

2

Apríl 2016
Ročník 24

ODBORNÝ
BANKOVÝ
ČASOPIS



BILANCE



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA



Pamätná dvojeurová minca pri príležitosti prvého predsedníctva Slovenskej republiky v Rade Európskej únie

Národná banka Slovenska vydala 7. marca 2016 pamätnú dvojeurovú mincu k prvému predsedníctvu Slovenskej republiky v Rade Európskej únie a pri tejto príležitosti vydá v júni 2016 aj striebornú zberateľskú mincu v nominálnej hodnote 10 eur.

Slovensko bude predsedat' Rade Európskej únie od 1. júla 2016 do 31. decembra 2016. Pôjde o historicky prvé slovenské predsedníctvo. Ako predsednícky štát bude viesť rokovania o novej európskej legislatíve či aktuálnych politických otázkach. Jeho hlavnou úlohou dovnútra Rady Európskej únie bude hľadať kompromisy medzi členskými štátmi v európskych politikách, navonok ich bude zastupovať vo vzťahu k ďalším európskym inštitú-

ciám. Výkon predsedníctva spočíva najmä v predsedaní prípravným orgánom Rady EÚ (pracovné skupiny a výbory Rady EÚ) a sektorovým ministerským formáciám Rady EÚ. Zároveň sa na Slovensku uskutoční množstvo stretnutí na vysokej politickej aj expertnej úrovni. Nezanedbateľným aspektom je aj zvýšenie prezentácie Slovenska v zahraničných médiách.

Na výtvarný návrh národnej strany pamätnej mince vyhlásila Národná banka Slovenska verejnú anonymnú súťaž. Do súťaže bolo predložených 24 výtvarných riešení národnej strany mince od 13 autorov. Komisia na posudzovanie výtvarných návrhov pamätných mincí a zberateľských mincí ich hodnotila v júni 2015. Jej odbornými poradcami boli Mgr. Elena Mallicková a Mgr. Ondrej Gažovič, zástupcovia Ministerstva zahraničných vecí a európskych záležitostí Slovenskej republiky.

Na základe odporúčenia odbornej komisie schválila Banková rada NBS na realizáciu výtvarný návrh akad. mal. Vladimíra Pavlicu, ktorý v súťaži získal prvú cenu. Odborná komisia ocenila na návrhu jeho čistú kompozíciu, kvalitné výtvarné spracovanie a najlepšie vyjadrenie predsedníctva SR v Rade EÚ. Autor túto ideu vyjadril centrálnou kompozíciou s dostredivými dynamickými líniami v jadre mincového poľa. Dominantne umiestnený štátny znak symbolizuje Slovenskú republiku a jej významné postavenie v čase jej predsedníctva.

Akad. mal. Vladimír Pavlica získal v súťaži aj druhú cenu. Bola mu udelená za model s obdobne kvalitným výtvarným riešením ako víťazný návrh. Jeho čistotu však znižuje prítomnosť lípových listov, ktoré spôsobujú prílišné zahustenie motívu, najmä s ohľadom na malý priemer pamätnej mince. Tretia cena nebola v súťaži udelená.

Pamätná minca bola vyrazená v Mincovni Kremnica v počte 1 milión kusov. Jej hrana je rovnaká ako na všetkých ostatných slovenských dvojeurovkách. Je na nej nápis „SLOVENSKÁ REPUBLIKA“. Začiatok a koniec nápisu je oddelený dvoma hviezdami, medzi ktorými je lípový list.



Národná strana pamätnej dvojeurovej mince realizovaná podľa návrhu akad. mal. Vladimíra Pavlicu



Druhá cena, akad. mal. Vladimír Pavlica



Generácia Euro – tradícia a vysoká odbornosť

Finálovým kolom 21. marca 2016 sa v ústredí NBS v Bratislave skončil už piaty ročník medzinárodnej stredoškolskej súťaže Eurosystému – Generácia Euro. Víťazom slovenskej súťaže sa stal tím z Gymnázia Jura Hronca v Bratislave. Jeho členovia Michal Solčanský, Adrián Šajánek, Peter Leo Čunderlík, Mária Šimák a Veronika Zrubáková súťaž absolvovali pod odborným vedením profesorky Blanky Kolníkovej.

Počas piatich ročníkov „zasadlo do lavíc“ súťaže vyše 2 500 slovenských stredoškolákov. V počte zúčastnených študentov na Slovensku sa umiestňujeme v porovnaní s ostatnými zapojenými krajinami na prvých troch priečkach. Súťaž organizuje na národnej úrovni 11 národných centrálnych bank Eurosystému a najviac študentov sa každoročne zapojí v Španielsku. Okrem národných súťaží ECB organizuje osobitnú súťaž pre medzinárodné stredné školy so sídlom v eurozóne.

Študenti počas finálového kola prezentovali pred odbornou porotou svoje fiktívne rozhodnutie o menovej politike Eurosystému. Vyskúšali si tak neľahkú úlohu guvernérov centrálnych bánk Eurosystému. Odbornú porotu, ktorú tvoria generálna riaditeľka odboru ekonomických a menových analýz NBS Renáta Konečná, riaditeľ výskumu Martin Šuster a expert na medzinárodnú ekonomiku Rastislav Čársky, zaujala najmä presná argumentácia, hlboké odborné vedomosti a profesionálny prístup víťazného tímu. Ako uviedla predsedníčka poroty Renáta Konečná, kvalita študentských prác a prezentácií sa z roka na rok zlepšuje a rozhodovanie, kto bude víťazom, je čoraz ťažšie. Hoci, ako dodáva, pre porotu sú víťazmi všetci, ktorí sa dostali do finále, či už skončili na prvom alebo na piatom mieste. A o tom, že študenti zaoberajúci sa menovou politikou môžu mať aj zmysel pre humor, nás presvedčil jeden z členov víťazného tímu Michal Solčanský, ktorý povedal: „Menová politika je ako kvantová fyzika. Nikto nevie, ako presne funguje, nikto nevie, ako sa to celé skončí, a predsa to zakaždým vyjde.“

Druhé miesto v tohtoročnej súťaži obsadili študenti zo Súkromného gymnázia v Žiline a na treťom mieste sa umiestnil tím z Gymnázia Grösslingová v Bratislave. Ďalšie dve miesta patria tímom z Gymnázia Viliama Paulínyho Tótha v Martine a z Obchodnej akadémie na Račianskej v Bratislave. Ceny všetkým študentom odovzdal guvernér NBS Jozef Makúch. V príhovore vyzdvihol tradične vysokú účasť slovenských stredných škôl na súťaži a osobitne poďakoval všetkým učiteľom za prípravu študentov.

Ročník 2015/2016 Generácie Euro sa na európskej úrovni skončí 20. apríla 2016 v sídle Európskej centrálnej banky vo Frankfurt nad Mohanom. Bude sa tam konať European Award Event – výnimočný deň pre všetky národné víťazné tímy. Študenti si vo Frankfurtu prevezmú diplomy z rúk prezidenta ECB Maríu Draghiho. Prítomní budú aj guvernéri všetkých zúčastnených bánk.

Informácia o medzinárodnej stredoškolskej súťaži Generácia Euro

Cieľom projektu Generácia Euro je zvýšiť povedomie o Európskej centrálnej banke a Eurosystéme vysvetlením ich úloh a aktivít. Je to príspevok ECB a národných centrálnych bánk tvoriacich Eurosystém k finančnému vzdelávaniu.

Tímy študentov stredných škôl z celého Slovenska sa môžu do súťaže registrovať prostredníctvom internetovej stránky www.generaciaeuro.sk. Tento ročník 2015/2016 sa začal 1. októbra 2015 online kvízom na internetovej stránke súťaže. V kvíze študentské tímy odpovedajú na otázky týkajúce sa ECB a Eurosystému, úlohy peňazí, cenovej stability a menovej politiky. Kvíz má tri úrovne náročnosti. V rámci 2. kola súťažné tímy vypracujú esej, v ktorej navrhujú a zdôvodňujú fiktívne rozhodnutie o menovej politike Eurosystému. Tretie finálové kolo pozostáva z prezentácie rozhodnutia tímu o menovej politike a jeho zdôvodnenia pred odbornou porotou v Národnej banke Slovenska. Obhajoba rozhodnutia je založená na aktívnom zapájaní študentov a na diskusií s porotou, pričom sa hodnotí prezentované rozhodnutie o menovej politike, argumentácia, koncept, dodržanie časového limitu prezentácie, úroveň a kvalita prezentácie a v neposlednom rade komunikačné schopnosti jednotlivých členov tímu.

Lubomíra Schlosserová
Foto: Roman Benický



BIATEC
Odborný bankový časopis
Apríl 2016

Vydavateľ:
Národná banka Slovenska
Imricha Karvaša 1
813 25 Bratislava
IČO: 30844789

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

Redakcia:
Ing. Alica Polónyiová
tel.: 02/5787 2153
fax: 02/5787 1128
e-mail: biatec@nbs.sk

Počet vydaní: 6-krát do roka
Cena výtlačku pre predplatiteľov: 2 €
Ročné predplatné: 12 €
Poštovné hradí predplatiteľ.

**Objednávky na predplatné v SR
a do zahraničia, reklamácie, distribúcia:**
Mediaprint-Kapa Pressegrasso, a. s.,
oddelenie inej formy predaja
P.O.BOX 183, 830 00 Bratislava 3
tel.: 02/49 893 564, 02/49 893 565,
02/49 893 566, 0800/188 826
fax: 02/32 222 256
e-mail: predplatne@abompkapa.sk
Termín odovzdania rukopisov: 6. 4. 2016
Dátum vydania: 18. 4. 2016
Evidenčné číslo: EV 2817/08
ISSN 1335 – 0900

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

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

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

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



NA AKTUÁLNU TÉMU

Očakávaný makroekonomický vývoj SR podľa strednodobej predikcie
NBS (P1Q-2016) 2
(Odbor ekonomických a menových analýz NBS)

MENOVÁ POLITIKA

Výkon operácií menovej politiky ECB a situácia na peňažnom trhu
v roku 2015 5
(Roman Kostelný)

Divergencia menových politík významných centrálnych bánk 10
(Miroslava Kosáková)

INFORMÁCIE

Ponuka podujatí Inštitútu bankového vzdelávania NBS, n. o. 9

Ocenenie Zlatý biatec pre guvernéra NBS 35

KAPITÁLOVÝ TRH

Kapitálový trh na Slovensku 14
(Adriana Lojschová)

FINANČNÁ STABILITA

Analýza trendov a rizík v slovenskom finančnom sektore
v roku 2015 18
(Jozef Kalman)

MAKROEKONOMICKÉ OTÁZKY

Na ktorých zahraničných trhoch sa najviac presadzujú automobily
zo Slovenska? 23
(Tomáš Kendera)

MACROECONOMICS ISSUES

Wage Rigidities and Jobless Recovery in Slovakia:
New Survey Evidence 27
(Peter Tóth, Katarína Valková)

PEŇAŽNÝ OBEH

Hotovostný peňažný obeh v SR v roku 2015 32
(Milada Vlnková)

PAMÄTNÉ A ZBERATEĽSKÉ MINCE

Strieborná zberateľská minca
Pamiatková rezervácia Banská Bystrica 34

ENGLISH SUMMARY

English summary 36



Očakávaný makroekonomický vývoj SR podľa strednodobej predikcie NBS (P1Q-2016)

Slovenská ekonomika pokračovala aj vo 4. štvrťroku 2015 najmä vďaka dočerpávaniu eurofondov a exportnej výkonnosti v rýchlom raste. V tomto roku sa očakáva jej mierne spomalenie spôsobené znížením vládnych investícií, čo by malo byť čiastočne kompenzované ostatnými zložkami domáceho dopytu. Rast ekonomiky dosiahne v tomto roku 3,2 % a v roku 2017 sa nepatrne zrýchli na 3,3 %. V aktuálnej marcovej predikcii sa horizont predikcie predĺžil do roku 2018, keď by ekonomika mala akcelerovať na 4,2 % v dôsledku nábehu produkcie nových investícií. Príspevok nových investícií v automobilovom priemysle by mal v roku 2018 predstavovať 0,7 percentuálneho bodu. Tvorba nových pracovných miest by mala pokračovať a zamestnanosť by mala rásť tempom nad 1 % v celom horizonte predikcie. Nízkoinflačné prostredie sa očakáva aj v tomto roku. Inflácia by mala dosiahnuť -0,2 % v roku 2016 s následným zrýchlením na 1,3 % v roku 2017 a na 1,9 % v roku 2018 vplyvom obnoveného dopytu, vyššej dovezenej inflácie a rastu cien potravín.

AKTUÁLNY VÝVOJ AKO VÝCHODISKO STREDNODOBEJ PREDIKCIE

Zahraničné prostredie priaznivo vplývalo na výkon našej ekonomiky v poslednom štvrťroku 2015. Ekonomika eurozóny vo štvrtom štvrťroku 2015 vzrástla medzištvrtročne rovnako ako v predchádzajúcom štvrťroku o 0,3 %. Relatívne dynamický rast však zaznamenali aj okolité krajiny, ktoré patria k významným obchodným partnerom Slovenska. Tento vývoj tak podporil exportnú výkonnosť Slovenska. Okrem vonkajšieho prostredia prispieval k rastu najmä investičný dopyt, ktorému pomohlo zrýchlené čerpanie fondov EÚ ku koncu druhého programového obdobia. Súkromná spotreba pokračovala v stabilnom raste a bola podporovaná aj priaznivou situáciou na trhu práce. Slovenská ekonomika tak rástla v poslednom štvrťroku 2015 stabilným tempom o 1,0 %.

Priaznivý vývoj ekonomiky sa pozitívne odzrkadlil v ďalšom zlepšení na trhu práce. Ekonomika dokázala generovať nové pracovné miesta a zamestnanosť vzrástla o 0,4 %. Miera nezamestnanosti výraznejšie poklesla pod 11 %. Rast nominálnych miezd bol dynamický a pokles cien ešte viac zvyšoval reálne disponibilné príjmy domácností, čo viedlo aj k rastu úspor.

Spotrebiteľské ceny klesali aj v poslednom štvrťroku 2015. Najväčší vplyv na tento vývoj mali klesajúce ceny ropy, ktoré sa takmer okamžite premietli do zníženia cien pohonných látok. Ďalej sa prehĺbil pokles cien potravín. Dopytovo orientované ceny tovarov a služieb síce mierne vzrástli, ich nepatrný rast však nedokázal kompenzovať pokles ostatných zložiek.

MAKROEKONOMICKÁ PREDIKCIA

Rast ekonomickej aktivity v eurozóne by mal pokračovať, avšak pomalšie, ako sa pôvodne očakávalo. Miernejší rast odráža oslabovanie rastu svetového hospodárstva a posilnenie efektívneho

výmenného kurzu eura. Na druhej strane ho však podporí uvoľnená menová politika ECB a domáci dopyt, ktorý bude stimulovaný predĺžením neinflačného prostredia o jeden rok. Neskôr by malo k postupnému rastu investícií prispieť zotavenie svetového hospodárstva. Celkový zahraničný dopyt Slovenska bol v dôsledku rastúcich obáv rýchlejšieho spomaľovania rozvíjajúcich sa ekonomík (hlavne Číny) a ich dopadu na ekonomiky hlavných obchodných partnerov SR revidovaný smerom nadol. Rast zahraničných trhov Slovenska by tak mal v horizonte prognózy dosiahnuť 3,5 % v roku 2016 a v ďalších dvoch rokoch by sa mal zvýšiť na 4,5 % a 4,8 %.

Rýchly rast exportnej výkonnosti v poslednom štvrťroku 2015 a v prvom mesiaci tohto roka dával predpoklady na robustný rast exportu v tomto roku. Pod vplyvom finančných turbulencií a horších ako predpokladaných tvrdých indikátorov z rozvíjajúcich sa ekonomík sa však mierne znížil odhad rastu slovenského vývozu v prvej polovici tohto roka. V ďalšom období by mal export rásť v súlade so zahraničným dopytom a s predpokladom o miernom získavaní trhových podielov. V roku 2018 bol do predikcie zakomponovaný efekt postupného nábehu produkcie nových investícií v automobilovom priemysle. Ten by mal dosiahnuť príspevok približne 2,2 percentuálneho bodu k dynamike exportu (0,7 percentuálneho bodu k HDP).

Po výraznom raste investičného dopytu v roku 2015 (o 14 %) by malo dôjsť k jeho stagnácii. Výpadok verejných investícií z eurofondov by mal byť čiastočne nahradený rastom súkromných investícií. Ďalším impulzom by mali byť investície do bytovej výstavby, keďže v druhom polroku 2015 bolo najviac rozostavaných bytov za posledné štyri roky a zvýšil sa počet vydaných stavebných povolení. Investičný dopyt by mal byť podporený nízkymi úrokovými sadzbami a priaznivými eko-

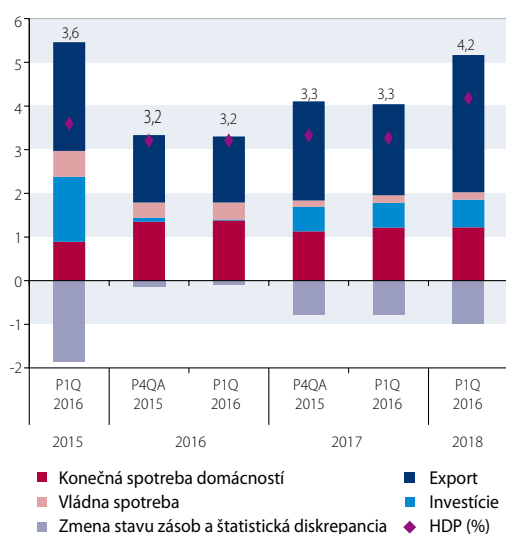


nomickými vyhlídkami. V rokoch 2016 a 2017 by sa mali prejavíť aj pripravované investície v automobilovom priemysle. Tie by mali zrýchliť rast investičného dopytu na 5 %. V roku 2018 sa uvažuje opäť s výraznejším čerpaním eurofondov, pretože sa očakáva dočerpávanie fondov v druhej polovici nového programového obdobia.

Rast súkromnej spotreby by sa mal tento rok zrýchliť, k čomu prispievajú jednorazové administratívne faktory s odhadovaným príspevkom približne 0,4 percentuálneho bodu¹ k dynamike. Do rastu reálnych disponibilných príjmov sa premietnu očakávania nepatrného poklesu spotrebiteľských cien v tomto roku. Predpokladá sa, že spotrebiteľia ušetrené prostriedky použijú z väčšej časti na zvýšenie spotreby a menšiu časť si usporia. V rokoch 2017 a 2018 sa očakáva zmiernenie rastu súkromnej spotreby v dôsledku pomalšieho rastu disponibilných príjmov z dôvodu postupne sa zotavujúcej inflácie.

Aj po zarátaní spomalenia rastu globálnej ekonomiky začiatkom tohto roka sa predpokladá mierne zrýchlenie zahraničného dopytu po slovenských výrobkoch a službách v strednodobom horizonte. Rast zahraničného dopytu by mal byť postupne podporený aj ďalším uvoľnením menovej politiky ECB zo začiatku marca. Rast ekonomiky by mal byť z hľadiska štruktúry vyvážený a dosiahnuť 3,2 % v tomto roku a 3,3 % v roku 2017. V roku 2018 by sa mal zrýchliť na 4,2 % v dôsledku začiatku postupného nábehu produkcie nových investícií v automobilovom priemysle (s príspevkom 0,7 percentuálneho bodu).

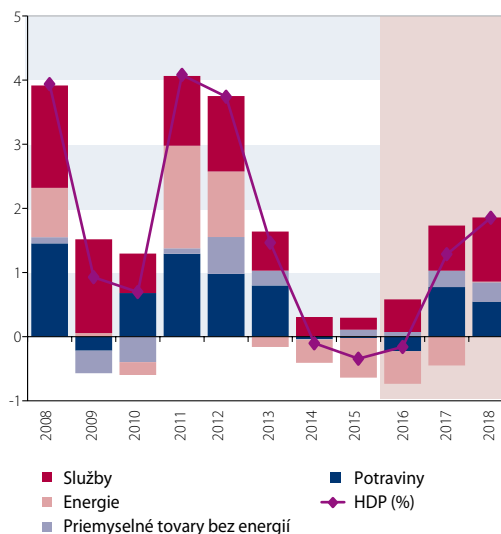
Graf 1 Vývoj HDP (medziročný rast v %, príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS.

Poznámka: Štruktúra rastu HDP je vypočítaná ako príspevky rastu jednotlivých komponentov HDP po odrátaní ich dovoznej náročnosti. V našom prípade sa vychádzalo z konštantnej dovoznej náročnosti jednotlivých zložiek HDP (konečná spotreba domácností 30 %, vládna spotreba 7 %, investície 50 % a export 62,5 %). Zvýšok dovozu bol zaradený do zmeny stavu zásob a štatistickej diskrepancie.

Graf 2 Štruktúra inflácie (medziročný rast v %, príspevky v percentuálnych bodoch)



Zdroj: NBS.

Rast ekonomiky podporí vznik nových pracovných miest. Tie by však mali v horizonte predikcie pribúdať mierne pomalšie ako v predchádzajúcich dvoch rokoch. Údaje za prvé mesiace tohto roka, ako aj očakávania zamestnávateľov signalizujú pokračovanie pozitívnych tendencií v krátkodobom horizonte. Akcelerácia ekonomiky by mala generovať dopyt po nových pracovných miestach, čo by však mohlo spôsobiť v niektorých odvetviach napätie na trhu práce v strednodobom horizonte. Firmy môžu nedostatok zamestnancov riešiť zvyšovaním počtu odpracovaných hodín na zamestnanca, zamestnávaním starších ľudí a využívaním pracovníkov aj zo zahraničia.

V tomto roku sa opäť predpokladá mierny pokles cien v dôsledku zníženia cien energií, potravín, dovozných cien a nízkeho rastu cien služieb. Potvrdzujú to údaje za prvé dva mesiace tohto roka, keď nedošlo k očakávanému rastu cien služieb a ceny potravín výraznejšie poklesli. Nízke ceny energetických komodít a elektrickej energie na komoditných trhoch vytvorili priestor na ďalší pokles cien energií pre spotrebiteľov. Očakáva sa tak, že od januára 2017 by malo opätovne dôjsť k výraznejšiemu poklesu regulovaných cien plynu, tepla a elektrickej energie. Na druhej strane sa predpokladá prarastový vplyv dovozných cien (napr. nárast inflácie v eurozóne) a tiež cien potravín. Ceny služieb by mali rásť v dôsledku zvyšujúceho sa spotrebiteľského dopytu. Inflácia by sa tak mala zrýchľovať až na takmer 2 % na konci horizontu predikcie.

V reálnej ekonomike hrozí v strednodobom horizonte riziko nižšieho rastu vplyvom možného pomalšieho zahraničného dopytu v prípade spomalenia ekonomického rastu v Číne a v ostatných rozvíjajúcich sa ekonomikách. Materializácia tohto rizika by sa mohla následne prejavíť v nižšej ako predpokladanej inflácii.

¹ Rast minimálnej mzdy, vrátenie časti platieb za plyn domácnostiam a pokles DPH na vybrané druhy potravín.



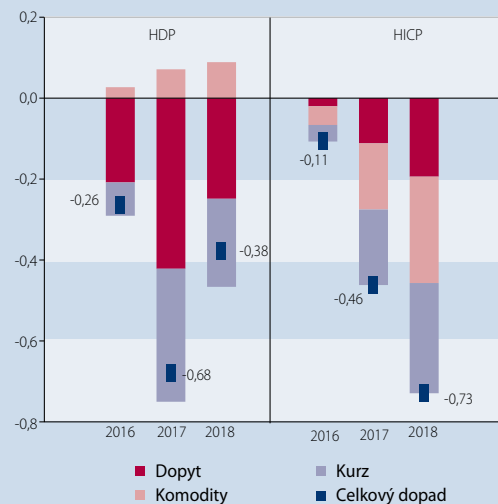
2 Makroekonomické projekcie odborníkov ECB pre eurozónu, Európska centrálna banka, marec 2016.

Odhad vplyvu výraznejšieho spomalenia ekonomického rastu Číny

Pretrvávajúce negatívne riziká rastu globálnej ekonomiky, prameniace z obáv o charakter budúceho vývoja v Číne a v ďalších rozvíjajúcich sa krajinách, sú základom pre kvantifikáciu scenára vplyvu prípadného väčšieho spomalenia ekonomického rastu Číny na slovenskú ekonomiku. Špecifikácia technických predpokladov tohto scenára vychádza z analýzy citlivosti publikovanej v marcových makroekonomických projekciách ECB². Scenár zahŕňa tri alternatívy pôsobenia negatívneho vývoja externého prostredia na domácu ekonomiku. **Alternatíva nižšieho dopytu** zachytáva negatívny vplyv väčšieho spomalenia Číny na ostatné rozvojové krajiny, čo sa prejaví oslabeným dopytom po importe v tomto regióne. Tento predpoklad ovplyvní aj ekonomický vývoj vyspelých ekonomík vo forme zníženého zahraničného dopytu. Znížený globálny dopyt zároveň povedie k zníženiu cien komodít (predovšetkým ropy), čo ešte viac oslabí kondíciu krajín exportujúcich ropu (napr. Ruska). Tento vplyv v scenári zachytáva **alternatíva nižších cien komodít**. **Alternatíva výmenného kurzu** opisuje vplyv devalvácie lokálnych mien v postihnutom regióne na zahraničný obchod a vývoj v ostatných krajinách. Tu sa očakáva, že devalváciou posilnený ekonomický rast rozvíjajúcich sa ekonomík (Ruska a Číny) potiahne nahor aj ich dopyt po importe, čo však len vo veľmi malej miere zníži negatívny vplyv celkového spomalenia globálneho dopytu.

Celkový efekt prípadného väčšieho spomalenia rastu Číny na slovenskú ekonomiku je charakterizovaný nižším rastom zahraničného dopytu po exportoch Slovenska oproti základnému scenáru, a to o 0,4 percentuálneho bodu v roku 2016, o 0,8 percentuálneho bodu v roku 2017 a o 0,5 percentuálneho bodu v roku 2018.

Dopad scenára na rast HDP a inflácie HICP (v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Výpočty NBS.

Odbor ekonomických a menových analýz NBS



Výkon operácií menovej politiky ECB a situácia na peňažnom trhu v roku 2015

Roman Kostelný
Národná banka Slovenska

Na začiatku roku 2015 odborná verejnosť očakávala, ako ECB pristúpi k zámeru prehodnotiť nastavenie menovej politiky. Keďže sa kvalitatívne uvoľňovanie vo forme dodatočných úprav kľúčových úrokových sadzieb vyčerpalo a poskytovanie likvidity prostredníctvom refinančných tendrov záviselo od dopytu bánk eurozóny, diskutovalo sa o tom, či ECB zvolí aktívny prístup pri dodatočnom uvoľnení menovej politiky po vzore významných svetových centrálnych bánk. Odborná verejnosť sa zhodla na tom, že bez zaradenia vládnych dlhopisov krajín eurozóny medzi nakupované aktíva by nebolo možné zvýšiť peňažnú zásobu na požadovanú úroveň a vykonávať kvantitatívne uvoľňovanie počas dlhšieho obdobia.

Vzhľadom na slabší priebeh nákupu cenných papierov krytých aktívami (ABS) sa očakávalo, že oživením emisnej aktivity prostredníctvom tohto nástroja vo výraznejšej miere nastane refinancovanie potrebnej úverovej aktivity. Tento postup by mal, prirodzene, bezprostredný efekt na zvýšenie bilančnej sumy Eurosystému.¹

Okrem nákupných programov sa z ostatných prijatých mimoriadnych opatrení² plánovali v roku 2015 dodatočné tranže cielených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO). Na rozdiel od počítačových tranží mohlo čerpanie týchto dodatočných naznačiť aktuálnu situáciu pri využívaní cielených prostriedkov na poskytovanie úverov a ich vplyv na dynamiku úverovej aktivity v eurozóne.

V odbornej verejnosti prevládali aj pochybnosti o tom, či sa mimoriadnymi opatreniami podarí zvýšiť infláciu a odvrátiť jej zotrvanie na nežiaduco nízke úrovniach počas dlhšieho obdobia vrátane jej prepadu do záporných hodnôt. Názory sa rôznili aj pri účinnosti čerpaných TLTRO na oživenie úverovej dynamiky, najmä v krajinách vykazujúcich sťažené podmienky pri prefinancovaní reálnej ekonomiky.

Keď prebytok likvidity dosahoval rekordné hodnoty, obchodná aktivita na peňažnom trhu

sa utlmila a ceny depozít zaznamenali najnižšie hodnoty. Vychádzajúc z predošlých skúseností bolo naďalej otáznave, či vzhľadom na penalizáciu prebytočnej likvidity dôjde k jej distribúcii medzi rizikovejšie subjekty, čo by viedlo popri zlepšení fungovania transmisného mechanizmu najmä k očakávanej zvýšenej úverovej aktivite.

Pozornosť trhových účastníkov sa sústredila okrem samotného výkonu menovej politiky aj na politickú situáciu v Grécku po predčasných parlamentných voľbách, na prístup novej gréckej vlády k pokračovaniu implementácie úsporných opatrení a na priebeh rokovaní s medzinárodnými veriteľmi. Politické riziko sa vnímalo citlivejšie aj vzhľadom na blížiacu sa parlamentné voľby v ďalších problémových krajinách, najmä z toho pohľadu, či nové vlády budú pokračovať v úsporných opatreniach.

MENOVOPOLITICKÉ OPERÁCIE ECB

Vzhľadom na zhoršujúce sa inflačné očakávania a účinnosť dovtedy prijatých mimoriadnych opatrení (TLTRO, CBPP3 a ABSPP)³ ECB v januári 2015 pristúpila k prehodnoteniu nastavenia menovej politiky. Rozšírila program nákupu aktív APP o štátne dlhopisy a cenné papiere emitované

- ¹ Zatraktívením v porovnaní s inými alternatívami pri prefinancovaní úverovej aktivity by sa oživila emisná aktivita a tým aj záujem bánk eurozóny ponúkať tieto cenné papiere v rámci programu ABSPP.
- ² Medzi mimoriadne opatrenia prijaté v roku 2014 patrili TLTRO, programy CBPP3 a ABSPP a zavedenie záporného úročenia prebytku likvidity.
- ³ Prostredníctvom mimoriadnych opatrení TLTRO, CBPP3, ABSPP sa malo doceliť navýšenie bilančnej sumy Eurosystému smerom k úrovniam zo začiatku roku 2012.

Skratky používané v texte:

ABS (asset-backed securities) – cenné papiere kryté aktívami
 ABSPP (asset-backed securities purchase programme) – program nákupu cenných papierov krytých aktívami
 APP (asset purchase programme) – rozšírený program nákupu aktív
 CAC (collective action clause) – doložka o spoločnom postupe
 CBPP3 (third covered bond purchase programme) – tretí program nákupu krytých dlhopisov
 LTRO (longer-term refinancing operations) – dlhodobější refinančné operácie
 MLF (marginal lending facility) – jednodňové refinančné operácie
 MRO (main refinancing operations) – hlavné refinančné operácie
 PSPP (public sector purchase programme) – program nákupu cenných papierov verejného sektora
 SMP (securities markets programme) – program pre trhy s cennými papiermi
 TLTRO (targeted longer-term refinancing operations) – cielené dlhodobější refinančné operácie



4 Celkovú poskytnutú likviditu tvorí objem čerpania v refinančných operáciách (MRO, LTRO a MLF) a prostriedky dodané prostredníctvom nákupných programov, ukončených aj prebiehajúcich.

agentúrami, nadnárodnými, resp. medzinárodnými inštitúciami (program PSPP). Celkové mesačné nákupy sa plánovali na 60 mld. EUR a na obdobie končiacie sa najskôr v septembri 2016, resp. v momente dosiahnutia inflačného cieľa.

V priebehu uplynulého roka došlo k technickej úprave programu PSPP vo forme zvýšenia limitu nákupu na emisiu z 25 % na 33 % v závislosti od doložky o spoločnom postupe (CAC). Týmto rozhodnutím sa uvoľnil dodatočný priestor pri nákupe jednotlivých emisií, čo malo podporiť bezproblémový priebeh nákupnej aktivity Eurosystemu. Priestor pre nákup sa zvýšil aj rozšírením počtu agentúr, nadnárodných a medzinárodných inštitúcií.

K úprave podmienok nákupného programu došlo až v decembri, keď sa predĺžilo obdobie jeho realizácie o 6 mesiacov do konca marca 2017. Ne-

zvýšila sa síce mesačná čiastka nákupov, zmenila sa však jej štruktúra, a to po začlenení regionálnych a komunálnych dlhopisov do programu.

Výkon refinančných operácií sa nezmenil, prístupilo sa len k predĺženiu ich uskutočňovania metódou FRFA (plným prídelením za pevnú úrokovú sadzbu) do konca roku 2017.

Napriek predchádzajúcim vyjadreniam, že kľúčové úrokové sadzby dosiahli najnižšiu úroveň, čo vylučovalo dodatočné kvalitatívne úpravy, ECB prístupila v decembri k ďalšiemu zníženiu, konkrétne úrokovej sadzby pre jednoduchové sterilizačné operácie. Dôvodom bola skutočnosť, že táto sadzba významne vplývala na transmisný mechanizmus. Nenaplnili sa však predstavy trhu o jej podstatnejšej redukcii až na -0,5 % a o zavedení osobitého úročenia prebytku likvidity, ktorým sa mala v plnej miere zmierniť penalizácia prebytku likvidity.

Celkovú poskytnutú likviditu⁴ eurozóny výrazne zvyšoval k úrovniam z roku 2012 výlučne program nákupu aktív, kým v refinančných tendroch sa kumulatívne čerpali zdroje bez výraznejších zmien.

Vzhľadom na splatnosť trojročných tendrov a uskutočnenie dodatočných tranží TLTRO sa zmenila štruktúra čerpaných refinančných zdrojov. Splatenie zostatku trojročných tendrov na začiatku roka nevyvolalo výpadok zdrojov, pretože tie boli plne kompenzované zvýšením čerpania kratších týždenných MRO a trojmesačných LTRO. Banky eurozóny si vytvárali priestor na účasť na dodatočných tranžiach cieľných LTRO osobitne pred marcovou a júnovou aukciou, keď sa postupne zredukovalo čerpanie ostatných refinančných foriem. Ostatné dve tranže cieľných LTRO nemali zásadnejší vplyv na úroveň likvidity z dôvodu veľmi nízkeho záujmu.

Okrem samotnej reštrukturalizácie splatností čerpaných zdrojov v prospech dlhodobějších vplýval na celkový objem refinančných zdrojov aj rastúci prebytok likvidity. V dôsledku nárastu voľných prostriedkov klesal záujem o dodatočné zdroje v uskutočňovaných tendroch.

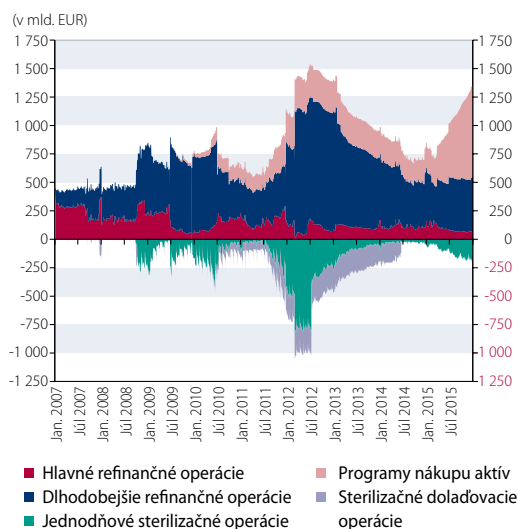
S nárastom poskytnutej likvidity sa nežiaduco zvyšoval aj jej prebytok, podporený prílevom zdrojov z programu nákupu aktív. Naposledy sa na úrovni 650 mld. EUR nachádzal v novembri 2012, čo bolo pred začiatkom predčasného splácania trojročných zdrojov.

Distribúcia prebytku likvidity sa nemenila, keď sa jeho prevažná väčšina kumulovala v krajinách s nižším čerpaním refinančných zdrojov. Samotný prebytok likvidity na agregátnej úrovni bol alokovaný predovšetkým do prebytočných rezerv, hoci využívanie depozitných operácií mierne rástlo. Z dôvodu záporného úročenia prebytočnej likvidity bez ohľadu na jej umiestnenie sa jednoduchové sterilizačné operácie využívali len na zníženie celkovej refinančnej pozície.

ÚČASŤ DOMÁCICH BÁNK V MENOVOPOLITICKÝCH OPERÁCIÁCH ECB

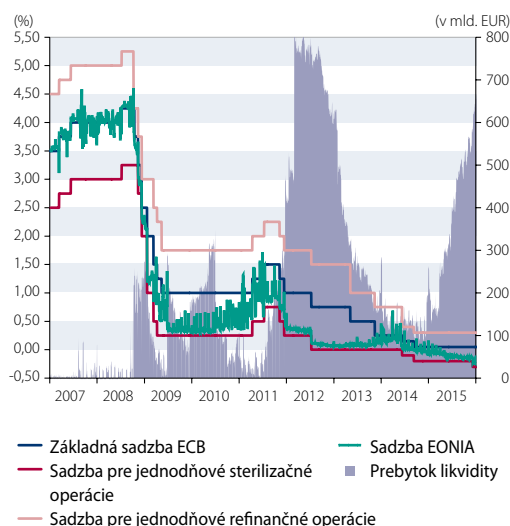
Aj v siedmom roku od vstupu do eurozóny platilo, že domáce banky využívali operácie menovej

Graf 1 Vybrané operácie menovej politiky ECB



Zdroj: ECB, spracovanie NBS.

Graf 2 Kľúčové úrokové sadzby ECB a prebytok likvidity



Zdroj: Bloomberg, spracovanie NBS.



politiky veľmi zriedkavo. Svedčí to o tom, že si dokážu zabezpečiť potrebné zdroje na medzibankovom trhu, ako aj v rámci vlastnej bankovej skupiny po prerozdelení centralizovaných zdrojov.

Na kratšej MRO sa zúčastňoval užší okruh domácich bánk s nižšími objemami.

Podobne ako v predchádzajúcich mimoriadnych tendroch s dlhšou dobou splatnosti (v ročných a trojročných), väčší záujem sa zaznamenal aj o ciele financovanie v LTRO.

Okrem refinančných a sterilizačných operácií sa domáce banky mohli v roku 2015 zúčastniť aj na programe nákupu aktív. Zaradením slovenských hypotekárnych záložných listov a vládnych dlhopisov sa daný program zatriktívnil aj pre domáci bankový sektor.

Záujem domácich bánk zobchodovať domáce cenné papiere na sekundárnom trhu je do značnej miery limitovaný skutočnosťou, že prevažnú väčšinu domácich cenných papierov držia v portfóliách do splatnosti.

Domáci bankový sektor sa nachádzal v prebytku likvidity, ale vo výrazne nižšom v porovnaní s agregátnou úrovňou eurozóny. Voľné prostriedky sa kumulovali na bežných účtoch vo forme prebytočných rezerv. Depozitné operácie využíval len užší okruh domácich bánk, čo naznačuje odlišný prístup pri alokácii prebytku likvidity.

OBCHODOVANIE BÁNK EUROZÓNY NA AGREGÁTNEJ ÚROVNI

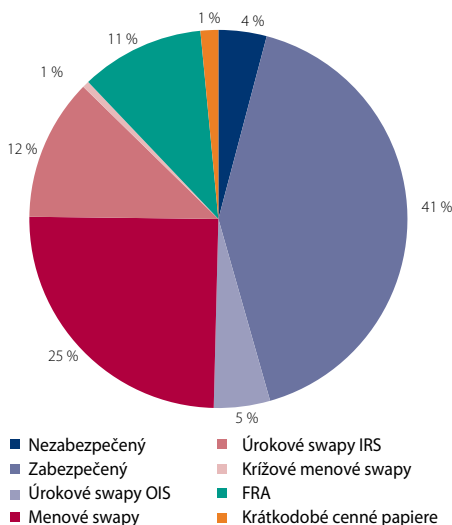
V druhom štvrtroku 2015 sa aktivita bánk eurozóny na eurovom peňažnom trhu po dvoch rokoch rastu opäť výrazne prepadla až na úroveň roku 2012. Nižšia obchodná aktivita súvisí s prudko rastúcim prebytkom likvidity z dôvodu prílevu likvidity z programu nákupu aktív (APP). Naposledy sa takáto zvýšená úroveň likvidity zaznamenala v prvom štvrtroku 2013, teda na začiatku predčasného splácania trojročných tendrov.

V dôsledku výrazne rastúceho prebytku likvidity banky eurozóny obmedzovali transakcie na peňažnom trhu, čo sa prejavilo v podstatnom poklese využívania viacerých trho-vo-peňažných nástrojov. Najviditeľnejšie zredukovali využívanie úrokových swapov OIS vzhľadom na nižšiu potrebu zabezpečiť sa voči vývoju najkratšej úrokovej sadzby Eonia. V sledovanom období spomínaná úroková sadzba zaznamenala v zápornom pásme nižšiu volatilitu. V porovnaní s úrokovým swapom OIS sa vo väčšej miere zobchodovali úrokové swapy IRS, ktorých účelom bolo zabezpečenie úrokových sadzieb Euribor.

So zvýšeným prebytkom likvidity súvisí aj prudký pokles obchodovania na nezabezpečenom trhu, ktorý sa prepadol na najnižšiu hodnotu za sledované obdobie. Utlmením aktivity na depozitnom trhu sa zvýraznilo dominantné postavenie zabezpečeného trhu, na ktorom sa zobchodoval desaťnásobne väčší objem než na nezabezpečenom trhu.

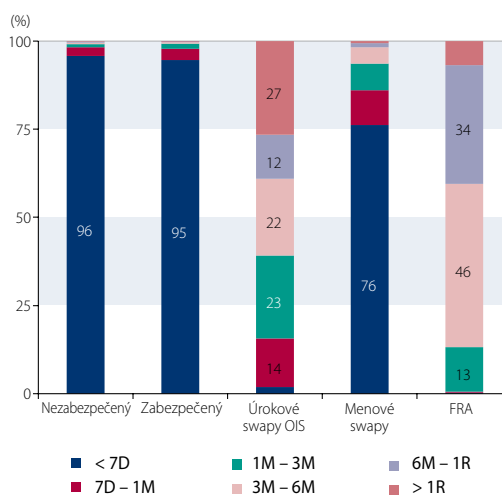
Z ostatných nástrojov sa znížilo aj obchodovanie na zabezpečenom trhu a trhu FRA, ale miernejším tempom.

Graf 3 Štruktúra eurového peňažného trhu v roku 2015



Zdroj: Euro Money Market Survey 2015.

Graf 4 Obchody bánk eurozóny na peňažnom trhu podľa dĺžok splatností



Zdroj: Euro Money Market Survey 2015.

Nárast aktivity sa zaznamenal len medzi derivátmi, a to pri krízových menových swapoch, úrokových swapoch IRS a menových swapoch. V rámci úrokových swapov IRS vzrástol záujem bánk eurozóny zabezpečiť sa na dlhšie obdobie voči úrokovému riziku, a to nad päť, resp. desať rokov.

V štruktúre nástrojov nedošlo k výraznejším zmenám. Naďalej sa najviac obchodovali transakcie zabezpečené kolaterálom (repo obchody), po nich nasledovali menové swapy, úrokové swapy IRS a FRA. Menší ako 5 % podiel mali úrokové swapy OIS a depozitné (nezabezpečené) obchody. Minoritnými naďalej zostali obchody s krátkodobými cennými papiermi a krízové menové swapy.

Z hľadiska splatností zobchodovaných na depozitnom trhu nedošlo oproti predchádzajúcemu roku k významnejším zmenám. Obchody sa



koncentrovali najmä do najkratších splatností, a to do jedného týždňa (viac ako 90 %). Existencia záporných úrokových sadziieb pri najkratších splatnostiach sa neprejavila vo zvýšenej preferencii bánk eurozóny zobchodovať voľné prostriedky za kladné úrokové sadzby, čím by sa vyhli zataženiu obchodov zápornými úrokovými sadzbami.

Zmena preferencie v splatnostiach nastala pri úrokových swapoch OIS, pri ktorých sa výrazne znížil záujem o zabezpečenie proti úrokovému riziku na kratšie obdobie (do jedného mesiaca). Zvýšil sa však dopyt po najdlhších splatnostiach (nad jeden rok).

Depozitné obchody sa uskutočňovali najmä medzi protistranami na národnej úrovni, čo môže naznačovať pretrvávajúcu neochotu vstupovať do transakcií s rizikovejšími subjektmi mimo domáceho okruhu. K väčším cezhraničným transakciám dochádzalo v prípadoch zabezpečenia obchodu kolaterálom, ktorý zmiernil vnímané riziko protistrany. Obchody so subjektmi mimo eurozóny dominovali pri menových swapoch, čo vyplývalo z ich podstaty zobchodovať transakcie so zahraničnými menami voči euru.

Zabezpečené obchody sa uskutočňovali takmer výlučne formou bilaterálnych transakcií, v rámci ktorých významnú úlohu plnili centrálné protistrany. Okrem týchto inštitúcií sa obchodovalo veľmi málo, napriek tomu, že išlo o transakcie zabezpečené kolaterálom. Zdá sa, že ani kolateralizácia nepostačovala na uzatvorenie obchodu s rizikovejšími subjektmi, čo môže viesť k úvahe, že problémom je nielen rizikový profil subjektu, ale aj kvalita predloženého kolaterálu.

V obchodoch s inými menami než s eurom si udržal dominantné postavenie americký dolár. Prostredníctvom ostatných mien, ako napr. britskej libry, švajčiarskeho franku a japonského jenu, sa obchodovalo len minimálne.

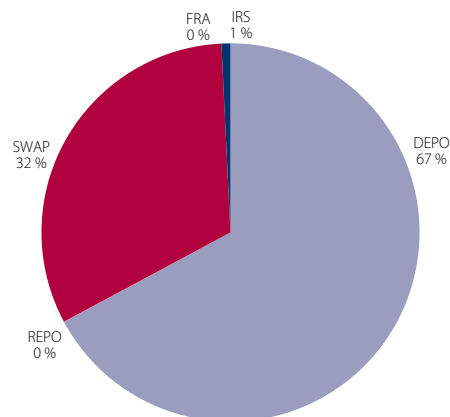
OBCHODOVANIE NA DOMÁCEJ ÚROVNI

Domáce banky po štyroch rokoch utlmili obchodnú aktivitu na peňažnom trhu, čo spôsobil výrazný pokles nezabezpečeného trhu, ktorý si však napriek tomu udržal svoje dominantné postavenie. Po ňom najviac obchodovanými nástrojmi boli menové swapy, ktoré zaznamenali na rozdiel od depozitných obchodov podstatnejší nárast. Zabezpečené obchody patrili aj počas minulého roku k minimálne využívaným nástrojom peňažného trhu. Medzi menej zobchodovanými sa nachádzali aj úrokové swapy IRS. Forwardové obchody sa druhý rok po sebe neuskutočnili.

Keďže výrazná väčšina obchodov sa štandardne odohráva v rámci vlastnej bankovej skupiny alebo medzi domácimi bankami navzájom, minimalizovala sa potreba zabezpečovať transakcie kolaterálom. Zmiernené vnímané riziko protistrany sa prejavilo na dominantnom postavení depozitných obchodov.

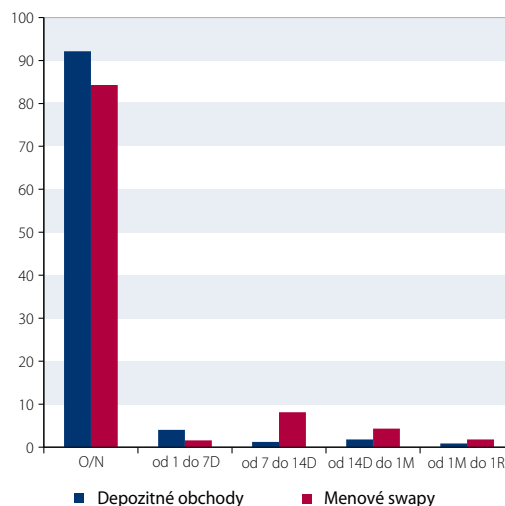
Obchody v inej mene ako euro sa uskutočňovali formu menových swapov. Obchody s menami, či už okolitých krajín (CZK, PLN a HUF) alebo

Graf 5 Štruktúra domáceho peňažného trhu



Zdroj: NBS.

Graf 6 Obchody domácich bánk na peňažnom trhu podľa dĺžok splatností (v %)



Zdroj: NBS.

významných svetových ekonomík (USD, JPY, CHF, GBP), vyplývali z charakteru transakcií a atraktívnosti daných mien.

Existencia záporných úrokových sadziieb sa neprejavila na obmedzení obchodov s najkratšími dĺžkami splatností. Jednodňové obchody naďalej dominovali v štruktúre nezabezpečených obchodov a menových swapov. Naznačuje to správanie domácich bánk pri doladovaní likvidity na dennej báze, čím sa zefektívnil toky prostriedkov.

Najvýznamnejšími obchodnými partnermi domácich bánk boli protistrany mimo domáceho okruhu, výlučne s nimi zobchodovali derivátové obchody, a to menové a úrokové swapy IRS. Depozitné a repo transakcie sa uskutočnili aj s domácimi protistranami.

ZÁVER

V uplynulom roku situáciu na finančnom trhu výrazne ovplyvnila aktivita Eurosystemu na kapitálovom trhu. ECB začala vykonávať menovú po-



litiku priamo aktívne, prostredníctvom nákupov na kapitálovom trhu, čím dodatočne a výrazne uvoľnila menovú politiku. Realizácia programu viedla k nárastu poskytnutej likvidity k úrovniam z roku 2012, čo sa však paralelne premietlo do zvýšenia prebytočnej likvidity a nedochádzalo tak k distribúcii voľných prostriedkov na peňažnom trhu rizikovejším subjektom. Obchodná aktivita sa v dôsledku nárastu prebytku likvidity vo všeobecnosti utlmila.

Nákupným programom sa nezlepšilo makroekonomické prostredie ani inflačný výhľad v eurozóne. Prevážili negatívne externé udalosti z výrazného poklesu cien ropy a dôsledkov spomalenia čínskej ekonomiky.

Aj v siedmom roku od vstupu do eurozóny možno konštatovať, že výraznejšie zmeny vo využívaní menovopolitických zdrojov nenastali. Domáce banky sa na operáciách menovej politiky zúčastňovali len veľmi zriedkavo. Podobne ako o predchádzajúce mimoriadne zdroje s dlhšími dobami splatností (ročnými a trojročnými) sa zaznamenal väčší záujem aj o ciele LTRO, čo sú prostriedky pre reálnu ekonomiku. Napriek tomu, že sa zara-

dením domácich aktív do nákupného programu mohla zatriktívniť účasť aj pre domáce banky, ich záujem do značnej miery limitovala skutočnosť, že prevažnú väčšinu domácich aktív držali v portfóliách do splatnosti.

VÝHĽAD NA ROK 2016

Na začiatku tohto roka sa makroekonomické prostredie zhoršilo najmä tým, že sa obnovili obavy trhu z dôsledkov spomalenia čínskej ekonomiky. Popri možnom slabšom ekonomickom raste sa poklesom cien ropy na dvanásťročných minimách zhoršili inflačné očakávania. Na negatívny vplyv externého prostredia ECB reagovala signalizáciou opätovného prehodnotenia nastavenia menovej politiky.

K ďalším sledovaným udalostiam patrí vývoj úverovej aktivity v súvislosti s prehodnotením čerpaných cieľných prostriedkov. Výsledok povinného predčasného splatenia v prípade nevyužitia ponúknutých cieľných dlhodobých zdrojov zviditeľní, v akej miere boli banky eurozóny schopné využiť poskytnuté prostriedky na úverovanie reálnej ekonomiky.

I N F O R M Á C I E

Ponuka podujatí Inštitútu bankového vzdelávania NBS, n. o.



Máj	
Ako inteligentne riadiť konflikt	3. 5. 2016
Etiketa a základy spoločenského protokolu v praxi I	5. 5. 2016
SEPA – SEPA SCT a SEPA DD a príslušná legislatíva	10. 5. 2016
Neprijateľné zmluvné podmienky vo finančných službách v judikatúre súdov	11. 5. 2016
Osobnostná typológia MBTI a možnosti jej využitia v praxi manažérov	11. 5. 2016
Váš mozog sa dokáže zlepšiť	12. 5. 2016
TRADE FINANCE	16. 5. 2016
Back Office (Treasury Back Office)	17. 5. 2016
Aktuálne dokumenty Bazilejského výboru a EBA k problematike Bazilej III (CRR/CRD IV)	17. 5. 2016
Bankovníctvo v SR – II. časť	17. – 20. 5. 2016
3rd International Conference on E-money, Cards and Payments	18. – 19. 5. 2016
Peňažné a kapitálové trhy II	16. – 18. 5. 2016
Manažérske štýly riadenia	23. 5. 2016
Riadenie projektov vo finančnej inštitúcii od A po Z	25. 5. 2016
Právny systém Slovenskej republiky	25. 5. 2016
Manažérsky reporting/dashboarding workshop (ako reportovať predstavenstvu a manažérom)	26. 5. 2016
Jún	
Ako využívať emocionálnu inteligenciu v praxi a efektívne zvládať stres	1. 6. 2016
Neprijateľné zmluvné podmienky vo finančných službách v judikatúre súdov	1. 6. 2016
Rizikovo upravené meranie výkonnosti – Risk Adjusted Performance Measurement	6. 6. 2016
IRRBB (Interest Rate Risk in the Banking Book)	7. 6. 2016
Platobný styk v SEPA priestore (SEPA SCT, SEPA SDD a TARGET2)	7. 6. 2016
Zásadná novela zákona o mediácii a jej aplikačné pôsobenie v právnej praxi	7. 6. 2016
Discover Qlik Sense	8. 6. 2016
Daňové systémy v krajinách EÚ so zameraním na zrážkovú daň v SR a krajinách EÚ	8. 6. 2016
Školenie pre používateľov IS SIPS	9. 6. 2016
2nd ICT Security in Financial Institutions Conference	9. – 10. 6. 2016
Osobitné finančné vzdelávanie – základný stupeň, stredný stupeň, vyšší stupeň (sektor poisťovní a zaistenie)	14. – 15. 6. 2016
Školenie pre správcov a operátorov IS SIPS	15. – 16. 6. 2016
Osobitné finančné vzdelávanie – základný stupeň, stredný stupeň, vyšší stupeň (sektor úvery)	16. – 17. 6. 2016
Etiketa a základy spoločenského protokolu v praxi II	20. 6. 2016



Divergencia menových politík významných centrálnych bánk

Miroslava Kosáková
Národná banka Slovenska

Posledná dekáda je z pohľadu centrálného bankovníctva veľkou výzvou pre menové politiky významných centrálnych bánk, ktoré po ťažkom období globálnej finančnej krízy v rokoch 2007 a 2008 zápasia s extrémne nízkymi mierami inflácie hraničiacimi s defláciou. Po zavedení nulových kľúčových sadzieb, ktoré si kríza vyžiadala, už niekoľko bánk pristúpilo k bezprecedentnému experimentu záporných kľúčových sadzieb. Vo väčšine prípadov kvalitatívny nástroj úrokových sadzieb, napriek ich historicky najnižším úrovňam, nebol dostatočný a rozhodovacie orgány centrálnych bánk zaviedli nadštandardné kvantitatívne nástroje v podobe kvantitatívneho uvoľňovania. Pretrvávajúci pomalý, resp. nulový či záporný rast inflácie núti centrálné banky, aby prichádzali s ďalšími inováciami a s ďalším rozširovaním expanzívnej menovej politiky. Tejto celosvetovej tendencii sa v súčasnosti úspešne vymyká USA, kde sa podarilo naštartovať domácu ekonomiku a centrálna banka už začala sprísňovať svoju menovú politiku. Na globálnej menovo-politickej scéne môžeme preto v súčasnosti sledovať divergenciu menových politík.

Centrálné banky v súčasnosti zdolávajú veľkú výzvu navrátenia globálnej ekonomiky do ekonomickej prosperity. Menové politiky sú okrem historicky najnižších úrokov charakteristické masívnym dodávaním likvidity do bankového sektora s cieľom podnietiť rast úverov a tým ekonomického výstupu. To by malo mať podľa doteraz platnej ekonomickej teórie vplyv na nárast inflácie, ktorá je v určitom ročnom raste (približne 2 %) znakom dobre fungujúcej ekonomiky. Transmisný mechanizmus, ktorý až do obdobia krízy fungoval takmer učebnicovo, už akoby v dnešnej dobe nepôsobil. Nízke a negatívne kľúčové úrokové sadzby vplyvajú na trhové sadzby, ktoré na medzibankovom trhu tiež klesajú na nové historické minimum. Komerčné banky zároveň disponujú vysokou nadmernou likviditou, ktorú im dodávajú centrálné banky či už formou štandardných refinančných operácií, alebo prostredníctvom nákupov súkromných a vládnych cenných papierov. Tým sa vytvorili predpoklady, aby banky mohli súkromnému sektoru poskytnúť lacné a až masívne úvery. K tomuto kroku však nedochádza. Enormné množstvo peňazí, ktoré by malo pôsobiť na rast inflácie, je uložené na účtoch bánk a ku komerčným spotrebiteľom sa nedostáva. Súčasní ekonómovia by preto mali zodpovedať oprávnenú otázku, či klasický transmisný mechanizmus a mechanizmus fungovania ekonomiky stále funguje.

Dôvodom tejto otázky je aj fakt, že v súčasnosti je globálna ekonomika historicky najviac prepojená. Vývoj národnej ekonomiky ovplyvňujú nielen domáce faktory a výmenný kurz, ale aj veľké množstvo externých faktorov, ktoré započítavajú do svojich ekonomických predikcií. Jedným z dôležitých externých faktorov je v súčasnosti napríklad ekonomický vývoj Číny, ktorá je celosvetovo druhou najväčšou krajinou v tvorbe nominálneho

HDP a svetovo najväčšou krajinou v HDP podľa parity kúpnej sily. Je to tiež krajina s najrýchlejšie rastúcim spotrebiteľským trhom a druhá najväčšia v importe tovarov. Preto spomalenie rastu Číny implikuje závažné riziko aj vo svetovom meradle.

Podobným faktorom, ktorý v súčasnosti marí snahu centrálnych bánk, je klesajúca cena ropy, ktorá spôsobuje najmä nízku mieru inflácie. V období rokov 2007 a 2008 jej cena zaznamenala prudký rast až k úrovni 150 USD za barel. Počas finančnej krízy prudko klesla na 40 USD za barel. Následne tento prudký pokles korigovala a stabilizovala sa okolo úrovne 100 USD za barel. V roku 2014 začala jej cena opäť prudko klesať, pričom dôvodom takéhoto vývoja bol silnejúci americký

Graf 1 Vývoj inflácie eurozóny (v %) a ceny európskej ropy Brent (v USD)



Zdroj: Bloomberg.



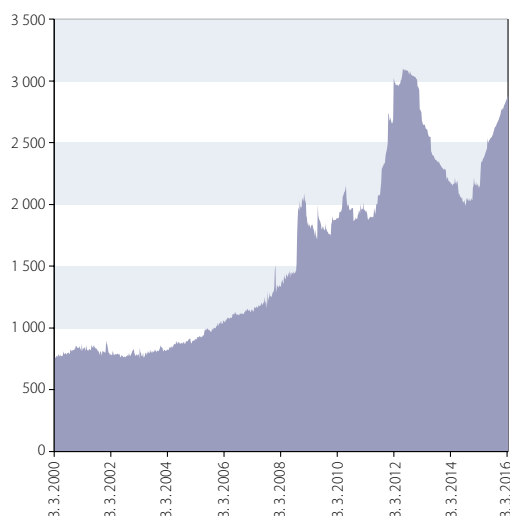
ký dolár a rastúce celosvetové zásoby komodity, ktoré sa pre pomalý hospodársky rast nestretajú s dopytom. Cena ropy začiatkom roku 2016 klesla až k úrovni 26 USD za barel, no v súčasnosti sa stabilizovala okolo 35 USD za barel s momentálne rastúcim trendom. Predikcie rôznych analytikov odhadujú, že by sa mohla stabilizovať okolo úrovne 50 USD za barel. Z vývoja ceny ropy a inflácie meranej HICP eurozóny je zjavné, že pozitívne korelujú. Ak sa cena ropy odrazila od svojho súčasného dna, môže to znamenať, že aj inflácia by mala začať stúpať?

Ďalším súčasným fenoménom je zápas centrálnych bánk proti silným menám. Podľa viacerých centrálnych bánk sú ich národné meny značne nadhodnotené, čo pôsobí v domácom sektore reštriktívne. Centrálné banky sa preto snažia rôznymi prostriedkami – či už vyhláseniami o nadhodnotenej mene, stanovením intervenčnej úrovne alebo priamymi intervenciami – o oslabenie domácej meny. Chcú tak zabezpečiť vyššiu konkurencieschopnosť domácich výrobkov a zvýšiť export. Napríklad Čína v uplynulom období so zámerom zastaviť spomaľovanie ekonomického rastu niekoľkokrát devalvovala svoju menu, čím ju zlacnela oproti ostatným svetovým menám a spravila export domácej produkcie konkurencieschopnejším. Devalvácia čínskeho yüanu však na druhej strane predstavuje posilnenie cudzej meny, napr. amerického dolára, ktorého hodnota sa zvyšuje, a tým sa tovary v danej mene stávajú drahšími. To sa prejaví na nižšom záujme o americké výrobky a následne nižšom hospodárskom raste USA. Na druhej strane, keďže Čína je významným svetovým importérom, pre ekonomiky exportujúce do tejto krajiny je jej hospodársky rast dôležitým faktorom pre vlastný ekonomický trh. Vzhľadom na tieto skutočnosti je Čína v súčasnosti kľúčovým prvkom globálneho finančného trhu.

Tieto globálne faktory spolu s domácimi už dlhšie vplyvajú na nízku mieru inflácie mnohých významných svetových ekonomík. Centrálné banky po niekoľkonásobnom znížení sadzieb až na nulovú úroveň pristúpili k prelomeniu tejto zatiaľ nepreskúmanej hranice siahajúcej do záporných čísel, ktorá bola tradične vnímaná ako minimálna možná úroveň pre nominálne úrokové sadzby. Európska centrálna banka a centrálné banky Dánska, Švédska, Švajčiarska a Japonska znížili svoje kľúčové sadzby až do mínusových hodnôt. Chronologicky ako prvá znížila krátkodobu do záporného pásma svoju sadzbu na jednodňové vklady švédska centrálna banka Sveriges Riksbank v roku 2009, neskôr však prešla do reštriktívneho cyklu.

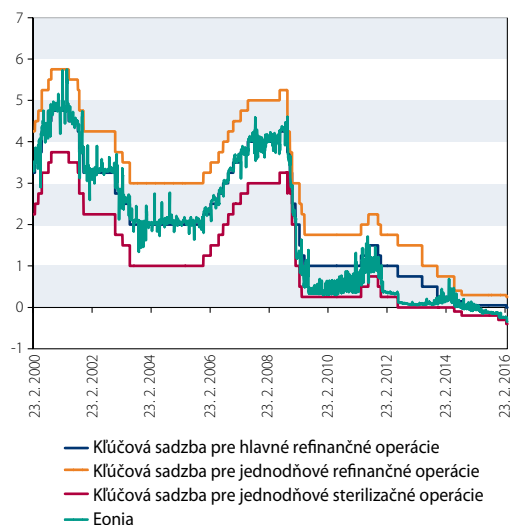
V súčasnej ekonomickej kríze začala so znížením sadzieb pod nulu a s politikou záporných úrokových sadzieb Európska centrálna banka. Expanzívnu menovú politiku aplikuje od roku 2011, keď jej kľúčová sadzba pre hlavné refinančné operácie bola na úrovni 1,5 %. V snahe stimulovať veľmi nízku mieru inflácie¹, ECB posunula do roku 2014 niekoľkonásobnými zníženiami svoje kľúčové sadzby k nulovej úrovni. Zároveň vytvorila viaceré dodatočné operácie a nákupné progra-

Graf 2 Vývoj bilančnej sumy ECB (v mld. EUR)



Zdroj: Bloomberg.

Graf 3 Vývoj kľúčových úrokových sadzieb (v % p. a.)



Zdroj: Bloomberg.

my, prostredníctvom ktorých dodáva bankovému sektoru významnú dodatočnú likviditu. To sa prejavuje v náraste bilančnej sumy centrálnej banky. Zatiaľ najvyššiu bilančnú sumu, približne 3,1 bilióna EUR, dosiahla ECB v roku 2012. Neskôr však banky využili možnosť predčasného splatenia týchto operácií, čo sa prejavilo na poklese bilančnej sumy k úrovni spred roku 2011. Od roku 2014 opäť dochádza k nárastu bilančnej sumy ECB, čo spôsobujú programy nákupu dlhových cenných papierov.

Znížením sadzieb o 10 bazických bodov ECB v júni 2014 zaviedla zápornú úrokovú sadzbu na jednodňové vklady. Od tohto obdobia ešte niekoľkokrát znížila kľúčové sadzby, ktoré sú momentálne na najnižšej úrovni vo svojej histórii, t. j. 0,00 % pre hlavné refinančné operácie, 0,25 % pre jednodňové refinančné operácie a -0,40 % pre jednodňové

¹ V roku 2014 inflácia dosiahla úroveň 0,4 % a v roku 2015 0,1 %.



2 Záporné úrokové sadzby sú aplikované na depozitné produkty centrálnych bánk, čo znamená, že komerčnej banke je splatená nižšia suma, akú si uložila do centrálnej banky. Výnimku tvoria operácie TLTRO II, ktoré majú refinančný charakter. Keďže úroková sadzba na tieto operácie môže klesnúť až do mínusu, komerčná banka môže dostať od centrálnej banky výnos za čerpanie úveru.

sterilizačné operácie. To znamená, že obchodné banky si v súčasnosti môžu požičať od centrálnej banky zdroje v hlavnej refinančnej operácii so 7-dňovou splatnosťou za nulový úrok. Veľkú časť prostriedkov však hromadia na svojich účtoch povinných minimálnych rezerv, ktorých predpísaná výška je úročená sadzbou hlavnej refinančnej operácie, t. j. 0,00 %. Záporná sadzba pre jednoduchové sterilizačné operácie sa vzťahuje okrem jednoduchových vkladov bánk v centrálnej banke aj na priemerné rezervy bánk držané nad rámec povinných minimálnych rezerv, vklady verejnej správy prekračujúce určitú výšku, zostatky na účtoch účastníkov v rámci systému TARGET2 a iné.

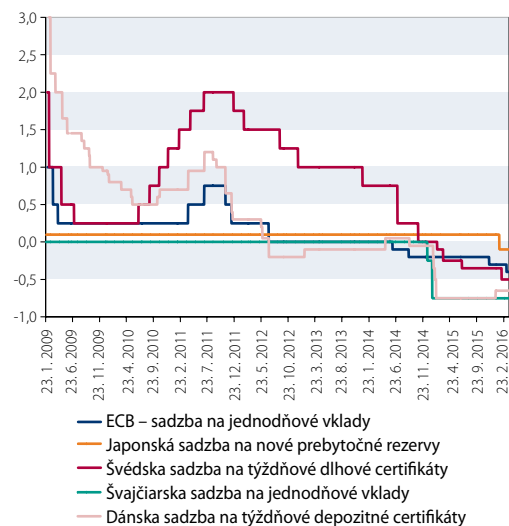
Aby ECB ďalej motivovala bankový sektor na poskytovanie komerčných úverov, na marco- tove zasadnutí Rady guvernérov zaviedla druhé kolo tzv. cielených dlhodobějších refinančných operácií TLTRO II. So snahou o čo najsilnejšiu motiváciu rozhodla, že úroková sadzba v týchto operáciách môže byť až na úrovni úrokovej sadzby jednoduchových sterilizačných operácií -0,40 %. Podmienkou je poskytnutie takto získaných zdrojov súkromnému sektoru vo forme úverov. Takže banka, ktorá naplní zámer ECB, môže za čerpanie zdrojov z ECB dostať úrokový výnos (požičia si určitú sumu a vráti nižšiu sumu). Tie komerčné banky, ktoré si v TLTRO II požičajú prostriedky, no nebudú úspešné v ich distribuovaní do súkromnej sféry, splatia istinu s nulovým úrokom a vrátia rovnakú sumu, akú si požičali. Splatnosť týchto operácií bude 4 roky a prvá operácia sa uskutoční v júni 2016.

Podľa vyjadrení viacerých európskych bankových analytikov TLTRO II môže byť najúčinnější z doteraz všetkých nadštandardných krokov, ktoré ECB v súčasnom expanzívnom menovopolitickom cykle urobila. Očakávania komerčných bánk zohrávajú osobitne významnú úlohu v účinnosti menovej politiky. ECB, hoci je nezávislá inštitúcia, ktorá sa rozhoduje s ohľadom na stanovené ciele, prihliada na očakávania trhových účastníkov, keďže menovú politiku uskutočňuje cez komerčné banky. Je preto dôležité, aby vo svojich rozhodnutiach prihliadala aj na potreby bánk. Očakávania bankového sektora, pokiaľ ide o menovopolitické rozhodnutia, sú však ďalším začarovaným kruhom. Po každom zasadnutí Rady guvernérov ECB v poslednom roku trhoví účastníci očakávali, že ECB predstaví ďalšie dodatočné stimuly, keďže inflácia sa už dlho drží na neželaných veľmi nízkych úrovniach. Zdá sa však, že po každom zasadnutí trh vyjadruje skôr sklamanie a uvádza, že očakával viac ako to, čo bolo schválené, čo už dopredu implikuje, že nové stimuly nebudú úspešné. Z viacerých ekonomických štúdií vyplýva, že záporné sadzby by nemali byť v platnosti príliš dlhé obdobie, pretože môžu narušiť stabilitu finančného trhu. Preto z viacerých dôvodov je ECB v súčasnosti pred obrovskou skúškou dôveryhodnosti, keďže má už viac ako rok v platnosti záporné úrokové sadzby, pravidelne predstavuje nové stimuly, no mieru celkovej inflácie HICP sa nedarí zvýšiť od hodnôt blízkyh nule.

Švajčiarska, dánska a švédka centrálna banka tiež pristúpili k zavedeniu záporných úrokových sadzieb v období rokov 2014 a 2015, a to z dôvodu nepriaznivého ekonomického vývoja a tlakov na posilňovanie domácich mien. Rovnaký krok podnikla centrálna banka Japonska začiatkom roku 2016.² Centrálna banky v Európe následne viackrát znížili svoje depozitné sadzby. Najviac, až na -0,75 % znížila svoju sadzbu dánska centrálna banka. Urobila tak z dôvodu tlakov na apreciáciu domácej meny na začiatku roku 2015, no o rok neskôr, po ustúpení výrazného posilňovania dánskej koruny, zvýšila sadzbu o 10 bázických bodov na súčasných -0,65 %. Švajčiarska centrálna banka začala v decembri 2014 redukciami úrokovej sadzby na -0,25 % a ďalším 50 bodovým znížením ju upravila na -0,75 % začiatkom roku 2015. Švédka centrálna banka znížila po prvý raz sadzbu do záporného pásma na -0,10 % začiatkom roku 2015 a ďalšími tromi zníženiami ju posunula na -0,50 %. Centrálna banka Japonska redukovala sadzbu prostredníctvom trojstupňového piliera na -0,10 % so signalizovaním možného pokračovania v ďalšej redukcii.

Mnoho ekonómov si kladie otázku, ako hlboko môžu záporné sadzby klesnúť. Podľa väčšiny analýz existuje určité dno, ktoré je limitované možnosťou využitia arbitrážnej príležitosti. Tou sú bankovky, ktoré majú fiktívnu úrokovú sadzbu 0 %. Ak by teda nominálna úroková sadzba klesla výrazne do mínusu, subjekty by mohli uprednostniť držbu hotovosti, za ktorú by nezískali, no ani neplatili žiadne úroky v porovnaní s držbou prostriedkov na bankových účtoch. Nulový úrok na bankovkách je však len iluzórny, keďže s držbou bankoviek vo väčších sumách by komerčným bankám vznikali určité náklady, ako napríklad náklady súvisiace s transportom hotovosti a s jej následným uschovaním v bezpečnostných trezoroch. Preto náklady na investíciu do bankoviek

Graf 4 Kľúčové sadzby centrálnych bánk so zápornými sadzbami



Zdroj: Bloomberg.



nie sú nulové, ale odhaduje sa, že úroková sadzba približne -0,25 % by bola dostatočnou kompenzáciou nákladov medzi bezhotovostnou a hotovostnou držbou prostriedkov. Okrem centrálnej banky Japonska už všetky centrálné banky znížili kľúčovú sadzbu pod túto úroveň. Zatiaľ však pod-

ľa zverejnených údajov nebol zaznamenaný atypický nárast hotovosti.

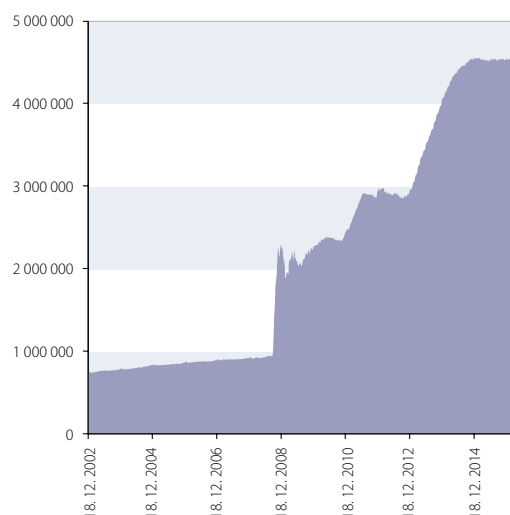
Po takmer desaťročnom globálnom cykle expanzívnych menových politík významných svetových centrálnych bánk začína prichádzať k divergencii ich menových politík. Ako prvý prešiel z expanzívneho do pomalého reštriktívneho menového cyklu Federálny rezervný systém USA (Fed), keď v decembri 2015 prvýkrát zvýšil kľúčovú úrokovú sadzbu po deviatich rokoch o 25 bázických bodov na 0,50 %. Pritom až sedem rokov boli sadzby na historickom minime v blízkosti nuly¹. Banka tak realizovala už dlhšie avizovaný krok, ku ktorému pristúpila na základe zlepšujúcich sa podmienok na americkom trhu práce a na základe očakávania, že americká inflácia v strednodobom horizonte dosiahne požadované 2 %. Banka ďalej naznačila, že kľúčovú úrokovú sadzbu bude zvyšovať pomalým tempom, aby tak nenarušila postupnú obnovu ekonomického rastu. Podľa ekonomických predikcií Fed očakáva v roku 2016 2,4-percentný rast HDP, nezamestnanosť na úrovni 4,7 % a infláciu 1,6 %. Podľa trhových účastníkov, hoci názory nie sú jednotné a jednoznačné, Fed najbližšie zvýši kľúčovú sadzbu o ďalších 25 bázických bodov v júni 2016. Do konca roka 2016 sa očakáva, že táto sadzba bude v blízkosti 1,00 %. Podľa dostupných komentárov bude ďalší vývoj sadzieb závisieť nielen od vývoja inflácie a zamestnanosti v USA, ale aj od výmenného kurzu čínskeho yüanu, ktorý má významný vplyv na svetový obchod. Predpokladané oslabenie yüanu voči americkému doláru by mohlo mať vplyv na spomalenie hospodárskeho rastu a inflácie USA.

Reakciu Fedu na finančnú a neskôr ekonomickú krízu bolo zavedenie nových nástrojov, prostredníctvom ktorých centrálna banka dodala bankovému sektoru značné množstvo likvidity. To sa prejavilo na vysokom náraste bilancie Fedu na aktuálnych 4,5 bilióna USD. Podľa analytikov však Fed v rámci aktuálneho reštriktívneho cyklu ešte počká so sťahovaním tejto likvidity z obehu minimálne do konca roka 2016.

Na záver je na mieste otázka, či sa všetkým bankám, ktoré sa snažia o zvýšenie neprímerane nízkej inflácie, podarí vyvolať aj potrebný ekonomický rast. Ak sa masívnymi menovými stimulmi nakoniec podarí zvýšiť infláciu bez zvýšenia ekonomického výstupu, môže, skôr však len teoreticky, vzniknúť ďalší ojedinelý ekonomický jav – stagflácia. Vysoká inflácia bez ekonomického rastu sa môže opäť postarať o zaneprázdnenosť centrálnych bankárov.

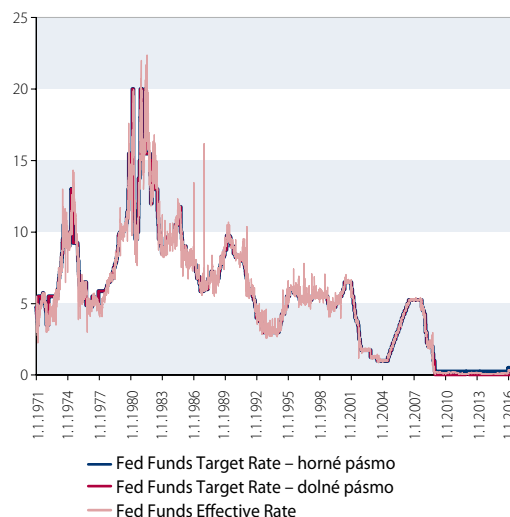
³ Cielové pásmo je zvýšenie z 0,00 – 0,25 % na 0,25 – 0,50 %.

Graf 5 Vývoj bilančnej sumy Fedu (v mil. USD)



Zdroj: Bloomberg.

Graf 6 Historický vývoj kľúčových úrokových sadzieb Fedu a jednodňovej trhovej sadzby



Zdroj: Bloomberg.

Zdroje:

1. Alsterlind, J., Armelius, H., Forsman, D., Jonsson, B., Wretman, A. L. (2015): How far can the repo rate be cut?, Sveriges Riksbank, Economic Commentaries, no. 11, 2015.
2. Bech, M., Malkhozov, A. (2016): How have central banks implemented negative policy rates?, BIS Quarterly Review, s. 31-44, March 2016.
3. Bloomberg.
4. www.ecb.europa.eu
5. www.federalreserve.gov
6. www.boj.org.jp



Kapitálový trh na Slovensku

Adriana Lojschová
Národná banka Slovenska

Súčasný stav kapitálového trhu na Slovensku charakterizuje dlhodobá stagnácia a zlyhávanie jeho základných funkcií. Domáci kapitálový trh prakticky nezabezpečuje účinné prerozdelenie voľných finančných zdrojov, čím sa oprávnene objavujú otázky o jeho zmysluplnosti. Snaha o jeho zefektívnenie a podporu nie je samoúčelná, neriešenie, resp. odkladanie súčasných problémov kapitálového trhu by mohlo mať za následok ohrozenie dlhodobej stability finančného sektora. Vo februári 2015 Európska komisia otvorila diskusiu na tému odstraňovania bariér voľného pohybu kapitálu a vytvorila tak priestor na riešenie otázky, či existuje potenciál na oživenie domáceho kapitálového trhu a či jeho efektívnejšie fungovanie môže byť pridanou hodnotou pre slovenskú ekonomiku.

- 1 Namiesto tvorby kapitálu sa privatizácia z podstatnej časti obmedzila len na prerozdelenie vlastníckych práv. Objem privatizovaného majetku v SR bol veľmi vysoký, medzi rokmi 1990 až 1997 dosiahol zhruba 70 % HDP.
- 2 Zobchodovaný objem akcií a dlhopisov na BCPB v roku 2014 predstavoval 8,34 mld. EUR, čo tvorí asi 37,2 %, respektíve 15,1 % celkového objemu obchodov v Čechách a Poľsku.

AKCIOVÝ TRH NA SLOVENSKU TAKMER NEEEXISTUJE

Kapitálový trh na Slovensku vznikol ako vedľajší produkt kupónovej privatizácie,¹ a nie z potreby investorov a emitentov, ako je bežné v iných trhových ekonomikách. To do istej miery predznamenáva aj charakter jeho fungovania. V súčasnosti akciový trh na Slovensku totiž takmer neexistuje, viac ako 99 % obchodov na Burze cenných papierov v Bratislave (BCPB) tvorí obchodovanie s dlhopismi (graf 1).² Na porovnanie, krajiny s rozvinutým obchodovaním na burze, ako napr. USA alebo Veľká Británia, sú založené na akciovom financovaní. Aj keď je slovenský kapitálový trh charakteristický jednoznačnou dominanciou obchodovania s dlhopismi, tento trh je na ústupe a pokles zobchodovaných objemov v porovnaní s údajmi spred krízy (2006 verus 2014) je viac než zrejмый. Tento trend možno pozorovať aj v Českej republike, zatiaľ čo v Poľsku za posledných osem rokov zaznamenali nárast obchodov s akciami. Čo spôsobuje tento rôznorodý vývoj kapitálových trhov v relatívne podobných krajinách? Je situácia

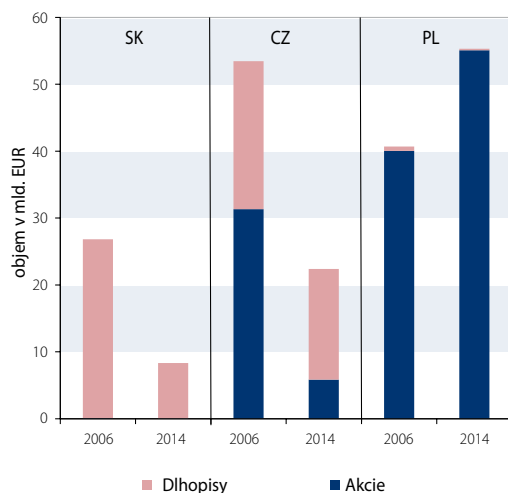
na Slovensku špecifická? Ak áno, tak potom čo je príčinou úpadku nášho trhu a aké sú východiská?

NA BCPB JEDNOZNAČNE DOMINUJE OBCHODOVANIE SO ŠTÁTNYMI DLHOPISMI

Slovenský kapitálový trh patrí v súčasnosti medzi najmenšie trhy v Európe. Objem obchodov na BCPB bol v porovnaní s inými krajinami veľmi nízky a značne volatilný, no z historických údajov vidieť, že pred začiatkom finančnej krízy sa objemy obchodov pohybovali na úrovniach vyšších ako dlhodobý priemer a od roku 2008 zaznamenali prepád porovnateľný s hodnotami v raných rokoch fungovania slovenskej burzy.

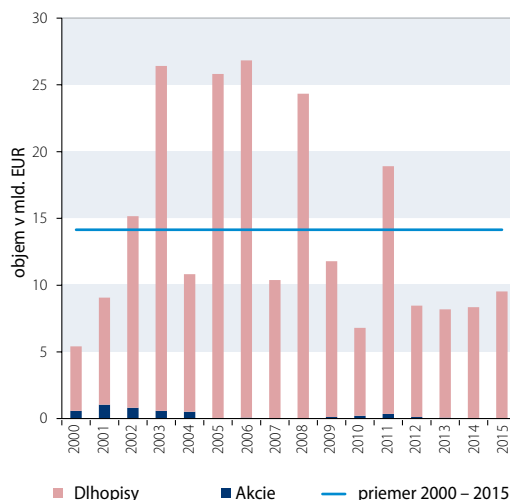
Podobne ako v predchádzajúcom období, aj v roku 2014 absolútne dominovalo obchodovanie s dlhopismi, ktoré predstavovalo 99,3 % (graf 2). Podiel štátnych dlhopisov zostal vysoký a tvoril 95,4 % na celkovom objeme obchodov s dlhopismi. Obchody s akciami dosiahli v roku 2014 sumu 0,056 mld. EUR a obchody s korporátnymi dlhopismi len 0,381 mld. EUR, takže reálne obchodovanie prostredníctvom BCPB tvorilo len veľmi

Graf 1 Objem obchodov (v mld. EUR)



Zdroj: BCPB, BCPP a WSE. Vlastné spracovanie údajov.

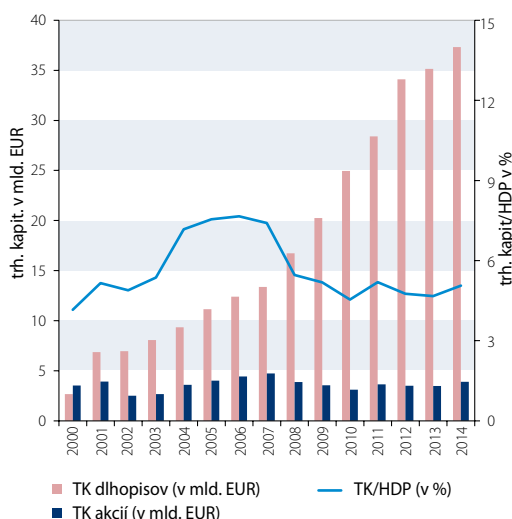
Graf 2 Vývoj objemu obchodov na BCPB (v mld. EUR)



Zdroj: BCPB. Vlastné spracovanie údajov.



Graf 3 Trhová kapitalizácia akcií a dlhopisov



Zdroj: BCPB. Vlastné spracovanie údajov.

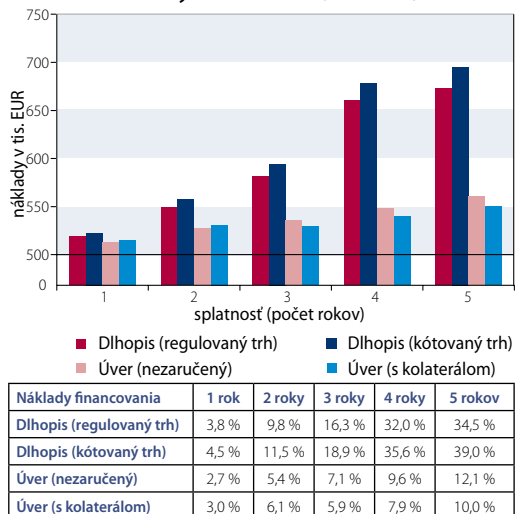
nevýznamnú časť. Podľa predbežných údajov BCPB celkový obrat obchodov v roku 2015 dosiahol 9,53 mld. EUR. Trh je relatívne volatilný z dôvodu nízkej likvidity a jednorazových vplyvov, ktoré primárne odrážajú potrebu štátneho refinancovania.

Asi najlepšie o hĺbke trhu vypovedá trhová kapitalizácia.³ Finančná kríza ešte viac rozšírila „nožnice“ medzi trhovou kapitalizáciou dlhopisov a akcií: zatiaľ čo kapitalizácia dlhopisov zaznamenala rastúci trend, kapitalizácia akcií bola relatívne nízka a nemenná. Keď vezmeme do úvahy podiel trhovej kapitalizácie akcií na HDP,⁴ sledujeme, že súčasné hodnoty sa pohybujú od 4 do 6 % HDP (graf 3), teda na úrovniach pozorovaných pred krízou.⁵ Na porovnanie, český kapitálový trh je na úrovni vyše 20 %, rakúsky 34 %, poľský okolo 40 % a britský až okolo 186 % HDP, takže aj v oblasti kapitalizácie je slovenský trh nevýrazný a stagnuje.

V KONKURENCII S BANKOVÝM SEKTOROM JE KAPITÁLOVÝ TRH OVELA DRAHŠÍ

Ak zoberieme do úvahy viaceré parametre kapitálového trhu, napr. druh kapitálu (dôchodkový, poisťovací), aktíva v správe, emisie akcií a dlhopisov atď., slovenský kapitálový trh je jeden z najmenej funkčných spomedzi krajín Európskej únie. Štúdia NewFinancial (2015) zaraďuje Slovensko na 29. miesto z 31 krajín Európy.⁶ Dôvodom tejto situácie je viaceré. Zo strany emitentov spôsobuje nezáujem napríklad fakt, že pre úspešné firmy na Slovensku je výhodnejšie získať kapitál vo forme úveru ako emitovať akcie či dlhopisy. Podľa našich analýz by náklady pre podnik na emisiu cenných papierov prevýšili tie úverové. Najmä pre menšie spoločnosti je po administratívnej a nákladovej stránke zložitejšie plniť všetky záväzky, ktoré vyplývajú z prípadnej emisie akcií na burzový trh. Ďalším nákladom zo strany emitenta môže byť ocenenie rizika z neumiestnenia emisie na trhu. Keďže likvidita slovenského akciového trhu je minimálna a bariéry vstupu naň sú vysoké, investori

Graf 4 Vyčíslenie nákladov vstupu na burzu a ich porovnanie s úverovými nákladmi (v tis. EUR)



Zdroj: NBS a BCPB. Vlastné spracovanie údajov.

Poznámka: Vyčíslenie nákladov podniku pri vstupe na burzu, ktorý by si chcel navýšiť kapitál o 500 tis. EUR, a ich porovnanie s úverovými nákladmi. Náklady vstupu na burzu zahŕňajú jednorazový poplatok za prijatie dlhopisu, ročný poplatok za umiestnenie, poplatok za obchodovanie, vyplatenie dividend a ostatné poplatky, ktoré pozostávajú z poplatkov za služby CDCP, inštaláciu systému, školenie a preskúšanie zo znalosti obchodného systému. Burzové poplatky nezahŕňajú poplatky za licenciu, za právne služby atď. Náklady na úver od 0,25 do 1 mil. EUR s kolaterálom alebo bez zaručenia nezahŕňajú poplatky za vedenie účtu.

nepovažujú slovenský akciový trh za investičnú príležitosť a nevenujú mu pozornosť.⁷ Kumulatívne náklady spojené so získaním financovania v objeme 500 tisíc EUR sú zobrazené v grafe 4. Investori považujú za najväčšiu bariéru nedostatok kvalitných domácich akcií, a preto preferujú zahraničné trhy, ktoré ponúkajú vyššiu likviditu, nižšie poplatky a viac diverzifikovaný trh (napr. ponuka finančných derivátov). Vysoká nákladovosť a administratíva sa právom považujú za hlavné príčiny súčasnej nefunkčnosti kapitálového trhu na Slovensku, preto prípadná orientácia na zahraničné trhy môže niektoré z týchto nákladov znížiť. Zahraničné burzy cenných papierov sú však nie vždy ústretové voči emitentom cenných papierov z iných ako lokálnych trhov a pokiaľ spoločnosť nie je svojimi aktivitami prítomná na trhu a známa širokému okruhu investorov, musí vynaložiť dodatočné náklady na marketing.⁸

EXISTUJE POTENCIÁL NA OŽIVENIE KAPITÁLOVÉHO TRHU?

Pri súčasnom stave dôchodkového systému a pri výzvach, ktoré ho čakajú v nasledujúcich desaťročiach, je zrejme, že je potrebné vytvoriť predpoklady na zvýšenie výnosov zo súkromných dôchodkových zdrojov. Na to je potrebné využívať existujúce a budúce dlhodobé dôchodkové zdroje kapitálu a poskytnúť pre tieto zdroje dlhodobé investičné nástroje, do ktorých by ich bolo možné umiestňovať. V tomto ohľade je kapitálový trh nezastupiteľný, keďže ide o jediné miesto, kde

- 3 Trhová kapitalizácia predstavuje súčin množstva akcií alebo dlhopisov a ich trhovej ceny.
- 4 Len akcie, ktoré sa aspoň raz zobchodovali v kurzových obchodoch.
- 5 Ak by sme zobrali do úvahy len akcie a korporátne dlhopisy, trhová kapitalizácia by bola jednoznačne nižšia, okolo 0,3 %.
- 6 Slovensko sa umiestnilo na 29., Poľsko na 19., Česko na 24., Maďarsko na 26. a Slovinsko na 27. pozíciu. Prvou krajinou v rebríčku je Veľká Británia. Viac informácií na <http://newfinancial.eu/wp-content/uploads/2015/05/Decoding-capital-markets-union-June-2015-final-PDF.pdf>.
- 7 Jednorazový burzový poplatok na BCPB za udelenie riadneho členstva je 33 220 EUR, zatiaľ čo rovnaký druh poplatku je na pražskej burze nulový. Jednorazový poplatok za umiestnenie cenného papiera na kótovaný trh je 1 660 EUR, poplatok za uzavretie obchodu s akciami 0,08 % (min. 1 EUR a max. 332 EUR).
- 8 Napríklad slovenská firma Asesco Slovakia, ktorá v októbri 2006 emitovala svoje akcie na varšavskej burze, považovala tento krok za veľmi náročný. Podľa slov CEO museli vykonať reštrukturalizáciu interného charakteru tykajúceho sa výkazov a pravidiel, ktoré určuje burza: ako sa má spoločnosť správať, ako má podpisovať kontrakty, ako má informovať burzu o podpísaných kontraktoch.

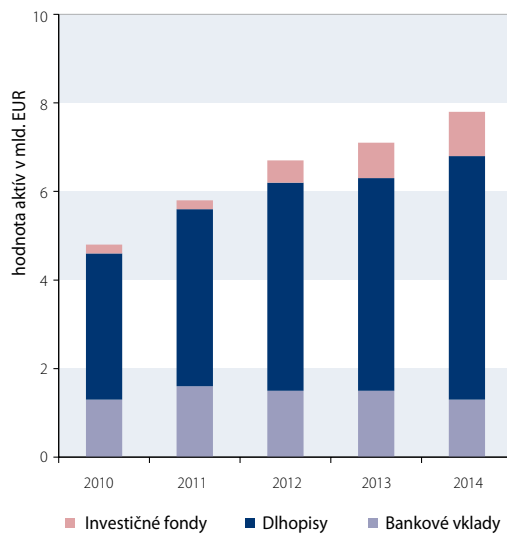


- 9 Podiel veľkých a stredných podnikov so zahraničným kapitálom na Slovensku je 30 %.
- 10 Viac informácií na <https://www.kpmg.com/SK/sk/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/Startup-survey-2014-SK.pdf>.
- 11 Do týchto odhadov sú zahrnuté aj krátkodobé projekty, pričom však nie je jasné, koľko startupov z odhadovaného počtu prežilo počiatočnú fázu premeny na podnikateľský subjekt.
- 12 Keďže ministerstvo financií zvažuje poskytnutie daňovej úľavy startupom počas prvých 2 – 3 rokov pôsobenia, tento efekt by bol oneskorený.
- 13 Napríklad korelácia medzi trhovou kapitalizáciou akcií a HDP je okolo 65 % pre Slovensko.
- 14 Konceptiu rozvoja kapitálového trhu schválila vláda SR 23.4. 2015.
- 15 Predkladatelia preto navrhujú zdefiniovať v Obchodnom zákonníku novú hybridnú formu spoločnosti, ktorá kombinuje prvky s.r.o. a akciovej spoločnosti. Základné imanie jednoduchej akciovej spoločnosti (JAS) bude začínat od 1 eura a bude rozdelené na akcie, ktoré nebudú verejne obchodovateľné. Umožní sa vydávanie rôznych druhov akcií, ktoré budú spojené s rôznymi právami. Medzi akcionármi bude možné uzavrieť osobitnú neverejnú akcionársku dohodu, v ktorej sa budú môcť dohodnúť napríklad na obchodnej stratégii, na práve pridať sa k prevodu akcií za rovnakých podmienok ako majoritný akcionár, na práve požadovať prevod akcií, či na kúpnej alebo predajnej opcii. Akcie JAS bude možné počítat od 1 eurocenta, čo umožní vydávanie väčšieho množstva akcií a s nimi potom motivovať zamestnancov zamestnaneckými akciami.
- 16 Predkladatelia odhadujú, že na trhu kapitálového financovania startupov na Slovensku chýba kapitál vo výške 138 až 643 miliónov EUR. V programovom období 2014 až 2020 má byť pri zabezpečení financovania startupov využitá aj štruktúra Slovak Investment Holding (SIH). Na kapitálové financovanie môžu byť teda využité aj zdroje európskych štruktúrnych a investičných fondov vyčlenené na finančné nástroje, ako aj ďalšie zdroje v rámci štruktúry SIH.

Použitá literatúra

- Atje, R., a B. Jovanovic, 1989, Stock Markets and Development, European Economic review 37: 632-640.
- Bajus R., Lukáč, J., Lukáč, D. a K. Mazurová, 2010, Fungovanie Burzy cenných papierov v Bratislave, a. s., na slovenskom a medzinárodnom kapitálovom trhu – jej miesto a perspektívy vývoja.
- Beňa R., 2012, Obchodovanie na kapitálovom trhu krajiny V4, Bankovní inštitút Praha.
- Boubakari, A. a Jin, D., 2010, The Role of Stock Market Development in Economic Growth:

Graf 5 Aktíva dôchodkových fondov (v mld. EUR)



Zdroj: ECB. Vlastné spracovanie údajov.

sa môže táto ponuka a dopyt po dlhodobom kapitáli stretnúť. Dôchodkové fondy na Slovensku sú takmer výhradne odkázané na domáce štátne dlhopisy, bankové vklady a zahraničné akcie a ku koncu roka 2014 mali k dispozícii 7,9 mld. EUR aktív (graf 5). Časť z nich by mohla predstavovať investičný potenciál. Realizácia investičného potenciálu však závisí od atraktívnosti domácej ponuky akcií. V prostredí malej otvorenej ekonomiky s vysokou prepojenosťou podnikového sektora na zahraničný kapitál zostáva hlavnou otázkou, ako zabezpečiť dostatočne atraktívnu ponuku investičných možností (domácich akcií).⁹ Odpoveďou by mohli byť slovenské startupy. Podľa prieskumu KPMG (2014) slovenský startup ekosystém sa každým rokom posilňuje a môže zohrávať dôležitú úlohu v budúcnosti.¹⁰ Z prieskumu ďalej vyplýva, že 74 % respondentov použilo súkromné úspory na financovanie svojho obchodného plánu a 58 % získalo externé zdroje. Až 48 % respondentov by zvažovalo presun svojho biznisu do inej krajiny z dôvodu ľahšieho prístupu k financovaniu a 32 % z daňových a právnych dôvodov. Odhaduje sa, že za posledné tri roky na Slovensku vzniklo približne 800 až 1 000 startupov a viac ako tretina už generuje prvé príjmy.¹¹ Ak by sa nemalá časť začínajúcich firiem naozaj rozhodla odísť zo Slovenska a rozvinúť svoj obchod v inej krajine, odlev týchto rozvojových príležitostí by mohol mať za následok výpadok časti eventuálnej budúcej dane z príjmu a negatívne tak v dlhodobom horizonte ovplyvniť štátny rozpočet.¹²

EFEKTÍVNY KAPITÁLOVÝ TRH POMÁHA HOSPODÁRSKEMU RASTU, ALE IBA OD URČITEJ HLĚBKY

Na jednej strane sa ozývajú teoretické argumenty niektorých autorov ako Stiglitz (1989), alebo Mayer (1989), že existencia kapitálového trhu nie je relevantná pre ekonomický rast krajiny, na druhej strane existuje tiež empirická evidencia, že existuje

je pozitívny vzťah medzi efektívnym kapitálovým trhom a hospodárskym rastom krajiny. Napríklad práca Atje a Jovanovic (1989) ukazuje, že rozvoj kapitálového trhu (meraný ako obchodovanie s akciami voči HDP) by mohol mať silný vplyv na hospodársky rast, zatiaľ čo pri bankových úveroch túto súvislosť nepozorujú.¹³ Aj keď empirická literatúra zdokumentovala pozitívnu koreláciu medzi rozvinutými kapitálovými trhami a ekonomickým rastom krajiny, otázka kauzálnosti zatiaľ zostáva otvorená. Boubakari a Jin (2010) tiež poukazujú na tento pozitívny vzťah pre európske krajiny, ako je Belgicko, Francúzsko, Holandsko, Portugalsko a Veľká Británia, ale kauzálny vzťah zamietajú pre krajiny, kde sú kapitálové trhy malé a menej likvidné.

Ďalšou otázkou je, akú úlohu by mal zohrávať štát pri rozvíjaní kapitálového trhu. Keďže štát je prostredníctvom Fondu národného majetku SR majoritným vlastníkom infraštruktúry kapitálového trhu (BCPB a Centrálny depozitár cenných papierov SR – CDCP), zohráva kľúčovú úlohu pri oživení kapitálového trhu. Okrem toho štát formuje podmienky na pôsobenie účastníkov kapitálového trhu, ako napr. legislatívne prostredie, daňovú politiku, emitovanie štátnych dlhopisov, ako aj rozhodovanie o nakladaní s vlastníckym podielom, ktoré si štát zachoval v niektorých spoločnostiach. Preto v nasledujúcej časti ponúkame alternatívy na obnovu slovenského kapitálového trhu, ktoré by sa mohli realizovať napr. prostredníctvom podpory štátu, vytvorením jednotnej kapitálovej únie alebo vstupom strategického investora.

MOŽNÉ SPÔSOBY OBNOVY KAPITÁLOVÉHO TRHU NA SLOVENSKU

1. Štátna podpora. Ministerstvo financií SR spolu s Ministerstvom hospodárstva SR, NBS, BCPB a CDCP vypracovalo návrh koncepcie rozvoja kapitálového trhu, ktorý ponúka rad opatrení na riešenie tejto situácie.¹⁴ Koncepcia napríklad navrhuje zjednodušiť administratívny proces vydávania nových emisií cenných papierov, znížiť daňovú a odvodovú záťaž obchodovania a zmodernizovať infraštruktúru kapitálového trhu. Opatrenia, ktoré by výrazne znížili náklady na emisie a zrýchlili proces služieb, by mali potenciál na oživenie slovenského kapitálového trhu.

Ministerstvo financií ďalej pripravilo v spolupráci s ministerstvom hospodárstva, ministerstvom školstva, Slovak Business Agency a ďalšími predstaviteľmi slovenského startupového ekosystému koncepciu podpory startupov a rozvoja startupového ekosystému. Táto koncepcia napríklad navrhuje daňové stimuly a oslobodenie od platenia daňovej licencie, zriadenie jednoduchej akciovej spoločnosti (JAS),¹⁵ zlepšenie kapitálového financovania¹⁶ a poskytovanie grantov a nefinančnej podpory pre študentov. Ak by sa uvažovalo, že by akcie navrhovanej JAS boli verejne obchodovateľné, mohlo by to zabezpečiť atraktívne domáce akcie. Investície do takýchto nápadov sú vo svojej podstate rizikové, a tak menej atraktívne pre investorov na Slovensku, ale na druhej strane



podpora časti investície zo strany štátu by mohla pomôcť podporiť ich záujem.

2. Vytvorenie kapitálovej únie. Európska komisia zverejnila 18. 2. 2015 na konzultáciu dokument Zelená kniha – vytváranie únie kapitálových trhov. Cieľom dokumentu je otvorenie širokej verejnej diskusie k vytvoreniu jednotného kapitálového trhu v EÚ. Cieľom únie kapitálových trhov (CMU) je vytvoriť účinnejšie a efektívnejšie fungujúci kapitálový trh, zlepšiť prístup k financovaniu pre všetky podniky (a najmä pre malé a stredné podniky) a pre investičné projekty, rozšíriť a diverzifikovať zdroje financovania (a tým znížiť závislosť od bankového financovania), zlepšiť rozdelenie rizika a zvýšiť stabilitu finančného systému. Komisia následne vypracuje akčný plán pre základy funkčnej únie kapitálových trhov, ktoré by chcela zaviesť od roku 2019. Možným riešením by mohlo byť vytvorenie jednotnej európskej burzy a depozitára (napr. vo Frankfurtu) s harmonizovanými pravidlami obchodovania na pôde EÚ.

3. Vstup strategického investora. Ďalším riešením by mohlo byť postúpenie bratislavskej

burzy zahraničnej skupine, napríklad CEE Stock Exchange Group (CEEEG), ktorá je 100 % akcionárom viedenskej a ľubľanskej, a väčšinovým akcionárom pražskej (93 %) a budapeštianskej burzy (50 %). Ak by bola bratislavska burza takto integrovaná do stredoeurópskeho trhu, mohla by sa zvýšiť jej atraktivnosť pre investorov. Výhodou tohto variantu je, že obsahuje technologickú modernizáciu bratislavskej burzy, keďže štáty ako Česko, Maďarsko, Rakúsko a Slovinsko používajú obchodný systém XETRA.

4. Ukončenie činnosti BCPB. Inou extrémnou alternatívou by bolo ukončenie činnosti BCPB. Ako sme už uviedli, slovenská ekonomika sa rozvíja už niekoľko rokov bez funkčného kapitálového trhu. Okrem toho v dnešnom globalizujúcom sa svete nie je pre každý štát existencia národnej burzy nevyhnutnosťou, keďže jej miesto môžu zajať zahraničné burzy. Zatvorenie burzy cenných papierov by však v medzinárodnom kontexte nemuselo vyslať dobrý signál (najmä v psychologickú rovňu) o funkčnosti trhovej ekonomiky na Slovensku.

- Evidence from Some Euronext Countries, International Journal of Financial Research, Vol. 1, No. 1.
- Cupar, D., 2011, Súčasný stav a perspektívy rozvoja kapitálového trhu na SR, Bankovní inštitút Praha.
 - ECB, 2015, Úvodné vyhlásenie na tlačovej konferencii, 15. 4. 2015.
 - Európska komisia, 2015, Ako uvoľniť financie pre rast Európy – Európska komisia otvára konzultácie o únii kapitálových trhov, Tlačová správa.
 - KMPG, 2014, Prieskum slovenského startup ekosystému.
 - Mayer, C., 1989, Myths of the West: Lessons from Developed Countries for Development Finance, WB Working Paper no. WPS301.
 - Stiglitz, J. E., 1989, Financial Markets and Developments, Oxford review of Economic Policy 5 (4): 55-68.
 - Wright W. a Bax, L., 2015, Decoding capital markets union: measuring the potential for growth across Europe's fragmented capital markets, NewFinancial.

Porovnanie BCPB s burzami v okolitých štátoch

Názov inštitúcie	Stručný popis	Ako funguje	Členovia	Člen CEESEG*
Burza cenných papierov Bratislava, a. s. (BCPB)	Akciová spoločnosť, hlavnými akcionármi sú Fond národného majetku (76 %) a Patria Online, a. s., (12 %). Vznikla v roku 1991 a obchodovať sa začalo v roku 1993.	Funguje na členskom princípe	15 členov a Národná banka Slovenska Top 3 (podiel v 1. polroku 2015): 1. Poštová banka (26 %) 2. Unicredit bank CZ a SK (24 %) 3. Tatabanka (19 %)	nie
Pražská burza cenných papírů, a. s. (BCPP)	Akciová spoločnosť, najväčším akcionárom je CEESEG Aktiengesellschaft (93 %). Začala znovu obchodovať v roku 1993 a nadviazala tak na činnosť Pražskej komoditní a akciové burzy založenej v roku 1871.	Funguje na členskom princípe	18 členov, Česká národní banka a Ministerstvo financií ČR Top 3 (podiel v 1. polroku 2015): 1. WOOD & Company Financial Services (41 %) 2. Patria Finance (20 %) 3. Česká spořitelna (9 %)	áno
Budapest Stock Exchange (BSE)	Akciová spoločnosť, hlavnými akcionármi sú CEESEG Aktiengesellschaft (50 %) a Oesterreichische Kontrollbank AG (18 %). Je nástupcom Hungarian Stock Exchange založenej ešte v roku 1864.	Funguje na členskom princípe	33 členov Top 3 (podiel v 1. polroku 2015): 1. ERSTE Befektetési Zrt. (17 %) 2. WOOD & Company Financial Services (16 %) 3. KBC Securities Magyarországi Fióktelepe (10 %)	áno
Wiener Börse AG (WB)	Akciová spoločnosť, jediným akcionárom je CEESEG Aktiengesellschaft. Jedna z najstarších búrz v rámci strednej Európy, bola založená v roku 1771.	Funguje na členskom princípe	Domáci členovia: 29 Zahraniční členovia: 58 Top 3 (podiel v júni 2015): 1. Deutsche Bank AG (8 %) 2. Morgan Stanley & CO (8 %) 3. Spire Europe LTD (7 %)	áno
Ljubljanska borza (LB)	Akciová spoločnosť, jediným akcionárom je CEESEG Aktiengesellschaft. Založená bola v roku 1989.	Funguje na členskom princípe	17 členov	áno
Warsaw Stock Exchange (WSE)	Akciová spoločnosť založená ministerstvom financií. V súčasnej podobe existuje od roku 1993.	Funguje na členskom princípe	Domáci členovia: 30 Zahraniční členovia: 26 Top 3 (podiel v júni 2015): 1. Dom Maklerski Banku Handlowego (11 %) 2. PKO Bank Polski (7 %) 3. Merrill Lynch International (7 %)	nie

Zdroj: Burza cenných papierov Bratislava, Pražská burza cenných papírů, Budapest Stock Exchange, Wiener Börse AG, Ljubljanska borza, Warsaw Stock Exchange a Bajus et al (2010).

* CEE Stock Exchange Group (CEEEG).



Analýza trendov a rizík v slovenskom finančnom sektore v roku 2015

Jozef Kalman
Národná banka Slovenska

Stabilita finančného sektora sa vo všeobecnosti vníma ako nutný predpoklad zdravého fungovania reálnej ekonomiky. Pravidelné monitorovanie dlhodobých trendov, ako aj aktuálnych rizík, ktoré môžu viesť k jej narušeniu, je preto dôležitou súčasťou dohľadu nad finančným trhom. Cieľom článku je analýza tých trendov a rizík, ktoré môžu vplyvať na slovenský finančný sektor, či už zo zahraničia alebo z domáceho prostredia. Podkladom článku je Analýza slovenského finančného sektora za rok 2015, ktorú publikuje Národná banka Slovenska.¹

¹ Analýza slovenského finančného sektora za rok 2015, Národná banka Slovenska, marec 2016. http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Dohlad/ORM/Analzy/protected/Analzy/SFS2015.pdf

EXTERNÝ A DOMÁCI VÝVOJ Z POHĽADU STABILITY FINANČNÉHO SEKTORA

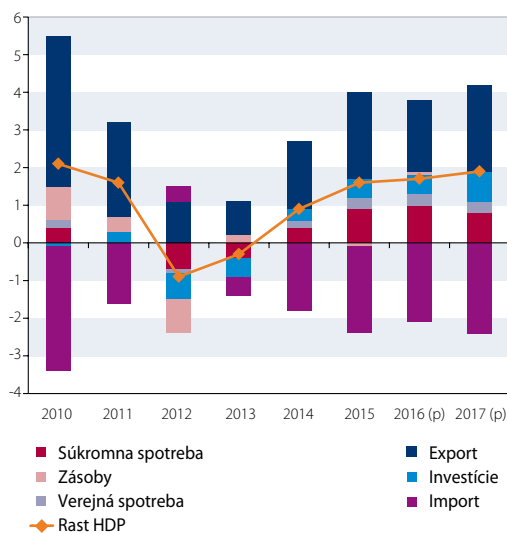
Ekonomická situácia v eurozóne sa v roku 2015 zlepšila, keď sa potvrdili viaceré pozitívne makroekonomické trendy z predchádzajúcich období. Hospodársky rast eurozóny vyjadrený hrubým domácim produktom vzrástol o 1,6 %. Jedným z hlavných faktorov stojacich za rastom bol rapidný pokles cien ropy, ktorý sa preniesol do nárastu disponibilného príjmu domácností, a ten sa následne premietol do zvýšenia reálnej spotreby. Rastúca spotreba bola zároveň hlavnou zložkou rastu HDP. Druhým faktorom bolo kvantitatívne uvoľňovanie ECB, v dôsledku ktorého sa zlepšil prístup k financovaniu súkromného sektora. Výsledkom bolo preklonenie toku úverov súkromnému sektoru do kladných pásiem. Posledným

výrazným faktorom oživenia ekonomického rastu bolo znehodnotenie eura voči viacerým svetovým menám, najmä však voči americkému doláru, čím sa zlepšila konkurencieschopnosť eurozóny. Odbyt tovarov a služieb produkovaných v eurozóne tak následne rástol. Oživenie ekonomiky priaznivo vplývalo na pracovný trh, čo sa prejavilo v náraste zamestnanosti. Prognózy viacerých inštitúcií naznačujú, že rast ekonomiky by sa mal vyvíjať pozitívne aj v rokoch 2016 a 2017.

Popri spomínaných pozitívach však došlo aj k zvýšeniu viacerých rizík. Medzi hlavné patrí postupné znižovanie výkonnosti rozvíjajúcich sa ekonomík, ktoré boli hlavným zdrojom rastúceho dopytu vo svete v pokrízovom období, najmä Číny. Spomaľujúci sa hospodársky rast zároveň odhaľuje vzniknuté ekonomické a finančné nerovnováhy v týchto krajinách, ktorých materializácia by mohla predstavovať výrazné riziko pre ďalší ekonomický rast. Zhoršovanie výhľadu rozvíjajúcich sa ekonomík sa následne prenieslo do zvýšenej volatility na finančných trhoch. Do istej miery tak došlo k materializácii dlhodobého najväčšieho rizika pre finančnú stabilitu, ktorým je nárast rizikových prémie a volatility na finančných trhoch. Problémy rozvíjajúcich sa ekonomík môžu byť ďalej zvýraznené procesom normalizácie menovej politiky USA. Samostatným rizikom pre finančnú stabilitu je prostredie nízkych úrokových sadzieb, ktoré podporuje rast zadlženosti domácností a podnikov, čo môže negatívne vplyvať na budúci ekonomický rast. Nízke sadzby nepriaznivo pôsobia na ziskovosť bánk a na ich aktuálny obchodný model.

Domáca ekonomika sa v roku 2015 vyvíjala v súlade s ekonomickou situáciou v eurozóne. HDP vzrástlo o 3,6 %, ťahané domácim dopytom, ktorý bol podporený rastúcou zamestnanosťou, nárastom reálnych miezd a rastom úverov. Pod ekonomický rast sa výrazne podpísal rast investícií, generovaný hlavne investíciami vo verejnom sektore, čo súviselo s dočerpávaním eurofondov.

Graf 1 Štruktúra rastu HDP v eurozóne (v %, v percentuálnych bodoch)



Zdroj: Hospodárska prognóza Európskej komisie, zima 2016.
(p) = predikcia.



INTEGROVANÝ POHLAD NA FINANČNÝ SEKTOR

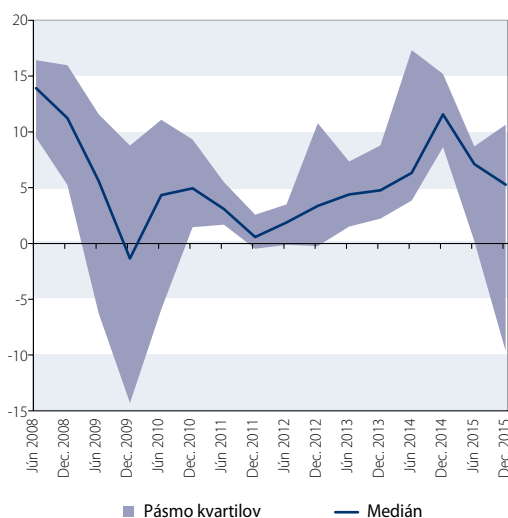
Postupne sa zlepšujúca ekonomická situácia a pozitívny rast tržieb sa prejavili na náraste objemu poskytnutých úverov, ako aj investovaných aktív. Pokračoval pomerne dynamický rast aktív v jednotlivých segmentoch finančného trhu, avšak už na nižších úrovniach, a prehĺbili sa aj rozdiely v medziročnom raste aktív jednotlivých segmentov. Silný rast zaznamenal bankový sektor. Tento rast však bol spojený s rastom zadlženosti domácností v dôsledku vysokej dynamiky objemu úverov na bývanie.

Všetky segmenty finančného sektora vykazujú stabilný vývoj ziskovosti meranej rentabilitou vlastného kapitálu, čo odzrkadľuje zotavenie a stabilizáciu finančného sektora po období finančnej krízy.

Počas roka 2015 vzrástlo vystavenie voči trhovému riziku vo všetkých segmentoch finančného trhu. Nárast zaznamenalo akciové, devízové aj úrokové riziko. Vzrástlo aj vystavenie voči rizikovejším krajinám, stále však zostáva na nízkych úrovniach.

Dopad nepriaznivého vývoja na finančných trhoch a v reálnej ekonomike na jednotlivé segmenty slovenského finančného sektora bol testovaný formou makrostresového testovania. Najvýraznejší dopad stresových scenárov zaznamenali všetky druhy fondov – fondy dôchodkových správcovských a doplnkových dôchodkových spoločností (DSS a DDS) a fondy kolektívneho investovania, a to najmä v dôsledku nárastu trhových rizík v priebehu roka. V prípade bankového a poisťovného sektora výsledky poukázali na pomerne vysokú odolnosť týchto sektorov voči negatívnemu vývoju v reálnej ekonomike a na finančných trhoch.

Graf 2 Medziročný rast aktív a spravovaného majetku v jednotlivých sektoroch finančného trhu (v %)



Zdroj: NBS.

Poznámka: Ide o tieto sektory: banky, poisťovne, fondy kolektívneho investovania, DSS, DDS, lízing, obchodníci s cennými papiermi, faktoring a splátkový predaj.

VÝVOJ V BANKOVOM SEKTORE

Domáci bankový sektor je dôležitý vzhľadom na jeho významnosť vo finančnom sektore. Preto je pozitívom dobrá finančná pozícia bankového sektora, ako aj schopnosť tvoriť zisk v pretrvávajúcom prostredí nízkych úrokových sadzieb.

Zisk bankového sektora dosiahol ku koncu roka 626 mil. EUR, čo predstavuje medziročný nárast na úrovni 11,7 %. Za nárastom zisku bol tak ako v predchádzajúcom období rastúci objem úverov domácnostiam, pokles nákladov na zdroje financovania sa a pokles nákladov na kreditné riziko. Pozitívny vplyv nárastu objemu úverov bol však do veľkej miery vykompenzovaný poklesom výnosovosti retailových úverov v dôsledku klesajúcich sadzieb. Poklesla aj miera poplatkov. Príjmy z podnikových portfólií taktiež klesali, keďže zatiaľ len krátke obdobie rastu nestačilo vykompenzovať znižovanie úrokových sadzieb. Úrokové príjmy z portfólia cenných papierov potvrdili klesajúci trend z predchádzajúcich rokov. Pod nárast ziskovosti sa podpísalo aj zníženie bankového odvodu a pokles príspevku do Fondu ochrany vkladov.

Pozitívom pre finančnú stabilitu je nárast pokrytia zlyhaných úverov opravnými položkami v dôsledku poklesu nákladov na kreditné riziko.

Perspektíva tvorby zisku sa však zhoršila, keď tak náklady na kreditné riziko, ako aj náklady financovania sa už nemajú veľký priestor na ďalší pokles. Situáciu zhoršuje aj fakt, že ani výrazný rast objemu úverov nedokázal kompenzovať pokles výnosovosti retailových úverov, pričom zjednodušenie možnosti predčasného splatenia ešte zvýrazní negatívny trend výnosovosti týchto úverov v budúcnosti.

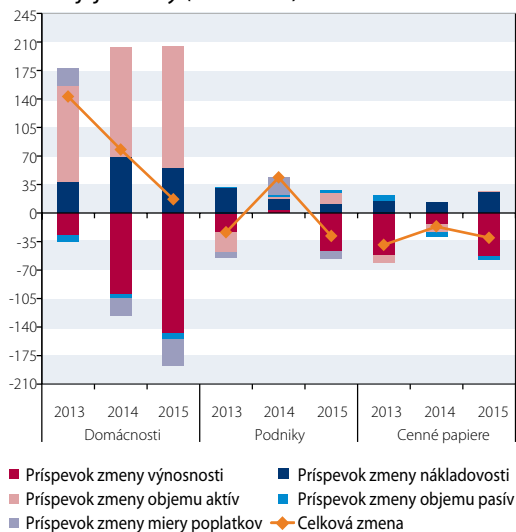
Ukazovateľ primeranosti vlastných zdrojov Tier 1 zostal bez výraznejších zmien a ku koncu roka 2015 dosiahol hodnotu 16 %. Celkový ukazovateľ primeranosti vlastných zdrojov však mierne vzrástol na 17,8 % v dôsledku nárastu dodatočného kapitálu Tier 1. Všetky banky s rezervou plnili požiadavky regulátora, ako aj vankúš na zachovanie kapitálu.

Z pohľadu toku úverov bol podobne ako v predchádzajúcom období dominantný rast úverov domácnostiam, ktorý bol najvyšší v histórii Slovenska. Rast týchto úverov bol najvyšší aj soľmedzi krajín EÚ. Hlavnou zložkou rastu boli úvery na bývanie, ktoré medziročne rástli tempom 13,5 %. Medziročná dynamika spotrebiteľských úverov sa v roku 2015 znížila, stále však dosahuje výrazné hodnoty presahujúce 16 %. Pozitívnou zmenou z pohľadu stability bankového sektora je nárast priemerných fixácií úverov na bývanie, čím sa znižuje úroková citlivosť klientov. Dôležitým trendom je postupné sprísňovanie úverových štandardov pri úveroch domácnostiam, a to predovšetkým v dôsledku implementácie odporúčania Národnej banky Slovenska č. 1/2014 zo 7. októbra 2014 v oblasti politiky obozretnosti na makrourovni k rizikám spojeným s vývojom na trhu retailových úverov.

Vklady domácností medziročne zrýchlili svoj rast, a to na úroveň 8,9 %. Prevažnú väčšinu tvorili



Graf 3 Medziročná zmena celkových úrokových a neúrokových príjmov v jednotlivých segmentoch a jej faktory (v mil. EUR)

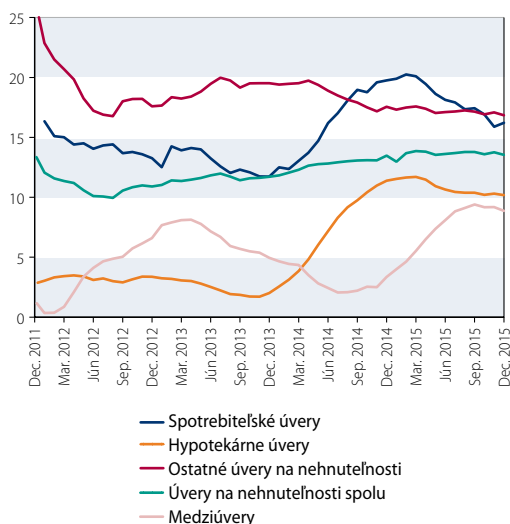


Zdroj: NBS.

netermínované vklady, keďže objem termínovaných vkladov už tretí rok po sebe klesal. Úrokové sadzby vkladov pokračovali v klesajúcom trende.

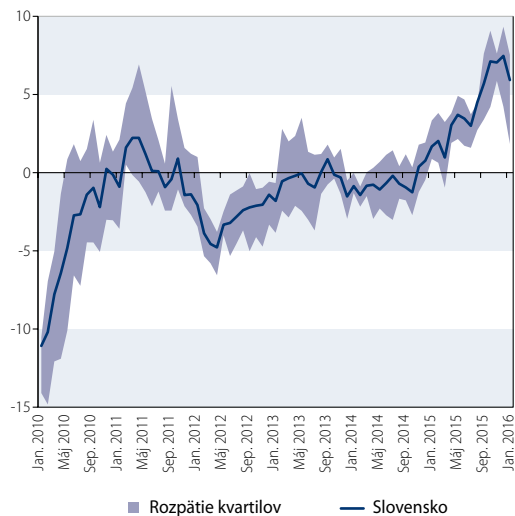
Z pohľadu stability finančného sektora je dôležité sledovať vývoj na trhu nehnuteľností. Pri pohľade na priemerné ceny nehnuteľností možno konštatovať potvrdenie rastových trendov z minulého roka. Rast v tomto segmente bol pomerne výrazný, keďže rástli ceny na primárnom aj na sekundárnom trhu. Rast cien nehnuteľností bol zaznamenaný vo všetkých krajoch a rástli tak inzerované, ako aj predajné ceny nehnuteľností. Ďalšími dominantnými trendmi dokresľujúcimi situáciu na trhu nehnuteľností je vysoký podiel nedokončených bytov v ponuke novostavieb

Graf 4 Medziročný rast úverov a vybraných podkategórií (v %)



Zdroj: NBS.

Graf 5 Medziročná zmena priemernej ceny bytov v jednotlivých krajoch (v %)



Zdroj: Cenová mapa nehnuteľností SR.

a rastúci počet transakcií, a to opäť tak na primárnom, ako aj na sekundárnom trhu. Uvedené trendy tak môžu naznačovať tvorbu nerovnováh na trhu nehnuteľností.

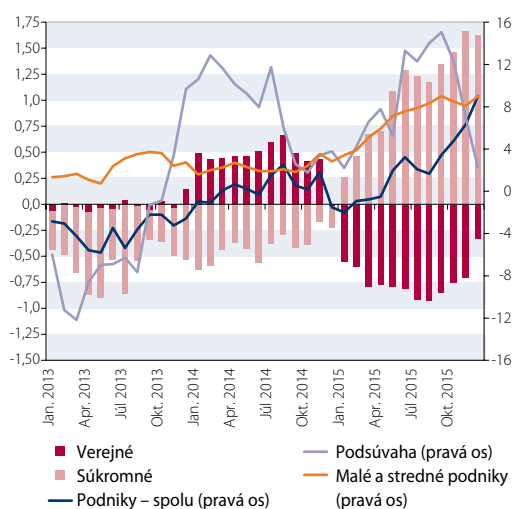
Priaznivé podmienky na trhu úverov sa preniesli aj na úvery poskytnuté podnikom. Objem týchto úverov postupne akceleroval v priebehu celého roka 2015 a ku koncu roka dosiahol pokrizové maximum. Nárast dopytu po úveroch súvisel so zlepšením sentimentu v domácej ekonomike a s dobrou situáciou v podnikovom sektore, keď rast tržieb pokračoval vo väčšine hlavných ekonomických odvetví. Za zlepšením toku úverov stál hlavne dopyt na strane podnikov v súkromnom vlastníctve. Vplyv rastúcej výkonnosti ekonomiky možno pozorovať na raste úverov malým a stredným podnikom a na silnejšom dopyte po investičných úveroch. Dobré vyhliadky hospodárskeho rastu a rastúca konkurencia v bankovom sektore mali za následok postupné uvoľňovanie úverových štandardov. Výhodné podmienky finančných trhov sa však premietli aj do rastu iných ako bankových zdrojov financovania, dôsledkom čoho je postupný nárast zadlženosti podnikového sektora meranej podielom dlhu na vlastných zdrojoch.

Sektor komerčných nehnuteľností si udržal pomerne silnú dynamiku objemu úverov z konca minulého roka. Túto úverovú aktivitu podporovala dobrá situácia tak na dopytovej, ako aj na ponukovej strane trhu komerčných nehnuteľností, keď za rastúcou výstavbou stáli nárast predaných bytov v rezidenčnom segmente a zvýšená nájomná aktivita v kancelárskom segmente.

Dobrá situácia na strane tržieb sa premietla do vývoja vkladov podnikového sektora, kde sa potvrdili rastové trendy z predchádzajúcich rokov. Vklady rástli aj napriek postupne klesajúcim úrokovým sadzbám.



Graf 6 Medziročná dynamika objemu úverov a príspevok k medziročnému rastu objemu úverov podľa vlastníctva podniku (v mld. EUR; v %)



Zdroj: NBS.

Positívnym vývojom je nárast kreditnej kvality v podnikovom aj retailovom portfóliu bankového sektora. Podiel zlyhaných úverov klesal a ku koncu roka dosiahol 3,9 % v prípade retailových úverov a 7,3 % v prípade úverov poskytnutých podnikom. Za poklesom stál rast celkového objemu úverov, ale aj pokles objemu zlyhaných úverov. Pokles podielu zlyhaných úverov mal plošný charakter, keď klesal vo väčšine kategórií úverov a tiež vo väčšine ekonomických odvetví. Negatívom z pohľadu kreditnej kvality portfólií je však postupne rastúca zadlženosť v sektore domácností a podnikov.

Za stagnáciou investícií do cenných papierov boli protichodné trendy. Zatiaľ čo objem investícií do domácich štátnych cenných papierov sa viacmenej nemenil a objem dlhopisov zahraničných bánk pomerne výrazne poklesol, rástli investície do cenných papierov emitovaných domácimi bankami a silný rast zaznamenali zahraničné štátne dlhopisy.

Hlavným trendom v umiestnení investícií bol nárast podielu cenných papierov držaných v portfóliu na predaj (AFS) na úkor investícií držaných do splatnosti (HTM). Banky však naďalej držia väčšinu dlhových cenných papierov v portfóliu do splatnosti.

Hypotekárne záložné listy naďalej tvoria dominantnú časť cenných papierov emitovaných domácim bankovým sektorom, pričom v roku 2015 tvorili takmer 90 % všetkých emisií. Priemerná splatnosť emitovaných hypotekárnych záložných listov bola mierne nad dlhodobým priemerom.

Medzibankové operácie slúžia hlavne na riadenie krátkodobej likvidity. V priebehu roka 2015 vzrástli operácie so zahraničnými bankami, z čoho väčšina sú však operácie v rámci vlastnej bankovej skupiny. Úrokové sadzby na krátkodobé zdroje z medzibankového trhu sú v súlade s úrokovými sadzbami Euríbor.

Z pohľadu krátkodobej likvidity sa situácia v roku 2015 nezmenila. Všetky banky a pobočky zahraničných bánk v decembri 2015 plnili nový ukazovateľ krytia likvidity, a teda aj naďalej držia dostatok likvidných aktív na to, aby boli schopné čeliť šokom v prípade negatívneho scenára. Na druhej strane ďalej pokračujú dlhodobé negatívne trendy štrukturálneho charakteru, ktoré sú však dôsledkom tradičného obchodného modelu domáceho bankového sektora zameraného na poskytovanie úverov podnikom a domácnostiam. Podiel likvidnej medzery do jedného roka na aktívach tak vzrástol na nové historické maximum, kým podiel úverov na vkladoch zostal bez výraznejších zmien.

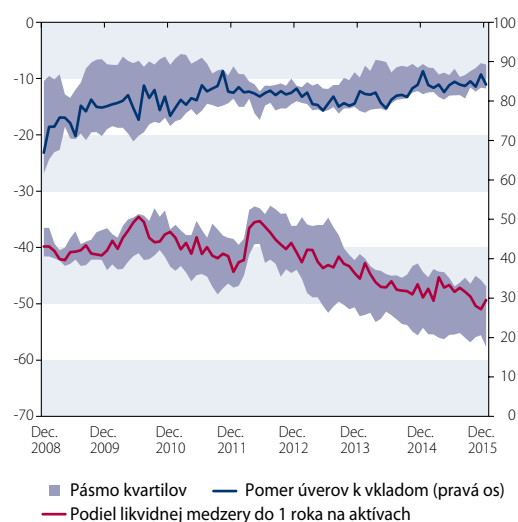
Riziko koncentrácie zostáva aj naďalej významným štrukturálnym rizikom.

VÝVOJ V SEKTORE POISŤOVNÍ

Dôležitou zmenou v sektore poisťovní bola zmena právnej formy jednej významnej poisťovne na pobočku poisťovne z iného členského štátu EÚ. Svedčí to o rastúcom význame zahraničných subjektov na slovenskom poisťovnom trhu. Zisk poisťovní v roku 2015 dosiahol 130 mil. €, čo predstavovalo 20 % pokles oproti minulému roku. K prepadu ziskovosti došlo najmä v dôsledku poklesu finančného výsledku a nárastu prevádzkových nákladov. Rast prevádzkových nákladov v životnom aj neživotnom poistení môže byť sčasti zapríčinený zvýšenými nákladmi súvisiacimi s prípravou na novú reguláciu – Solventnosť II.

Technické poistné v životnom poistení rástlo veľmi mierne. Pod rast sa podpísalo najmä pripoistenie a klasické životné poistenie, investičné životné poistenie zaznamenalo pokles. Technické poistné v neživotnom poistení pokračovalo v priebehu roka v raste. Hlavnou mierou k tomu

Graf 7 Podiel likvidnej medzery na aktívach a ukazovateľ pomeru úverov k vkladom (v %)



Zdroj: NBS.

Poznámka: Likvidná medzera: rozdiel medzi aktívami a pasívami v danej splatnosti.



prispelo povinné zmluvné poistenie, havarijné poistenie a aktívne zaistenie.

V poistení automobilov sú naďalej rizikom vysoké hodnoty kombinovaného ukazovateľa, ktorý dosahuje hodnoty blízke 100 %, a to aj napriek tomu, že v roku 2015 došlo k miernemu zlepšeniu. V poistení majetku kombinovaný ukazovateľ mierne vzrástol na 69,6 %.

Technické rezervy v roku 2015 medziročne vzrástli o 2,7 % v dôsledku rastu rezerv v životnom poistení. Neživotné poistenie zaznamenalo pokles technických rezerv. Z pohľadu umiestnenia rezerv boli významnými trendmi zastavenie rastu podielu investícií do akcií a podielových listov a pokles investícií do bankových a štátnych dlhopisov. Na druhej strane výrazne narástol objem investícií do podnikových dlhopisov.

Dominantným rizikom v poistnom sektore naďalej zostáva pretrvávajúce prostredie nízkych úrokových sadzieb. Poistovne majú čoraz väčší problém dosahovať investičné výnosy, ktoré by boli schopné pokryť výnosy garantované v zmluvách životného poistenia. Investičné výnosy postupne klesajú už od roku 2010 a v roku 2015 bol priemerný investičný výnos nižší ako priemerná odhadovaná garantovaná sadzba v poistných zmluvách. Aktuálnym zostáva aj reinvestičné riziko, keď dlhopisy s vyššími výnosmi postupne nadobúdajúce splatnosť bude potrebné nahradiť novými investíciami s nižším výnosom. Dôsledkom uvedených trendov je nárast investícií do akcií alebo podielových listov, prípadne do podnikových dlhopisov, ktoré síce poskytujú vyšší vý-

nos, ale zároveň sa zvyšuje riziko strát pri nepriaznivom vývoji na finančných trhoch.

VÝVOJ V OSTATNÝCH SEKTOROCH FINANČNÉHO TRHU

Celková hodnota spravovaného majetku v dôchodkových správcovských spoločnostiach (DSS) sa medziročne zvýšila v prípade akciových a najmä indexových dôchodkových fondov, kým objem prostriedkov spravovaných v garantovaných dlhopisových fondoch na medziročnej báze poklesol. Uvedený pokles bol však dôsledkom v poradí už štvrtého otvorenia systému, pričom sporitelia odchádzali hlavne z garantovaných fondov. V roku 2015 sa pre niektorých sporiteľov po prvýkrát naskytla možnosť uchádzať sa o výplatu dôchodkov z tohto systému. Táto možnosť však nemala výraznejší vplyv na objem spravovaných prostriedkov.

Z pohľadu štruktúry portfólií medzi najvýznamnejšie trendy patrila nárast priemernej splatnosti portfólií, rast akciovej zložky, pokles držby štátnych dlhopisov v portfóliách a s tým spojený pokles domácich aktív, keďže klesala hlavne držba domácich štátnych dlhopisov.

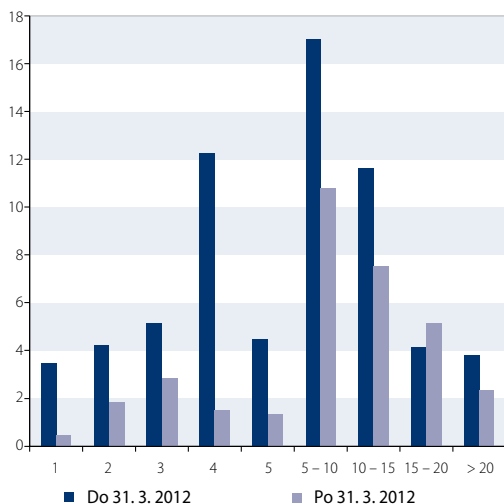
Vývoj dôchodkových jednotiek zaznamenal pomerne volatilný vývoj v dôsledku nárastu nervozity na finančných trhoch, ako aj v dôsledku nárastu akciovej zložky. Priemerná ziskovosť napriek tomu skončila v kladnom pásme vo všetkých typoch dôchodkových fondov.

V roku 2015 dosiahli zisk všetky dôchodkové správcovské spoločnosti, aj keď na agregátnej úrovni došlo k pomerne výraznému medziročnému prepadu ziskovosti, a to hlavne v dôsledku poklesu odpát za zhodnotenie majetku.

Záujem o doplnkové dôchodkové sporenie pokračoval v miernom raste aj počas roka 2015. Na agregátnej portfóliovej úrovni prevládali podobné trendy ako v druhom pilieri dôchodkového systému, a to nárast zostatkovej splatnosti dlhopisov a odklon od slovenských štátnych dlhopisov spôsobujúci výrazný pokles zastúpenia prostriedkov umiestnených do domácej ekonomiky. Opačným trendom bol len pokles akciovej a nárast dlhopisovej zložky v prípade rastovo orientovaných fondov. Negatívna situácia na finančných trhoch sa premietla aj do výkonnosti fondov, keď sektor v priemere skončil s mierne záporným výnosom.

Zhoršená situácia na finančných trhoch sa premietla aj do sektora kolektívneho investovania, keď sa zastavil pomerne výrazný prílev prostriedkov z prvej polovice roka 2015. Zdrojom investícií boli tak ako po minulé roky domácnosti, ktoré sa snažili nájsť výnosnejšie investície v porovnaní s bankovými vkladmi. V rámci tuzemských podielových fondov najvýraznejšiu dynamiku v objeme prostriedkov zaznamenali zmiešané fondy. Na druhej strane boli dlhopisové fondy, ktoré po dlhšom čase zaznamenali výrazné redemácie. Vývoj spravovaných prostriedkov v zahraničných fondoch bol podstatne rovnomernejší.

Graf 8 Profil splatností dlhopisového portfólia poisťovní podľa dátumu emisie (v %)



Zdroj: NBS.

Poznámka: Na vodorovnej osi je splatnosť dlhopisov v rokoch. Na zvislej osi je podiel dlhopisov s danou splatnosťou na celkovom objeme dlhopisového portfólia poisťovní v rozdelení podľa dátumu emisie na dlhopisy s dátumom emisie pred a po 31. 3. 2012. Po 31. 3. 2012 výnosy dlhopisov na finančných trhoch zaznamenali výrazný pokles.



Na ktorých zahraničných trhoch sa najviac presadzujú automobily zo Slovenska?

Tomáš Kendera
Národná banka Slovenska

Výroba automobilov patrí bezpochyby medzi najdôležitejšie odvetvia priemyslu na Slovensku. Vývoz spojený s celým automobilovým priemyslom tvoril v roku 2015 viac ako jednu štvrtinu celkového exportu zo Slovenska, pričom priemer v eurozóne je okolo 12 %. O tom, že ide o dynamicky sa rozvíjajúce odvetvie svedčí aj fakt, že hrubá pridaná hodnota vo výrobe dopravných prostriedkov vzrástla od roku 2000 viac ako pätnásobne. Počet zamestnancov pracujúcich iba priamo vo výrobe dopravných prostriedkov vzrástol za rovnaké obdobie viac ako dvojnásobne.

V súčasnosti na Slovensku vyrábajú autá tri významné zahraničné automobilky. Ako prvý sa u nás etabloval koncern Volkswagen. Od roku 1992, v priebehu viac ako dvadsaťročnej histórie, sa v bratislavskej automobilke vyrábalo viacero modelov. V súčasnosti sa výlučne na Slovensku v tomto závode vyrábajú modely Volkswagen Tuareg, Audi Q7 a tri modely projektu New Small Family (NSF) – Volkswagen up!, Škoda Citigo a Seat Mii. Produkcia automobilov za rok 2015 by mala byť viac ako 400 tisíc vozidiel. V roku 2006 sa spustila výroba v novej automobilke v Trnave. PSA Peugeot Citroën dnes vyrába dva modely Peugeot 208 a Citroën C3 Picasso, ktorého produkcia sa realizuje výhradne na Slovensku.¹ V minulom roku závod vyprodukoval približne 303 tisíc áut. V závere roka 2006 tiež nabehla sériová výroba v tretej automobilke pri Žiline. Spoločnosť KIA v ňom vyrába najmä pre potreby európskeho trhu modely cee'd, Sportage a Venga. V roku 2015 vyrobila takmer 338 tisíc vozidiel.

VÝVOJ TRHOVÝCH PODIELOV A EXPORTU AUTOMOBILOV

V nasledujúcej časti sa bližšie zameriame hlavne na pokrízový vývoz osobných vozidiel zo Slovenska do jednotlivých krajín sveta, prevažne však do Európy. Rast či pokles vývozu môže indikovať zmeny v konkurencieschopnosti automobilového priemyslu. Rýchlejší rast vývozu áut zo Slovenska do určitej krajiny, než je jej celkový dovoz áut, predstavuje nárast trhového podielu Slovenska v danej krajine. I keď tieto zmeny môžu byť skreslené viacerými exogénnymi faktormi,² z dlhodobého hľadiska by mali byť trendové zmeny ovplyvnené najmä konkurencieschopnosťou.³ Predmetom analýzy budú údaje, ktoré zverejňuje Eurostat, najmä podkapitoly harmonizovaného systému tovarov v medzinárodnom obchode (HS), zaradené pod kapitolu 8703 – Osobné automobily a ostatné motorové vozidlá konštruované hlavne na prepravu osôb.

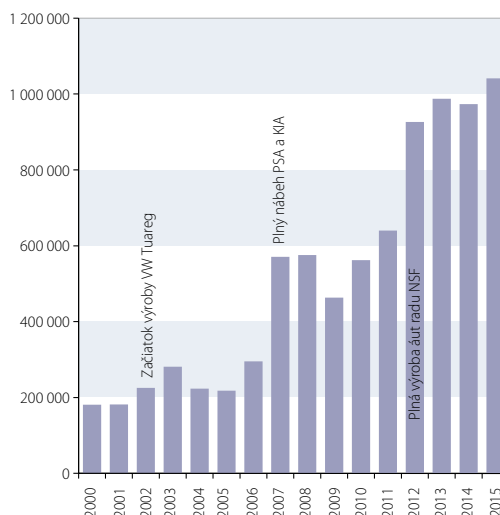
Priemerný rast exportu áut zo Slovenska do krajín eurozóny (EA) za obdobie 2001 až 2015 bol 10,3 %, pričom celkový dovoz áut do eurozóny vzrástol len o 2,9 %. Nárast trhových podielov dokumentuje aj fakt, že podiel automobilov zo Slovenska na dovoze eurozóny sa zvýšil takmer trojnásobne.

Export do krajín zvyšku sveta okrem eurozóny vzrástol v priemere o 30,6 %. Podiel slovenského exportu na exporte EÚ mimo krajín Európy vzrástol desaťnásobne.

Pred krízou sa na Slovensku vyrábali malé, resp. stredne veľké vozidlá, od roku 2002 sa pridala aj

- ¹ V Brazílii sa vyrába mierne odlišná verzia Citroën C3 Picasso Aircross, ktorá je určená iba pre tamajšie trhy.
- ² Ide predovšetkým o manažérske rozhodnutia vedenia o realizácii výroby v jednotlivých závodoch, ďalej riešenie samotnej logistiky, reexport a pod.
- ³ Z podobnej filozofie vychádza napríklad i koncepcia prejavenej komparatívnych výhod, ktorá bez skúmania a definovania podstaty konkurenčných výhod (ex ante), sleduje už iba prejavy konkurencieschopnosti priamo vo veľkosti zahraničného obchodu (ex post).

Graf 1 Výroba áut na Slovensku (počet kusov)



Zdroj: Zväz automobilového priemyslu SR, internetové stránky výrobcov.

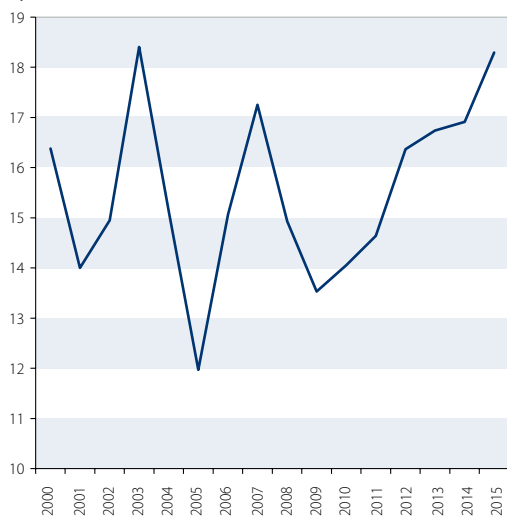
Poznámka: Volkswagen: Golf a Bora (výroba od r. 1994 do r. 2005); Polo (1999 – 2007); SEAT Ibiza (2003 – 2005); Tuareg (od r. 2002); Audi Q7 (od r. 2005); Škoda Octavia (2008 – 2010); New Small Family (od 2011). PSA Peugeot Citroën: Peugeot 207 (2006 – 2012); Citroën C3 Picasso (od 2009); Peugeot 208 (od 2012). KIA: cee'd (od 2006); Hyundai ix35 (2010 – 2011); Sportage (od 2010); Venga (od 2011).

Rok 2015 je odhad.



4 Z top 10 najvýznamnejších exportných partnerov Slovenska zaviedlo šrotovné Nemecko, Francúzsko, Veľká Británia, Taliansko, Španielsko a Holandsko.

Graf 2 Podiel vývozu osobných áut na celkovom vývoze zo Slovenska (v %)



Zdroj: Eurostat, vlastné výpočty.

výroba športovo úžitkových vozidiel. Medzi najvýznamnejšie exportné trhy patrilo Nemecko, Taliansko, Francúzsko a po roku 2002 aj USA.

POKRÍZOVÝ VÝVOJ

Globálna hospodárska kríza sa vo vývoze osobných automobilov zo Slovenska naplno prejavila v roku 2009, keď export vozidiel klesol o takmer štvrtinu a počet vyrobených kusov o pätinu (vyšší prepád objemu vývozu zapríčinilo väčšie oslabenie dopytu po luxusných autách). Výraznému poklesu nezabránilo ani tzv. šrotovné, ktoré v roku 2009 zaviedli takmer všetky krajiny významné z hľadiska slovenského exportu vozidiel.⁴ V nasledujúcich troch rokoch už ale vývoz áut rástol kontinuálne o viac ako 20 % a do roku 2014 sa v porovnaní s krízovými hodnotami zdvojnásobil. Obnovenie dynamického rastu sa týkalo vývozu do krajín eurozóny, ako aj do zvyšku sveta. Vývoz automobilov do krajín mimo eurozóny sa po kríze opäť vyvíjal dynamickejšie.

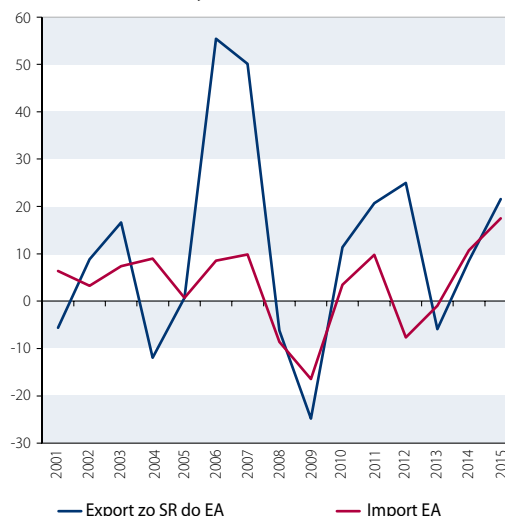
Tabuľka 1 Top 10 krajín s najväčším podielom na vývoze automobilov zo SR

Krajina	Podiel (v %)
Nemecko	14,9
Francúzsko	11,6
Čína	11,3
Veľká Británia	9,9
USA	5,9
Taliansko	5,9
Rusko	5,6
Španielsko	3,6
Holandsko	2,6
Belgicko	2,4

Zdroj: Eurostat, vlastné výpočty.

Poznámka: Kumulatív za roky 2010 – 2014.

Graf 3 Medziročný rast vývozu a dovozu automobilov SR a eurozóny (v %)



Zdroj: Eurostat, vlastné výpočty.

V pokrízovom období v rokoch 2010 až 2014 smerovalo takmer 46 % vyvezených automobilov do krajín eurozóny. Z nich bolo najvýznamnejším exportným partnerom Nemecko s takmer 15 % podielom na celkovom vývoze vozidiel. Do Číny v tomto období smerovalo 11,3 % automobilov, do USA 5,9 % a do Ruska 5,6 %.

Za najrýchlejšie rastúci trh, kde v rokoch 2010 až 2014 rástol vývoz áut zo Slovenska najviac, možno označiť Alžírsko. V tejto krajine patria medzi najobľúbenejšie modely francúzskych automobiliek. Z ďalších netypických trhov, kde v pokrízovom období rástol export áut zo Slovenska najrýchlejšie, patrí Egypt a Nigéria. V oboch krajinách sú veľmi populárne ázijské vozidlá. Vo vývoze do Nigérie by mali podľa predajov prevažovať vyššie kubatúry (SUV), do Egypta sa vyvážajú aj autá strednej triedy.

Najväčší vážený pokles vývozu automobilov zo Slovenska od roku 2010 do roku 2014 možno pozorovať v prípade Rumunska, Macedónska, Hongkongu, Kene, Bosny a Hercegoviny, či

Tabuľka 2 Krajiny s najrýchlejším rastom dovozu áut zo Slovenska

Poradie	Krajina
1.	Alžírsko
2.	Veľká Británia
3.	Čína
4.	Nemecko
5.	Egypt
6.	USA
7.	Španielsko
8.	Dánsko
9.	Nigéria
10.	Írsko

Zdroj: Eurostat, vlastné výpočty.

Poznámka: Prevážané podielom na celkovom exporte automobilov.



Chorvátska. Vo všeobecnosti však pokles vývozu do týchto krajín nebol taký výrazný ako nárast vývozu do krajín spomenutých vyššie.

ZMENY V TRHOVÝCH PODIELOCH (2010 – 2014)

Okrem samotného rastu vývozu zo Slovenska je dôležité skúmať aj celkový dovoz vozidiel predmetných krajín. Pokiaľ by sumárny dovoz áut v danej krajine rástol rýchlejšie, než dovoz zo SR, znamená to, že trhový podiel Slovenska sa znížil. Zvýšenie dopytu v tomto prípade nahradí konkurencia z iných krajín, hoci by bol nárast vývozu z pohľadu SR akokoľvek vysoký.

Uvedený pohľad však zachytáva konkurenčné zmeny len z hľadiska zahraničného obchodu a abstrahuje od vývoja trhových podielov domácich výrobcov. Ak by sme chceli do analýzy zahrnúť aj predaj áut vyrobených v tuzemsku, bolo by vhodnejšie v danej krajine skúmať namiesto dovozu áut súhrnnejší ukazovateľ, napríklad registrácie nových automobilov. Pre jednotnosť a kvalitatívny charakter dát však budeme abstrahovať od áut vyrobených v daných krajinách a budeme viac skúmať konkurenčný vývoj len z pohľadu medzinárodného obchodu.

Tabuľka 3 obsahuje krajiny, kde Slovensko najviac získavalo trhové podiely. Rast trhových podielov je vypočítaný ako vážený rozdiel priemerného rastu vývozu zo SR a priemerného rastu celkového dovozu áut v danej krajine.

Rovnako ako v prípade krajín s najrýchlejším rastom dovozov áut zo Slovenska (tabuľka 2), zostalo na prvom mieste **Alžírsko**. Z modelov vyrábaných u nás patrí medzi najpredávanejšie vozidlá na tomto dynamicky sa rozvíjajúcom trhu Peugeot 208, (resp. 207). V roku 2012 bol práve tento model najpredávanejším autom v celom Alžírsku⁵ a export áut zo Slovenska rekordný. V nasledujúcich rokoch vývoz mierne klesol, stále však zostal na pomerne vysokej úrovni. Časť výroby určená pre tento trh tak mohla byť na Slovensko

presunutá z Francúzska (kde objem vývozu po úspešnom roku 2012 klesol na predchádzajúce úrovne) a najmä zo Španielska (kde bola výroba tohto modelu ukončená)⁶.

Celkový dovoz automobilov do **Veľkej Británie** v pokrizovom období rástol v priemere o 12 %, priamo zo Slovenska však o viac ako 34 %. V Británii sa predávajú všetky modely áut vyrábané u nás. Kým bezprostredne po kríze sa vyvážali najmä autá strednej triedy, v roku 2011 sa k nim pridali aj autá s najvyššími kubatúrami (Volkswagen Touareg a Audi Q7). Obľúbené sú najmä autá s dieselovým motorom. Od roku 2012, od začiatku plnej výroby malých mestských vozidiel NSF, k rastu vývozu začali prispievať najmä autá s najnižšou kubatúrou. Podľa štatistík je najobľúbenejším autom z radu NSF Škoda Citigo. Trhové podiely Slovenska na britskom trhu rástli najmä v období 2011 – 2013.⁷

I keď v rebríčku TOP 10 krajín s najväčším rastom trhových podielov väčšina krajín nepatrí do eurozóny, ak by sme hodnotili krajiny platiace eustom ako jeden celok, skončili by na druhom mieste. Eurozóna je teda pre Slovensko stále dôležitý automobilový trh z hľadiska získavania nových zákazníkov na úkor konkurencie.

Výrazný nárast vývozu automobilov do **Egypta** začal v roku 2013. V tom čase sa automobilka KIA rozhodla expandovať na africkom kontinente s modelom cee'd. Automobil vyrábaný pri Žiline bol pritom pôvodne určený len pre európsky trh. Okrem toho časť výroby modelu Sportage bola presunutá z kórejského závodu do slovenského.

Kým vývoz automobilov zo Slovenska do **Číny** bol v roku 2001 okolo 11 tisíc eur, o desať rokov neskôr presiahol jednu miliardu. To ilustruje veľkosť expanzie na tomto trhu. Posledný výrazný rast trhových podielov bol však zaznamenaný ešte v rokoch 2010 a 2011. V tomto období vývoz áut zo Slovenska do Číny kulminoval a postupne sa viac – menej stabilizoval. Pri bližšom pohľade na štruktúru vyvážaných automobilov vidieť výhradné zastúpenie vyšších kubatúr (SUV modely Touareg a Q7). Od roku 2014 sa v zložení exportu začali v malej miere objavovať aj autá s najnižšími kubatúrami (pravdepodobne iba model up! spolu s elektromobilom e-up!).

Nárast trhových podielov v **Nemecku** prebiehal v rokoch 2010 až 2012. Vývoj z pohľadu Slovenska bol podobný ako vo Veľkej Británii. Bezprostredne po kríze sa darilo slovenskému vývozu áut strednej výkonnosti s dieselovým motorom, v roku 2013 sa do popredia záujmu nemeckých zákazníkov dostali SUV modely s vyššími kubatúrami. Nárast vývozu malých automobilov v nasledujúcom období bol v porovnaní s Britániou objemovo vyšší. Podľa štatistík sa na nemeckom trhu najviac presadil VW up!, najmenej Seat Mii.

V **USA** sú z áut vyrábaných na Slovensku v oficiálnom predaji dostupné iba modely Touareg a Q7. Predávanejším vozidlom je Audi Q7. Po kríze rástli trhové podiely Slovenska v USA najmä v rokoch 2010 a 2011. V ďalších rokoch bol vývoj stabilizovaný a mierne straty podielov sa striedali s ich miernym rastom. Napriek vyššej obľube benzín-

5 <http://bestsellingcarsblog.com>
6 <http://europe.autonews.com/article/20140523/ANE/140529975/citroen-c4-cactus-brings-madrid-factory-back-to-life>
7 Od roku 2012 podiel Škody na anglickom trhu vzrástol o tretinu.

Tabuľka 3 Krajiny, kde Slovensko najviac získavalo trhové podiely

Poradie	Krajina
1.	Alžírsko
2.	Veľká Británia
3.	Egypt
4.	Čína
5.	Nemecko
6.	USA
7.	Španielsko
8.	Dánsko
9.	Írsko
10.	Taliansko

Zdroj: Eurostat, OICA, vlastné výpočty.

Váhy: Priemerný podiel danej krajiny na celkovom exporte v období rokov 2010 – 2014.

Poznámka: Rast celkového dovozu áut krajín mimo Európy bol nahradený údajmi novej registrácie automobilov.



nových motorov na americkom trhu, v roku 2011 k vývozu zo Slovenska paradoxne viac prispievali autá s dieselovým motorom.

Medzi najpredávanejšie vozidlá zo Slovenska patria v **Španielsku** tie, ktoré vyrába francúzska (predovšetkým Peugeot 208) a juhokórejská automobilka. Napriek tradícii domácej značky sa Seat Mii nezaradil medzi najpopulárnejšie modely v Španielsku. Najväčší trhový podiel získali automobily zo Slovenska v roku 2010 (pravdepodobne z dôvodu vtedajšieho vysokého nárastu predaja modelov Hyundai ix35 a Sportage). Postupne sa rast nových podielov zastavil a posledné dva roky sa pozície áut zo Slovenska mierne zhoršili.

Rast trhových podielov v **Dánsku** vidieť najmä v roku 2012, s plným nábehom vozidiel radu NSF. Práve Volkswagen up! je tu najpredávanejším vozidlom za obdobie 2012 – 2014. Daňová politika v Dánsku podporuje ekologické autá a v krajine sú obľúbené menšie vozidlá, preto medzi najpredávanejšie automobily patria aj zvyšné dva modely radu NSF. Úspech automobilov zo Slovenska podčiarkuje aj Peugeot 208, ktorý v rokoch 2013 a 2014 patril medzi päť najpredávanejších áut v Dánsku.

Trhové podiely Slovenska v **Írsku** rástli v pokrízovom období permanentne, s výnimkou roku 2013. Najväčší nárast vidieť v roku 2010. Najúspešnejším automobilom zo Slovenska na tomto trhu je podľa predajnosti Kia Sportage (k vyššiemu vývozu pravdepodobne podstatne prispieval v čase svojej výroby na Slovensku aj Hyundai ix35). Za rastom predaja áut zo Slovenska stoja takmer výhradne autá s dieselovým motorom. Na Írskom trhu sa tiež etablovali aj automobily radu NSF. Hoci je ich predaj v porovnaní s už spomínanými európskymi krajinami nižší, v roku 2012 významne prispeli k rastu slovenského vývozu na tento trh.

Rovnako aj v **Taliansku** prispeli malé automobily (predovšetkým Volkswagen up!) k rastu slovenských trhových podielov. Tie sa zvyšovali v rokoch 2012 a 2013. Medzi talianskymi motoristami je obľúbený aj Peugeot 208, ktorý sa v začiatkoch predaja zaradil do prvej pätnástky najpredávanejších vozidiel (v rokoch 2012 a 2013).

AKTUÁLNY VÝVOJ V ROKU 2015

V roku 2015 sa export vozidiel medziročne zvýšil o 13 %. Napriek niektorým nepriaznivým okolnostiam (ochladenie čínskej ekonomiky, problémy s vykazovaním emisií automobilov Volkswagen) je rast vývozu vyšší a Slovensko tak zatiaľ dokáže vyvážať viac automobilov, než v roku 2014. Trhové podiely od začiatku roka rástli najmä v Mexiku (model Sportage), USA, Francúzsku, Nemecku a v Izraeli (modely KIA). Menej automobilov sa medziročne vyváža (vážený priemer exportu) najmä do Číny, Ruska (najviac asi pre modely Sportage, cee'd a Touareg), Japonska (model up!), Nórska (elektromobil e-up!) a Belgicka (pravdepodobne pre modely cee'd, Peugeot 208 a Sportage).

ZÁVER

Automobilový priemysel dokázal v pokrízovom období úspešne napredovať a ešte viac si upevnil svoju dominanciu v rámci slovenskej ekonomiky. Vývoz osobných automobilov sa úspešne zvyšoval v rámci krajín Európy, ale aj mimo nej. Z hľadiska nových trhových podielov sú dôležité krajiny EÚ ako celok, kde SR stále získava zákazníkov na úkor konkurencie. Okrem toho sa významným javí teritórium Severnej Afriky. Významný rast trhových podielov získavalo Slovensko aj v Číne a v USA, v roku 2015 aj v Mexiku. Pozitívne možno hodnotiť nielen teritoriálnu rozmanitosť, ale aj to, že v konfrontácii s konkurenciou sú v predaji úspešné viaceré modely z automobiliek na Slovensku.

Presadzovanie sa jednotlivých značiek či modelov v zahraničí závisí z veľkej časti od daných lokálnych preferencií spotrebiteľov. Rast exportu bol často jednorazový a zvýšený predaj pretrváva pomerne stabilne aj ďalšie roky. Zisk trhových podielov tak súvisel skôr s uvedením nového modelu na trh než s postupným prilákaním nových zákazníkov využitím klasických konkurenčných nástrojov, ako napríklad ceny či kvality, tak ako pri iných produktoch. Konkurenčné výhody automobiliek na Slovensku vo forme nižších nákladov, vyššej produktivity či novších technológií teda viac zohrávajú rolu pri manažérskych rozhodnutiach o umiestnení novej výroby v jednotlivých závodoch.



Wage Rigidities and Jobless Recovery in Slovakia: New Survey Evidence¹

Peter Tóth, *Národná banka Slovenska*
 Katarína Valková, *Vienna University of Economics and Business*

INTRODUCTION

The main features of the recent recovery in Slovakia were similar to the rest of the EU. Output recovered slowly and unevenly across sectors. Employment had hardly reached its pre-crisis level even by 2013. At the same time, employee compensations developed quite positively, going hand in hand with output. The economic literature offers some explanations for the specific features of the recent recoveries in Europe. New-Keynesian models attribute sluggish adjustment mostly to demand shocks originating from uncertainty and the zero lower bound on interest rates (Galí et al. 2012). While for weak job creation, downward wage rigidities are typically blamed. A closer look at the crisis reveals a very uneven impact both across and within sectors. First, the relocation of job opportunities across sectors joint with barriers to labour mobility between professions can lead to permanent layoffs. These barriers are often viewed as the main cause of jobless recoveries.² Second, there is a vast literature emphasizing the different business cycle impacts on small versus large firms. The advantages from firm size are thought to emerge via smaller adjustment costs³ or less binding financial constraints.⁴ This implies that labour cost adjustments after the crisis may be heterogeneous by firm size.

The main aim of this paper is to shed more light on the determinants of labour cost adjustment in Slovakia during the recovery period 2010-2013. To do so, we use a new firm-level survey dataset to estimate a model of labour cost adjustment channels. We compare mainly the roles of demand shocks, wage rigidity factors and adjustment costs related to firm size.

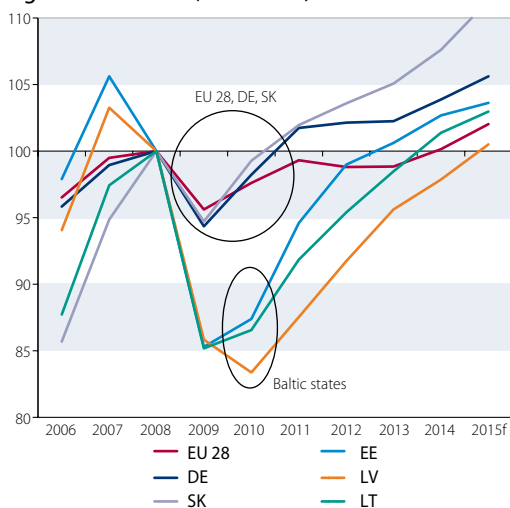
- 1 This article summarizes the main results of the NBS Occasional Paper by Tóth and Valková (2015).
- 2 The term "jobless recovery" emerged among market analysts and economists after the 1990-91 and 2001 recessions in the U.S. According to Schreft and Singh (2003), the recoveries of GDP after those recessions were accompanied by a much slower employment growth than predicted by forecasting models. While these models were based on data on earlier business cycles.
- 3 See for example Moscarini and Postel-Vinay (2012, 2013).
- 4 See for example Gertler and Gilchrist (1994) and Bernanke et al. (1996).

MACRO-LEVEL DEVELOPMENTS DURING THE RECENT RECOVERY

The macroeconomic impacts of the recent crisis were relatively diverse across the European Union. Regarding real activity (Figure 1), the EU 28 economy fully recovered its pre-crisis level of out-

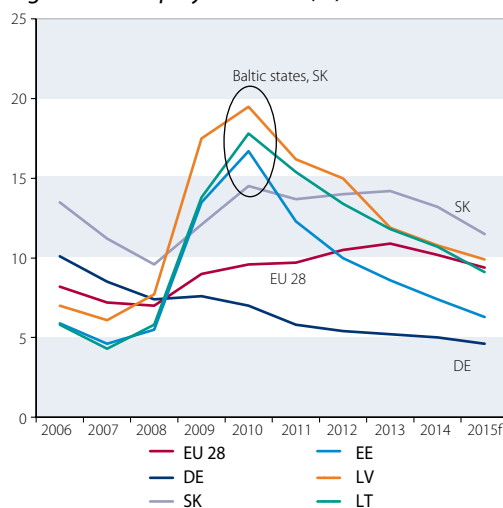
put by 2011. In terms of GDP, the least affected EU members belonged to the core of the EU, such as Germany, France, the U.K., Austria and the Benelux countries. In addition, as the Central European new member states maintain tight trade linkages to the core, most of them enjoyed an export-led

Figure 1 Real GDP (2008=100)



Source: Eurostat, EC-Ameco (2015f).

Figure 2 Unemployment rate (%)



Source: Eurostat, EC-Ameco (2015f).

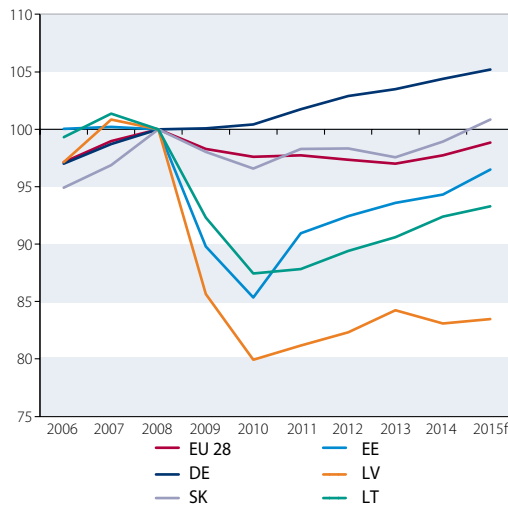


recovery following the crisis. The latter group includes the Czech Republic, Slovakia and Poland, with the exception of Hungary. In contrast, not all of the EU 28 managed to recover their pre-crisis output levels in a few years period. First, the global demand shock hit the GIIPS economies rather hard uncovering also their fiscal imbalances. Next, Finland's weak rebound spilled over to the Baltic states through their trade ties. This led to a persistent dip of economic activity in Estonia, Latvia and Lithuania, which represent the hardest hit group of economies in terms of lost real GDP levels.

Regarding labour market developments, the impacts of the crisis were also heterogeneous across Europe. Unemployment rates in the EU 28 generally increased during the post-crisis period with some notable exceptions of a falling rate,

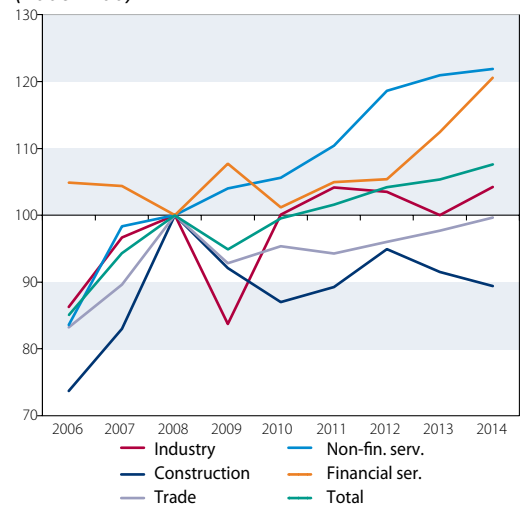
e.g. in Germany (Figure 2). The upward trend in unemployment rates and the fall in employment (Figure 3) suggest that job destruction was the prevailing strategy overall to cut labour costs. This story is complemented by the increasing level of employee compensations in the EU 28 economy (Figure 4). However, alternative paths of labour market adjustments can also be observed. In the Baltic states, unemployment exploded temporarily (Figure 2) and both employment and compensations plummeted as a response to the foreign demand shock (Figures 3 and 4). This may indicate the high flexibility of labour markets, in particular that of wages and dismissals, compared to other EU countries. Large wage cuts and the revival of output enabled the gradual decrease of unemployment rates in the Baltics. In the observed spectrum of labour market outcomes Slovakia

Figure 3 Employment (2008=100)



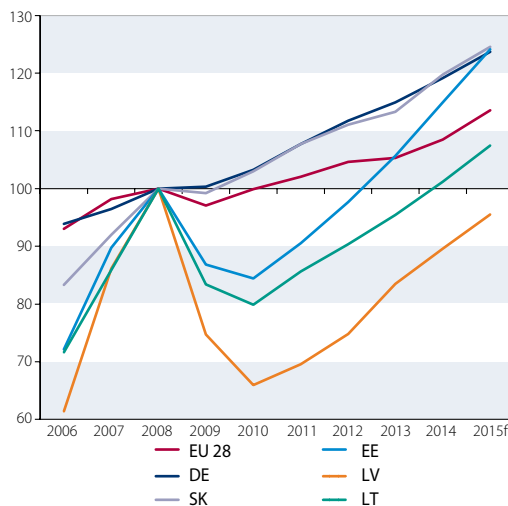
Source: Eurostat, EC-Ameco (2015f).

Figure 5 Gross value added by sectors, Slovakia (2008=100)



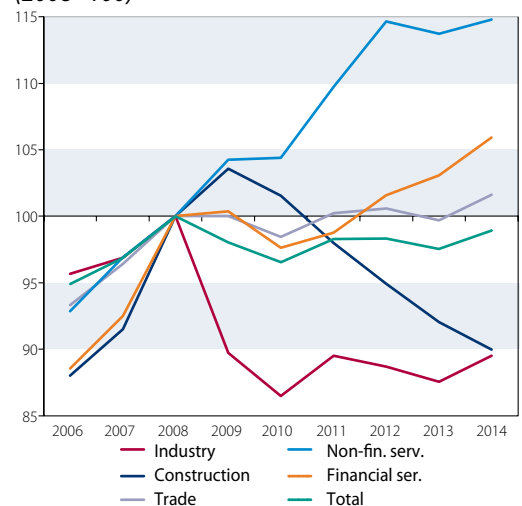
Source: Eurostat.

Figure 4 Compensations (2008=100)



Source: Eurostat, EC-Ameco (2015f).

Figure 6 Employment by sectors, Slovakia (2008=100)



Source: Eurostat.



stood close to the EU average. This meant a job-less recovery of economic activity together with increased employee compensations at a cost of persistently high unemployment.

The post-crisis recovery in Slovakia was characterized by marked differences across sectors. On one hand, both financial and non-financial services made a positive contribution to value added as well as job creation (Figure 5 and Figure 6). On the other, construction and industry remained below their pre-crisis levels of employment. The above differences suggest a reallocation of job opportunities between sectors, namely from industry and construction to services. Imperfect worker mobility across occupations leads to structural unemployment, which is one of the potential causes of job-less recoveries (Kolesnikova and Liu, 2011).

THE SURVEY DATASET

The survey used in this paper investigated labour cost and price adjustment strategies of Slovak firms during the period 2010-2013. Data was collected at the end of 2014 in cooperation with the Wage Dynamics Network (WDN). This research network is operated by the consortium of EU central banks and is coordinated by the European Central Bank. The current wave of the survey is the third overall, while the National Bank of Slovakia is participating for the second time since 2009. The qualitative data contained in this survey is a unique source of information that cannot be substituted with standard firm-level data. The additional value added of the current wave of the survey comes from studying labour cost and price adjustments during the recent recovery. This particular timing allows us to study factors behind firm-level adjustments to aggregate shocks.

To collect the survey data, a sample of 7999 active private-sector enterprises with more than five employees was randomly selected from the Slovak Statistical Office's firm registry using stratified sampling. Firms were distributed into forty strata according to ten sectoral groups and four firm size categories (see Table 1 below). Agriculture, education and public services were excluded. The National Bank of Slovakia contacted the sampled firms via traditional mail and e-mail at the end of November 2014. Respondents filled in the online questionnaire during December 2014 and January 2015. The final sample consisted of 621 companies with at least one respondent in each stratum. The overall response rate reached almost 8%.⁵

DETERMINANTS OF LABOUR COST ADJUSTMENTS

In this section we compare the relative importance of external shocks, wage rigidities and different firm-level characteristics for the choice of margins to adjust labour costs. In particular, we examine firms' decisions to cut base wages, bonuses, the number of workers and hours worked as a set of binary response models. This means, the base and flexible components of adjusting compensations and labour input are distinguished. By estimating an econometric model we can, for example, contrast the effects of a demand drop and scarcer external finance on firm-level choices of labour cost adjustment channels. Next, we can test whether limitations to wage flexibility, e.g. collective agreements or inflation indexation rules, avoid wage cuts, lead to short time work or layoffs. Firm-level characteristics, such as foreign ownership, exporting status or firm size may proxy for lower

5 More details on the survey as well as descriptive results from the dataset can be found in Tóth and Valková (2015).

Table 1 Number of firms in the realized sample by sectors and size

Sector	NACE 2	Firm size by the number of employees					Total	Response rate
		5-19	20-49	50-199	≥ 200			
Food, beverages, tobacco	10-12	1	5	6	1	13	4.7%	
Textile, wood, paper, printing	13-18	3	6	16	8	33	8.0%	
Chemicals, plastics, metals	19-25	10	21	34	16	81	11.2%	
Electron., machinery, equipment	26-33	4	12	32	17	65	10.1%	
Water and energy supply	35-39	3	2	7	5	17	11.1%	
Construction	41-43	19	17	15	3	54	6.3%	
Trade	45-47	49	39	30	11	129	5.9%	
Transport, accommodation	49-56	16	24	21	7	68	6.5%	
Other non-financial services	58-82	54	35	33	14	136	8.4%	
Financial services	64-66	3	7	9	6	25	27.2%	
Total		162	168	203	88	621	7.8%	
Response rate		4.0%	9.1%	12.9%	15.4%	7.8%		

Source: WDN Survey (2014), NBS.



- 6 In case of continuous response variables the MP has an analogy to the seemingly unrelated regressions (SUR) model.
- 7 Both foreign-owned and exporting firms are less likely to cut base wages, though the associated coefficients are not statistically significant.
- 8 High-skilled white collar: managers, professionals, technicians, associate professionals (ISCO 1-3).
 Low-skilled white collar: clerical support, service and sales workers (ISCO 4-5).
 High-skilled blue collar: craft workers, machine operators, assemblers (ISCO 7-8).
 Low-skilled blue collar: elementary occupations, e.g. labourers in various sectors (ISCO 9).

adjustment costs related to hiring and firing. Hence we can ask, whether those special groups of firms benefit from more wage flexibility and find it easier to terminate work contracts. In the remainder of this section we first describe the list of indicators included in the model. Second, we discuss the main estimation issues and finally the key findings are summarized.

First, the model is composed of three groups of regressors common to all adjustment channel equations. The group of firm-level characteristics contains a binary indicator of foreign ownership, exporting status (assumed if more than 20% of sales come from abroad), two firm size dummies for medium (50-199 employees) and large firms (more than 200 employees), binary indicators of prevailing workforce type according to skills and collar, and finally the percentage of employees earning the minimum wage. The second group is associated with external shocks, of which we included decreases in demand, availability of external finance and customers' ability to pay. The third group of explanatory variables are related to wage rigidities. We considered the existence of collective agreements signed on the firm- or higher level. Further, indicators of downward nominal wage rigidities (wage freezes) and real wage rigidities (inflation indexation rules) are ad-

ded. We also test whether price flexibility, approximated by the frequency of price changes, helps avoid labour cost cuts, or on the contrary it forces firms to adjust labour costs. Finally, all equations contain constant terms and sector-specific fixed effects.

Second, our setup requires addressing the following estimation issues: the four response variables are binary, mutually non-exclusive and potentially correlated with each other. According to Greene (2012), the most suitable approach in this case is the multivariate probit (MP) model⁶, where all equations are estimated jointly. The MP is built on multiple latent variables, each of them observed with the value of one, if the latent variable is greater than zero. In case of a MP, the probability distribution driving positive outcomes of the latent response variables is multivariate normal. This feature of the MP allows the latent variables, as well as their binary observations, to be correlated with each other. The model is estimated by simulated maximum likelihood and robust standard errors can also be computed. We use employment weights in the effort to obtain representative results.

Third, estimates of the four labour cost adjustment equations are reported in Table 2. Among firm-level characteristics approximating

Table 2 Determinants of labour cost adjustment channels, multivariate probit estimates

	Cuts in:	Base wages	Bonuses	Number of workers	Hours worked
Firm-level characteristics:					
Foreign ownership		-0.485	0.044	0.505**	0.246
Exporting status		-0.188	0.197	-0.023	0.469*
Medium-sized firm (50-199 empl.)		0.808***	0.856***	0.313*	0.102
Large firm (>200 empl.)		0.465	1.369***	0.420*	0.109
Prevalence of HS BC workers		-0.501*	-0.234	0.040	0.004
LS WC workers		-0.029	-1.154**	-0.758**	0.093
HS WC workers		0.469	0.387	0.125	-0.555
LS BC (baseline)					
% of minimum wage earners		0.009*	0.018***	0.007*	-0.001
External shocks (decrease in):					
Demand		1.203***	1.090***	0.920***	1.402***
Availability of external finance		0.592**	0.444	0.260	0.400
Customers' ability to pay		0.135	-0.054	-0.026	0.148
Wage rigidity factors:					
Firm-level collective agreement		-0.971***	0.010	0.306	-0.048
Higher-level collective agreement		0.212	-0.272	0.982***	1.452***
Wage freezes		0.004	0.421	0.212	1.252***
Inflation indexation rules		0.169	-0.384**	0.427**	0.890***
Frequency of price changes		0.331	0.412**	0.034	-0.110
Number of observations:		601	601	601	601

Source: Authors' calculations.

Note: The asterisks *,**,*** denote significance levels at 10%, 5% and 1% based on robust standard errors. Constants and sectoral dummies were included. HS BC – LS BC stand for high/low skilled white/blue collar workers respectively. LS BC workers are the baseline case. Average marginal effects are reported. Employment adjusted estimates.



higher productivity and lower adjustment costs, firm size plays a key role. A medium to large firm size is positively associated with all cost-cutting channels, except hours worked. This implies fewer barriers for larger firms to adjust labour costs. From the policy point of view this may suggest that stricter employer regulations can hurt smaller firms disproportionately more. Turning to foreign-owned and exporting firms, the former are more likely to sack workers while the latter decrease hours worked with a higher probability, other things equal⁷.

According to our results, firms' labour cost adjustment practices differ for some worker types. Low-skilled white collar⁸ workers are less prone to get fired and their bonuses are cut more rarely compared to the baseline case of low-skilled blue collar workers. Similarly, base wages of high-skilled blue collar workers are cut with the lowest probability compared to the rest. Turning to firms employing a higher share of workers earning the minimum wage, we found an increased probability of all cost cutting channels, except hours worked. This outcome is somewhat counterintuitive for base wage cuts, but is in line with our expectations for flexible wage components. In case of the higher probability of firing, the result suggests minor rehiring costs for the typically low-skilled minimum wage earners.

Further, considering the impact of external shocks on the probability of labour cost adjustment, demand shocks stand out clearly. Their dominance is broadly based across all adjustment channels and holds also in terms of impact size. At the same time, the presence of a financial shock

matters only to base wage cuts and its effect is about half of the demand shock's effect.

Looking at wage rigidity factors, only collective agreements signed at the firm level seem to prevent base wage cuts. Other factors, as higher-level agreements, wage freezes or inflation indexation rules do not limit wage adjustments significantly. However, those factors tend to induce firing and cuts in hours worked. Finally, a higher frequency of price changes is positively associated with cutting base wages and bonuses, while the effect is statistically significant only for the latter channel. This suggests that firms use bonuses as a buffer for price volatility on product markets.

CONCLUSION

The aim of this paper was to test the determinants of labour cost adjustments by Slovak firms during the recent recovery period from 2010 to 2013. We used a new dataset from a firm-level survey, which was conducted in cooperation with the Wage Dynamics Network of the European Central Bank. To sum up the main findings, estimates from our econometric model highlight the importance of demand shocks in explaining labour cost adjustments. Further, the estimates confirm the role of collective agreements and wage rigidities in forcing firms to downsize their labour inputs instead of cutting worker compensations. Finally, the model provides evidence that large and foreign owned firms face fewer barriers to adjusting their labour costs. In other words, the presence of unions, downward wage rigidities and the leading role of large firms seem to be the main explanation for the jobless recovery in Slovakia following the crisis.

References

- Bernanke, B., M. Gertler, and S. Gilchrist (1996): The financial accelerator and the flight to quality, *The Review of Economics and Statistics*, 78(1), 1-15.
- Gali, J., F. Smets, and R. Wouters (2012): Slow recoveries: a structural interpretation, *Journal of Money, Credit and Banking*, 44(2), 9-30.
- Gertler, M., and S. Gilchrist (1994): Monetary policy, business cycles, and the behavior of small manufacturing firms, *Quarterly Journal of Economics*, 109(2), 309-340.
- Greene, W. H. (2012). *Econometric Analysis*. 7th edition, Prentice Hall.
- Kolesnikova, N., and Y. Liu (2011): Jobless recoveries: causes and consequences, *The Regional Economist*, The Federal Reserve Bank of St. Louis, April 2011.
- Moscarini, G., and F. Postel-Vinay (2012): The contribution of large and small employers to job creation in times of high and low unemployment, *The American Economic Review*, 102(6), 2509-2539.
- Moscarini, G., and F. Postel-Vinay (2013): Stochastic search equilibrium, *Review of Economic Studies*, 80, 1545-1581.
- Schreft, S. L., and A. Singh (2003): A closer look at jobless recoveries, *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Second Quarter 2003.
- Tóth, P., and K. Valková (2015): Wage rigidities and jobless recovery in Slovakia: new survey evidence, National Bank of Slovakia Occasional Paper 3/2015.



Hotovostný peňažný obeh v SR v roku 2015

Milada Vlnková
Národná banka Slovenska

Článok hodnotí vývoj základných ukazovateľov hotovostného peňažného obehu v SR, ktorý sa v roku 2015 v porovnaní s predchádzajúcimi rokmi niesol v znamení zvýšeného dopytu po hotovostných peniazoch. Súčasne pokračovala emisia nových eurobankoviek. V poradí treťou emitovanou eurobankovkou zo série Európa bola 20 € bankovka, uvedená do obehu 25. novembra 2015.

- 1 Po vstupe do eurozóny sa v obehu v SR vyskytujú aj eurobankovky a euromince emitované inými členskými bankami eurozóny, preto NBS nemá evidenciu o reálnej hodnote a množstve peňazí v obehu. Eviduje len eurobankovky a mince, ktoré sama vydala a prijala z obehu. Rozdiel medzi hodnotou (množstvom) vydaných eurobankoviek a euromincí do obehu a prijatých z obehu od 1.1.2009 do konkrétneho dátumu predstavuje kumulovanú čistú emisiu.
- 2 Hodnota obeživa v celej eurozóne k 31.12.2015 bola 1 083 mld. EUR, podiel NBS na tejto hodnote bol podľa kľúča 1,0095 % približne 10,9 mld. EUR.
- 3 V eurozóne sa ich emitovalo už viac ako 55 mld. kusov a ich podiel na celkovom množstve euromincí v obehu je 47,5 %.
- 4 Počet obyvateľov SR k 31.12.2015 podľa ŠR SR dosiahol 5 426 252. Priemerné ukazovatele sú vypočítané z priemernej emisie, ktorá v roku 2015 dosiahla hodnotu 9,75 mld. €. Štruktúra euromincí je vypočítaná z reprezentatívnej vzorky euromincí (zdroj: NBS).
- 5

VÝVOJ KUMULOVANEJ ČISTEJ EMISIE

Hotovostný peňažný obeh v SR zaznamenal v roku 2015 dynamickejší rast ako v predchádzajúcich rokoch. V roku 2015 dosiahla kumulovaná čistá emisia (ďalej len „emisia“) medziročný rast o 7,5 % (t. j. o 711,5 mil. EUR), čo v porovnaní s predchádzajúcim rokom predstavuje zrýchlenie tempa jej rastu o 0,9 percentuálneho bodu. Medziročné zrýchlenie tempa rastu hodnoty emisie ovplyvnil predovšetkým dopyt po eurobankovkách vysokých nominálnych hodnôt (500 € a 100 €), a to hlavne v predvianočnom období. Celková hodnota emisie¹ k 31. decembru 2015 dosiahla 10,2 mld. EUR, z čoho emisia eurobankoviek predstavovala 10,1 mld. EUR.

Hodnota položky obeživo, zodpovedajúca podielu NBS na eurobankovkách vydaných Eurosystemom, k 31. 12. 2015 predstavovala približne 10,9 mld. EUR.² Rozdiel medzi hodnotou emisie eurobankoviek emitovaných v SR a hodnotou obeživa predstavoval 879 mil. EUR.

Vývoj dennej emisie eurovej hotovosti v roku 2015 si zachoval rovnaký trend ako v predchá-

dzajúcich rokoch, s ročným posunom hodnoty približne o 0,4 až 0,8 mld. EUR (graf). Maximálna hodnota emisie v roku 2015 bola už tradične zaznamenaná v predvianočnom období, konkrétne 23. decembra (10,4 mld. EUR).

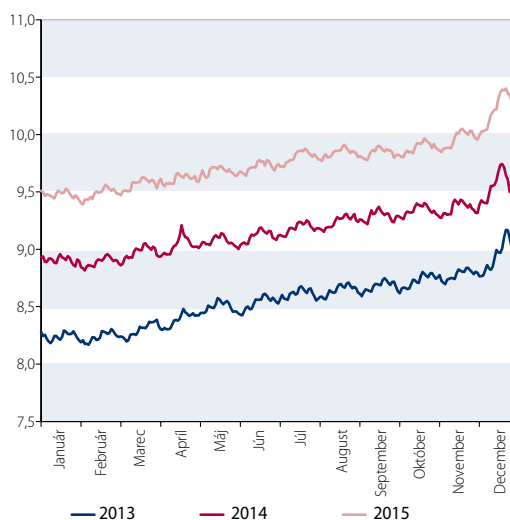
Kým takmer celú hodnotu emisie tvorili eurobankovky (98,5 %), pri množstve emitovaných eurových peňazí bol pomer opačný, eurobankovky predstavovali iba 20 % z celkového počtu a zvyšok (80 %) tvorili euromince (vrátane zberateľských euromincí).

Emisiu z hľadiska množstva tvorilo takmer 149 mil. kusov eurobankoviek a približne 604 mil. kusov euromincí vrátane zberateľských euromincí (tabuľka). Najviac emitovanými eurovými peniazmi tak v SR, ako aj v celej eurozóne z hľadiska množstva boli 50 € bankovka s podielom 24 % na celkovej emisii eurobankoviek a euromince dvoch najnižších nominálnych hodnôt (0,01 € a 0,02 €)³, ktorých spoločný podiel na celkovej emisii euromincí predstavoval 59 %.

Priemerné množstvo emitovaných eurobankoviek a euromincí pripadajúce na jedného obyvateľa SR sa v roku 2015 v medziročnom porovnaní zvýšilo, keď v priemere na obyvateľa SR⁴ pripadlo 27 eurobankoviek v hodnote približne 1 771 EUR a 106 euromincí (vrátane zberateľských euromincí) v hodnote 26 EUR. Priemerná hodnota emisie eurovej hotovosti na obyvateľa bola 1 797 EUR.

Najpočetnejšou eurobankovkou bola bankovka 50 € v počte približne 7 kusov na obyvateľa. Z euromincí boli najviac zastúpené v obehu euromince najnižších nominálnych hodnôt, na jedného obyvateľa pripadlo v priemere 27 kusov 2-centových, resp. 35 kusov 1-centových mincí. V hotovostnom peňažnom obehu v SR sa okrem slovenských euromincí nachádzajú euromince aj z iných krajín eurozóny. Najviac sa v obehu objavujú nemecké (18 %), rakúske (14 %) a talianske euromince (8 %).⁵

Vývoj dennej emisie eurovej hotovosti (v mld. EUR)



Zdroj: NBS.

EMISIA EUROBANKOVIEK DRUHEJ SÉRIE (ES2)

Národná banka Slovenska začala dňa 25. novembra 2015 spolu s ostatnými centrálnymi bankami eurozóny emisiu v poradí tretej eurobankovky druhej série, bankovky 20 €. Za obdobie od



Štruktúra kumulovanej čistej emisie eurobankoviek a euromincí

Nominálna hodnota	Kumulovaná čistá emisia				Štruktúra v %	
	Stav k 31. 12. 2015		Rozdiel oproti 31. 12. 2014		Stav k 31. 12. 2015	
	kusy	EUR	kusy	EUR	kusy	EUR
500 EUR	8 331 659	4 165 829 500,00	964 650	482 325 000,00	1,11	40,80
200 EUR	337 555	67 511 000,00	-92 572	-18 514 400,00	0,04	0,66
100 EUR	30 180 407	3 018 040 700,00	3 478 647	347 864 700,00	4,01	29,56
50 EUR	35 666 851	1 783 342 550,00	-2 975 957	-148 797 850,00	4,74	17,47
20 EUR*	32 526 836	650 536 720,00	-146 931	-2 938 620,00	4,32	6,37
10 EUR*	32 599 485	325 994 850,00	4 138 697	41 386 970,00	4,33	3,19
5 EUR*	9 344 031	46 720 155,00	-124 887	-624 435,00	1,24	0,46
Bankovky spolu	148 986 824	10 057 975 475,00	5 241 647	700 701 365,00	19,79	98,51
2 EUR	45 435 741	90 871 482,00	4 427 390	8 854 780,00	6,04	0,89
1 EUR	20 975 299	20 975 299,00	72 444	72 444,00	2,79	0,20
50 centov	26 241 693	13 120 846,50	336 103	168 051,50	3,49	0,13
20 centov	33 214 433	6 642 886,60	121 384	24 276,80	4,41	0,07
10 centov	53 326 380	5 332 638,00	3 347 230	334 723,00	7,09	0,05
5 centov	69 825 618	3 491 280,90	5 100 634	255 031,70	9,28	0,03
2 centy	151 994 293	3 039 885,86	12 193 301	243 866,02	20,19	0,03
1 cent	202 314 461	2 023 144,61	23 528 345	235 283,45	26,88	0,02
Mince spolu	603 327 918	145 497 463,47	49 126 831	10 188 456,47	80,17	1,42
Zberateľské mince	335 950	6 880 390,00	22 488	562 000,00	0,04	0,07
Peniaze spolu	752 650 692	10 210 353 328,47	54 390 966	711 451 821,47	100,00	100,00

Zdroj: NBS.

* Údaje sú uvedené za obidve série spolu (ES1 a ES2).

25. novembra do 31. decembra 2015 dosiahla emisia tejto bankovky 4,0 mil. ks a jej podiel na celkovej emisii 20 € bankovky dosiahol 12 %. Pokiaľ ide o emisiu predchádzajúcich dvoch eurobankoviek druhej série, podiel emisie 10 € bankovky na celkovej emisii 10 € bankovky ku koncu roka 2015 bol 85 % a pravdepodobnosť, že sa v peňaženkách objaví 5 € bankovka prvej série je veľmi nízka, pretože v obehu sú v podstatnej miere zastúpené 5 € bankovky druhej série.

SLOVENSKÉ KORUNY

V Národnej banke Slovenska je možné naďalej a bez časového obmedzenia vymieňať slovenské bankovky a slovenské pamätne mince za eurovú hotovosť. Výmena slovenských obehových mincí za eurovú hotovosť bola v Národnej banke Slovenska ukončená 2. januára 2014.

K 31. decembru 2015 zostalo v obehu 18,9 mil. kusov slovenských bankoviek (z toho najviac 20 Sk bankoviek – 10,1 mil. kusov) a viac ako 933 tis. ks slovenských pamätných mincí. Hodnota zatiaľ nevrátených slovenských bankoviek a slovenských pamätných mincí dosiahla približne 2,96 mld. Sk (98,3 mil. EUR). V obehu zostalo už iba približne 1,5 % z hodnoty slovenských bankoviek v obehu zaznamenanaj 31. 12. 2007.

Z nevrátených slovenských korún pripadli na jedného obyvateľa približne štyri kusy bankoviek v hodnote 417 Sk a slovenské pamätne mince v hodnote 129 Sk. Celková hodnota zostávajúcich slovenských bankoviek a slovenských pamätných mincí na obyvateľa predstavovala 546 Sk. Najpočetnejšou zostávajúcou korunovou bankovkou v obehu na jedného obyvateľa bola bankovka 20 Sk v počte takmer dva kusy na obyvateľa.

A

H

B



Strieborná zberateľská minca Pamiatková rezervácia Banská Bystrica

Národná banka Slovenska vydala 30. marca 2016 striebornú zberateľskú mincu s motívom Pamiatkovej rezervácie Banská Bystrica. Táto minca je štvrtou mincou tematického okruhu, ktorý postupne predstavuje pamiatkové rezervácie v Slovenskej republike. Prvá minca s touto tematikou bola venovaná Pamiatkovej rezervácii Trnava (2011), ďalšia Pamiatkovej rezervácii Trenčín (2012) a tretia prezentovala Pamiatkovú rezerváciu Košice (2013).



Minca realizovaná podľa návrhu akad. soch. Michala Gavulu

Banská Bystrica, metropola stredného Slovenska so slávnou baníckou tradíciou, leží v Zvolenskej kotline pod vrchom Urpín v údolí rieky Hron. Vo svojom centre má zachovaných množstvo jedinečných pamiatok. Pre ich mimoriadne hodnoty bolo mesto v roku 1955 vyhlásené za mestskú pamiatkovú rezerváciu. Pôvodnú slovanskú osadu, ktorá bola zničená počas tatárskeho vpádu, osídlilo v 13. storočí niekoľko saských rodín a vytvorili tu základňu banskej výroby. Jej význam stúpol natoľko, že ju kráľ Belo IV. v roku 1255 povýšil na slobodné kráľovské mesto. Banská Bystrica sa postupne stala popredným banským mestom, v ktorom sa ťažilo hlavne striebro a meď. Tunajšia Turzovsko-fuggerovská spoločnosť patrila k najvýznamnejším producentom medi na svete. Prosperita baní v 15. a 16. storočí sa odrazila v stavebnom rozvoji mesta. Uskutočnila sa prestavba Kostola Nanebovzatia Panny Márie, výstavba domu kráľa Mateja a vytvoril sa opevnený areál Mestského hradu. Boli postavené verejné budovy správy mesta a bohaté mestské domy. Banské podnikanie prosperovalo aj v 17. storočí, čoho dôkazom je prestavba domov na námestí v renesančnom slohu. Vzhľad mesta po požiari v roku 1761 poznačil barok v rôznych prestavbách. Ťažba postupne upadala a v 19. storočí väčší význam získavala remeselná výroba. Na konci 19. a v prvej polovici 20. storočia bola pri historickom jadre vybudovaná secesná a neskôr

funkcionalistická architektúra, ktoré vytvárajú hodnotný rámec stredovekému jadrú mesta.

Na výtvarný návrh mince vyhlásila NBS v decembri 2014 verejnú anonymnú súťaž, do ktorej bolo predložených trinásť výtvarných diel. Komisia na posudzovanie výtvarných návrhov pamätných mincí a zberateľských mincí ich hodnotila v apríli 2015. Jej odbornými poradcami boli Ing. arch. Zuzana Klasová a Ing. arch. Ľubica Pinčíková, zástupkyne Pamiatkového úradu SR, a PhDr. Roman Hradecký, zástupca mesta Banská Bystrica.

Na základe odporúčenia odbornej komisie schválila Banková rada NBS na realizáciu výtvarný návrh akad. soch. Michala Gavulu, ktorý v súťaži získal prvú cenu. Komisia ocenila veľmi dobré vyštíhnutie zadanej témy, výtvarné spracovanie návrhu a kompozičnú vyrovnanosť averzu a reverzu. Pozitívne hodnotila aj stvárnenie a veľmi vhodné umiestnenie štátneho znaku a pečate mesta, ktoré sú na averze a reverze umiestnené oproti sebe na rovnakom mieste. Na averz si autor zvolil v hornej časti motívy hradného areálu, v dolnej časti Benického dom s renesančným priečelím. Dom reprezentuje obdobie renesancie spájané s vrcholom banskej činnosti, hospodárskeho i architektonického rozvoja mesta. Na reverze je stvárnena kompaktná prezentácia najvýznamnejších dominant mesta. Zľava je to farský Kostol Nanebovzatia Panny Márie, hodinová veža, za ňou veža barbakánu a Kostol sv. Františka Xaverského.



Znížená 2. cena
Mgr. art. Roman Lugár



V centre je zobrazený mariánsky stĺp. Kompozíciu dopĺňa historicky najstaršia zachovaná pečať mesta Banská Bystrica vyjadrujúca banícku tradíciu mesta.

Znížená druhá cena bola udelená Mgr. art. Romanovi Lugárovi. Jeho návrh komisiu zaujal súčasným pohľadom na tematiku s výrezom fasád na averze a dekoratívnych štruktúr na reverze. Návrh sa vyznačuje výborným technickým i sochárskym vyhotovením. Na averze autor zobrazil výsek renesančnej architektúry námestia s Benického domom a do popredia situoval gotickú plastiku sv. Barbory, patrónky baníkov, z kostola Nanebovzatia Panny Márie od Majstra Pavla z Levoče. Na reverze stvárnil objekt bývalej banky, veže Kostola Nanebovzatia Panny Márie, barbakán, mariánsky stĺp a hodinovú vežu. Výrez dekoratívnych štruk-

túr je tvorený vhodne zvoleným motívom fresky zo Zelenej siene Thurzovho domu. Pri hodnotení však komisia skonštatovala, že v prípade realizácie by si návrh vyžadoval úpravy, najmä vzhľadom na potrebu premiestnenia štátneho znaku z fasády budovy na vhodnejšie miesto. Tretia cena nebola v súťaži udelená.

Zberateľská minca v hodnote 20 eur, s priemerom 40 mm a hmotnosťou 33,63 g, je vyrazená zo striebra s rýdzosťou 925/1000 v Mincovni Kremnica v počte 2 900 kusov v bežnom vyhotovení a 5 400 kusov vo vyhotovení proof. Na hrane je reliéfny nápis „NAJKRAJŠIE HISTORICKÉ MESTÁ“, pred ktorým je značka v tvare kľúča.

Dagmar Flaché
Foto: Štefan Fröhlich

Ocenenie Zlatý biatec pre guvernéra NBS



Osem osobností Slovenska si v polovici marca prevzalo v Bratislave prestížne ocenenie Zlatý biatec za rok 2015, ktoré každoročne udeľuje Neformálne ekonomické fórum (NEF) – Hospodársky klub. Laureátom ocenenia sa stal aj guvernér Národnej banky Slovenska Jozef Makúch, ktorému odovzdal ocenenie predseda predstavenstva a generálny riaditeľ Slovenskej sporiteľne Štefan Máj.

Foto: NEF – Hospodársky klub



EXPECTED MACROECONOMIC DEVELOPMENTS IN SLOVAKIA ACCORDING TO NBS'S MACROECONOMIC FORECAST (MTF-2016Q1)

Economic and Monetary Analyses Department of NBS

Slovakia's economy continued its steady growth in the fourth quarter of 2015, driven mainly by the absorption of EU funds and export performance. It is projected to slow slightly this year, owing to a decrease in government investment. This decline should be partially offset by other components of domestic demand. The economy's growth is projected to reach 3.2% in 2016 and then to accelerate slightly to 3.3% in 2017. The horizon of the March forecast has been extended to 2018, when economy should accelerate to 4.2%, thanks mainly to new investment. The contribution of new investment in the car industry should account for 0.7 percentage point in 2018. New job creation should continue and employment growth is projected to be steady, at above 1%, over the whole projection horizon. Low inflation environment is expected to continue also in 2016. Inflation is projected to be at -0.2% in 2016, accelerating to 1.3% in 2017 and 1.9% in 2018, on the back of renewed demand, higher imported inflation and rising food prices. (p. 2)

ECB'S MONETARY POLICY OPERATIONS AND MONEY MARKET DEVELOPMENTS IN 2015

Roman Kostelný, Národná banka Slovenska

In early 2015, after reassessing its monetary policy stance, the ECB launched the expanded asset purchase programme (APP). Under the programme, monthly purchases of public and private sector securities were set at €60 billion, to be carried out at least until end September 2016. In late 2015, the APP was prolonged by a further 6 months, to March 2017. The programme led to a surge in total liquidity provided by the ECB. The excess liquidity rose considerably, to €650 billion. Slovak banks continued to show a low interest in monetary policy operations. Money market turnover plummeted to the levels of 2012. The decline was rather pronounced both in the secured and unsecured markets. (p. 5)

DIVERGENCE BETWEEN THE MONETARY POLICIES OF MAJOR CENTRAL BANKS

Miroslava Kosáková, Národná banka Slovenska

The recent decade has been a great challenge for major central banks and their monetary policies. After a difficult period of the global crisis between 2007 and 2008, the banks had to cope with extremely low inflation bordering on deflation, while key interest rates were reduced to zero. Several banks decided to try an unprecedented experiment and introduced negative interest rates. Despite their record low levels, interest rates – as a qualitative instrument – have not solved the issue. Therefore the decision-making bodies of central banks have applied non-standard quantitative tools such as quantitative easing. Continued low, zero or even negative inflation growth has motivated central banks to introduce additional innovative measures and to further accommodate their monetary policies. This global trend, however, was not seen in the United States where domestic economy recovered. As a result, the Federal Reserve has already started to tighten its monetary policy stance. Owing to that, divergence between monetary policies can be observed at the global monetary-policy scene. (p. 10)

SLOVAK CAPITAL MARKET

Adriana Lojschová, Národná banka Slovenska

The current Slovak capital market is characterised by prolonged stagnation and failing basic functions. In fact, the domestic capital market does not facilitate efficient reallocation of available financial resources, hence questions about its purpose have arisen. The efforts to make it more efficient can

be justified by the fact that current challenges on the capital market, if not solved, might threaten stability of the financial sector in a long run. In February 2015, the European Commission launched a discussion on removing barriers to free movement of capital, which has given us room for tackling questions on whether there is a potential for recovery on the Slovak capital market and whether its more efficient functioning may add value to the Slovak economy. (p. 14)

ANALYSIS OF TRENDS AND RISKS IN THE SLOVAK FINANCIAL SECTOR IN 2015

Jozef Kalman, Národná banka Slovenska

Financial sector stability is generally perceived as a necessary condition for sound functioning of the real economy. Regular monitoring of long-term economic trends and current risks to the economy is thus inherent part of financial market supervision. The article analyses those trends and risks which may affect the Slovak financial sector, regardless of whether they come from the external or domestic environment. It draws on the Analysis of the Slovak Financial Sector for 2015 published by Národná banka Slovenska. (p. 18)

IN WHICH MARKETS ARE SLOVAK CAR EXPORTS GAINING GROUND?

Tomáš Kendera, Národná banka Slovenska

The Slovak car exports have been successfully increasing in the post-crisis period. The car industry has progressed and strengthened its position in the Slovak economy. The aim of this article is to identify countries where the market share of the Slovak car production rose between 2010 and 2015. Among the important markets traditionally belonged those of EU countries as a whole. In addition, cars produced in Slovakia increased their market share in China and the USA, and the expansion on the markets of North Africa also appeared substantial. The success of individual brands or models largely depended on the preference of local consumers. Export growth was often due to one-off factors and sales remained relatively elevated during the next years. Thus the rise in market shares seemed rather connected with the launch of new models than with the use of standard competitive instruments, while competitive advantages, such as lower costs, higher productivity or new technologies, played a bigger role in management decisions. (p. 23)

WAGE RIGIDITIES AND JOBLESS RECOVERY IN SLOVAKIA: NEW SURVEY EVIDENCE

Peter Tóth, Národná banka Slovenska, Katarína Vaľková, Vienna University of Economics and Business

The aim of this paper is to test the determinants of labour cost adjustments by Slovak firms during the recent recovery period from 2010 to 2013. We use a new dataset from a firm-level survey, which has been conducted in cooperation with the ECB's Wage Dynamics Network. Our estimates highlight the importance of demand shocks in explaining labour cost adjustments. The role of collective agreements and wage rigidities seems also crucial, which forces firms to downsize their labour inputs rather than cut wages. Finally, we find that large and foreign owned firms face fewer barriers to adjusting their labour costs. These factors seem to be the main explanation for the recent jobless recovery in Slovakia. (p. 27)

CURRENCY CIRCULATION IN SLOVAKIA IN 2015

Milada Vlnková, Národná banka Slovenska

The article reviews developments in the main indicators of currency circulation in Slovakia. In comparison with previous years, 2015 witnessed an increase in demand for cash. At the same time, another series of new banknotes were issued. A new €20 banknote, the third banknote of the Europa series, was launched on 25 November 2015. (p. 32)

