ďalej prezentované, je štatisticky významný, v jednotlivých rokoch zahŕňa 80 až 90 % celkového počtu pod-

nikateľských subjektov účtujúcich podľa účtovnej osnovy pre podnikateľov. Východiskové údaje³ sú v tab. 1.

Pri interpretácii výsledkov je dôležité zohľadniť tiež zmeny v štruktúre súboru podnikov. Predmet činnosti významne finančné ukazovatele ovplyvňuje. Súvisí to napríklad s rozdielnou investičnou náročnosťou podnikov, spôsobom inkasa (bezhotovostne či v hotovosti), štruktúrou majetku (napr. stavom zásob) a pod. Náš súbor vykazuje plynule klesajúci podiel výrobných podnikov, ktoré sú investične, energeticky najnáročnejšie, a dynamicky rastúci podiel podnikov služieb, ktoré pracujú napr. s nízkym stavom zásob. Takýchto „špecialít“ je, samozrejme, viac.

VÝVOJ ZISKOVOSTI PODNIKOV

Východiskovú predstavu o finančnej situácii podnikov a jej vývoji založíme na ziskovosti (stratovosti) podnikov. Relevantné údaje sú v tab. 2

Údaje presvedčivo preukazujú plynulé znižovanie podielu stratových podnikov. Ich podiel na celom súbore sa znížil o 6,43 % (44,71 – 38,28), čo predstavuje pokles o 14,38 %. Prirodzene rastie podiel ziskových podnikov, vzrástol o 9,18 % (56,03 – 46,85), čo predstavuje rast o 19,39 %. Väčšiu dynamiku rozširovaniu ziskového pásma dáva zužovanie priestoru podnikov s neutrálnym výsledkom hospodárenia.

Tab. 1 Štruktúra analyzovaného súboru podnikov

Rok	Celý súbor		Z toho podiel podnikov v %				
	v tis.	%	Výroba	Veľkoobchod	Maloobchod	Služby	Nezaradené
2003	44 855	100	24,91	23,36	14,26	35,09	2,38
2004	51 307	100	24,64	22,04	15,48	37,05	0,79
2005	59 476	100	23,10	20,23	15,39	39,87	1,41
2006	63 188	100	22,05	18,94	15,14	43,87	-
2007	60 586	100	21,21	17,65	13,40	47,74	-



Tab. 2 Vývoj výsledku hospodárenia podnikov

Rok	Početnosť súboru	VH < 0		VH = 0		VH > 0	
		Početnosť	Podiel v %	Početnosť	Podiel v %	Početnosť	Podiel v %
2003	44 855	20 056	44,71	3 786	8,44	21 013	46,85
2004	51 307	21 630	42,16	3 406	6,64	26 271	51,20
2005	59 476	24 621	41,40	4 383	7,37	30 472	51,23
2006	63 188	24 300	38,46	4 234	6,7	34 654	54,84
2007	60 586	23 192	38,28	3 447	5,69	33 947	56,03

Vývoj možno hodnotiť pozitívne. Napriek stále vysokému podielu stratových podnikov je tendencia zlepšovania finančnej situácie evidentná. Veľmi kladne možno tiež hodnotiť, že sa zužuje priestor podnikov s neutrálnym výsledkom hospodárenia. S prípustným zjednodušením to možno pripísať ďalšej „normalizácii“ trhových pomerov a menej intenzívnej snahe podnikov „optimalizovať“ svoju daňovú povinnosť.

POMEROVÉ FINANČNÉ UKAZOVATELE

Hodnotiť vývoj finančnej situácie slovenských podnikov len na základe vývoja ich ziskovosti (stratovosti) by nebolo dostačujúce. Vývoj vypovedá len o jednom, i keď veľmi dôležitom hodnotiacom parametre. Komplexné hodnotenie si vyžaduje prihliadať i na stabilitu a výnosnosť podnikov.⁴ Hodnotiť situáciu v týchto parametroch možno na základe štandardných pomerových finančných ukazovateľov. Ich konštrukcia je všeobecne známa, preto v tab. 3 uvádzame len ich hodnoty.

STABILITA PODNIKOV

Stabilitu podnikov predurčuje ich schopnosť vysporiadať sa so záväzkami vznikajúcimi pri kontaktoch s rôznymi subjektmi pôsobiacimi na trhu, primerané využitie majetku a dostatok a adekvátne štruktúra finančných zdrojov.

O schopnosti hradiť záväzky vypovedajú ukazovatele likvidity. Štandardne sa používajú tri, pohotovosť likvidita L_1 , bežná likvidita L_2 a celková likvidita L_3 . O primeranej (neprimeranej) schopnosti vypovedá konfrontácia dosiahnutého výsledku so štandardnými (normatívnymi) hodnotami. Podľa pravidla „jedna k piatim“ má mať ukazovateľ

L_1 vyššiu hodnotu ako 0,2. Koruna krátkodobých záväzkov má byť „krytá“ vysokolikvidným majetkom vo výške aspoň 20 halierov. Priemerný (mediánový) slovenský podnik tomuto nároku v celom analyzovanom období vyhovie. Ďalšie dva ukazovatele likvidity sú veľmi citlivé na špecifiká súvisiace s predmetom činnosti. Bežná likvidita L_2 má „dobré“ hodnoty v intervale 1 až 1,5. Priemerný podnik je od roku 2004 nad dolnou hranicou intervalu. Podiel maloobchodných podnikov, väčšinou inkasujúcich „za hotové“, sa výraznejšie nezmenil a vplyv zmeny štruktúry súboru sa preto výraznejšie nepresadzuje. Výsledok je prijateľný. Celková likvidita L_3 , citlivá na výšku zásob, je však zmenou štruktúry súboru ovplyvnená. Dynamický rast podielu podnikov služieb, ktorý vzrástol o 12,65 %, retarduje vývoj ukazovateľa a výsledok je vzdialený od žiaduceho intervalu 2 až 2,5. Napriek tomu situáciu v likvidite najmä pre jej plynulé zlepšovanie hodnotíme kladne.

O úrovni využitia majetku vypovedajú ukazovatele obrát T/AKT , doba inkasa pohľadávok z obchodného styku $DS\ POH\ OS$ a doba splácania záväzkov z obchodného styku $DS\ ZÁV\ OS$. Jediným ukazovateľom z použitého súboru ukazovateľov, ktorý vykazuje stagnáciu či mierne zhoršenie, je obrát T/AKT . Priemerný podnik dosahuje počas celého obdobia z koruny aktív približne korunu tržieb.

Príčin tejto stagnácie je asi viacero. K rozhodujúcim asi patrí „predstih“ v aktivácii aktív (automobilky a pod.) pred tržbami, ktoré produkujú. Nič iné neindikuje, že by sa využitie majetku zhoršovalo. Doba inkasa pohľadávok z obchodného styku sa ustálila na zhruba 6 týždňoch a splácanie krátkodobých záväzkov z obchodného styku sa výrazne

4 Na tomto mieste je vhodné spomenúť existenciu metodiky hodnotenia výkonnosti podnikov uplatňovanú v Nemecku. Je známa pod akronymom RSW, čo sú prvé písmená kľúčových pojmov Rendite (výnosnosť), Stabilität (stabilita) a Wachstum (rast, vývoj).

Tab. 3 Vývoj vybraných finančných ukazovateľov podnikov SR za roky 2003 až 2007

Rok	Početnosť súboru	Štatistická charakteristika	Ukazovateľ										
			L_1	L_2	L_3	T/AKT	$DS\ POH\ OS$	$DS\ ZÁV\ OS$	CZA	TZ	ROE	ZUD/T	PH/T
2003	44 855	ME	0,262	0,965	1,140	1,075	42,84	50,50	74,55	38,47	0	0,290	12,63
2004	51 307	ME	0,320	1,000	1,195	1,021	42,09	46,92	69,77	23,50	0,772	0,768	13,48
2005	59 476	ME	0,348	1,03	1,215	1,01	43,79	46,45	68,32	19,18	0,952	0,917	14,28
2006	63 188	ME	0,388	1,06	1,25	1,02	43,59	41,36	66,56	13,00	2,91	1,598	15,41
2007	60 586	ME	0,458	1,15	1,34	1,00	42,59	37,15	62,07	11,01	3,49	1,896	16,62
Merná jednotka			koef.	koef.	koef.	obrat	deň	deň	%	rok	%	%	%



skrátilo. Priemerný podnik dokonca platí rýchlejšie, ako inkasuje.

Stabilitu podnikov významne ovplyvňuje aj štruktúra finančných zdrojov. Situáciu charakterizujú ukazovatele *celková zadlženosť CZA*, kvantifikujúca podiel cudzích zdrojov, a *tokové zadlženie TZ*. Podiel cudzích zdrojov klesol pod všeobecne akceptovanú dvoj tretinovú hranicu, v roku 2007 je ich len 62,07 %. Súvisí to zrejme i so skutočnosťou, že mnohé slovenské podniky sú dcérami zahraničných matiek, ktoré im substituujú úverové zdroje bánk. Pokles podielu cudzích zdrojov sa prejavuje i v schopnosti rýchlejšie sa vysporiadať z ich návratnosťou. Priemerný podnik je schopný „vrátiť“ cudzie zdroje zo svojho bilančného cash flow (zisk + odpisy) za 11,1 roka, čo je výrazný pokrok oproti roku 2003 (38,47 roka). Vývoj stability slovenských podnikov možno hodnotiť veľmi pozitívne a interval rokov 2003 až 2007 preukazuje jasné znaky stabilizácie podnikovej sféry.

VÝNOSNOSŤ PODNIKOV

Ďalším významným parametrom je výnosnosť podnikov. Vypovedá o schopnosti podnikov transformovať vstupy do reprodukčného procesu na výstupy a súčasne od nej závisí. Vypovedajú o nej ukazovatele *rentabilita vlastného kapitálu ROE*, *rentabilita tržieb* vyčíslená z *EBIT-u* (zisk pred zdanením a úrokmi) *ZUD/T* a *podiel pridanej hodnoty v tržbách PH/T*.

Rentabilita vlastného kapitálu vykazuje veľmi slušnú dynamiku. Na korunu vlastného kapitálu (vlastného imania) pripadá v roku 2007 3,5 haliera zisku, čo je podstatný pokrok oproti východiskovému roku 2003. Pozitívny, i keď menej dynamický vývoj vykazuje rentabilita tržieb. Štrukturálne zmeny v slovenskej ekonomike, rast podielu sofistikovanejších výrobkov a služieb, pozitívne ovplyvňuje vývoj podielu pridanej hodnoty v tržbách. Pridaná hodnota je zdrojom novovytvorenej hodnoty a tá zase „plodí“ zisk podniku. Je preto veľmi dôležité, aby sa tento trend zachoval i v budúcnosti.

Vývoj výnosnosti je pozitívny. Či je primeraná jej úroveň, je otázka, ktorá si vyžaduje porovnania s inými porovnateľnými podnikmi, napr. českými. To bude predmetom iného výstupu.

FINANČNÁ SITUÁCIA PODNIKOV VYBRANÝCH ODBOROV

Očakáva sa, že globálna finančná kríza zvlášť ťaživo doľahne na niektoré odvetvia a odbory. Patrí medzi ne aj automobilový a elektrotechnický priemysel. Vzhľadom na ich význam pre ekonomiku Slovenska – patria k rozhodujúcim zdrojom tvorby HDP, celozávodná dovolenka v niektorej z veľkých automobiliek sa citelne prejaví v obchodnej bilancii štátu atď. – chceme sa venovať i „predkrízovej“ finančnej situácii podnikov týchto odborov.

Automobilový priemysel vo svete je v súčasnosti vo veľmi ťažkej situácii. Všetci svetoví výrobcovia registrujú rapidný pokles odbytu často ohrozujúci ich existenciu (napr. Chrysler) či spôsobujúci prvú stratu v dlhoročnom podnikaní (napr. Toyota).

Automobilový priemysel na Slovensku „zažil“ v analyzovanom období 2003 až 2007 veľmi dynamický rozvoj. Rozšírenie výroby vo VW a aktivovanie automobiliek KIA a Peugeot spôsobilo, že na Slovensku sa vyrába v prepočte na obyvateľa najviac automobilov na svete. Tento búrlivý vývoj však spôsobil, že priemerné hodnoty finančných ukazovateľov v OKEČ 341 – výroba motorových vozidiel sú veľmi rozkolísané a vo väčšine ukazovateľov i horšie ako v prípade priemerného podniku z celého súboru. Vykazujú napr. nižšiu úroveň likvidity, výnosnosť reprezentovaná ukazovateľom ROE je v roku 2004 10,68 %, ale v roku 2007 (predkrízovom) -11,22 % (záporná). Prekvapujúci je tiež vývoj pridanej hodnoty. V roku 2007 je jej podiel na tržbách 6,41 %, ale v roku 2005 20,87 %. Zaraďovanie majetku predbiehajúce tvorbu tržieb (výnosov), štátna podpora zahraničným investorom „deformujú“ úroveň a vývoj finančných ukazovateľov a ich „normalizácia“ si vyžaduje dlhší čas. Vývoj však bude globálnou finančnou krízou i na Slovensku veľmi pravdepodobne retardovaný.

Druhým „ťahúňom“ v exporte slovenských výrobkov a generovaní HDP je **elektrotechnický priemysel**. Na Slovensku sa v súčasnosti v tomto odvetví kríza prejavuje menej dramaticky a s istým oneskorením (môže ísť o vplyv vianočných nákupov).

Tab. 4 Vývoj vybraných finančných ukazovateľov podnikov OKEČ 32 za roky 2003 až 2007

Rok	Početnosť súboru	Štatistická charakteristika	Ukazovateľ										
			L ₁	L ₂	L ₃	T/AKT	DS POH OS	DS ZÁV OS	CZA	TZ	ROE	ZUD/T	PH/T
2003	113	ME	0,29	1,06	1,26	1,64	46,71	37,20	67,49	9,85	6,39	1,84	25,53
2004	135	ME	0,32	1,10	1,31	1,56	51,31	37,51	62,31	13,08	10,73	3,24	22,20
2005	156	ME	0,35	1,10	1,35	1,59	48,48	35,19	62,85	7,11	4,50	1,87	23,11
2006	139	ME	0,32	0,99	1,19	1,82	52,45	42,97	68,91	7,19	13,08	3,40	23,55
2007	101	ME	0,38	1,11	1,34	1,53	53,12	48,32	61,58	4,26	12,12	3,61	33,42
Merná jednotka			koef.	koef.	koef.	obrat	deň	deň	%	rok	%	%	%



Rozhodujúcimi „hráčmi“ sú i tu zahraniční investori (Samsung, Sony). Napriek mnohým novým investíciám aktivovaným v analyzovanom období sú ukazovatele podnikov patriacich do OKEČ 32 – Výroba rádiových, televíznych a komunikačných zariadení a prístrojov v období rokov 2003 až 2007 stabilizovanejšie (tab. 4).

Pozorný čitateľ si porovnaním týchto údajov s výsledkami celého súboru iste povšimne, že významnejšie rozdiely možno evidovať najmä pri ukazovateľoch, ktoré charakterizujú výkonnosť a výnosnosť podnikov. Priemerný podnik kategórie OKEČ 32 vyprodukuje v roku 2007 z koruny aktív o 53 halierov tržieb viac, má približne triapolkrát vyššiu rentabilitu vlastného kapitálu a podiel pridanej hodnoty v tržbách je viac ako dvojnásobný. V ostatných ukazovateľoch vyjadrujúcich najmä štrukturálne vzťahy v podnikovej ekonomike, ako je likvidita, úroveň zadlženosti atď., významnejšie

rozdiely nie sú. I v tomto odbore možno konštatovať, že predkrízové roky sú obdobím postupného posilňovania finančnej kondície podnikov.

ZÁVER

Na rekordných prírastkoch HDP Slovenska kulminujúcich v roku 2007 dvojciferným rastom (10,4%) má nepochybne pozitívny podiel podniková sféra. Konsolidácia trhových pomerov, rast počtu ziskových podnikov spojený s rastom ich finančnej stability a výkonnosti participovali na úspechoch slovenskej ekonomiky, ktoré v konečnom dôsledku vyústili do splnenia maastrichtských kritérií a zavedeniu eura. Je skvelé, že sme to „stihli“. Globálna finančná a hospodárska kríza situáciu skomplikuje a výsledky negatívne ovplyvní. Do akej miery, to si dnes nik netrúfa odhadnúť. Nechajme sa prekvapiť a verme, že to bude prekvapenie príjemné.

Problematika stanovenia hodnoty majetku rôznych podnikateľských subjektov je v súčasnosti v centre finančnej teórie i praxe. Práca znalcov a odborníkov z oblasti investičného bankovníctva si nevyhnutne vyžaduje zvládnutie rôznych spôsobov a techník ohodnocovania, ktoré možno využiť v rôznych situáciách. Činnosť znalcov a odborníkov pri ohodnocovaní majetku podnikateľského subjektu je nevyhnutná pri čiastočnom, resp. celkovom predaji firiem, fúziách a akvizíciách, pri konkurznom procese, pri rôznych súdnych rozhodnutiach a pod.

Znalecká činnosť súvisiaca so stanovením hodnoty spája tak ekonomické, ako i právne aspekty, ktoré súvisia s výkonom tejto činnosti. Predkladaná publikácia sa snaží práve tieto dva prístupy skĺbiť a poskytuje čitateľovi odborný pohľad na problematiku stanovenia hodnoty majetku v komplexnej polohe.

Prvá kapitola s názvom Právne aspekty znaleckej činnosti sa zameriava hlavne na legislatívnu stránku, kde autorka uvádza okrem Zákona o znalcoch a jednotlivých vyhlášok týkajúcich sa znaleckej činnosti aj základné typy spoločností v zmysle Obchodného zákonníka a Občianskeho zákonníka, pri ktorých sa práve stanovuje hodnota majetku. Súčasťou tejto kapitoly sú aj problémy konkurzu a reštrukturalizácie.

Obsahovo najbohatšia je kapitola, ktorá sa venuje otázkam metodiky znaleckého posudku a informačným zdrojom pre stanovenie hodnoty majetku. Podrobne rozoberá základné náležitosti a spôsoby vypracovania znaleckého posudku, ako i úlohu medzinárodných štandardov v tejto oblasti. Pozornosť venuje aj informačným zdrojom o podniku z rôznych aspektov a tiež finančnému plánu v procese v procese ohodnocovania.

Súčasťou je aj finančno-ekonomická analýza, v ktorej sú analyzované vybrané ukazovatele (relatívne ukazovatele s praktickou aplikáciou v slovenských podnikoch) a metódy na určenie finančnej pozície podnikov v rámci odvetví a medzi konkurentmi. Snahou autorov bolo prepojiť

podnikové financie a finančný manažment so znaleckou činnosťou.

Veľkým prínosom tejto publikácie je snaha rozpracovať v teoreticko-praktickej rovine jednotlivé metódy stanovenia hodnoty podniku. Okrem analýzy jednotlivých modelov autori vysvetľujú túto problematiku aj na praktických príkladoch. Vzhľadom na množstvo rozpracovaných metód je táto časť publikácie aj obsahovo rozsiahlejšia. Autori sa zaoberajú nielen základnými metódami stanovenia hodnoty podniku, ako sú majetková, podnikateľská, likvidačná, kombinovaná a porovnávacia metóda, ale osobitne si všímajú aj výnosové metódy, ktoré súvisia s diskontovaným cash flow a využívajú sa bežne aj v praxi pri ohodnocovaní slovenských firiem v procese privatizácie. Pri analýze výnosových metód a jej jednotlivých modelov je snahou prepojiť tieto modely aj s problematikou reálnych opcií, s ktorými sa dnes už stretávame pri stanovení hodnoty firmy najmä na základe parametrov budúceho vývoja. Špecifické modely typu kapitalizácie zisku, EVA, CF ROI a metódy založené na analýze trhu len spresňujú a približujú čitateľovi odborný a hlbší pohľad na uvedenú problematiku.

Ďalším prínosom je aj kapitola zaoberajúca sa vzťahom finančných nástrojov a finančných rizík. Autori v nej podávajú komplexný pohľad na stanovenie hodnoty finančných nástrojov typu majetkových cenných papierov, dlhových nástrojov, ako aj na stanovenie reálnej hodnoty derivátov.

V závere sa publikácia venuje znaleckej činnosti v rôznych znaleckých odboroch, ako sú odvetvie účtovníctva a daňovníctva, v personalistike, v controllingu a v odvetví financií.

Publikácia má logickú štruktúru a nadväznosť. Jej autormi sú odborníci zo Slovenska a Českej republiky, ktorí sa tejto problematike venujú viac rokov a to tak v teoretickej rovine, ako aj v praxi, čo je zárukou kvality publikácie. Uvedená publikácia iste prispeje k rozšíreniu poznatkov nielen znalcov, ale i širšej odbornej verejnosti.

prof. Ing. Božena Chovancová, PhD.
Ekonomická univerzita v Bratislava

R E C E N Z I A

**ANNA HARUMOVÁ
A KOL.**

STANOVENIE HODNOTY MAJETKU – HLAVNÉ ASPEKTY EKONOMICKEJ ZNALECKEJ A EXPERTNEJ ČINNOSTI

IURA Edition,
Bratislava 2008,
501 strán



Pôsobenie menovej politiky na vybrané parametre ekonomiky

Ing. Rajmund Mirdala, PhD.
Technická univerzita v Košiciach
Ekonomická fakulta

V príspevku sa zameriame na analýzu pôsobenia menovej politiky NBS (realizovanej prostredníctvom pôsobenia na krátkodobé úrokové miery) na vybrané parametre ekonomiky SR v rokoch 1999 až 2008 prostredníctvom aplikácie metódy štruktúrnej vektorovej autoregresie (SVAR). Využitý ekonometrický model nám umožní zistiť príspevky menovo-politických impulzov, vysielaných do ekonomiky prostredníctvom pôsobenia NBS na vývoj krátkodobých úrokových sadzieb, k variabilite vývoja vybraných makroekonomických premenných v podmienkach SR. Prostredníctvom modelu súčasne odhadneme reakciu vybraných makroekonomických premenných na jednorazový menovo-politický šok (šok krátkodobých úrokových sadzieb) v podmienkach SR, ako aj pôsobenie ostatných exogénnych ekonomických šokov identifikovaných v rámci modelu na vývoj krátkodobých úrokových sadzieb.

Úvod

Menová politika Národnej banky Slovenska (NBS) od roku 1993 zaznamenala niekoľko zásadných zmien. Do roku 1998 sa menová politika NBS vyznačovala sledovaním základných cieľov prostredníctvom uplatňovania kvantitatívneho riadenia menovej politiky vychádzajúceho z tradičného klasického (tiež peňažného, monetaristického) transmisného mechanizmu. Cieľ udržať vnútornú stabilitu meny sa NBS snažila presadzovať pri zachovaní pevného výmenného kurzu slovenskej koruny v rámci postupne sa rozširujúceho pásma oscilácie. V podmienkach rozvíjajúceho sa medzibankového peňažného trhu sa tak základné menovo-politické zámery NBS prenášali do ekonomiky prostredníctvom pôsobenia na peňažné agregáty (menová báza, peňažná zásoba). Opodstatnenie tohto základného prístupu zvýraznila aj značná nestabilita medzibankového peňažného trhu v rokoch 1996-1998 vyvolaná nadmernou fiškálnou expanziou, keď v podmienkach vysokej volatility úrokových sadzieb bol dopyt komerčných bánk po likvidite veľmi málo citlivý na pohyb úrokových sadzieb.

Prechod na systém pohyblivého výmenného kurzu koncom roku 1998 (s referenčnou menou DEM, neskôr EUR), obozretnejšia fiškálna politika a postupná stabilizácia situácie na medzibankovom peňažnom trhu umožnili NBS prejsť na kvalitatívne riadenie menovej politiky, v rámci ktorého sa základné menovo-politické zámery NBS prenášali do ekonomiky prostredníctvom pôsobenia na úrokové miery (krátkodobé úrokové miery, dlhodobé úrokové miery). Zvýšená citlivosť komerčných bánk na zmeny úrokových sadzieb a postupná stabilizácia tvaru úrokovej krivky na depozitá medzibankového peňažného

trhu umožnili NBS účinnejšie presadzovať menovo-politické rozhodnutia prostredníctvom štandardizovaného menového inštrumentária – t. j. základnej úrokovej miery (počnúc rokom 2003 sa ňou stala limitná úroková miera pre dvojtyždenné repo tendere, ktorá tak nahradila diskontnú sadzbu) a úrokovej miery pre jednodňové refinančné a sterilizačné operácie. Počnúc rokom 2000 prešla NBS súčasne na implicitné inflačné ciele, kedy sa krátkodobým inflačným cieľom stala jadrová inflácia. Zásadnejšiu zmenu v oblasti realizácie menovej politiky priniesol rok 2005 a s ním prechod na explicitné inflačné ciele realizované v podmienkach ERM II. Koncom tohto roka sa súčasne základom pre vyhlasovanie a sledovanie krátkodobého inflačného cieľa stal harmonizovaný index spotrebiteľských cien (HICP).

Aj keď sa stratégia inflačného ciele teoreticky aj koncepčne odlišuje od úrokového transmisného mechanizmu menovej politiky (je základom kvalitatívneho riadenia menovej politiky), v praktickej rovine sa pôsobenie NBS na vývoj krátkodobých úrokových sadzieb stalo aj po prechode na inflačné ciele hlavným prenosovým kanálom zámerov centrálnej banky v oblasti menovo-politického riadenia.

1. EKONOMETRICKÝ MODEL

Analýzu vzťahov medzi vývojom krátkodobých úrokových sadzieb a základných ukazovateľov makroekonomického a menového vývoja prostredníctvom jednoduchých vzájomných korelácií nemožno považovať za dostatočnú metódu pre zhodnotenie účinnosti úrokového transmisného mechanizmu menovej politiky NBS. Pre tento účel sme ako nástroj analýzy zvolili metódu SVAR. Jednou z výhod tejto metódy je schopnosť



modelovania nerekurzívnych štruktúr ekonomiky prostredníctvom relatívne nízkeho počtu premenných. Model na jednej strane napomáha interpretovať súčasné korelácie medzi poruchami (šokmi), na strane druhej umožňuje rozlíšiť dočasné a trvalé väzby medzi štruktúrnymi šokmi a endogénnymi premennými modelu.

Pri konštrukcii modelu sme sa do neho rozhodli zakomponovať päť zložiek. Na počet endogénnych premenných bohatšie SVAR modely umožňujú komplexnejšie posúdiť existenciu vzájomných väzieb a interakcií medzi premennými modelu. Na druhej strane pri menších SVAR modeloch sa môžeme ľahšie vyhnúť problémom s nežiaducimi koreláciami medzi premennými modelu. Menšie modely ponúkajú taktiež viac voľnosti, sú stabilnejšie a možno ich odhadnúť jednoducho.

Spomínaným piatimi endogénnymi premennými nášho modelu sú reálny output (y), miera inflácie (p), peňažná zásoba (m), krátkodobá nominálna úroková miera (i) a výmenný kurz (e).

Pre analýzu vplyvu menovej politiky NBS (realizovanej prostredníctvom ovplyvňovania krátkodobých úrokových sadzieb) na vybrané makroekonomické premenné sme použili štandardnú metodológiu pre odhad modelov SVAR, ktorej základom je uplatnenie dlhodobých ohraničení na endogénne premenné modelu vychádzajúce z predpokladov dlhodobej neutrality, čo nám umožňuje korektne identifikovať exogénne štruktúrne šoky pôsobiace na endogénne premenné modelu. Uvažujeme, že na model pôsobí päť exogénnych šokov – reálny dopytový šok, inflačný šok, peňažný šok, menovo-politický šok a kurzový šok.

Model pred aplikáciou dlhodobých ohraničení vyzerá nasledovne:

$$\Delta X_t = A(L) e_t$$

kde X predstavuje vektor endogénnych premenných modelu, $A(L)$ je polynomiálna variančno-kovariančná matica vyjadrujúca koeficienty impulse-response funkcií (funkcia odozvy na šok), L je operátor oneskorenia a e predstavuje vektor exogénnych šokov modelu v redukovanej podobe.

Pre identifikáciu štruktúrnych šokov je potrebné identifikovať celkovo pätnásť dlhodobých ohraničení¹. Päť ohraničení získavame normalizáciou pôvodnej matice A . Zvyšných desať ohraničení získame uplatnením postulátov dlhodobej neutrality medzi premennými modelu, a teda z predpokladu, že vybraný jednorazový exogénny šok vplyva na endogénnu premennú modelu iba krátkodobu. Ide o týchto desať ohraničení:

- šok spôsobený zmenou reálneho outputu (reálny dopytový šok) nemá dlhodobý vplyv na vývoj inflácie (1), peňažnej zásoby (2) a reálneho výmenného kurzu (3),
- šok spôsobený zmenou cenovej hladiny (inflačný šok) nemá dlhodobý vplyv na vývoj reálneho outputu (4), peňažnej zásoby (5) a reálneho výmenného kurzu (6),

- šok spôsobený zmenou peňažnej zásoby (peňažný šok) nemá dlhodobý vplyv na vývoj reálneho outputu (7) a reálneho výmenného kurzu (8),
- šok spôsobený zmenou krátkodobých nominálnych úrokových sadzieb (menovo-politický šok) nemá dlhodobý vplyv na vývoj peňažnej zásoby (9) a reálneho výmenného kurzu (10).

Model po aplikácii dlhodobých ohraničení nadobúda nasledovnú podobu:

$$\Delta X_t = B(L) u_t$$

$$\begin{bmatrix} \Delta y_t \\ \Delta p_t \\ \Delta m_t \\ \Delta i_t \\ \Delta e_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 1 & 0 & 0 & b_{14} & b_{15} \\ 0 & 1 & b_{23} & b_{24} & b_{25} \\ 0 & 0 & 1 & 0 & b_{35} \\ b_{41} & b_{42} & b_{43} & 1 & b_{45} \\ 0 & 0 & 0 & 0 & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} u_{y,t} \\ u_{p,t} \\ u_{m,t} \\ u_{i,t} \\ u_{e,t} \end{bmatrix}$$

kde ΔX predstavuje vektor endogénnych premenných modelu, $B(L)$ je polynomiálna variančno-kovariančná matica vyjadrujúca koeficienty impulse-response funkcií, L je operátor oneskorenia a u predstavuje vektor vzájomne periodicky nekorelovaných, normalizovaných štruktúrnych reziduí získaných z vektorovej autoregresie.

Odhadnutý model SVAR nám poslúži pre výpočet dekompozície variancie endogénnych premenných modelu a znázornenie grafického priebehu impulse-response funkcií pôsobenia jednorazového dopytového, inflačného, peňažného, menovo-politického a kurzového šoku na vývoj endogénnych premenných modelu.

2. VÝSLEDKY ANALÝZY A ICH INTERPRETÁCIA

V rámci analýzy pôsobenia menovej politiky NBS realizovanej prostredníctvom ovplyvňovania krátkodobých úrokových sadzieb sme použili štvrťročné údaje za obdobie 1999Q1 – 2008Q3, celkovo šlo o 39 pozorovaní. Pre vývoj reálneho outputu sme použili štvrťročné údaje o vývoji reálneho HDP. Pre vývoj inflácie sme použili údaje o vývoji jadrovej inflácie. Pre vývoj peňažnej zásoby sme použili údaje o vývoji peňažného agregátu M3. Pre vývoj úrokových sadzieb sme použili spriemerované údaje o vývoji trojmesačných úrokových sadzieb medzibankového peňažného trhu. Pre vývoj reálneho výmenného kurzu sme použili údaje o vývoji reálneho efektívneho výmenného kurzu (REER). Časové rady pre vývoj reálneho HDP a peňažnej zásoby sme pred ich použitím sezónne očistili.

V grafe 1 uvádzame prehľad vývoja štvrťročného reálneho HDP, jadrovej inflácie, peňažného agregátu M3, krátkodobých úrokových sadzieb medzibankového peňažného trhu a REER v podmienkach SR.

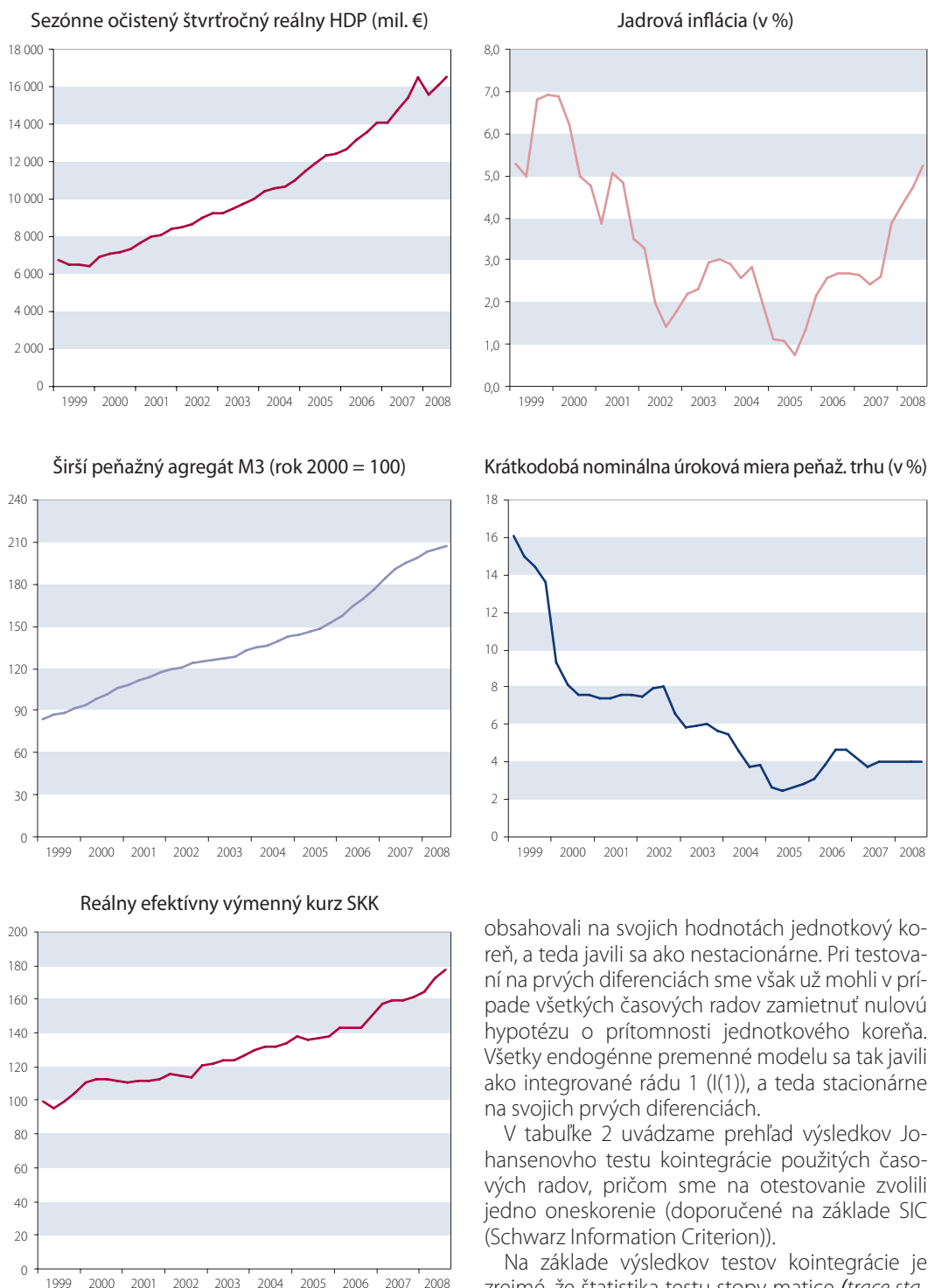
Pred odhadnutím modelu sme časové rady otestovali na prítomnosť jednotkového koreňa a kointegráciu.

V tabuľke 1 uvádzame prehľad súhrnných výsledkov testu jednotkového koreňa časových

¹ Počet ohraničení pre identifikáciu štruktúrnych šokov je daný vzťahom $n(n+1)/2$, kde n predstavuje počet endogénnych premenných modelu.



Graf 1 Vývoj vybraných parametrov ekonomiky SR (1999Q1 – 2008Q3)



Zdroj: Autor na základe [6].

radov reprezentujúcich jednotlivé endogénne prvky modelu. (Z priestorových dôvodov neuvádzame podrobné výsledky tohto testu, autor ich však na požiadanie poskytne).

Testy jednotkového koreňa sme uskutočnili prostredníctvom rozšíreného Dickey-Fullerovho testu (ADF) a Phillips-Perronovho testu (PP).

Na základe výsledkov testov jednotkového koreňa možno konštatovať, že všetky časové rady

obsahovali na svojich hodnotách jednotkový koreň, a teda javili sa ako nestacionárne. Pri testovaní na prvých diferenciách sme však už mohli v prípade všetkých časových radov zamietnuť nulovú hypotézu o prítomnosti jednotkového koreňa. Všetky endogénne premenné modelu sa tak javili ako integrované rádu 1 ($I(1)$), a teda stacionárne na svojich prvých diferenciách.

V tabuľke 2 uvádzame prehľad výsledkov Johansenovho testu kointegrácie použitých časových radov, pričom sme na otestovanie zvolili jedno oneskorenie (doporučené na základe SIC (Schwarz Information Criterion)).

Na základe výsledkov testov kointegrácie je zrejmé, že štatistika testu stopy matice (*trace statistics*) nám indikuje prítomnosť jednej kointegrujúcej rovnice. Tento výsledok nám však nepotvrdil test maxima charakteristických hodnôt (*maximum eigenvalue statistics*), na základe ktorého medzi endogénnymi premennými modelu neexistuje dlhodobý vzťah. Po zvýšení počtu oneskorení na dve obdobia však už obidva testy preukázali neexistenciu kointegrácie medzi premennými modelu.

Na základe výsledkov testov jednotkového koreňa a testu kointegrácie sme sa rozhodli odhadnúť model SVAR na úrovni prvých diferencií.



Tab. 1 Výsledky testov jednotkového koreňa

	Reálny output		Jadrová inflácia		Peňažná zásoba M3		Krátkodobé úrokové sadzby		REER	
	ADF	PP	ADF	PP	ADF	PP	ADF	ADF	ADF	PP
hodnoty	0,29	-1,19	-1,19	-1,34	-1,74	1,98	-2,03	-3,13	-1,87	-1,77
1.dif.	-3,51***	-9,73*	-5,22*	-5,22*	-2,59***	-2,59***	-6,33*	-6,37*	-4,70*	-5,08*

Zdroj: Výpočty autora na základe [1; 6].

Poznámky: Údaje predstavujú výsledky t-štatistiky. Nulovú hypotézu možno zamietnuť pri 1 % hladine významnosti (*), 5 % hladine významnosti (**), 10 % hladine významnosti (***). REER – reálny efektívny výmenný kurz, ADF – Dickey-Fullerov test, PP – Phillips-Perronov test.

Tab. 2 Výsledky Johansenovho testu kointegrácie

Počet kointegrujúcich rovníc	Trace statistics	Kritická hodnota (5%)	Pravd.	Maximum charakteristických hodnôt	Kritická hodnota (5%)	Pravd.
Žiadna	78,41*	69,82	0,0088	33,22	33,88	0,0597
Maximálne jedna	45,19	47,86	0,0871	26,91	27,58	0,0608
Maximálne dve	18,28	29,80	0,5454	11,51	21,13	0,5962
Maximálne tri	6,77	15,49	0,6046	6,46	14,26	0,5547
Maximálne štyri	0,31	3,84	0,5790	0,31	3,84	0,5790

Zdroj: Výpočty autora na základe [1; 6].

Poznámka: * Zamietla nulovú hypotézu o neexistencii kointegračného vzťahu pri 5 % hladine významnosti.

Odhadovaný model SVAR nám umožní zostaviť dekompozíciu variance jednotlivých premenlivých modelu na jednotlivé exogénne štruktúrne šoky a odhadnúť priebeh impulse-response funkcie týchto premenných.

V tabuľkách 3 až 7 uvádzame výsledky dekompozície variance reálneho outputu (gdp_sk_sa), jadrovej inflácie (cpi_sk_core), peňažnej zásoby M3 (m3_sk), krátkodobých nominálnych úrokových sadzieb (ir_sk_n) a REER (reer_sk). Vzhľadom na priestorovú náročnosť sa pri interpretácii výsledkov pôsobenia exogénnych šokov na premenné modelu zameriame v súlade s cieľom príspevku predovšetkým na zhodnotenie vplyvu menovo-politického šoku.

Na základe výsledkov dekompozície variance reálneho outputu (tabuľka 3) možno konštatovať významný vplyv menovo-politického šoku na vývoj reálneho HDP v krátkom období. Túto skutoč-

nosť možno zdôvodniť pozitívnym pôsobením dlhodobého trendu poklesu krátkodobých medzibankových úrokových sadzieb (graf č. 1) na dlhodobé úrokové miery a ich následný pozitívny vplyv na tie súčasti agregátneho dopytu, ktoré sú citlivé na vývoj úrokových sadzieb. Aj keď charakter menovej politiky NBS nebolo možno predovšetkým do roku 2005 (keď sa dovtedy výrazný dlhodobejší pokles úrokových sadzieb zastavil) označiť ako rýdzo intervencionistický, uvoľňovanie menovej politiky spojené s poklesom úrokových sadzieb malo stimulačný vplyv na ekonomický rast. Aj keď sa pôsobenie menovo-politického šoku na vývoj reálneho HDP časom oslabovalo, aj s odstupom štyroch rokov bol jeho vplyv výrazný.

Na základe výsledkov dekompozície variance jadrovej inflácie (tab. 4) je zrejmé, že NBS si svojím menovo-politickým riadením udržiavala dostatočnú kontrolu nad vývojom inflácie produkovanej

Tab. 3 Výsledky dekompozície variance (gdp_sk_sa)

Obdobie (Q)	Dopytový šok (%)	Inflačný šok (%)	Peňažný šok (%)	Menovo-politický šok (%)	Kurzový šok (%)
1	10,63	21,69	15,02	49,13	3,54
2	9,04	14,82	23,91	49,51	2,72
4	8,86	7,65	28,59	47,80	7,10
6	8,18	5,22	30,25	44,06	12,29
8	7,50	4,59	28,53	40,64	18,74
10	6,90	4,21	26,26	37,38	25,25
13	6,10	3,72	23,21	33,05	33,92
16	5,43	3,32	20,67	29,44	41,14

Zdroj: Vlastné výpočty autora na základe [1; 6].

Vysvetlivky: gdp_sk_sa – reálny output.



Tab. 4 Výsledky dekompozície variance (cpi_sk_core)

Obdobie (Q)	Dopytový šok (%)	Inflačný šok (%)	Peňažný šok (%)	Menovo-politický šok (%)	Kurzový šok (%)
1	0,42	0,01	47,62	50,83	1,12
2	0,27	0,10	47,21	51,40	1,02
4	0,30	0,82	47,30	50,97	0,61
6	0,29	1,44	47,38	50,28	0,61
8	0,39	1,63	47,23	50,03	0,72
10	0,59	1,65	47,10	49,88	0,78
13	0,72	1,64	47,05	49,77	0,82
16	0,73	1,64	47,06	49,74	0,83

Zdroj: Vlastné výpočty autora na základe [1; 6].
Vysvetlivky: cpi_sk_core – jadrová inflácia.

Tab. 5 Výsledky dekompozície variance (m3_sk)

Obdobie (Q)	Dopytový šok (%)	Inflačný šok (%)	Peňažný šok (%)	Menovo-politický šok (%)	Kurzový šok (%)
1	16,35	0,03	36,76	37,78	9,08
2	15,40	0,31	34,53	37,97	11,79
4	12,81	0,53	33,81	40,07	12,79
6	11,37	0,49	31,92	39,62	16,59
8	10,50	0,44	29,54	37,99	21,53
10	9,84	0,41	27,40	36,01	26,34
13	9,03	0,37	24,84	33,13	32,63
16	8,34	0,34	22,79	30,55	37,97

Zdroj: Vlastné výpočty autora na základe [1; 6].
Vysvetlivky: m3_sk – peňažná zásoba M3.

trhovými silami. Táto skutočnosť tak len potvrdzuje vhodnosť menovo-politickej stratégie orientovanej na dosahovanie a udržanie cenovej stability prostredníctvom kontroly krátkodobých úrokových sadzieb v rámci úrokového transmisného mechanizmu menovej politiky. V tejto súvislosti sa pritom ako zaujímavá javí skutočnosť, že aj napriek kvalitatívnemu riadeniu menovej politiky zo strany NBS sa na vývoji jadrovej inflácie významne podieľal vplyv peňažného šoku, čo možno prenešať interpretovať ako pôsobenie rastu dopytu po peniazoch (vyvolaného zvýšením dopytu po spotrebných statkoch v podmienkach klesajúcich úrokových sadzieb) na pohyb cenovej hladiny na trhu tovarov a služieb.

Aj z výsledkov dekompozície variance peňažného agregátu M3 (tab. 5) možno menovo-politickému šoku priradiť významný vplyv na variabilitu tejto ekonomickej premennej. Aj keď vývoj peňažných agregátov nemožno v podmienkach kvalitatívneho riadenia menovej politiky považovať za jeden z kľúčových indikátorov pôsobenia menovej politiky, sekundárna kontrola vývoja peňažnej masy zo strany NBS prispela k úspešnému plneniu cieľov v oblasti cenovej stability.

V podmienkach realizácie menovej politiky NBS prioritne zameranej na kontrolu inflácie je taktiež dôležité pripomenúť postavenie výmenného kur-

zu v rámci menovo-politického riadenia. Dlhodobu sa posilňujúci výmenný kurz SKK voči EUR (EUR počas dominantného obdobia od prechodu na systém pohyblivého výmenného kurzu vystupovalo v pozícii referenčnej meny) významne prispel k úspešnému sledovaniu inflačného cieľa zo strany NBS. Aj v tejto súvislosti možno v rámci dekompozície variance peňažného agregátu M3 upozorniť na postupne rastúci vplyv kurzového šoku na vývoj peňažnej zásoby, čo stavia výmenný kurz do pozície významného prenosového kanálu peňažných impulzov do domáceho cenového okruhu.

Dekompozícia variance krátkodobých úrokových sadzieb (tab. 6) v zásade potvrdzuje charakter menovo-politického riadenia NBS zameraného na ovplyvňovanie menového vývoja prostredníctvom úrokového transmisného mechanizmu. Menovo-politický šok mal aj s odstupom štyroch rokov dominantný vplyv na vývoj krátkodobých úrokových sadzieb medzibankového peňažného trhu, čo len zdôrazňuje pevnosť úrokového kanálu menovej politiky NBS. Aj v tomto prípade (podobne ako v prípade dekompozície variance peňažnej zásoby) mal na vývoj krátkodobých úrokových sadzieb relatívne významný vplyv peňažný šok. Na základe vývoja krátkodobých úrokových sadzieb (graf 1) však nemožno peňažnému šoku pripísať destabilizujúci vplyv, ktorý by negatívne



Tab. 6 Výsledky dekompozície variance (ir_sk_n)

Obdobie (Q)	Dopytový šok (%)	Inflačný šok (%)	Peňažný šok (%)	Menovo-politický šok (%)	Kurzový šok (%)
1	5,25	11,12	22,11	57,69	3,83
2	5,58	4,05	36,57	52,62	1,17
4	5,11	3,59	37,53	52,92	0,84
6	5,01	3,59	36,70	53,84	0,85
8	5,02	3,62	36,30	54,17	0,90
10	5,06	3,63	36,14	54,24	0,92
13	5,19	3,62	35,94	54,31	0,94
16	5,35	3,61	35,70	54,40	0,94

Zdroj: Vlastné výpočty autora na základe [1; 6].

Vysvetlivky: ir_sk_n – krátkodobé nominálne úrokové sadzby.

Tab. 7 Výsledky dekompozície variance (reer_sk)

Obdobie (Q)	Dopytový šok (%)	Inflačný šok (%)	Peňažný šok (%)	Menovo-politický šok (%)	Kurzový šok (%)
1	12,14	1,46	49,74	33,53	3,13
2	11,54	2,09	51,83	30,50	4,04
4	11,08	2,06	51,86	28,37	6,64
6	10,78	2,36	48,19	30,59	8,08
8	10,63	2,46	45,20	31,90	9,81
10	10,47	2,40	43,15	31,79	12,19
13	10,23	2,27	40,50	30,98	16,02
16	10,02	2,14	37,95	30,15	19,73

Zdroj: Vlastné výpočty autora na základe [1; 6].

Vysvetlivky: reer_sk – reálny efektívny výmenný kurz.

narúšal vývoj operatívnych a následne sprostredkujúcich medzicieľov úrokového transmisného mechanizmu menovej politiky.

Na základe výsledkov dekompozície variance REER SKK (tab. 7) možno konštatovať významný vplyv peňažného šoku na vývoj tejto endogénnej premennej modelu. Pri tendencii dlhodobého posilňovania REER SKK je v súvislosti s pôsobením peňažného šoku na jeho vývoj potrebné poznamenať, že ide o tradičný príklad pôsobenia prílevu zahraničného kapitálu v podmienkach tranzitívnych ekonomík, ktorý v súlade s monetárnym modelom výmenného kurzu² (jeden z prístupov v rámci kurzových modeloch trhu aktív) spôsobuje posilňovanie výmenného kurzu (nominálneho aj reálneho).

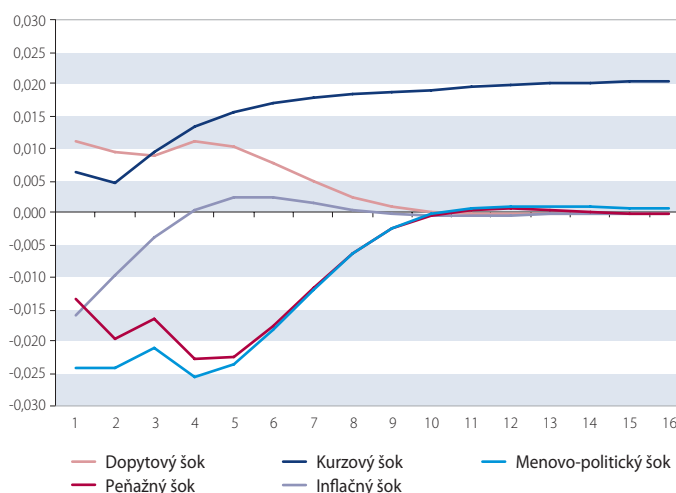
Vplyv menovo-politického šoku na vývoj REER SKK bol v rámci sledovaného obdobia nižší v porovnaní s peňažným šokom, avšak nie zanedbateľný. Za hlavný faktor tejto skutočnosti možno počas celého obdobia považovať pozitívny vplyv pretrvávajúceho kladného úrokového diferenciálu na depozitá denominované v SKK v porovnaní s úročením depozít denominovaných v menách hlavných obchodných partnerov SR.

V grafoch 2 až 6 uvádzame priebeh impulse-response funkcií odzrkadľujúcich vplyv jednorazového dopytového, inflačného, peňažného, menovo-politického a kurzového šoku na vývoj

endogénnych premenných modelu. Aj v tomto prípade (podobne ako pri dekompozícii variance) sa zameriame predovšetkým na interpretáciu pôsobenia jednorazového menovo-politického šoku na vývoj reálneho outputu, jadrovej inflácie, peňažnej zásoby, krátkodobých úrokových sadzieb a REER.

² V rámci tohto teoretického prístupu by sa pri vyššej dynamike domácej peňažnej zásoby, v porovnaní s dynamikou zahraničnej peňažnej zásoby, mal nominálny výmenný kurz domácej meny časom znehodnocovať. V podmienkach dlhodobého posilňovania nominálneho výmenného kurzu SKK sa tak na základe tohto predpokladu zintenzívňovalo posilňovanie reálneho výmenného kurzu SKK.

Graf 2 Priebeh impulse-response funkcie (reakcia gdp_sk_sa)

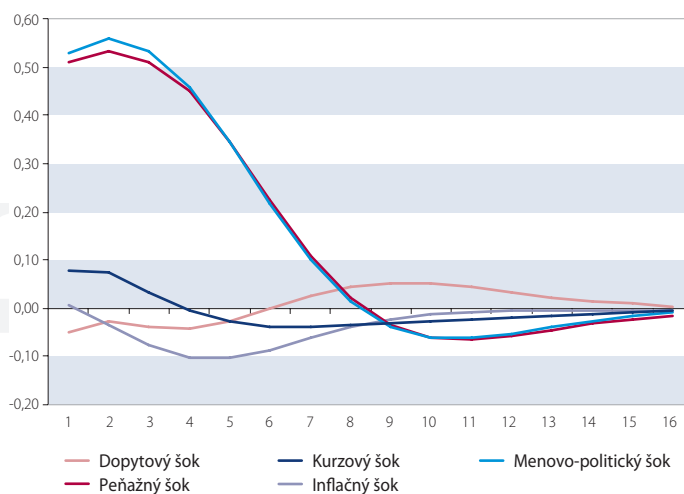


Zdroj: Vlastné výpočty autora na základe [1; 6].

Vysvetlivky: gdp_sk_sa – reálny output.

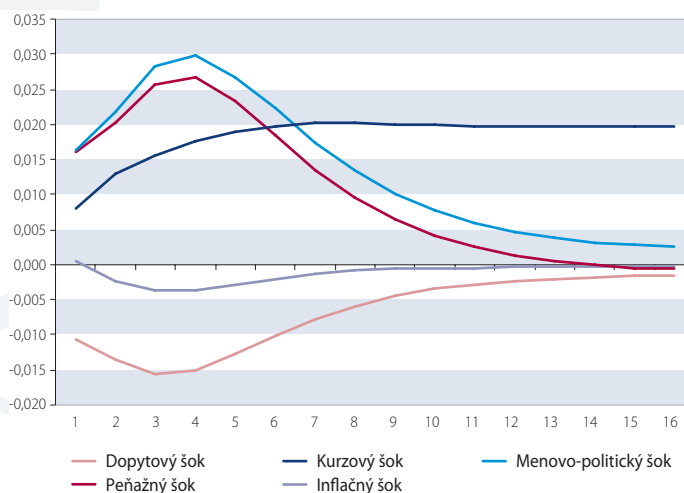


Graf 3 Priebeh impulse-response funkcie (reakcia cpi_sk_core)



Zdroj: Zostavené autorom na základe [1; 6].
Vysvetlivky: cpi_sk_core – jadrová inflácia.

Graf 4 Priebeh impulse-response funkcie (reakcia m3_sk)



Zdroj: Zostavené autorom na základe [1; 6].
Vysvetlivky: m3_sk – peňažná zásoba M3.

3 Z modelu nie je zjavné, do akej miery by sa zvýšenie krátkodobých (a následne aj dlhodobých) úrokových sadzieb premietlo do zmien v štruktúre celkovej peňažnej zásoby, konkrétne do znižovania držby transakčnej formy peňazí a zvyšovania podielu výnosnejších foriem depozitných peňazí s určitou dobou viazanosti. Namiesto toho všeobecne uvažujeme, že rast úrokových sadzieb ako ceny peňazí by sa mal premietnuť do zníženia dopytu po peniazoch.

Na základe priebehu impulse-response funkcie reálneho outputu (graf 2) možno konštatovať, že jednotlivé identifikované štruktúrne šoky pôsobili na túto premennú modelu v súlade s logickými kauzálnymi ekonomickými predpokladmi. Na jednorazový menovo-politický šok (možno ho interpretovať ako zvýšenie úrokových sadzieb v pozícii operatívneho kritéria v rámci transmisného mechanizmu) sa reálny output krátkodobo znížil, pričom s odstupom viac ako jedného roka sa efekt tohto šoku postupne znižoval, až sa po vyše dvoch rokoch úplne vytratil. Vzhľadom na trend dlhodobého znižovania krátkodobých úrokových sadzieb na medzibankovom peňažnom trhu možno inverzný efekt modelového pôsobenia jednorazového menovo-politického šoku na vývoj reálneho outputu interpretovať obrátene, dôsledkom čoho reagoval reálny output na jednorazový menovo-politický šok, spojený s poklesom krátkodobých úrokových sadzieb, dočasným

zvýšením. S výnimkou dopytového šoku mali všetky ostatné štruktúrne šoky len dočasný vplyv na vývoj reálneho outputu, čo v zásade korešponduje so všeobecným predpokladom dlhodobej neutrality menových a peňažných faktorov vo vzťahu k reálnym ekonomickým premenným.

Na základe priebehu impulse-response funkcie jadrovej inflácie (graf 3) je zjavné, že kým táto endogénna premenná modelu reagovala na jednorazový menovo-politický ako aj peňažný šok v zásade takmer identicky, samotná interpretácia tejto skutočnosti je odlišná. Reakcia jadrovej inflácie na jednorazový peňažný šok je logická a v krátkom období zodpovedá predpokladom transakčnej rovnice kvantitatívnej teórie peňazí. Na druhej strane by sa mohlo zdať, že pre rast jadrovej inflácie vyvolanej jednorazovým menovo-politickým šokom je ťažké nájsť logické zdôvodnenie, nakoľko zvýšenie krátkodobých úrokových sadzieb sa zvyčajne prenesie do zníženého spotrebiteľského dopytu a následného poklesu cien na trhu tovarov a služieb. Krátkodobé úrokové miery však okrem alokačnej funkcie plnia vo významnej miere aj signálnu funkciu. Dôsledkom toho mohol byť v podmienkach nášho modelu menovo-politický šok interpretovaný ako signál centrálnou bankou očakávaného rastu miery inflácie, čo sa v podobe adaptácie inflačných očakávaní ekonomických subjektov odrazilo dočasným zvýšením jadrovej inflácie.

Priebeh impulse-response funkcie peňažnej zásoby meranej agregátom M3 (graf 4) indikuje istú podobnosť pôsobenia jednorazového peňažného a menovo-politického šoku ako tomu bolo v grafe 3. Odlišnosť je predovšetkým v intenzite a trvácnosti pôsobenia oboch šokov v porovnaní s predchádzajúcim prípadom. Jednorazový menovo-politický šok spojený s rastom krátkodobých úrokových sadzieb viedol v rámci prvých štyroch štvrtrokov k zvyšovaniu peňažnej zásoby. Možno predpokladať, že na takýto pohyb úrokových sadzieb reagovali predovšetkým krátkodobé depozitá v rámci peňažnej zásoby v držbe domácich, ale aj zahraničných subjektov (vklad kladného úrokového diferenciálu). Zvýšenie celkovej peňažnej zásoby, ako reakcie na rast krátkodobých úrokových sadzieb, teda mohlo byť do istej miery spôsobené prílevom krátkodobého zahraničného kapitálu, nakoľko by sme za iných okolností mohli v súvislosti s rastom krátkodobých úrokových sadzieb očakávať pokles peňažnej zásoby³.

Na základe priebehu impulse-response funkcie krátkodobých nominálnych úrokových sadzieb medzibankového peňažného trhu (graf 5) je opätovne zjavná podobnosť vplyvu jednorazového peňažného a menovo-politického šoku na túto endogénnu premennú modelu (v porovnaní s predchádzajúcimi dvoma grafmi). Jednorazový menovo-politický šok viedol podľa očakávania k dočasnému zvýšeniu krátkodobých úrokových sadzieb, pričom s odstupom času (približne dvoch rokov) sa tento efekt vytratil, avšak nie úplne, dôsledkom čoho zostali krátkodobé úrokové miery pod vplyvom jednorazového menovo-po-



litického šoku trvalo zvýšené. V podmienkach dlhodobého klesajúcich krátkodobých úrokových sadzieb medzibankového peňažného trhu možno efekt pôsobenia tohto šoku interpretovať aj opačne a teda, že jednorazový menovo-politický šok viedol v dlhodobom horizonte k trvalému zníženiu krátkodobých úrokových sadzieb (o približne 0,03 p. b.).

Takýto priebeh impulse-response funkcie krátkodobých nominálnych úrokových sadzieb medzibankového peňažného odráža relatívne vysokú účinnosť menovej politiky a pevnosť väzieb medzi nástrojmi menovej politiky a operatívnym kritériom v rámci úrokového transmisného kanálu menovo-politického riadenia zo strany NBS. Na druhej strane z dlhodobého hľadiska zanedbateľný vplyv menovo-politického šoku na vývoj krátkodobých úrokových sadzieb zdôrazňuje skôr dolaďovaciu než striktnú direktívnu pozíciu NBS pri realizácii menovej politiky prostredníctvom ovplyvňovania situácie na medzibankovom peňažnom trhu.

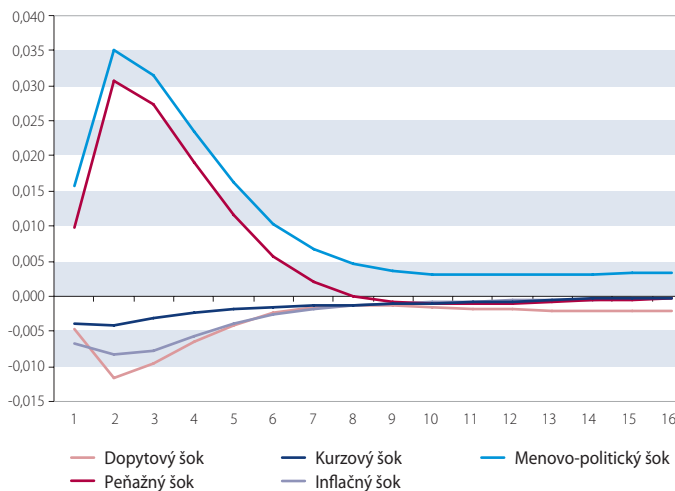
Aj v poslednom prípade možno na príklade priebehu impulse-response funkcie REER (graf 6) sledovať podobnosť reakcie tejto endogénnej premennej modelu na jednorazový peňažný aj menovo-politický šok. Na rozdiel od priebehu impulse-response funkcie krátkodobých úrokových sadzieb však v tomto prípade nemožno hodnotiť vplyv jednorazového menovo-politického šoku na vývoj REER jednoznačne. Prvotný menovo-politický impulz, ktorý viedol k okamžitému posilneniu REER začal s odstupom približne troch štvrtín rokov pôsobiť na vývoj REER negatívne. Pôsobenie tohto šoku sa s odstupom približne dva a pol roka stabilizovalo a REER zostal dlhodobou oslabený (o necelých 0,01 p. b.). Možno konštatovať, že jednorazový menovo-politický šok mal na vývoj REER počas prvých dvoch rokov skôr destabilizujúci vplyv, pričom z dlhodobého hľadiska bol jeho vplyv na REER viac-menej zanedbateľný.

3. ZÁVER

V príspevku sme analyzovali pôsobenie menovej politiky NBS na vývoj vybraných ekonomických premenných SR v rokoch 1999 – 2008. Za hlavný prenosový kanál menovo-politických impulzov sme pritom považovali pohyb krátkodobých úrokových sadzieb, ktoré v rámci úrokového transmisného mechanizmu menovej politiky vystupujú v pozícii operatívneho medzicieľa. Z výsledkov dekompozície variance a priebehu impulse-response funkcie sme zistili, že NBS sa v rámci sledovaného obdobia darilo pozitívne ovplyvňovať podmienky makroekonomickej stability, a tým prispievať k obnoveniu a udržaniu predpokladov dynamického ekonomického rastu po období výraznej vonkajšej a vnútornej makroekonomickej nerovnováhy v rokoch 1996 – 1998.

Súčasnne však treba pripomenúť, že ani samotná menová politika nie je schopná dlhodobou udržiavať podmienky dynamickej makroekonomickej rovnováhy, ak nie je jej výkon súčasne spojený s obozretnou realizáciou predovšetkým fiškálnej politiky.

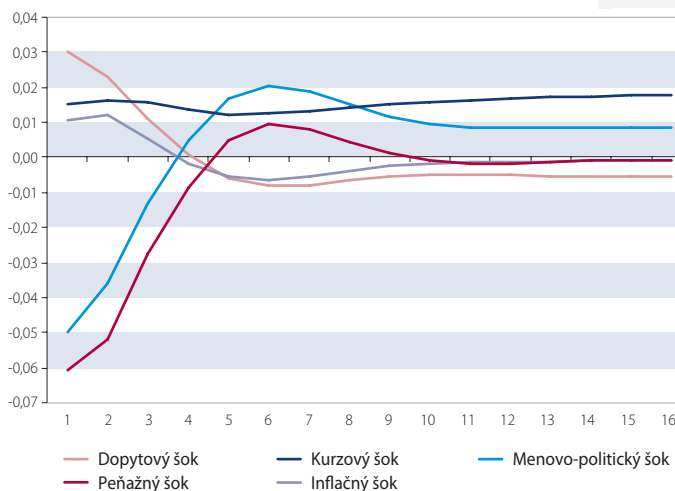
Graf 5 Priebeh impulse-response funkcie (reakcia ir_sk_n)



Zdroj: Zostavené autorom na základe [1; 6].

Vysvetlivky: ir_sk_n – krátkodobé nominálne úrokové sadzby.

Graf 6 Priebeh impulse-response funkcie (reakcia $reer_sk$)



Zdroj: Zostavené autorom na základe [1; 6].

Vysvetlivky: $reer_sk$ – reálny efektívny výmenný kurz.

Literatúra

1. Bank for International Settlements: BIS effective exchange rate indices – <http://www.bis.org/statistics/eer/index.htm>.
2. FUJIWARA, I.: Has a Effect of a Monetary Policy Changed During 1990s? Osaka University, Discussion Paper No. 8, 2003.
3. GERLACH, S. – SMETS, F.: The Monetary Policy Transmission Mechanism: Evidence from the G-7 Countries. Bank for International Settlements, Working Paper No. 26, 1995.
4. MIRDALA, R.: Vplyv makroekonomickej šokov na vývoj menového kurzu a outputu vo vybraných krajinách SVE (v modeli SVAR). In: Ekonomický časopis, roč. 56, č. 8 (2008), s. 745-763.
5. Národná banka Slovenska: Údajové kategórie SDDS – Vývoj úrokových sadzieb BRIBOR 2000-2008.
6. OECD – Statistics v4.4 – Frequently requested statistics – http://www.oecd.org/document/15/0,3343,en_2649_2011_85_1873295_1_1_1,00.html.
7. SOUSA, J.M. – ZAGHINI, A.: Global Monetary Policy Shocks in the G5: A SVAR Approach. Center for Financial Studies. Working Paper No. 30, 2006.



Kapitálové investície a ekonomický rast v SR (v rokoch 1995 – 2007)

Ing. Eva Ivanová, CSc.

Fakulta sociálno-ekonomických vzťahov
Trenčianska univerzita A. Dubčeka

Predpokladom dlhodobu udržateľného ekonomického rastu je vnútorná, ale aj vonkajšia makroekonomická stabilita, ktorá závisí od rastovej výkonnosti ekonomiky.

Od rastovej výkonnosti ekonomiky sa odráža mnoho ekonomických, ale aj politických faktorov. Z ekonomických faktorov medzi najdôležitejšie patrí rast HDP, rast produktivity práce, rast investícií, vývoj verejných financií, rastová dynamika zahraničného obchodu, avšak aj tvorba národných úspor, ktorá má značný vplyv na tvorbu domácich investícií.

INVESTÍCIE AKO REÁLNA KAPITÁLOVÁ TVORBA

Investície predstavujú reálnu kapitálovú tvorbu, ide o také nadobúdanie kapitálových statkov, zásob, surovín, ktoré sa používajú na produkciu výrobkov a služieb. Výsledkom investovania je rast produkcie, rast príjmov a celkový ekonomický rast. Práve investičné výdavky v národnom hospodárstve sú určujúce pre dlhodobý ekonomický rast.

Investície ovplyvňujú agregátny dopyt a zároveň vedú k akumulácii kapitálu, čo spôsobuje rast potenciálneho produktu.

Základným prejavom investícií v ekonomike je:

- ich efekt tvorby dôchodkov (rast agregátneho dopytu, rast HDP, zamestnanosti, príjmov)
- ich efekt tvorby kapacít (zvyšuje sa akumulácia kapitálu, rast potenciálneho produktu, rastie celková výrobná kapacita ekonomiky).

Prof. Husár píše: „Investíciami rozumieme ten tok outputu v danom období, ktorý slúži na udržanie a zväčšenie hodnoty kapitálu v hospodárstve“ [3, s. 254].

Kapitál sa ako makroekonomická kategória vymedzuje v ekonomickej literatúre rôzne, závisí to od toho, z akého hľadiska hodnotíme kapitálovú tvorbu a ktorú podobu kapitálu berieme do úvahy pokiaľ ide o tvorbu kapitálových efektov, výnosov.

Prof. Lisý chápe kapitálové investície ako reálnu tvorbu kapitálu: „Za investície považujeme také výdavky, ktoré zvyšujú reálnu tvorbu kapitálu, t. j. rozširujú fyzické zásoby kapitálu“ [4, s. 299].

Ak budeme vychádzať z tohto vymedzenia potom investičné výdavky členíme na tri skupiny:

- investície do fixného kapitálu,
- investície do bytovej výstavby,
- investície do prírastku zásob.

REÁLNY A POTENCIONÁLNY KAPITÁL

Základom ekonomického rozvoja je akumulácia kapitálu. Predpokladom pre akumuláciu kapitálu je

existencia peňazí v podobe úspor. Kapitál sú potom akumulované úspory t. j. úspory premenené na investície. V tomto zmysle rozlišujeme reálny a potenciálny kapitál. Reálny kapitál sú kapitálové statky, ktoré sú výsledkom výrobného procesu, nie sú použité na spotrebu, ale na ďalšiu výrobu. Tieto statky sa vo výrobnom procese nespotrebovávajú odrazu, ale postupne. Kapitál sú teda statky, ktoré slúžia na výrobu ďalších statkov, s cieľom prinášať zisk.

Kapitál je teda hodnota, ktorá pri svojom pohybe prináša výnos, ekonomický efekt, a to je hlavným zmyslom pohybu kapitálu.

HRUBÝ FIXNÝ KAPITÁL

Tvorba hrubého kapitálu (investícií) je toková veličina, ktorá zachytáva obstaranie vyrobených nefinačných aktív. Z hľadiska významu, ale aj váhy v tvorbe hrubého kapitálu, je podstatná tvorba hrubého fixného kapitálu (HFK) rozlíšeného na hmotné a nehmotné aktíva.

Hmotné fixné aktíva zahŕňujú obydlia, ostatné budovy a stavby, dopravné prostriedky, ostatné stroje a zariadenia a pestovateľské aktíva (základné stádo, a trvalé porasty).

Nehmotné fixné aktíva zahŕňajú počítačové programy – softvér a ostatné nehmotné fixné aktíva (geologický prieskum, pôvodné kultúrne a umelecké diela).

Ďalšia zložka investícií predstavuje takú zmenu stavu zásob, ktorá sa vzťahuje k zásobám materiálu a surovín, k nedokončenej výrobe k hotovým výrobkom a k obchodnému tovaru.

Tretia zložka investícií predstavuje zmenu stavu cenností (drahokamy, vzácne kovy, starožitnosti a umelecké predmety).

Najväčší význam má tvorba hrubého fixného kapitálu, pretože jeho rast sa prejavuje väčšinou na raste HDP, ale je tu vplyv aj ďalších faktorov, ako napríklad štruktúra investícií, ich technická úroveň a efektívnosť ich využitia.



Tab. 1 Porovnanie miery investícií v rámci krajín EÚ (EÚ-15). Tvorba hrubého fixného kapitálu v % HDP

Miera investícií (tvorba hrubého fixného kapitálu v % HDP)													Priemerný rast investícií (v % p. a., 1997 – 2006)	
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	1997–2001	2002 – 2006
EÚ–15	19,6	19,4	19,3	19,8	20,2	20,5	20,0	19,4	19,3	19,4	19,8	20,4	4,1	1,8
Česko.	31,5	32,1	29,9	28,2	27,0	28,0	28,0	27,5	26,7	26,2	24,9	25,1	0,3	3,7
Estónsko	26,4	26,4	28,1	30,4	25,1	26,0	26,7	29,8	29,3	31,5	31,1	33,8	7,7	15,3
Litva	21,0	21,1	22,6	24,0	22,0	18,8	20,1	20,3	21,2	22,3	22,4	23,1	8,1	12,3
Lotyšsko	13,6	16,4	17,0	24,8	22,9	24,2	24,9	23,8	24,4	27,5	30,6	34,3	17,4	18,1
Maďarsko	19,5	20,8	21,6	23,0	23,3	22,9	22,9	22,9	21,9	22,4	22,7	21,9	8,2	4,6
Poľsko	17,7	19,8	22,4	24,1	24,4	23,7	20,7	18,7	18,3	18,1	18,2	20,0	6,6	4,3
Slovensko	24,6	31,4	33,6	35,7	29,3	25,7	28,5	27,3	25,0	24,1	26,8	26,4	1,4	5,3
Slovinsko	20,9	21,8	23,1	24,1	26,4	25,6	24,1	22,6	23,3	24,5	24,4	25,8	8,4	5,7

Zdroj: Eurostat.

Tab. 2 Miera investícií v SR. Hrubý domáci produkt a tvorba hrubého fixného kapitálu (v mil. Sk, bežné ceny v SR)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Hrubý domáci produkt	581 452	647 190	718 615	788 224	846 514	938 755	1 019 351	1 109 170	1 223 328	1 362 042	1 485 671	1 659 398	1 852 781
Tvorba hrubého fixného kapitálu	144 248	205 846	243 539	281 774	249 792	242 277	291 027	303 481	302 782	326 444	394 333	439 503	476 285
Podiel THFK na HDP v %	24,81 %	31,81 %	33,88 %	35,79 %	29,50 %	25,83 %	28,55 %	27,39 %	24,75 %	23,97 %	26,54 %	26,28 %	25,72 %

Zdroj: ŠÚ SR.

Vysvetlivky: THFK – tvorba hrubého fixného kapitálu.

Celkový rast tvorby hrubého fixného kapitálu v dlhodobom časovom horizonte by mal predstihovať rast zamestnanosti, to sa prejaví na raste fyzického objemu kapitálu (strojov, zariadení a pod.) na jedného pracovníka, čo predstavuje rast produktivity práce.

Štatistický úrad SR sleduje vývoj kapitálu a kapitálových investícií, vo výkazoch ich pomenúva ako „tvorba hrubého fixného kapitálu“ a spolu s položkou „zmena stavu zásob a cenností“ tvorí celkovú tvorbu hrubého kapitálu.

Tvorba hrubého fixného kapitálu je zložkou hrubého domáceho produktu, ktorá vykazuje v rámci štruktúry HDP najväčšie výkyvy. Predstavuje cca 25 – 35 % HDP.

MIERA INVESTÍCIÍ

Miera investícií je ukazovateľ, ktorý vyjadruje podiel tvorby hrubého fixného kapitálu na HDP, čiže vyjadruje tú časť HDP, ktorá nie je spotrebovaná, ale je akumulovaná v podobe prírastku fixných aktív.

Rast investícií (najmä tvorba hrubého fixného kapitálu), ich podiel na HDP, ale aj na pridanej hodnote, ich celková štruktúra a zdroje sú z dlhodobého hľadiska kľúčovým faktorom ekonomického rastu a rastu konkurencieschopnosti ekonomiky.

Tiež porovnanie miery investícií s mierou úspor má význam pre identifikáciu zdrojov ekonomického rastu a ekonomickej rovnováhy, pretože nedostatok národných úspor vo vzťahu k investíciám musí byť krytý zahraničnými úsporami, prílivom zahraničného kapitálu.

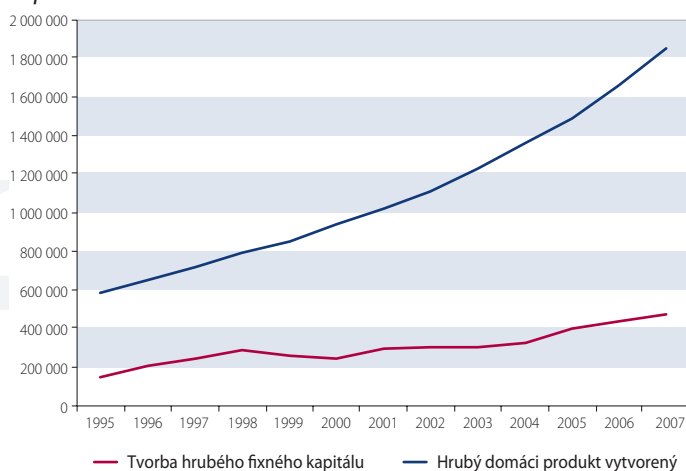
Vývoj investícií podlieha značným výkyvom v jednotlivých fázach ekonomického cyklu. V období recesie nastáva silný útlm investičnej aktivity, v čase konjunktúry rastú veľmi dynamicky.

Ak sa majú investície do fixného kapitálu prejavovať ako faktor ekonomického rastu, tak ich musíme sledovať vo vzťahu k tvorbe hrubého domáceho produktu a k tvorbe hrubej pridanej hodnoty.

Ak porovnáme tvorbu hrubého domáceho produktu vo vzťahu k tvorbe hrubého fixného kapitálu (tvorba hrubého fixného kapitálu v % HDP) dostaneme mieru investícií.

Na mieru investícií vplyva mnoho faktorov. Významný je tu napríklad vplyv zahraničných investícií. Krajiny, ktoré sú odkázané na dovoz investícií, majú investície do fixného kapitálu relatívne drahé, pretože ich zabezpečujú dovozom.

Podiel priamych zahraničných investícií na tvorbe hrubého fixného kapitálu ukazuje, do akej miery sú investície do fixného kapitálu v danom odvetví financované prílivom zahraničných in-

**Graf 1 Vývoj hrubého domáceho produktu a hrubého fixného kapitálu**

Zdroj: ŠÚ SR.

vestícií. Platí to však len v prípade investícií na tzv. zelenej lúke a pri reinvestíciách zisku.

V medzinárodnom porovnávaní sa miera investícií vyjadruje v parite kúpnej sily.

Kapitálový koeficient zachytáva stav hrubého fixného kapitálu na jednotku hrubej pridanej hodnoty. Takto možno vyjadriť kapitálovú náročnosť jednotlivých odvetví. Čím vyššia je hodnota tohto ukazovateľa, tým vyššie je množstvo kapitálových statkov potrebných na vytvorenie jednotky finálnej produkcie.

Miera investícií vo vybraných krajinách EÚ-15 sa pohybuje v priemere okolo 25 % HDP. Slovensko v porovnaní s týmito krajinami si drží veľmi dobrú pozíciu, v rámci krajín EÚ-15, miera investícií je vyššia ako je priemer EÚ-15.

V sledovanom období najvyššiu priemernú mieru investícií vo vybraných krajinách EÚ dosiahlo Estónsko a Lotyšsko a Litva.

Z hľadiska priemerného ročného rastu investícií najrýchlejšie rástli investície v pobaltských krajinách. Slovensko a Česká republika zaznamenali rast v priemernom ročnom raste investícií v sledovanom období až v rokoch 2002 – 2006. Česká republika však má z dlhodobého pohľadu pomerne dobrú investičnú dynamiku, najväčší pokles podielu investícií do fixného kapitálu na HDP zaznamenala v rokoch 1995 – 1999. Slovensko má z dlhodobého hľadiska vyrovnanú investičnú dynamiku.

Nové členské krajiny EÚ vykazujú vysokú mieru investícií, okrem už spomenutých, vysokú mieru investícií malo v posledných dvoch rokoch Bulharsko a Rumunsko, naopak Veľká Británia, Švédsko a Nemecko, Portugalsko vykazujú dlhodobu nízku mieru investícií.

Z predchádzajúcej tabuľky a grafu vidno, že v SR bola najvyššia miera investícií v sledovanom období 1995 až 2007 v rokoch 1996, 1997, 1998. V ďalších rokoch už vykazuje nižšie hodnoty. Veľký vplyv na tento vývoj mal prílev zahraničných investícií po roku 2000, pričom najnižšiu hodnotu dosahuje miera investícií v roku 2004.

VÝVOJ HRUBÉHO FIXNÉHO KAPITÁLU A PRIDANEJ HODNOTY V ODVETVIACH SR

Každá ekonomika má rozsiahlu štruktúru kapitálu. To je podmienené odvetvovou sektorovou skladbou. Účinnosť kapitálu je v každom odvetví odlišná. Ekonomika je tým bohatšia, čím sa opiera o väčší podiel odvetví, v ktorých kapitál prináša väčšie objemy produktu, a vyššiu tvorbu pridanej hodnoty.

Tab. 3 Tvorba hrubého fixného kapitálu v odvetviach SR (v mil. Sk, b. c.)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Hospodárstvo SR spolu	281 774	249 792	242 277	291 027	303 481	302 782	326 444	394 333	439 503	483 476
Pôdohospodárstvo	8 958	4 600	8 404	9 965	12 291	7 512	9 486	13 810	11 450	12 064
Rybolov, chov rýb	-3	7	20	6	10	9	10	2	-4	-4
Ťažba nerastných surovín	1 356	574	2 351	3 732	1 796	2 980	3 396	1 772	25 470	2 805
Priemyselná výroba	53 110	63 824	52 407	97 069	78 823	91 963	101 113	141 922	139 000	116 984
Výroba elektriny, plynu, vody	52 136	34 211	32 174	28 406	28 184	21 634	25 760	27 285	45 542	109 769
Stavebníctvo	4 370	3 005	2 264	2 386	2 281	2 786	4 786	7 469	10 490	10 699
Obchod	25 691	37 187	24 268	21 062	21 269	19 887	24 667	37 918	35 705	34 168
Hotely, reštaurácie	2 146	1 643	2 531	90	2 313	2 655	3 954	3 877	1 124	2 334
Doprava, pošty, telekomunikácie	38 743	28 644	31 660	47 725	63 217	59 327	67 707	69 576	51 751	55 640
Finančné sprostredkovanie	12 252	6 662	6 813	5 174	4 906	4 727	6 633	5 891	7 772	7 801
Nehnuteľnosti, prenájom, obchodné činnosti	52 396	50 897	59 311	49 639	56 571	65 541	53 963	54 961	67 047	734 779
Verejná správa, obrana	16 378	11 365	12 425	11 648	13 410	10 761	10 573	15 161	31 085	29 704
Školstvo	2 351	1 857	2 017	4 271	4 910	3 313	3 527	4 273	2 792	2 732
Zdravotnícka, sociálna pomoc	7 594	2 465	2 428	4 941	5 542	4 092	4 996	4 627	4 430	7 229
Ostatné spoločenské, sociálne a osobné služby	4 296	2 851	3 204	4 913	7 958	5 595	5 873	5 789	5 879	6 493

Zdroj: ŠÚ SR.

Vysvetlivky: b.c. – bežné ceny.



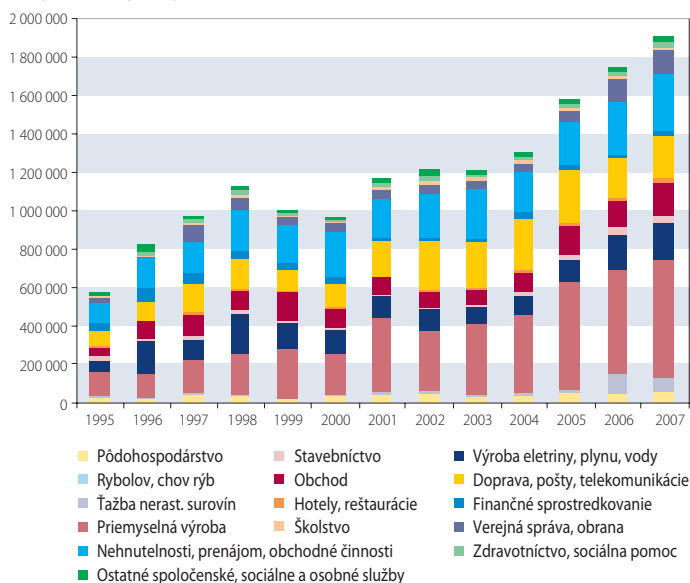
Z predchádzajúcich tabuliek a grafov je zrejmé, že najviac investičných prostriedkov realizovali v sledovanom období nefinančné korporácie. V rámci sektora nefinančných korporácií významnejšie investovali podnikateľské subjekty v priemyselnej výrobe, v nehnuteľnostiach a prenájme, doprave poštách a telekomunikáciách, obchode, vo výrobe a rozvoze elektriny, plynu a vody. Najnižší objem vynaložených investícií bol v odvetviach ťažby nerastných surovín, v oblasti hotelierstva a reštaurácií, v zdravotníctve a školstve.

V štruktúre tvorby hrubého fixného kapitálu investičná aktivita smerovala predovšetkým do strojov a do stavieb (z celkových investícií do budov na bývanie približne 20% investícií).

Tvorba hrubého fixného kapitálu v oblasti strojov vzrástla, najviac pri dopravných strojoch a zariadeniach a v kovových výrobkoch a strojoch, pričom investície do dopravných strojov výrazne prevyšujú investície do kovových výrobkov a strojov.

Investície do budov a zariadení mali spolu klesajúci trend. S výnimkou posledných troch rokov

Graf 2 Tvorba hrubého fixného kapitálu v odvetviach ekonomiky SR (v mil. Sk, b.c.)



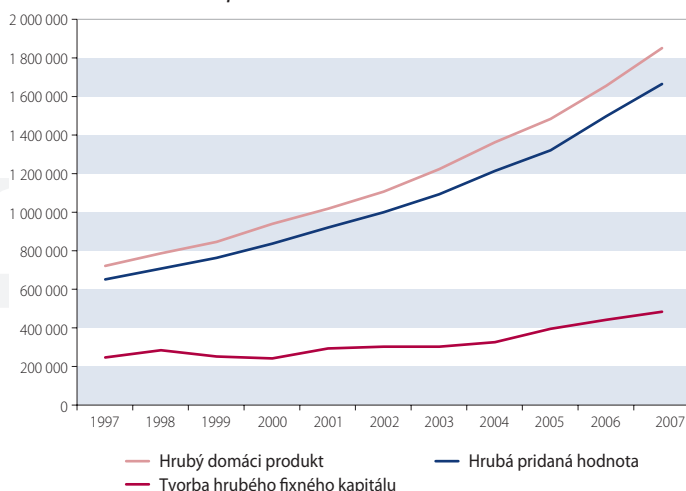
Zdroj: ŠÚ SR.

Tab. 4 Vývoj pridanej hodnoty v odvetviach ekonomiky SR (v mil. Sk, b.c.)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Hospodárstvo SR spolu	761 110	837 146	922 112	1 002 378	1 095 603	1 216 757	1 319 955	1 497 354	1 667 444
Pôdohospodárstvo, rybolov, chov rýb spolu	36 137	37 491	43 230	50 723	49 543	49 509	48 187	53 197	59 160
Ťažba nerastných surovín	6 637	6 630	6 837	6 519	7 337	6 705	7 789	6 450	8 854
Ťažba energetických surovín	4 833	4 886	5 334	5 326	5 624	5 382	5 692		
Ťažba neenergetických surovín	1 804	1 744	1 503	1 192	1 713	1 799	2 246		
Priemyselná výroba	185 558	206 630	233 112	228 595	256 564	291 767	318 138	360 945	411 455
Výroba potravín	32 516	25 041	32 929	25 447	25 003	28 103	29 300	33 902	30 611
Výroba textílií	10 815	12 258	12 106	12 016	12 757	12 190	11 055		
Spracovanie kože	3 060	5 028	3 903	4 228	4 287	4 659	4 495		
Spracovanie dreva	5 687	6 921	7 916	8 432	10 734	13 217	15 277		
Výroba papiera, tlač	12 994	15 996	19 029	18 110	17 719	17 519	18 794		
Výroba ropných produktov, koksu	9 103	11 993	11 889	10 205	11 029	18 610	17 872		
Výroba chemických výrobkov	14 128	15 373	16 908	15 678	12 553	11 400	12 704		
Výroba z gumy, plastov	8 182	8 085	8 820	10 776	13 419	15 081	16 463		
Výroba nekovových výrobkov	10 694	12 699	13 603	15 134	15 268	15 294	15 739		
Výroba kovových výrobkov	27 351	34 109	42 821	39 337	49 426	64 209	72 274	83 185	92 366
Výroba strojov i.n.	12 381	16 473	17 703	18 025	21 178	23 191	24 676		
Výroba elektrických zariadení	12 620	19 624	21 304	21 710	26 173	28 874	33 578		
Výroba dopravných prostriedkov	20 589	16 981	17 850	20 457	28 014	29 183	31 521		
Výroba i.n.	5 439	6 050	6 826	6 459	9 005	10 491	10 927		
Výroba elektriny, plynu, vody	33 953	30 791	22 683	33 111	52 746	70 188	66 416	101 021	102 171
Stavebníctvo	42 643	59 032	58 622	72 397	66 276	75 399	88 975	114 914	131 981
Obchod	110 243	112 967	120 865	125 055	147 986	181 379	204 242	224 754	266 014
Hotely, reštaurácie	12 885	12 623	13 964	14 081	16 487	18 332	19 915	22 009	23 825
Doprava, pošty, telekomunikácie	83 117	84 707	104 051	103 854	110 740	111 514	115 914	109 673	118 349
Finančné sprostredkovanie	15 130	20 127	21 469	40 307	43 677	50 088	59 619	62 447	63 140
Nehnuteľnosti, prenájom, obchodná činnosť	109 959	123 156	137 293	153 196	153 129	166 560	174 274	204 331	218 875
Ostatné	124 848	142 675	159 987	174 540	191 118	195 316	216 486	237 618	263 620

Zdroj: ŠÚ SR.

Vysvetlivky: i.n. – inde neklasifikovaná.

**Graf 3 Vývoj hrubého domáceho produktu, pridanej hodnoty a hrubého fixného kapitálu v SR**

Zdroj: ŠÚ SR.

(2005 – 2007), kedy sa investície do budov a zariadení zvýšili. Vývoj stavebných investícií v sledovanom období je ovplyvnený najmä alokáciou investícií do budov na bývanie, ktoré mali rastúci trend.

EKONOMICKÝ VÝVOJ A TVORBA PRIDANEJ HODNOTY

Tvorba pridanej hodnoty je z hľadiska hodnotenia ekonomického vývoja dôležité kritérium, ktoré ovplyvňuje nielen výkonnosť ekonomiky, ale takisto aj regiónov, odvetví a firiem. V syntetickej podobe vyjadruje účinnosť použitia výrobných faktorov v ekonomike. Pri analýze pridanej hodnoty je dôležité sledovať tvorbu pridanej hodnoty vo vzťahu k jednotlivým výrobným faktorom, ale aj jej tvorbu v jednotlivých odvetviach národného hospodárstva sa odlišujú ich produkčným potenciálom, ktorý je odrazom viacerých faktorov ako sú produktivita práce, technická a technologická úroveň, ale aj miera regulácie zo strany štátu.

Na základe údajov v tabuľke medzi tie odvetvia, ktoré sa najviac podieľajú na tvorbe pridanej hodnoty, patrí odvetvie priemyselná výroba, obchod, nehnuteľnosti, ostatné a doprava, pošta a telekomunikácie.

Objem pridanej hodnoty vo všetkých odvetviach každoročne rastie s výnimkou roku 2002 (priemyselná výroba) a rok 2003 (nehnuteľnosti). Celkový nárast pridanej hodnoty v sledovanom období bol najväčší pri nehnuteľnostiach až o viac ako 50 %, v priemysle to bolo okolo 40 %.

V priemyselnej výrobe najväčší podiel na tvorbe pridanej hodnoty je vo výrobe kovových výrobkov, podiel kovových výrobkov v rámci priemyselnej výroby je okolo 20 %. Druhú najvyššiu tvorbu pridanej hodnoty vykazuje výroba dopravných prostriedkov, potom nasleduje výroba elektrických zariadení, tieto dve odvetvia majú pomerne vyrovnané hodnoty, najmä v posledných rokoch, ide o hodnoty okolo 10 %. Najnižšiu tvorbu pridanej hodnoty v sledovanom období vykazuje odvetvie spracovanie kože.

MIERA PRIDANEJ HODNOTY

Ďalším ukazovateľom, ktorý má z hľadiska hodnotenia vývoja ekonomiky vysokú výpovednú hodnotu je ukazovateľ podielu pridanej hodnoty na hrubej produkcii, označuje sa pojmom miera pridanej hodnoty. J. Masárová k tomu píše: „Podiel pridanej hodnoty na hrubej produkcii vypovedá o tom, či je daná výroba materiálovo náročná (nízky podiel pridanej hodnoty), alebo je náročná na novovytvorenú hodnotu, moderné technológie, ľudská práca, vedomosti“ [5, s. 67].

V ekonomike SR najvyššiu mieru pridanej hodnoty vykazujú odvetvia ťažba nerastných surovín, nehnuteľnosti, prenájom a obchodná činnosť. Pomerne nízku mieru pridanej hodnoty má odvetvie priemyselná výroba, v rámci neho najmä výroba dopravných prostriedkov.

Kapitálový koeficient vyjadruje stav hrubého fixného kapitálu na jednotku hrubej pridanej hodnoty, čím sa vyjadruje kapitálová náročnosť odvetví. Čím vyššia je hodnota tohto ukazovateľa, tým vyššie je množstvo kapitálových statkov potrebných na tvorbu jednotky finálnej produkcie.

Tabuľky zachytávajú vývoj kapitálového koeficientu v SR celkovo a v odvetviach ekonomiky SR.

Vývoj kapitálového koeficientu v SR bol vyrovnaný, hodnoty ukazujú, že účinnosť kapitálu je pomerne vysoká. Priemerná hodnota za celú ekonomiku je koeficient 0,28.

Kapitálová náročnosť bola najnižšia v odvetviach stavebníctvo, hotely a reštaurácie, finančné

Tab. 5 Tvorba hrubého fixného kapitálu a tvorba hrubej pridanej hodnoty, kapitálový koeficient v SR (bežné ceny v mil. Sk)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Hrubý domáci produkt	718 615	788 224	846 514	938 755	1 019 351	1 109 170	1 223 328	1 362 042	1 485 671	1 659 398	1 852 781
Tvorba hrubého fixného kapitálu	243 539	281 774	249 792	242 277	291 027	303 481	302 782	326 444	394 333	439 503	483 476
Hrubá pridaná hodnota	648 883	706 195	761 110	837 146	922 112	1 002 378	1 095 603	1 216 757	1 319 955	1 497 354	1 667 444
Kapitálový koeficient	0,37	0,39	0,32	0,28	0,31	0,27	0,27	0,26	0,29	0,29	0,28

Zdroj: ŠÚ SR.



Tab. 6 Kapitálový koeficient vo vybraných odvetviach ekonomiky SR

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
SR spolu	0,32	0,28	0,31	0,27	0,27	0,26	0,29	0,29	0,28
Pôdohospodárstvo, rybolov, chov rýb	0,12	0,22	0,23	0,24	0,15	0,19	0,28	0,21	0,20
Ťažba nerastných surovín	0,27	0,35	0,54	0,27	0,40	0,50	0,22	0,39	0,31
Priemyselná výroba	0,28	0,21	0,36	0,29	0,29	0,27	0,36	0,29	0,22
Výroba elektriny, plynu, vody	1,00	1,04	1,24	0,85	0,41	0,36	0,41	0,45	0,44
Stavebníctvo	0,07	0,03	0,04	0,03	0,04	0,06	0,08	0,09	0,08
Obchod	0,33	0,21	0,17	0,17	0,13	0,13	0,18	0,15	0,12
Hotely, reštaurácie	0,12	0,20	0,11	0,16	0,16	0,21	0,19	0,13	0,11
Doprava, pošty, telekomunikácie	0,34	0,37	0,45	0,60	0,53	0,60	0,60	0,47	0,55
Finančné sprostredkovanie	0,44	0,33	0,24	0,12	0,10	0,13	0,09	0,12	0,12
Nehnutelnosti, prenájom obchodná činnosť	0,46	0,48	0,36	0,36	0,42	0,32	0,31	0,32	0,34

Zdroj: ŠÚ SR.

sprostredkovanie a v poľnohospodárstve. Naopak najvyššia bola vo výrobe elektriny, potom v odvetví doprava, pošta a telekomunikácie.

ZÁVER

Rast základných makroekonomických ukazovateľov v ekonomike SR naznačuje, že jej vývoj bol za posledných desať rokov vyrovnaný, ekonomika vykazovala vysoké tempo ekonomického rastu, ktoré prevyšuje priemer krajín EÚ.

Je to výsledok štrukturálnych zmien, ktoré sa udiali v ekonomike SR v posledných rokoch. Slovenská ekonomika vzhľadom na svoj surovinový potenciál musí zvyšovať podiel odvetví, v ktorých je vysoká tvorba hrubého fixného kapitálu a pridanej hodnoty, ale najmä efektívne využívanie

výrobných faktorov nielen kapitálu, ale aj práce, pretože produktivita práce je najpoužívanejší ukazovateľ výkonnosti ekonomiky.

V súvislosti so svetovou hospodárskou krízou, ktorá sa výrazne prejavila v druhej polovici roka 2008, analyzované ukazovatele budú mať v SR v najbližších mesiacoch iný vývoj. Tempo hospodárskeho rastu sa spomalí, odborníci predpokladajú, že celkový rast HDP bude okolo 4 %.

Slovensko by malo byť aj v roku 2009 rastúcou ekonomikou eurozóny. Aj napriek spomaleniu ekonomického rastu je slovenská ekonomika pomerne silná a stabilná.

Článok je súčasťou riešenia projektu VEGA 1/3795/06.

Literatúra:

1. Husár, J.: Makroekonómia. Kartprint, Bratislava 1998.
2. Kadeřábková, A.: Ročenka konkurencieschopnosti České republiky. Linde nakladatelství, s.r.o. Praha 2007.
3. Lisý, J.: Ekonómia. Edícia Ekonómia Bratislava 2000.
4. Masárová, J.: Analýza odvetvovej skladby pridanej hodnoty. In: Zborník Optimalizácia odvetvovej skladby pridanej hodnoty. Trenčianska univerzita A. Dubčeka Trenčín 2007.
5. www.etrend.sk.
6. www.statistics.sk.
7. www.nbs.sk.
8. <http://europa.eu>.



Z rokovania Bankovej rady NBS

3. rokovanie BR NBS sa uskutočnilo 27. januára 2009. Rokovanie viedol guvernér NBS Ivan Šramko.

BR NBS prerokovala a schválila:

1) Situačnú správu o menovom vývoji v SR za december 2008.

2) Rozhodnutie NBS, ktorým sa ruší rozhodnutie NBS č. 5/2004 o vydávaní prevádzkového poriadku centrálného registra krátkodobých cenných papierov, ktorý vedie NBS v znení rozhodnutia NBS č. 4/2005. Rozhodnutie je zverejnené vo Vestníku NBS a nadobudlo účinnosť 1. februára 2009.

4. rokovanie BR NBS sa uskutočnilo 3. februára 2009. Rokovanie viedol guvernér NBS Ivan Šramko.

BR NBS schválila Aktualizáciu predikcie P4Q – 2008 – odhad vývoja základných makroekonomických ukazovateľov na rok 2009. NBS spracovala Aktualizáciu prognózy P4Q – 2008 mimo štandardného predikčného procesu, vzhľadom na zmenu predpokladov, ktoré boli zapracované v prognóze P4Q v novembri 2008. Nasledujúca prognóza bude zverejnená koncom prvého štvrťroka 2009.

5. rokovanie BR NBS sa uskutočnilo 10. februára 2009. Rokovanie viedol guvernér NBS Ivan Šramko.

BR NBS schválila pravidelnú Správu o plnení a postupe príprav na zavedenie eura v NBS a Interný plán NBS na zavedenie eura. V súčasnosti je proces zavedenia eura vo finálnej fáze implementácie konkrétnych úloh v rámci zavedenia eura v NBS a SR, pričom všetky úlohy sa naplňajú v súlade s Interným plánom NBS na zavedenie eura a Národným plánom zavedenia eura v SR.

Tlačové správy

ZMENY OPATRENÍ NA KONTROLU RIZIKA V PRÍPADE NOVOVYDANÝCH CENNÝCH PAPIEROV KRYTÝCH AKTÍVAMI A NEKRYTÝCH BANKOVÝCH DLHOPISOV

Rada guvernérov Európskej centrálnej banky (ECB) sa dňa 20. januára 2009 rozhodla doplniť technické úpravy opatrení na kontrolu rizika, ktoré majú vstúpiť do platnosti 1. februára 2009 a ktoré boli ohlásené 4. septembra 2008, o nasledujúce zmeny:

1. Pokiaľ ide o cenné papiere kryté aktívami (asset-backed securities – ABS), Eurosystém bude v prípade všetkých ABS vydaných od 1. marca 2009 ako dodatočné kritérium akceptovateľnosti vyžadovať rating od akceptovanej externej inštitúcie hodnotiacej úverovú bonitu na úrovni AAA/Aaa. Po dobu životnosti ABS jeho rating nesmie klesnúť pod doteraz platnú minimálnu hranicu „single A“. Navyac v prípade ABS vydaných od 1. marca 2009 by podkladové aktíva nemali úplne ani čiastočne obsahovať žiadne tranže ďalších ABS. Na ABS vydané pred 1. marcom 2009 sa táto požiadavka nebude vzťahovať až do 1. marca 2010.

2. Pokiaľ ide o nekryté bankové dlhopisy, Eurosystém zavedie obmedzenia ich používania. Od 1. marca 2009 musí hodnota ocenenia nekrytých bankových dlhopisov vydaným emitentom alebo iným subjektom, s ktorým má emitent úzke väzby v zmysle kapitoly 6.2.3 Všeobecnej dokumentácie, po uplatnení zrážok predstavovať menej ako 10 % hodnoty portfólia kolaterálu zmluvnej strany, pokiaľ trhová cena uvedených aktív nepresiahne 50 mil. EUR. Toto obmedzenie sa nevzťahuje na nekryté bankové dlhopisy garantované subjek-

tom verejného sektora, ktorý je oprávnený vymenovať dane. V prípade nekrytých bankových dlhopisov poskytnutých Eurosystému ako kolaterál do 20. januára 2009 bude toto obmedzenie platiť od 1. marca 2010.

Podobne ako v prípade predchádzajúcich opatrení je účelom týchto úprav v plnej miere zachovať hlavné prvky rámca Eurosystému pre úverové operácie, medzi ktoré patrí široká akceptovateľnosť kolaterálu a široký prístup zmluvných strán Eurosystému k likvidite centrálnych bánk pri zachovaní dostatočnej úrovne ochrany Eurosystému proti rizikám. Kolaterálový rámec Eurosystému za roky svojej existencie preukázal svoju spoľahlivosť a účinnosť, a to aj počas nedávneho obdobia turbulencií na finančných trhoch. K odolnosti finančných trhov eurozóny prispieva predovšetkým akceptovateľnosť širokej palety kolaterálu.

Zmeny uvedené v bode (1), ktoré vychádzajú z praxe v používaní akceptovateľných ABS zmluvnými stranami i z nedávnych zmien na trhoch s ABS, majú okrem toho prispieť k obnoveniu riadneho fungovania trhu s ABS.

ROZHODNUTIA O MENOVEJ POLITIKE

Rada guvernérov ECB na zasadnutí dňa 5. februára 2009 rozhodla, že minimálna akceptovateľná úroková sadzba pre hlavné refinančné obchody a úrokové sadzby pre jednoduché refinančné a jednoduché sterilizačné obchody zostanú nezmenené na úrovni 2,00 %, resp. 3,00 % a 1,00 %.

Zdroj: ECB.



Plastika mince biatec pred NBS

Biatec, stará keltská minca, ktorá patrí medzi najstaršie mince razené na slovenskom území, sa stala vzorom jedného zo symbolov Národnej banky Slovenska.



Foto: Ivan Paška

Autorkou plastiky, ktorá je umiestnená pred budovou NBS je Ľudmila Cvengrošová. Iniciátorom umiestnenia plastiky pred budovu NBS je predseda Spoločnosti Ferdinanda Martinenga Peter Kurhajec.

Doterajšie numizmatické a archeologické výskumy svedčia o tom, že Kelti razili svoje mince aj na území dnešnej Bratislavy približne v rokoch 70 – 44 pred našim letopočtom. Mince boli zhotovené z kvalitného kovu – zo striebra a zlata a majú priemer asi 25 mm a hmotnosť 16,5 – 17 g. Na ich líčnej strane sa zvyčajne striedajú rôzne stvárnenia hlavy, na rube je väčšinou jazdec na koni. Vyskytujú sa však aj rôzne mytologické motívy a bohatstvom námetov mohla keltská mincovňa smelo súperiť s vtedajšími rímskymi mincovňami.

Najvýznamnejší nález keltských mincí typu Biatec sa viaže k stavbe budovy Tatra banky v Bratislave v roku 1923, keď sa pri kopaní jej základov našlo vo vrstve s laténskou keramikou na ploche 1 až 2 m² voľne rozptýlených 76 veľkých a 324 malých mincí.

Pri tvorbe loga NBS bol hlavným námetom Biatec, avšak namiesto ratolesti nesie jazdec v ruke sokola, čím sa podarilo skĺbiť dve dávne významné obdobia a tradície Slovenska: keltskú a veľkomoravskú. Autor výtvarného stvárnenia loga NBS Anton Šulek umiestnil do kruhu jazdca na koni, avšak na rozdiel od predlohy posadil na jazdcovu pravú ruku sokola a lipovú ratolesť pozostávajúcu

z troch lístkov premiestnil z jeho ruky pod nohy koňa. Jazdec na cválajúcom koni s dravcom v ruke symbolizuje určitú moc či nezávislosť, stabilitu a pružnosť v konaní, nesie so sebou lesk slávy i váženosti a nakoniec aj odvahy a odhodlania.

D. K.



Na averze mince sa nachádza vyobrazenie jazdca sediaceho na koni s ratoľstou v ruke a pod ním nápis Biatec.

