



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA

Správa o finančnej stabilite 2007



# Správa o finančnej stabilite

2007



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA

# **Správa o finančnej stabilite**

2007

**Vydala:**

© Národná banka Slovenska 2008

Imricha Karvaša 1  
813 25 Bratislava

**Kontakt:**

Odbor výskumu  
e-mail: [research@nbs.sk](mailto:research@nbs.sk)

Odbor medzinárodných vzťahov a komunikácie  
tel.: 02/5787 2146  
fax: 02/5787 1128

Internet: <http://www.nbs.sk>

ISBN 978-80-8043-128-0

# Obsah

<b>A Zhrnutie poznatkov o finančnej stabilite v roku 2007 a o rizikách na najbližšie obdobie .....</b>	<b>5</b>
<b>B Správa o finančnej stabilite .....</b>	<b>9</b>
<b>1 Vonkajšie podmienky pre finančnú stabilitu.....</b>	<b>9</b>
1.1 Hospodársky vývoj v medzinárodnom prostredí .....	9
1.1.1 Vývoj vo svetovej ekonomike.....	9
1.1.2 Hospodársky vývoj v EÚ a eurozóne.....	10
1.1.3 Hospodársky vývoj v krajinách regiónu V4 .....	10
1.2 Vývoj na medzinárodných finančných trhoch.....	11
1.2.1 Akciové trhy .....	11
1.2.2 Dlhopisové trhy .....	12
1.2.3 Devízové trhy .....	13
1.2.4 Komoditné trhy .....	14
1.3 Vývoj a riziká vo finančnom sektore eurozóny .....	15
1.3.1 Bankový sektor eurozóny .....	15
1.3.2 Poistný sektor eurozóny .....	16
1.4 Strednodobé riziká z vonkajších podmienok .....	16
<b>2 Vývoj ekonomiky SR z hľadiska jej vplyvu na finančnú stabilitu.....</b>	<b>23</b>
2.1 Celkový vývoj ekonomiky SR.....	23
2.2 Vývoj na domácich finančných trhoch z hľadiska rizík pre finančnú stabilitu .....	26
2.3 Strednodobé riziká z domáceho makroekonomického prostredia a finančných trhov v SR .....	28
<b>3 Vývoj v sektore nefinančných korporácií a domácností .....</b>	<b>31</b>
3.1 Vývoj v sektore nefinančných korporácií .....	31
3.2 Vývoj v sektore domácností.....	33
<b>4 Vývoj vo finančnom sektore .....</b>	<b>35</b>
4.1 Bankový sektor.....	35
4.1.1 Dôležité vývojové trendy z hľadiska finančnej stability na strane pasív bankového sektora .....	35
4.1.2 Dôležité vývojové trendy z hľadiska finančnej stability na strane aktív bankového sektora .....	37
4.1.3 Dôležité vývojové trendy z hľadiska finančnej stability na medzibankovom trhu .....	39
4.1.4 Ziskovosť.....	40
4.1.5 Primeranosť vlastných zdrojov .....	42
4.1.6 Riziká v bankovom sektore.....	43
4.1.7 Stresové testovanie .....	48



4.2 Sektor poisťovní .....	55
4.2.1 Predpísané poistné a technické poistné .....	55
4.2.2 Náklady na poistné plnenia a škodovosť .....	56
4.2.3 Technické rezervy a ich finančné umiestnenie .....	56
4.2.4 Finančná pozícia poistného sektora .....	57
4.2.5 Solventnosť poisťovní.....	57
4.2.6 Riziká poistného sektora .....	57
4.3 Obchodníci s cennými papiermi.....	58
4.4 Kolektívne investovanie.....	59
4.4.1 Vývoj v sektore v roku 2007 .....	59
4.4.2 Riziká v kolektívnom investovaní .....	60
4.5 Dôchodkové sporenie .....	61
4.5.1 Vývoj v sektore v roku 2007 .....	61
4.5.2 Riziká v dôchodkovom sporení.....	64
4.6 Riziká vyplývajúce z vývoja vo finančnom sektore v roku 2007 .....	64
<b>5 Bezpečnosť a spoľahlivosť medzibankového platobného systému SIPS v roku 2007 .....</b>	<b>67</b>
<b>C Prílohy .....</b>	<b>71</b>
<b>1 Politiky podporujúce udržateľnosť procesu konvergencie. Hrozí Slovensku podobný scenár vývoja ako v periférnych krajinách eurozóny? .....</b>	<b>71</b>
<b>2 Ceny bytov a domov v SR – niektoré poznatky z vývoja a z regionálneho prierezu .....</b>	<b>79</b>
Zoznam grafov .....	85
Zoznam tabuliek.....	88
Skratky .....	89

## A Zhrnutie poznatkov o finančnej stabilite v roku 2007 a o rizikách na najbližšie obdobie

Rok 2007 priniesol zásadný obrat v globálnom hospodárskom cykle. Zatiaľ čo v prvom polroku pokračoval celkovo priaznivý vývoj svetovej ekonomiky z predchádzajúceho obdobia, v druhej polovici roka sa na svetových finančných trhoch náhle prejavili naakumulované kreditné a trhové riziká. Tieto riziká súviseli s niekoľkoročným rýchlym rastom úverov na bývanie veľmi pochybnej kvality v USA. Tieto a ďalšie úvery, ktoré banky ďalej predávali, boli vzápätí sekuritizované a vo forme štruktúrovaných cenných papierov opäť predávané hlavne medzinárodným inštitucionálnym investorom. Motiváciou pre tieto obchody bolo dosiahnuť vyššie výnosy v prostredí všeobecne nízkych úrokových sadzieb a prebytku peňažnej likvidity na svetových finančných trhoch. S postupným sprísňovaním menovej politiky Fedu bol čoraz väčší podiel hypotekárnych úverov stratový, čo počnúc júnom 2007 viedlo k prudkému poklesu hodnoty cenných papierov krytých týmito úvermi. Nasledujúca neistota ohľadom veľkosti a umiestnenia strát vo finančnom systéme spôsobila celkový útlm úverovania (*de-leveraging*). Ten pri súčasnom pôsobení nepriaznivých faktorov v reálnej ekonomike (rastúce ceny ropy, pád cien nehnuteľností) viedol k podstatnej korekcii prognóz pre rast globálnej ekonomiky v rokoch 2008 a 2009. Ako sa už konštatovalo v Správe o finančnej stabilite za prvý polrok 2007, slovenská ekonomika a finančný systém neboli nepriaznivými udalosťami v externom prostredí významne zasiahnuté. Ani novšie informácie a hodnotenia nenasvedčujú, že by následky hypotekárnej krízy – podľa mnohých pozorovateľov najhoršej udalosti na vyspelých finančných trhoch od krízy v 30. rokoch minulého storočia – mohli ohroziť, priamo či nepriamo, stabilitu domáceho finančného systému. Aj v podmienkach očakávaného ekonomického útlmu vyspelých krajín eurozóny si slovenské hospodárstvo pravdepodobne udrží

dynamický a z hľadiska jeho štruktúry zdravý rast. Budú tak pretrvávať tendencie k rastu zadĺženia podnikov a najmä domácností a k zvyšovaniu kreditných rizík v bankovom sektore, aj keď pomalším tempom než v predchádzajúcich rokoch. Pozornosť obozretného dohľadu bude potrebné naďalej koncentrovať na úverové praktiky bánk, najmä vo vzťahu k nízkoprijmovým domácnostiam a malým a stredným podnikom a na dostatočné budovanie kvalitného vlastného kapitálu bánk.

### Makroekonomický vývoj ekonomiky SR

Domáci makroekonomický vývoj bol v roku 2007 mimoriadne priaznivý. Hospodársky rast mal rekordne vysokú úroveň v dôsledku pozitívneho príspevku domáceho i zahraničného dopytu. Inflácia v priebehu roka poklesla pod 2 %, no vplyvom rastu globálnych cien potravín a energií sa ku koncu roka zvýšila na úroveň 2,5 %. Zlepšila sa vonkajšia makroekonomická pozícia, keď sa deficit bežného účtu znížil hlavne následkom lepšej zahranično-obchodnej bilancie. Deficit bežného účtu bol vo väčšej miere financovaný krátkodobým kapitálom, vzhľadom na nižší prílev priamych zahraničných investícií. Fiškálna politika bola prísnejšia ako v predchádzajúcich dvoch rokoch a menovopolitické faktory pôsobili na ekonomiku reštriktívne.

Financovanie súkromného sektora úvermi z domácich peňažných finančných inštitúcií v roku 2007 ďalej rástlo. Rast ziskovosti nefinančných podnikov i disponibilných príjmov domácností podmieňoval ich prevažne pozitívny vplyv na finančný sektor. Zrejme aj v súvislosti s vážnymi problémami v zahraničnom sektore hypotekárneho financovania zvolili banky podľa svojich vyjadrení opatrnejší prístup pri financovaní domáceho sektora výstavby nehnuteľností.



Domáci finančný trh bol v prvom polroku 2007 vystavený výkyvom v súvislosti s očakávaniami zníženia úrokových sadzieb NBS a posilnenia nominálneho kurzu, vzhľadom na priaznivý vývoj ekonomických fundamentov. Prenos signálov z rozvíjajúcich sa trhov v reakcii na vývoj na finančných trhoch v USA a Európe v auguste a novembri 2007 mal na domáci finančný trh len obmedzený vplyv. Vzhľadom na dostatočné rezervy pre splnenie maastrichtských kritérií v oblasti inflácie, verejných financií i konvergencie dlhodobých úrokových sadzieb, prevládali na domácom trhu pozitívne nálady.

### Výkonnosť bankového sektora

Bankový sektor dosiahol v roku 2007 čistý zisk 17,8 mld. Sk, čo predstavuje medziročný pokles o 1,3 %. Vyplývalo to však z výrazného poklesu zisku v jednej banke. Bez výsledkov tejto banky by ziskovosť sektora medziročne stúpila o takmer 17,3 %. Úrokové príjmy medziročne narástli o 16 % a tvorili až 70 % z celkových hrubých príjmov bankového sektora. Banky zvýšili objem úverov podnikom o 21,5 % a okrem tradičných segmentov sa vo výraznejšej miere orientovali aj na málo nasýtený trh financovania malých a stredných podnikov. Rastúca konkurencia v tomto segmente sa prejavila na určitom zmiernení úverových štandardov v niektorých bankách. Naopak, banky sprísňovali štandardy najmä pri financovaní veľkých podnikov a projektovom financovaní. Sektorovo smerovali úvery podnikom hlavne do obchodu, priemyselnej výroby a výstavby nehnuteľností. Pri retailových úveroch prevládali úvery na bývanie. Dopyt domácností po úveroch bol ovplyvnený najmä rastom cien nehnuteľností. Slovenský bankový sektor je jedným z mála bankových sektorov v krajinách EÚ, ktorý pri financovaní úverov klientom nie je závislý od krátkodobých medzibankových zdrojov.

### Riziká v bankovom sektore a ich krytie kapitálom

Priemerná hodnota primeranosti vlastných zdrojov medziročne klesla z 13 % na 12,8 %, miernejšie než v predchádzajúcich rokoch. V prípade niektorých bánk bude potrebné zvýšenie kapitálu nielen v súvislosti s predpokladom ďalšieho rastu úverov, ale aj v dôsledku zavádzania Bazileja II. Kvalita vlastných zdrojov zostáva vysoká.

Posledné dostupné údaje z roku 2006 (EU SILC 2006) hovoria o pomerne vysokom zadlžení individuálnych domácností. Po odpočítaní bežných výdavkov z disponibilného príjmu tvorili splátky úverov mediánovej domácnosti približne 24 % zo zostávajúceho príjmu. V roku 2005 to bolo 21 %. Rástla tak citlivosť domácností na pokles príjmov. Banky v dôsledku rastu cien nehnuteľností, pozitívneho ekonomického vývoja a pod vplyvom konkurenčného tlaku pristúpili k zmierňovaniu štandardov pri úverovaní domácností. V roku 2007 výrazne stúpol vo viacerých bankách objem úverov s *loan-to-value ratio* nad 100 %. Riziko úverov domácnostiam sa tak stáva citlivejším na zmeny cien nehnuteľností, aj keď väčšina bánk zatiaľ nebola vystavená výraznejšiemu zhoršeniu kvality retailových úverov v prípade simulovaného extrémneho poklesu cien nehnuteľností. Dôvodom bolo, že veľká časť týchto úverov bola v minulosti zabezpečovaná nehnuteľnosťami, ktorých hodnota prevyšovala hodnotu úveru. V roku 2007 pokračoval trend zlepšovania kvality úverového portfólia podnikov. Scenár autonómneho dvojnásobného nárastu mier zlyhania úverov podnikom by spôsobil pokles primeranosti vlastných zdrojov pod úroveň 8 % v horizonte jedného roka v dvoch bankách.

Devízové riziko bankového sektora bolo aj v roku 2007 nízke. Simulácie naznačujú, že ani extrémne zmeny devízových kurzov by nemali vážnejší priamy dopad na väčšinu bánk.

Úrokové riziko bolo sústredené najmä v bankovej knihe, t. j. bez vplyvu na primeranosť vlastných zdrojov. Úrokové riziko bankového sektora vyhodnotené pomocou metódy VaR (hodnota v riziku) bolo nízke. V prípade rastu úrokových sadzieb sú však banky vystavené pomerne výraznému poklesu ekonomickej hodnoty cenných papierov držaných do splatnosti a na predaj. To sa môže negatívne prejavíť na ziskovosti sektora v prípade nevyhnutnosti predať niektoré z týchto cenných papierov pred termínom splatnosti.

Hoci pre bankový sektor ako celok sa likvidita z krátkodobého hľadiska výraznejšie nezmenila, niektoré banky zaznamenali počas druhého polroka 2007 jej čiastočné zhoršenie. Bankový sektor má dostatočne veľký objem likvidných aktív, ktorými by dokázal pokryť neočakávaný výber 20 %

vkladov klientov alebo 90 % objemu vkladov zahraničných bánk. V oboch prípadoch by vo väčšine bánk nepredstavovala zmena ukazovateľov likvidity viac ako dvojnásobok priemernej medzimesačnej zmeny.

### **Situácia a riziká v ďalších finančných inštitúciách**

Zisk poisťovní vzrástol v roku 2007 o 24,8% a dosiahol hodnotu 5,6 mld. Sk. Pokračuje tak obdobie silného rastu zisku poisťovního sektora od roku 2004. Technické rezervy poisťovní boli naďalej umiestnené z veľkej časti v nízko rizikových aktívach. Najvýznamnejším z trhových rizík pre väčšinu poisťovní sa javilo úrokové riziko v portfóliách dlhových cenných papierov kryjúcich technické rezervy. Negatívny dopad by mal nárast úrokových sadzieb, najmä v životnom poistení.

Po stagnácii v roku 2006 čistá hodnota majetku (NAV) podielových fondov v roku 2007 rástla. Väčšina majetku podielových fondov bola investovaná do nízko rizikových aktív. Trhovým rizikám boli najviac vystavené portfóliá akciových fondov, kde najhorší dopad mal scenár zhodnotenia slovenskej koruny. Pod vplyvom negatívneho vývoja na globálnych finančných trhoch rástlo v druhom polroku aj akciové riziko.

Počet sporiteľov v druhom pilieri dôchodkového sporenia narástol oproti koncu roka 2006 len minimálne, čo bolo dané skončením obdobia dobrovoľných vstupov a nabehnutím systému na vstupy absolventov na trh práce. Ku koncu roka 2007 spravovali dôchodkové správcovské spoločnosti (DSS) majetok v hodnote vyše 51 mld. Sk. Smerom k výsnejšiemu a zároveň rizikovejšiemu začleneniu finančných prostriedkov medzi jednotlivé typy fondov (66 % prostriedkov sa zhodnocuje v rastových fondoch) sa mierne posunula aj agregátna skladba portfólia dôchodkových fondov. Konzervatívne fondy sú vystavené len úrokovému riziku, keďže nemajú žiadne otvorené akciové alebo devízové pozície. Akciové riziko bolo vzhľadom na vývoj na svetových trhoch najvýznamnejším rizikom pri rastových a vyvážených fondoch.

Čistá hodnota aktív spravovaných vo fondoch tretieho piliera dôchodkového sporenia dosiahla 25,3

mld. Sk. Štruktúra portfólia tretieho piliera bola na konci roka 2007 značne konzervatívna. Počas roka 2007 došlo k štrukturálnej zmene zloženia majetku opačným smerom ako v druhom pilieri – rástol relatívny význam prostriedkov držaných na účtoch v bankách. Z fondov DDS sú najrizikovejšie rastové príspevkové fondy investujúce vo väčšej miere do akcií a podielových listov. Pre vyššiu volatilitu akciových trhov počas druhého polroka 2007 rizikovosť týchto fondov vzrástla. Ich trhový podiel je však pomerne nízky.

### **Strednodobé riziká**

Situácia na svetových finančných trhoch je naďalej zložitá a nedá sa úplne vylúčiť jej ďalšie zdramatizovanie najmä v prípade, ak sa hypotekárna kríza rozšíri aj na iné segmenty úverového trhu. Ďalší rast strát by mohol ohroziť solventnosť kľúčových finančných inštitúcií, čo by v konečnom dôsledku viedlo k väčšiemu dopadu na reálnu ekonomiku, než sa v súčasnosti predpokladá. V prípade takéhoto krajne nepriaznivého a menej pravdepodobného scenára by cez kanál zahraničného obchodu bolo väčšmi zasiahnuté aj hospodárstvo Slovenska. Avšak faktory relatívne dobrej konkurencieschopnosti, silného domáceho dopytu a adekvátnej reakcie zo strany centrálnej banky by zabránili citeľnejšiemu nepriaznivému vplyvu na domáci finančný sektor. Ako naznačujú aj výsledky makro stresového testovania slovenského finančného systému, ani krajne nepriaznivý scenár v externom prostredí finančného trhu by nemal na domáci finančný systém významný priamy dopad. Hoci situácia na vyspelých finančných trhoch je od júla 2007 výnimočne komplikovaná a averzia k rizikám vo všeobecnosti narástla, rozvíjajúce sa krajiny ostali voči týmto zložitým podmienkam vo všeobecnosti odolné. Je však dosť pravdepodobné, že v prípade ďalšieho zhoršenia situácie to môže negatívne zasiahnuť rozvíjajúce sa krajiny, najmä tie s veľkými deficitmi na bežných účtoch a nestabilným financovaním. Priaznivé faktory makroekonomickej stability a súčasne veľmi vysoká pravdepodobnosť členstva Slovenska v eurozóne od 1. januára 2009 znižujú riziko nepriaznivých dopadov náhleho odlevu väčšieho objemu zahraničných krátkodobých zdrojov. Aj výsledky stresového testovania ukazujú, že keby k takejto situácii došlo (napr. v dôsledku potreby niektorých hráčov vyberať zisky pred koncom





roka), jej autonómny dopad na likviditu bankového sektora by bol zanedbateľný.

Okrem dohľadu kreditných rizík vo finančnom sektore bude v strednodobom a dlhodobom horizonte dôležité pokračovať v obozretných makroekonomických politikách. Pokračujúca konsolidácia verejných financií je potrebná na zmiernenie prípadných rizík spojených s pretrvávajúcim silným domácim dopytom. Zároveň zabezpečí nástroj efektívneho makroekonomického riadenia v prípade pôsobenia asymetrických šokov na ekonomiku Slovenska v eurozóne. Ďalšími dôležitými nástrojmi z tohto hľadiska budú flexibilita trhov, automatické stabilizátory a dôsledné pokračovanie v obozretnej regulačnej politike bankového sektora. Vzhľadom na očakávaný vstup do eurozóny a charakter Slovenska, ako konvergujúcej malej a veľmi otvorenej ekonomiky, bude potrebné udržiavať konkurencieschopnosť exportného sektora a podporovať smerovanie investícií tak, aby zvyšovali produkčnú kapacitu ekonomiky, čo podporí proces reálnej konvergenie. Z makroekonomického hľadiska je nevyhnutné, aby sa rast miezd odvíjal od rastu produktivity práce, keďže na udržiavanie cenovej konkurencieschopnosti už nebude možné na

makroúrovni využívať výmenný kurz. Slovensko by sa malo poučiť zo skúseností konvergujúcich „starých“ členských krajín a snažiť sa realizovať dlhodobu udržateľný scenár konvergenie tak, aby sa vyhlo vzniku nadmerne volatilného (*boom-bust*) hospodárskeho cyklu.

Rizikovými faktormi vývoja v sektore nefinančných podnikov v strednodobom období zostávajú nákladové faktory. Najmä rýchly rast cien ropy a energetických komodít sa premieta do rastu cien domácich odvetví v sektore energetiky s dominantnými podnikmi. Vyššie ceny vstupov môžu zvyšovať náklady reálneho sektora a pôsobiť tak na pokles v súčasnosti pomerne vysokej ziskovosti. Vyčerpávanie ponuky kvalifikovanej pracovnej sily môže taktiež prispieť k rastu nákladov podnikov.

Pre sektor domácností bude v strednodobom horizonte dôležitý najmä vývoj ich reálnych príjmov. Pokiaľ rast príjmov bude rýchlejší ako rast cien a životných nákladov, zadlžené domácnosti by nemuseli pociťovať napätie v rozpočte pri splácaní svojich záväzkov. Vzhľadom na priaznivú situáciu na trhu práce, výpadok príjmov z dôvodu nezamestnanosti nie je významným rizikovým faktorom.

## B Správa o finančnej stabilite

### 1 Vonkajšie podmienky pre finančnú stabilitu

#### 1.1 Hospodársky vývoj v medzinárodnom prostredí

Rok 2007 bol z pohľadu globálnej ekonomiky a finančných trhov rokom obratu v ekonomickom cykle. Tento obrat bol sprevádzaný nepriaznivou systémovou udalosťou. Epizóda, ktorá začala v júli 2007 ako kríza na trhu rizikových hypoték v USA, sa preniesla až na medzibankové trhy USA, eurozóny a Veľkej Británie.<sup>1</sup> Následkom pretrvávajúcej silnej neistoty na vyspelých finančných trhoch začala výkonnosť globálnej ekonomiky počnúc posledným štvrťrokom 2007 klesať.

#### 1.1.1 Vývoj vo svetovej ekonomike

##### *Najväčšie vyspelé ekonomiky začali v druhej polovici roka 2007 vykazovať známky útlmu*

Výrazný bol v štvrtom štvrťroku pokles tempa rastu ekonomiky USA.<sup>2</sup> Útlm bol zaznamenaný hlavne v spracovateľskom priemysle a sektore výstavby. Spomalil sa rast zamestnanosti a spotreby. V Európe klesali indikátory dôvery od leta, keď dosiahli vrchol. V Japonsku došlo v štvrtom štvrťroku k prudkému prepadu kapitálových investícií podnikov<sup>3</sup> a taktiež klesli ukazovatele spotrebiteľského a obchodného sentimentu.

Tabuľka 1 Svetová produkcia a objem svetového obchodu	(medziročný rast, %)			
	2006	2007	2008 <sup>1)</sup>	2009 <sup>1)</sup>
<b>Svetová produkcia</b>	5,0	4,9	3,7	3,8
Vyspelé ekonomiky	3,0	2,7	1,3	1,3
USA	2,9	2,2	0,5	0,6
Eurozóna	2,8	2,6	1,3	1,1
Japonsko	2,4	2,1	1,4	1,5
Rozvíjajúce sa ekonomiky	7,8	7,9	6,7	6,6
Stredná a východná Európa	6,6	5,8	4,4	4,3
Ázia	9,6	9,7	8,2	8,4
Čína	11,1	11,4	9,3	9,5
<b>Objem svetového obchodu</b>	9,2	6,8	5,6	5,8

Zdroj: MMF: World Economic Outlook, apríl 2008.  
 Poznámka: Váhy pre jednotlivé krajiny používané pre výpočet agregátnych mier rastu skupín krajín boli revidované z údajov publikovaných v októbri 2007.  
 1) Súčasná prognóza.

1 Bližšie aj v: Národná banka Slovenska: Správa o finančnej stabilite za prvý polrok 2007, december 2007, boxy 1 a 2.

2 Reálny HDP v USA rástol v 4. štvrťroku 2007 oproti predchádzajúcemu štvrťroku len o 0,1% (v 3. štvrťroku 1,2%). Čistý export aj vďaka slabému doláru dobre supluje slabnúci domáci dopyt a môže pomôcť krajine vyhnúť sa recesii. V druhej polovici roka 2008 by mohli zároveň začať pôsobiť stimulačné opatrenia menovej a fiškálnej politiky. Ich efekt je značne neistý pre klesajúce reálne príjmy domácností a pre ich vysokú zadlženosť, čo môže nepriaznivo ovplyvniť sklon k spotrebe.

3 Medziročný pokles o 7,7% v 4. štvrťroku. Investície tak klesali už tretí štvrťrok v poradí. Dôvodom boli najmä nové prísne bezpečnostné predpisy v stavebníctve. Napredovanie japonskej ekonomiky je tak odkázané predovšetkým na zahraničný dopyt v čase nepriaznivých vyhládok pre globálny rast.

Tabuľka 2 **Rast reálneho HDP a ročná miera inflácie meranej HICP** (medziročná zmena, %)

	Rast HDP						Inflácia (HICP)					
	2006	2007	2008	2009	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2008	2009
	Jarná prognóza z apríla 2008				Rozdiel oproti jesennej prognóze z novembra 2007		Jarná prognóza z apríla 2008				Rozdiel oproti jesennej prognóze z novembra 2007	
Eurozóna	2,8	2,6	1,7	1,5	-0,5	-0,6	2,2	2,1	3,2	2,2	1,1	0,2
EÚ-27	3,1	2,8	2,0	1,8	-0,4	-0,6	2,3	2,4	3,6	2,4	1,2	0,2

Zdroj: Európska komisia: Jarná prognóza, apríl 2008.

**Pokračujúci silný rast rozvíjajúcich sa ekonomík podporil najmä silný domáci dopyt**

Naopak, rozvíjajúcim sa krajinám sa v druhej polovici roka 2007 naďalej darilo, aj napriek poklesu v tempe rastu ich exportov. Hlavnými ťahúňmi rastu v týchto krajinách boli silný domáci dopyt, disciplinované makroekonomické politiky a vysoké ceny potravín a nerastných surovín – významné exportné položky niektorých rozvíjajúcich sa krajín. Je však vysoko pravdepodobné, že útlm vo vyspelých ekonomikách sa v najbližšom období odzrkadlí aj na výkonnosti rozvíjajúcich sa ekonomík.

**Inflácia bola od polovice roka 2007 na vzostupe**

Okrem negatívnych následkov finančnej krízy vo vyspelých krajinách a prenosu týchto efektov na rozvíjajúce sa ekonomiky sú rizikom pre globálny ekonomický rast v nasledujúcom období aj rastúce inflačné očakávania. Od polovice roka 2007 inflácia rástla vo vyspelých aj rozvíjajúcich sa krajinách hlavne pod vplyvom rastúcich cien komodít. Federálny rezervný systém (Fed) však znižovaním sadzieb reagoval skôr na problémy vo finančnom systéme a riziká prudkého spomalenia ekonomickej aktivity.<sup>4</sup> Kľúčové sadzby centrálnych bánk eurozóny a Japonska ostali nezmenené, kým v rozvíjajúcich sa ekonomikách sadzby rástli aj v reakcii na vnútorné dopytové tlaky.

**1.1.2 Hospodársky vývoj v EÚ a eurozóne****Výkonnosť európskych ekonomík sa znížila**

Ekonomiky EÚ a eurozóny mali počas väčšiny roka 2007 silnú pozíciu čelieť zhoršujúcemu sa výhľadu pre globálnu ekonomiku – parametre makroekonomickej stability boli priaznivé a k rastu HDP prispievala hlavne súkromná spotreba a investície. V súlade s očakávaniami na základe údajov z prieskumov spotrebiteľských a investičných nálad však tempo rastu ekonomík EÚ a eurozóny v štvrtom štvrtroku oproti predošlému štvrtroku pokleslo na 0,5 %, resp. 0,4 %.<sup>5</sup> Nepriaznivý vplyv vonkajšieho ekonomického prostredia, silné euro a efekty klesajúcej spotrebiteľskej a investičnej dôvery a prísnejších úverových podmienok na domáci dopyt robia ďalší pokles výkonnosti ekonomík EÚ, resp. eurozóny, v rokoch 2008 a 2009 vysoko pravdepodobným.

**1.1.3 Hospodársky vývoj v krajinách regiónu V4<sup>6</sup>****Očakáva sa mierne spomalenie tempa hospodárskeho rastu regiónu V4**

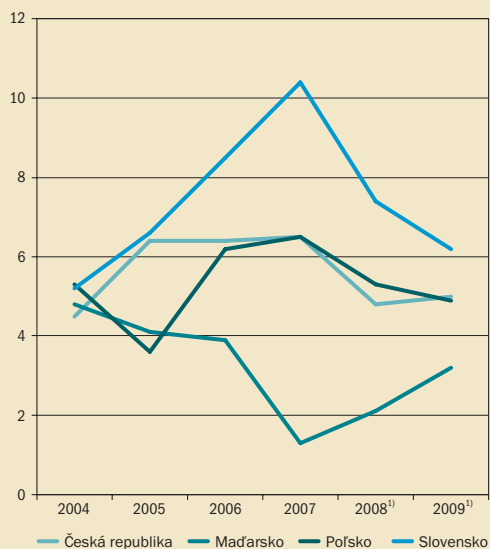
Ekonomický vývoj v krajinách V4 pokračoval v roku 2007 dynamickým rastom. Len tempo rastu maďarskej ekonomiky kleslo na historicky nízke úrovne. Dôvodom boli stabilizačné opatrenia vlády, ktoré negatívne ovplyvňovali ekonomický sentiment trhových subjektov. Rast hospodárstva preto generovali iba čistý export a zmena v zásobách. V Českej

4 Federálny rezervný systém USA čelil dileme, ktorá vyplýva z jeho dvojitého zákonného mandátu zachovať stabilitu meny a zároveň podporiť tvorbu pracovných miest a rast ekonomiky.

5 V porovnaní s 3. štvrtkom došlo k spomaleniu tempa rastu v EÚ aj eurozóne o 0,3 p. b.

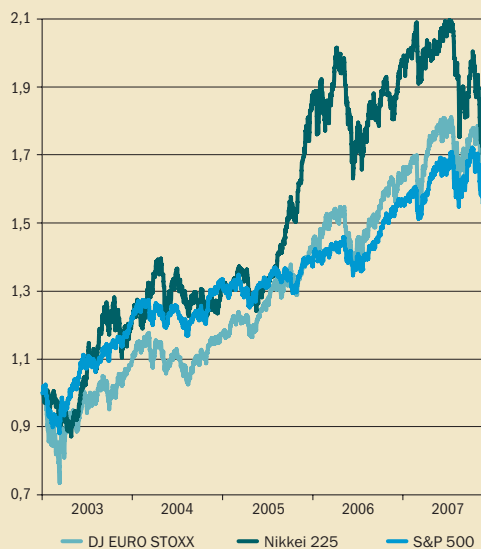
6 Vzhľadom na to, že podrobná analýza vývoja na Slovensku je predmetom osobitnej časti (kapitola 2), v texte tejto časti sa pozornosť venuje ostatným krajinám v regióne V4 – Česku, Maďarsku a Poľsku.

**Graf 1 Medziročný rast HDP**  
(stále ceny, %)



Zdroj: Eastern Europe Consensus Forecasts, 21. apríl 2008.  
1) Prognóza.

**Graf 2 Výkonnosť akciových trhov**  
(index, január 2003 = 1)



Zdroj: <http://finance.yahoo.com>.

republike a Poľsku prispeli k rastu hlavne konečnou spotreba a hrubá tvorba kapitálu. Príspevok čistého exportu k celkovému rastu bol v Českej republike marginálne pozitívny a v Poľsku záporný. Vzhľadom na silné obchodné väzby regiónu V4 na eurozónu, je – pri prognózovanom útlme v eurozóne v rokoch 2008 a 2009 – reálne očakávať mierny pokles ekonomickej aktivity aj v krajinách regiónu V4.

## 1.2 Vývoj na medzinárodných finančných trhoch

Rozsiahla finančná kríza, ktorá sa začala ako kríza hypotekárneho trhu v USA v polovici roka 2007, ukázala, ako silno sú integrované ekonomiky a finančné trhy USA a Európy.

### 1.2.1 Akciové trhy

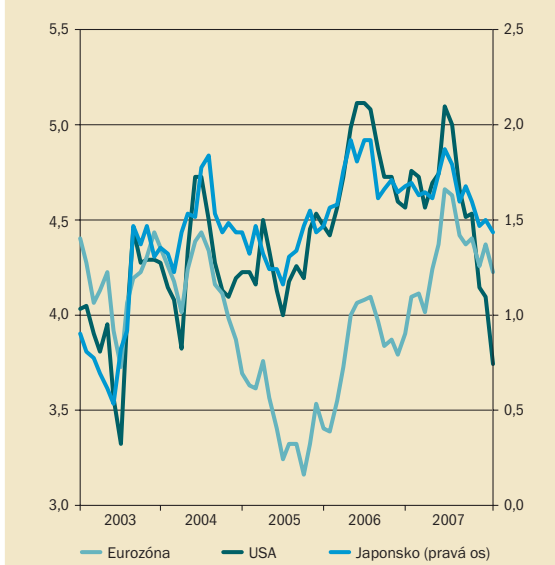
**Najvýznamnejšie vyspelé akciové trhy boli v roku 2007 volatilné a málo výkonné. Pozitívne prekvapili akciové trhy rozvíjajúcich sa ekonomík**

Vypuknutie hypotekárnej krízy v USA v júli 2007 vyvolalo všeobecný výpredaj na hlavných medziná-

rodných trhoch, s nepriaznivým dopadom na ceny. Americké a európske trhy vymazali svoje dovtedajšie zisky a japonský trh sa ocitol pod úrovňou z konca roka 2006. Pád cien zaznamenali takmer všetky sektory (okrem telekomunikácií, sieťových odvetví, energetiky a spotrebných tovarov), ale najintenzívnejšie boli zasiahnuté finančné spoločnosti. Prudký nárast volatility trhov bol zapríčinený aj zvýšeným vnímaním rizík, vzhľadom na budúcu výkonnosť ekonomík. Situáciu upokojila intervencia Fedu, ktorý v septembri 2007 znížil sadzbu na federálne zdroje o 50 bázických bodov na 4,75 %. Následný rast najväčších akciových trhov trval do polovice októbra. Index S&P 500 dosiahol dokonca historické maximum. Avšak pretrvávajúce obavy investorov o ekonomický rast a zdravie finančného sektora viedli v novembri k opätovnému pádu cien. Koncom roka došlo opäť len ku krátkodobému oživeniu trhov po ďalšom znížení sadzieb Fedom. Neobvyklý bol vývoj na akciových trhoch rozvíjajúcich sa krajín. Tie sú totiž počas obdobia vysokej volatility obyčajne zasiahnuté medzi prvými a s najväčšou intenzitou. V protiklade s tým, akcie rozvíjajúcich sa trhov – merané indexom MSCI – zaznamenali medzi augustom a decembrom silné prírastky.<sup>7</sup>

<sup>7</sup> Zatiaľ čo sa napríklad S&P 500 v roku 2007 zhodnotil len o 3,7%, MSCI Emerging Markets si polepšil až o 36,5 %.

**Graf 3 Vývoj výnosov z 10-ročných vládných dlhopisov (mesačné priemery, %)**



Zdroj: International Financial Statistics, MMF.

### Výhľad pre akciové trhy je nepriaznivý

Výrazný pokles finančnej páky („leverage“) v systéme v dôsledku prísnejších úverových podmienok a klesajúceho výkonu globálnej ekonomiky s vysokou pravdepodobnosťou zvýši tlak na príjmy firiem a v strednodobom horizonte bude negatívne vplývať na výkonnosť akciových trhov.<sup>8</sup> Rok 2008 môže priniesť v dôsledku pretrvávajúcej slabej dôvery investorov zvrät v strednodobom trende rastu akciových trhov, ktorý začal v roku 2003.

### 1.2.2 Dlhopisové trhy

#### **Výnosy z vládných dlhopisov USA a eurozóny klesali, ale rizikom je ich prudký nárast**

V súlade so zhoršujúcim sa výhľadom pre hospodárstvo začali výnosy vládných dlhopisov v druhej polovici roka 2007 klesať, kým v prvom polroku mali skôr stúpajúci trend. K poklesu výnosov prispel aj nárast dopytu zo strany investorov, ktorí v podmienkach zvýšenej volatility finančných trhov hľadali

bezpečný prístav pre svoje fondy. Podľa ECB<sup>9</sup> výnosy dlhodobých amerických vládných dlhopisov klesali z úrovni nižších než by zodpovedali konsenzuálnym očakávaniam ohľadom makroekonomického rastu a inflácie v USA. Dôvodom mohol byť silný dopyt podporený globálnymi štrukturálnymi zmenami zo strany krajín s veľkými prebytkami devízových rezerv (Čína, Japonsko, krajiny vyvážajúce ropu). Navyše, 10-ročné americké dlhopisy s negatívnym reálnym výnosom nie sú dlhodobo lákavou investíciou. Rizikom do budúcnosti je preto náhly rast dlhodobých výnosov z dlhopisov americkej vlády a v dôsledku vysokej korelácie aj výnosov dlhopisov eurozóny.

#### **Riziká pre ekonomiku eurozóny sú podľa investorov nižšie než pre ekonomiku USA**

Výnosy dlhopisov v eurozóne kolísali menej než v USA. Zatiaľ čo výnosy na dlhodobé vládne dlhopisy USA poklesli z ich najvyššej úrovne v júni 2007 ku koncu decembra asi o 100 bázických bodov, výnosy z dlhopisov eurozóny poklesli za rovnaké obdobie len o 30 bázických bodov.<sup>10</sup> Výrazne vyššia volatilita na trhoch s vládnymi dlhopismi v USA než v eurozóne znamená, že investori pokladajú eurozónu za menej vystavenú ekonomickým následkom globálnych finančných turbulencií. Toto ich vnímanie má oporu v lepších reálnych fundamentoch v Európe v porovnaní s USA, napr. vysoká miera úspor európskych domácností, kvalitnejšie úverové procedúry, silnejšie bilancie domácností a priaznivejší makroekonomický výhľad v eurozóne.

#### **Výnosy a spready vládných dlhopisov rozvíjajúcich sa krajín naopak rástli a očakáva sa ich ďalší rast**

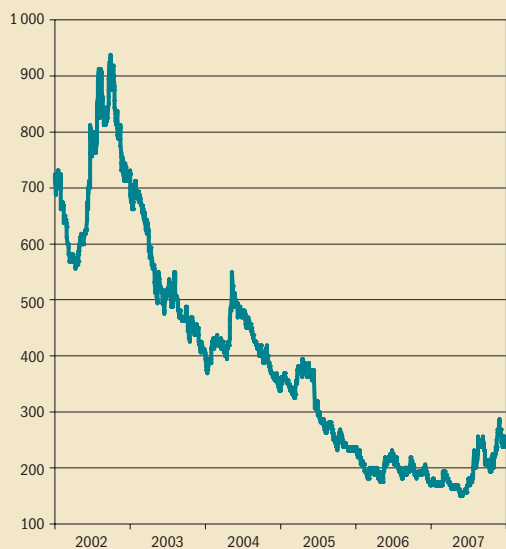
Výnosy dlhodobých vládných dlhopisov rozvíjajúcich sa krajín naopak rástli o zhruba 30 bázických bodov medzi júlom a novembrom 2007, čo signalizuje sťahovanie fondov z týchto cenných papierov pravdepodobne v dôsledku pretrvávajúcich inflačných tlakov v rozvíjajúcich sa krajinách.

<sup>8</sup> Masívne výpredaje v januári 2008, ktoré zasiahli všetky sektory bez výnimky, a aj rozvíjajúce sa trhy, môžu indikovať zmenu vo vnímaní hlavného zdroja rizík. Vývoj reálnej ekonomiky bude mať pravdepodobne rozhodujúci vplyv na výkonnosť akciových trhov.

<sup>9</sup> ECB: Financial Stability Review, december 2007.

<sup>10</sup> Dlhodobý úrokový diferenciál dosiahol 22. januára 2008 70 bázických bodov v prospech eura, čo bolo najviac od roku 2002.

**Graf 4 J. P. Morgan EMBI Global Composite Spread (denné údaje, bázičné body)**



Zdroj: Magyar Nemzeti Bank – Report on Financial Stability, apríl 2008.

Poznámka: J. P. Morgan EMBI Global Composite Spread – rozdiel medzi výnosmi vládných dlhopisov rozvíjajúcich sa krajín denominovaných v USD a výnosmi z porovnateľných dlhopisov emitovaných vládou USA.

**Graf 5 Podnikové kreditné spready na vysoko výnosné dlhopisy (bázičné body)**



Zdroj: Sveriges Riksbank – Financial Stability Report 2008:1. Poznámka: Definícia podľa Moody's a Merrill Lynch klasifikuje ako vysoko výnosné („high-yield“) dlhopisy s ratingovým hodnotením od Moody's/Standard & Poor's na úrovni Ba/BB a nižšie.

Narástli aj spready vládných dlhopisov rozvíjajúcich sa krajín, aj keď len mierne a z historicky nízkych úrovní. So slabnúcou výkonnosťou a slabšími finančnými fundamentmi týchto ekonomík možno podobný vývoj očakávať aj v ďalšom období.

#### **Kreditné spready na podnikové dlhopisy rástli. Miera podnikových defaultov bude rásť**

Prudký nárast averzie k riziku sa viac prejavil vo výraznom raste kreditných spreadov podnikových dlhopisov naprieč celým spektrom ich ratingových známk, najviac však v prípade dlhopisov s ratingom na špekulatívnom stupni.<sup>11</sup> Napriek tomu ostávajú pod úrovňou dlhodobého priemeru. Nárast spreadov, ale aj počet znížení ratingu na špekulatívnu úroveň bol najväčší v prípade finančných spoločností. Nefinančné spoločnosti preukázali väčšiu odolnosť kvôli nízkym mieram defaultov, dobrým hospodárskym výsledkom a neexistencii priamych expozícií voči trhu s rizikovými hypotékami. Avšak vzhľadom na očakávané nepriaznivé makroekonomické efekty sa dá predpokladať, že

miera defaultov (a kreditné riziko) nefinančných korporácií v najbližšom období vzrastie.

#### **1.2.3 Devízové trhy**

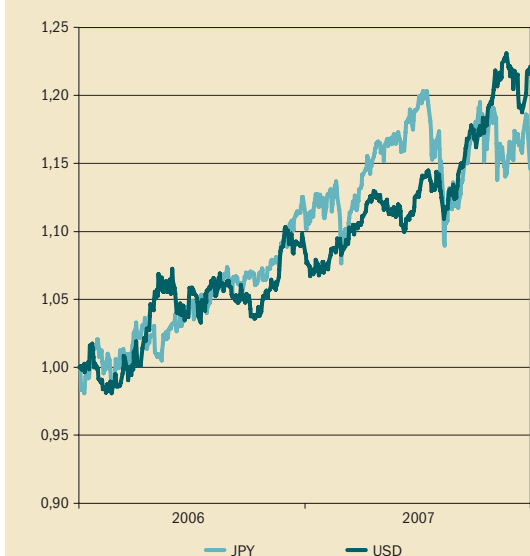
##### **Americký dolár sa voči euru ďalej znehodnocoval. Volatilita na devízových trhoch rástla**

Počas roka 2007 pokračoval pokles amerického dolára voči euru na historicky najslabšie úrovne. Dôvodom bol vývoj v strednodobom diferenciáli úrokových sadzieb, ktorý bol v prospech eura. Prudký nárast volatility v mnohých bilaterálnych kurzoch medzi augustom a septembrom bol dôsledkom turbulencie na finančných trhoch. Od polovice júla do polovice augusta sa japonský jen prudko znehodnocoval pod vplyvom vystupovania investorov zo špekulatívnych obchodov financovaných v jenocho („yen carry trades“). Zároveň sa prudko oslabovali meny s vysokým úrokovým výnosom, najmä brazílsky real a turecká líra. Výrazne vyššia volatilita na trhoch s rôznymi typmi finančných aktív totiž zapríčinila pokles návratnosti takýchto obchodov

<sup>11</sup> Kreditné spready podnikových dlhopisov na špekulatívnom stupni hodnotenia narástli od júla 2007 do marca 2008 v USA o približne 400 bázičných bodov a v eurozóne o 550 bázičných bodov.



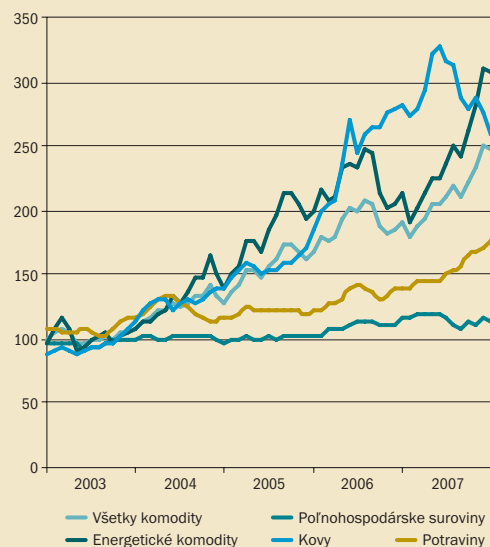
Graf 6 Vývoj nominálneho kurzu mien Japonska a USA voči euru (denné údaje, index, 2. 1. 2006 = 1)



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Rast indexu predstavuje znehodnotenie kurzu mien voči euru.

Graf 7 Výkonnosť komoditných trhov (USD, index, rok 2000 = 100)



Zdroj: International Financial Statistics, MMF.

na jednotku rizika a zvýšila pravdepodobnosť nepriaznivých kurzových pohybov.

### Rástlo riziko výrazného znehodnotenia dolára

Vyššia neistota a turbulencie na finančných trhoch môžu pri ďalšom oslabovaní dolára podporiť realokáciu portfólií smerom od dolárových aktív, a to aj v prípade amerických investorov so silnou preferenciou k domácim aktívam (najmä dlhopisom). To by pri aktuálnom veľkom objeme externého financovania spôsobilo výrazné znehodnotenie dolára. Vývoj výmenných kurzov bude v nadchádzajúcom období spojený s obzvlášť vysokou neistotou.

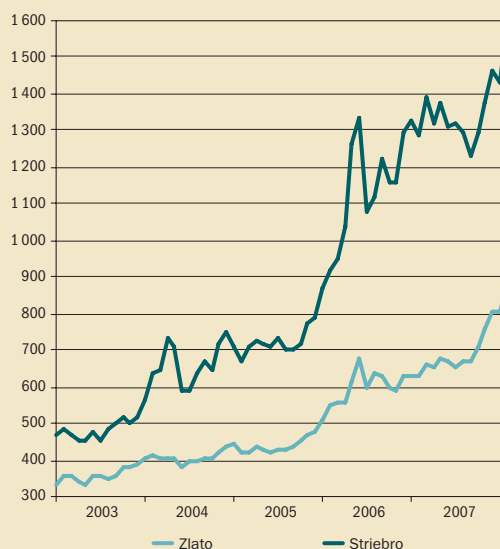
### 1.2.4 Komoditné trhy

#### Ceny ropy dosiahli nové rekordy, ale pre očakávaný pokles výkonnosti globálneho hospodárstva môžu klesnúť

Komoditné trhy pokračovali v roku 2007 vo svojom raste. Cena ropy dosiahla nové maximá pod vplyvom silného dopytu, geopolitických napätí, slabších dodávok zo strany OPEC-u, nižšieho než očakávaného rastu dodávok z krajín mimo OPEC a klesajúcich zásob. Rástli aj ceny neenergetických komodít, najmä potravín a kovov. Pod rast cien potravín sa

podpísala slabšia úroda v predchádzajúcich rokoch a rozširovanie pestovania plodín za účelom produkcie biopalív. Ďalším významným faktorom rastu cien komodít je slabý americký dolár. V rokoch 2008 a 2009 možno očakávať stabilizáciu cien ropy a ostatných komodít z dôvodu slabšej výkonnosti globálnej ekonomiky, avšak pretrvávajúce špekulu-

Graf 8 Vývoj cien zlata (USD/trójska unca) a striebra (US cent/trójska unca)



Zdroj: International Financial Statistics, MMF.

latívne nákupy a geopolitické napätia môžu vyvíjať tlak na ceny opačným smerom. Ceny vzácnych kovov budú pravdepodobne ďalej rásť, z dôvodu efektu bezpečného prístavu v reakcii investorov na turbulentné finančné trhy.<sup>12</sup>

### 1.3 Vývoj a riziká vo finančnom sektore eurozóny<sup>13</sup>

#### 1.3.1 Bankový sektor eurozóny

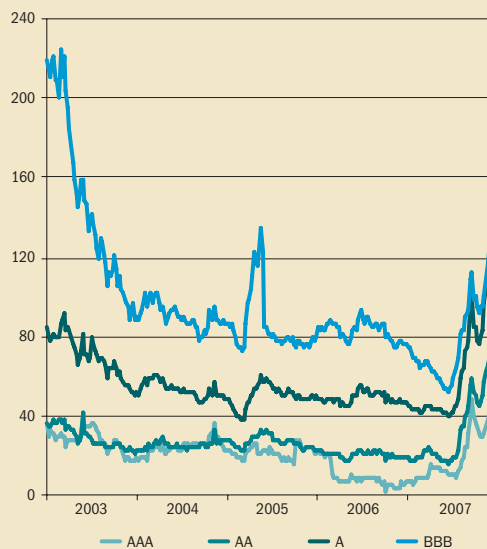
##### Úverové riziká a riziká protistrán v bankovom systéme eurozóny vzrástli

Niekoľkoročný silný rast ziskovosti veľkých bankových skupín eurozóny im zabezpečil silnú pozíciu pre odolanie nepriaznivým efektom z obratu v úverovom cykle. Avšak straty z precenenia štruktúrovaných cenných papierov počnúc druhou polovicou roka 2007 a úverové straty spôsobené presunom zlých aktív späť do bilancií bánk oslabili bilancie bánk. Banky sú takto zraniteľnejšie voči väčším než pôvodne očakávaným úverovým stratám. Hoci je výhľad pre ekonomiku eurozóny menej priaznivý než pred spustením hypotekárnej krízy, hospodársky rast by mal pokračovať a tým vytvárať podmienky pre úverovú činnosť bánk. Neistota spojená s takýmto scenárom je však vysoká a riziko horších než v súčasnosti očakávaných dopadov nepriaznivého vývoja na finančných trhoch na finančné podmienky a reálnu ekonomiku narástlo.

##### Rizikové sú vysoko zadlžené domácnosti

Spomalenie rastu cien domov a výrazné sprísnenie finančných podmienok domácností eurozóny v posledných dvoch rokoch zvýšilo riziko úpadku dlžníkov, najmä s vysokou mierou zadlženia. Situáciu vysoko zadlžených domácností môže ďalej zhoršiť prípadná výraznejšia korekcia v hospodárskej aktivite eurozóny. Rast úverov domácnostiam v eurozóne sa v roku 2007 ďalej spomalil. Napriek tomu úroveň rastu bola naďalej relatívne vysoká, najmä v prípade úverov s dlhšou dobou splatnosti (tempo rastu okolo 7%), pri ktorých sú úrokové sadzby nižšie.

Graf 9 Iboxx, index európskych podnikových úverových spreadov (bázické body)



Zdroj: Datastream.

##### Rast miery defaultov podnikov je zatiaľ mierny, môže sa však zrýchliť

Priaznivé hospodárske podmienky v posledných rokoch prispeli k posilneniu podnikových bilancií a k ich väčšej odolnosti voči nepriaznivým šokom. Posledné dostupné údaje nesvedčia o výrazných problémoch v súvislosti s krízou, keďže miera rastu úverov podnikom ďalej rástla. Avšak do budúcnosti je pravdepodobné spomalenie tohto tempa v dôsledku očakávaného spomalenia hospodárstva. Rast nákladov financovania, či už prostredníctvom trhu alebo bánk, skomplikovalo refinancovanie najmä podnikom s vysokou finančnou pákou. Tieto podniky sú zraniteľné aj voči spomaleniu v toku hotovosti („cash flow“). Posledné dostupné údaje svedčia zatiaľ len o miernom raste miery defaultov v eurozóne, avšak vzhľadom na spoločný vplyv vonkajších faktorov (sprísnenie úverových podmienok, spomalenie rastu, zhodnocovanie eura a rast cien ropy) je pravdepodobný jej nárast v ďalšom období. Ak k tomu dôjde, prístup firiem k financiám sa môže sťažiť, čo ďalej prehĺbi riziká pre finančnú stabilitu.

<sup>12</sup> Zlato sa v marci 2008 obchodovalo už aj za ceny nad 1 000 USD za uncu.

<sup>13</sup> Podľa analýz ECB.



### 1.3.2 Poistný sektor eurozóny

#### **Poistovne eurozóny čelili následkom finančnej krízy relatívne dobre**

Väčšina poisťovní vykázala len veľmi mierne straty súvisiace s turbulentnými trhmi ku koncu roka 2007.<sup>14</sup> Vo väčšine prípadov pokračoval rast predpísaného poistného. Z informácií, ktoré poisťovne nahlásili orgánom dohľadu vyplýva, že poisťovne eurozóny majú všeobecne mierne expozície voči štruktúrovaným kreditným nástrojom naviazaným na americké rizikové hypotéky. Investičné príjmy poisťovní boli však pod tlakom v dôsledku prepadu akciových trhov v druhej polovici roka 2007.<sup>15</sup>

#### **Poistovne môžu čeliť vyšším nákladom na poistné plnenia v súvislosti s poistením zodpovednosti za škody spôsobené investičnými manažermi**

Najvýznamnejšími rizikami pre poisťovne sú naďalej dlhšie obdobie s nízkymi úrokovými sadzbami a pokračujúci negatívny vývoj akciových trhov. Pre životné poisťovne je to navyše dlhšia než predpokladaná stredná dĺžka veku dožitia („longevity risk“). Neživotné poisťovne a zaistovne sú naďalej zraniteľné voči stratám spojeným s rozsiahlymi prírodnými katastrofami. V súvislosti s hypotekárskou krízou môžu poisťovne pocítiť vyššie náklady na poistné plnenia v súvislosti s vymáhaním škôd investormi a klientmi od finančných firiem alebo manažérov, ktoré sú pre tento prípad poistené.

### 1.4 Strednodobé riziká z vonkajších podmienok

Na strane negatívnej:

- Výraznejšie než očakávané spomalenie globálnej ekonomiky.
- Rozšírenie krízy mimo sektora rizikových hypoték.
- Ďalší rast strát bánk eurozóny, ktorý – bez doplnenia kapitálu – môže obmedziť ich schopnosť znášať riziká.
- Pomalý pokrok v riešení globálnych nerovnováh, riziko ich realokácie.

Na strane pozitívnej:

- Slabé priame vystavenie regiónu V4 následkom finančnej krízy.
- Nižšia zraniteľnosť rozvíjajúcich sa ekonomík než v minulosti voči nárastu averzie k riziku.

#### **Významným rizikom pre finančnú stabilitu je prípadné rozšírenie hypotekárnej krízy na ďalšie segmenty úverového trhu**

Finančná kríza, ktorá vypukla na trhu rizikových hypoték v USA a rozšírila sa na medzinárodné úverové a peňažné trhy, zvýšila pravdepodobnosť výraznejšieho spomalenia globálnej ekonomiky v krátkodobom až strednodobom horizonte.<sup>16</sup> Faktormi sú väčšie než očakávané spomalenie americkej ekonomiky v poslednom štvrtroku 2007, výrazné sprísnenie úverových podmienok bánk („credit crunch“), vysoko pravdepodobný negatívny dopad slabého dopytu vo vyspelých ekonomikách na tempo rastu rozvíjajúcich sa ekonomík, stále vysoké a volatilné ceny ropy a ostatných komodít a rast inflácie. Riziká pre finančnú stabilitu tak výrazne narástli. Pravdepodobný hlbší hospodársky pokles v USA a ďalších krajinách by mohol vplyvom rozsiahlejšieho zhoršenia kvality úverových portfólií viesť k rozšíreniu krízy aj mimo sektora rizikových hypoték („subprime sector“).<sup>17</sup>

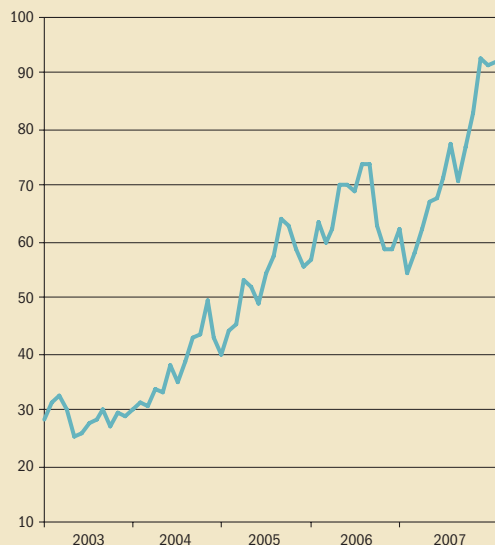
<sup>14</sup> Množstvo strát nebolo realizovaných z dôvodu klasifikácie cenných papierov „v držbe do splatnosti“.

<sup>15</sup> Na nepriaznivý vývoj akciových trhov sú citlivejšie životné poisťovne, pretože tie sa v oveľa väčšej miere spoliehajú na investičné príjmy než neživotné poisťovne alebo zaistovne. Táto skutočnosť sa odzrkadlila aj na odlišnom vývoji cien akcií poisťovní; akcie životných poisťovní, boli začiatkom roka 2008 naďalej pod tlakom, kým akcie neživotných poisťovní a zaistovní sa v porovnaní s celým akciovým trhom zotavovali.

<sup>16</sup> Medzinárodný menový fond dáva 25-percentnú pravdepodobnosť, že globálna ekonomika porastie v rokoch 2008 a 2009 tempom nižším než 3%, čo zodpovedá globálnej recesii.

<sup>17</sup> Z údajov Merrill Lynch a LoanPerformance o 60-dňových delikvenciách v segmente hypoték s najkvalitnejšími dlžníkmi („prime“ segment) vyplýva, že delikvencie v tomto segmente rastú rýchlejšie než v predchádzajúcich rokoch. Miera nesplácania („default rate“) začína mierne rásť aj v segmentoch úverov na komerčné nehnuteľnosti, kreditných kariet a pôžičiek na autá. Ďalším objemovo veľmi významným segmentom, s ktorým sú spojené silné obavy z rastu miery defaultov, je LBO („leveraged buy-out“). Pákové financovanie firiem („leveraged corporate financing“) bolo v poslednom období tiež spojené s uvoľnenou úverovou disciplínou.

**Graf 10 Vývoj cien ropy  
(Brent, USD/barel)**



Zdroj: International Financial Statistics, MMF.

### **Systémové riziko pre globálny finančný systém výrazne vzrástlo**

Za určitých okolností nemusí politika agresívnej menovej stimulácie zo strany Fedu podporiť hospo-

dárstvo. Klesajúce sadzby a slabnúci dolár motivuje investorov k ukladaniu peňazí do komodít. Nasledujúci rýchlejší rast cien palív, energií a potravín spôsobuje pokles reálnych príjmov amerických domácností. To spolu s ich veľkým dlhovým bremenom obmedzuje ich spotrebu – napr. predaje automobilov v USA poklesli v apríli 2008 na najnižšiu úroveň za posledných 13 rokov. Nižšie sadzby centrálnej banky majú taktiež len veľmi obmedzený efekt pre bankový systém, ak tento čelí zvýšeným kreditným rizikám protistrán a s tým súvisiacou neistotou.<sup>18</sup> Nižšie sadzby nezľahčujú ani dlhové bremeno domácností tak, ako by sa dalo očakávať vzhľadom na opačnú situáciu, keď menové sprísňovanie viedlo k rastu úverového zaťaženia domácností. Ekonomický stimulačný program vlády USA zameraný na vyše 130 miliónov domácností nemusí priniesť okamžité efekty, ak sa domácnosti rozhodnú dodatočné prostriedky namiesto spotreby použiť na splatenie dlhov alebo úspory.<sup>19</sup> Ďalší rast strát (z úverov a z trhového precenenia úvermi krytých finančných nástrojov) systémovo dôležitých finančných inštitúcií<sup>20</sup> a prípadný nárast počtu ich insolventnosti môžu vyvolať kolaps systému. Dopad takejto udalosti – ktorej pravdepodobnosť narástla – na globálnu ekonomiku a finančné trhy by bol silne negatívny.

#### **Box 1 Priebeh hypotekárnej finančnej krízy**

Pre obdobie, ktoré predchádzalo súčasnej turbulencii na svetových finančných trhoch bol charakteristický výnimočne priaznivý vývoj vo svetovej ekonomike. Svetové hospodárstvo sa po spomalení v roku 2001 rýchlo zotavilo a v rokoch 2004 až 2006 zaznamenalo rekordné miery rastu pri súčasne nízkych mierach inflácie. Tento vývoj bol sprevádzaný obzvlášť silnou výkonnosťou finančných trhov. Ceny aktív rýchlo rástli a vývoj na rôznych trhoch vykazoval historicky nízku volatilitu. Finančné inštitúcie dosahovali vysoko nadpriemerné zisky a silnú kapitálovú pozíciu. Nízke úrokové sadzby a rastúce príjmy podporili zadlžovanie sa súkromného sektora bez toho, aby sa bilancie podnikov a domácností dostali pod výrazný tlak.

Štrukturálne zmeny vo finančnom systéme, najmä v USA a ďalších vyspelých krajinách, podporila intenzívna finančná inovácia. Tá sa prejavila najmä veľmi rýchlym rozšírením nástrojov na prenos kreditných rizík, ktoré umožňovali aktívne obchodovanie s kreditnými rizikami ako s osobitným typom aktíva. K takýmto nástrojom

18 Aj keď Fed cez rôzne vlastné úverové facility dodával od augusta skoro neobmedzené množstvo likvidity na trhy, len tým pomáha firmám splácať ich záväzky. Nepomáha to zastaviť pád cien na trhu nehnuteľností. Neistota tak pretrváva aj po zverejnení strát a navýšovaní kapitálu bankami z dôvodu očakávaní, že straty z expozícií voči „subprime“ úverom (a iným úverom) budú ďalej rásť. O vysokom vnímanom riziku v bankovom systéme USA, ale aj eurozóny, svedčia neobvykle vysoké spready na peňažných trhoch. Toto riziko dokumentuje aj kolaps významnej finančnej spoločnosti Bear Stearns Co., ktorú pred bankrotom zachránil zásah Fedu.

19 Od mája 2008 vypláca ministerstvo financií USA oprávneným osobám platby na hospodársku stimuláciu v objeme maximálne 600 USD na osobu. Rodičia inkasujú ďalších 300 USD na dieťa do 17 rokov.

20 K marcu 2008 dovedna 45 bánk vo svete zverejnilo odpisy aktív súvisiace s krízou hypoték v celkovom objeme 193 mld. USD. V marci 2008 odhadoval MMF celkové straty spojené s krízou na úrovni 945 mld. USD (asi 7 % HDP). Potenciálne úverové straty by mohli znížiť agregátnu kapitálovú primeranosť amerických bánk o 250 bázičných bodov a európskych bánk o 150 bázičných bodov.

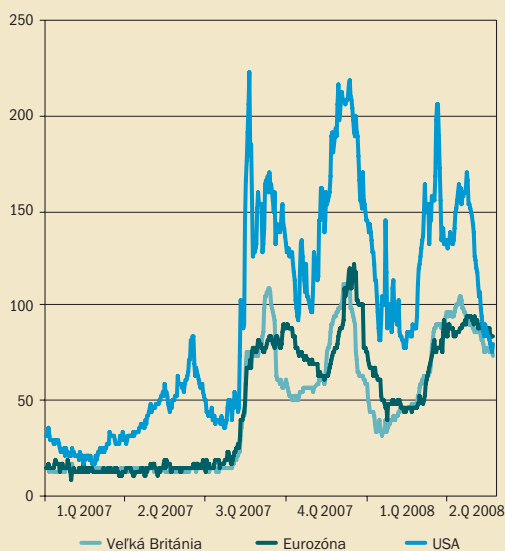
patrili *credit default swaps* a rôzne štruktúrované cenné papiere, napr. *collateralised debt obligations*. Expanzia týchto nástrojov bola v rámci finančného sprostredkovania spojená s rozširovaním obchodného modelu *originate-and-distribute*. Úverové inštitúcie poskytnuté úvery, namiesto ich ďalšej držby vo svojich aktívach, predávali na kapitálových trhoch za pomoci uvedených nástrojov.

Už dlhšiu dobu rastúce miery delikvencie hypotekárnych úverov v najrizikovejšom („*subprime*“) segmente amerického hypotekárneho trhu a výsledné bankrotov množstva menších či väčších úverových inštitúcií v tomto segmente začiatkom roka 2007 odštartovali postupné preceňovanie kreditných rizík. Pád trhovej hodnoty cenných papierov krytých *subprime* úvermi nabral na intenzite v júni 2007 po medializácii strát hedžových fondov, ktoré investovali do týchto cenných papierov. Obzvlášť nepriaznivý dopad na kreditné spready štruktúrovaných cenných papierov malo nečakané zníženie a prehodnotenie ratingového hodnotenia veľkého objemu týchto cenných papierov ratingovými agentúrami v polovici júla 2007. Informácie z trhu s bývaním v USA boli čoraz nepriaznivejšie, čo viedlo k rozšíreniu všeobecnej nedôvery investorov voči štruktúrovaným kreditným nástrojom a prepadu dopytu po nich. Mnohé rozbehnuté obchody tak nemohli byť dokončené.

Koncom júla sa začali vynárať problémy s prefinancovaním niektorých ABCP („*asset-backed commercial paper*“) programov. Investori sa z tohto trhu začali sťahovať v obave o kvalitu podkladových aktív, čím sa sťažilo financovanie špeciálnych entít (napr. *structured investment vehicle*). Prostredníctvom nich boli investičné banky zainteresované v sekuritizácii nakúpených hypotekárnych úverov a iných aktív krytých týmito úvermi, ktoré sa následne zabalené v tranžoch podľa rizikovosti vo forme štruktúrovaných nástrojov predávali inštitucionálnym investorom. Poskytovatelia záložného finančného krytia záväzkov špeciálnych entít, ktorými boli väčšinou banky, ktorým tieto entity patrili, boli nútené obrátiť sa na medzibankový trh pre potrebné zdroje. Avšak likvidita medzibankového trhu klesala s tým, ako banky očakávali nárast požiadaviek na záložné financovanie a voľnú likviditu radšej zadržovali pre vlastné potreby. Napr. 30. júla nemeckú banku IKB, ktorá nedokázala splniť záväzky svojej špeciálnej entity postavenej na ABCP financovaní, podporil je hlavný akcionár KfW poskytnutím hotovosti.

Dňa 9. augusta sa silné napätie na peňažných trhoch USA, eurozóny a Veľkej Británie simultánne a plnou silou prejavilo prudkým nárastom spreadov medzi trojmesačnými úrokovými sadzbami (USD LIBOR, GBP LIBOR, EURIBOR) a sadzbami pre zodpovedajúce štátne dlhopisy (*treasury bill*) (graf A), nárastom volatility v jednodňových a dlhších sadzbách a poklesom objemov. Nárast rizikovej prémie na peňažných trhoch okrem nárastu rizika likvidity odzrkadľoval aj kreditné riziko protistrán, ktoré súviselo so všeobecným nárastom nedôvery. Jej príčinou bol nedostatok informácií ohľadom skutočnej veľkosti rizík finančných inštitúcií prameniacich z expozícií voči *subprime* úverom. Nasledovala okamžitá reakcia centrálnych bánk vo forme injekcie bezprecedentne veľkého objemu likvidity na peňažné trhy a verejných vyhlásení predstaviteľov centrálnych bánk zameraných na upokojenie situácie na trhoch. Centrálné banky v niekoľkých vyspelých ekonomikách (v USA, eurozóne, Japonsku, Veľkej Británii, Kanade, Švajčiarsku a Austrálii) prispôbili svoje operácie tak, aby mohli naďalej efektívne implementovať menovú politiku a udržať si kontrolu nad krátkodobými sadzbami. V závislosti od rozsahu, charakteru problémov a charakteristík operačných rámcov zahrnovali opatrenia jednotlivých centrálnych bánk nárast objemu a frekvencie operácií, rozšírenie oprávnených protistrán a kolaterálov, predĺženie splatností nástrojov a zavedenie diskretných opatrení. Niektoré centrálné banky zaviedli v decembri 2007 koordinované aktivity – dočasné vzájomné menové opatrenia vo forme dolárových swapových línií medzi Fedom, ESCB a Švajčiarskou národnou bankou.

**Graf A Rozdiel medzi trojmesačnou trhovou sadzbou a sadzbou pre zodpovedajúce štátne dlhopisy (bázické body)**



Zdroj: Sveriges Riksbank – *Financial Stability Report 2008:1*.

Od začiatku roka 2008 tenzie na peňažných a ďalších trhoch pretrvávali, ale ich podstata sa viac presunula od obáv týkajúcich sa likvidity k obavám z úverovej kvality aktív. Údaje od nákupných manažérov a z pracovného trhu USA na začiatku roka 2008 naznačovali výrazné spomalenie americkej ekonomiky, čo prispelo k zvýšeniu obáv týkajúcich sa globálneho rastu. Významné svetové finančné inštitúcie zverejnili väčšie než očakávané straty za 4. štvrťrok 2007 a za 1. štvrťrok 2008. Do vážnych finančných ťažkostí sa dostali aj úveroví garanti („*monoline insurers*“), čo automaticky znížilo úverovú kvalitu štruktúrovaných cenných papierov a municipálnych dlhopisov garantovaných týmito inštitúciami. Trh s nehnuteľnosťami na bývanie v USA pokračoval vo svojom páde. Významná finančná spoločnosť Bear Stearns, ktorá sa ocitla v dôsledku nadmerného angažovania sa v sektore rizikových hypoték pred bankrotom, bola po dohode s Fedom 14. marca odkúpená za 240 mil. USD konkurenčnou J. P. Morgan Chase, pričom Fed poskytol 30 mld. USD na krytie jej zlých aktív.

V reakcii na tento nepriaznivý výhľad vývoja do budúcnosti pokračoval Fed v agresívnejšom uvoľňovaní menovej politiky – 22. januára 2008 na svojom mimoriadnom zasadnutí rada guvernérov rozhodla o znížení sadzby na federálne zdroje o 75 bázických bodov a o týždeň neskôr o ďalších 50 bázických bodov. Prezident Bush 13. februára 2008 informoval o balíku pre hospodársku stimuláciu zameraný na domácnosti (pozn. pod čiarou č. 19). V reakcii na pretrvávajúce napätia na peňažných trhoch viaceré centrálné banky pokračovali v koordinovanom úsilí pri dodávaní ďalšej likvidity na trhy. Fed okrem dočasného programu TAF (*term action facility*), ktorý zaviedol ešte v decembri 2007 v celkovom objeme 150 mld. USD, oznámil 11. marca nový program na požičiavanie cenných papierov TSFL („*term securities lending facility*“) – pôžičky cenných papierov ministerstva financií v objeme 200 mld. USD pre primárnych dilerov na 28 dní výmenou za iné určené cenné papiere. Neskôr, 16. marca, zriadil nový úverový nástroj pre primárnych dilerov („*primary dealer credit facility*“) – jednodňové zdroje pre primárnych dilerov výmenou za určený sortiment kolaterálov.

### **Pre obnovenie dôvery na trhoch je nevyhnuté zvýšiť transparentnosť**

V situácii enormnej domácej zadlženosti súkromného sektora USA (objem dlhu domácností a nefinančných podnikov predstavuje 175 % HDP) je naštartovanie hospodárstva USA ťažké bez dostatočného prílevu zahraničných zdrojov predovšetkým na akciový trh. Na oživenie akciového trhu je však nevyhnutné zlepšiť transparentnosť vnútornej štruktúry, hodnoty a vlastníctva štruktúrovaných cenných papierov, ktoré sú naviazané na hypotekárne úvery a iné typy úverov. Bez uzavretia tejto informačnej medzery nie je možné krízu vyriešiť. Niektoré finančné inštitúcie však nemajú dostatočné podnety na to, aby takto konali, okrem toho riešenie tohto problému bude časovo náročné (bude potrebné otvorenie medzinárodných regulačných a účtovných pravidiel).

### **Riziká pre stabilitu finančného systému eurozóny v druhom polroku 2007 výrazne vzrástli**

V prostredí podnikania finančných inštitúcií zavládla zvýšená neistota – náhlou zmenou podmienok sa môžu ich bilancie dostať pod ďalší silný tlak. Zvýšené kreditné riziko pre banky v krátkom a strednom období súvisí s ochladzovaním trhu s bývaním<sup>21</sup>, komerčnými nehnuteľnosťami a vysokou finančnou pákou niektorých firiem („*leveraged buy-out business*“). Riziká protistrán vzrástli bankám, ktoré mali výrazné expozície voči hedžovým fondom („*prime brokerage business*“) a finančným garantom.<sup>22</sup> Ďalšie straty bánk súvisiace s trhovým preceňovaním cenných papierov a presunom aktív z podsúvahy späť do bilancie („*re-intermediation effects*“) a efekty z reálnej ekonomiky môžu v roku 2008 výrazne poznačiť ziskovosť niektorých bánk eurozóny<sup>23</sup> a narušiť ich schopnosť znášať

21 Efekty poklesu cien nehnuteľností v Európe nebudú také výrazné ako v USA, v dôsledku konzervatívnejšieho hypotekárneho financovania.

22 Tieto poisťovne („*monoline insurers*“) za poplatok preberali časť kreditného rizika obsiahnutého v štruktúrovaných cenných papieroch na seba. Cenný papier tak vykazoval priaznivejší rizikový profil, v dôsledku čoho dostal vyššie kreditné hodnotenie. V dôsledku negatívneho vývoja na úverových trhoch dvaja najväčší poisťovatelia úverov Ambac a MBIA zverejnili v štvrtom štvrťroku 2007 kombinovanú stratu v objeme 5,6 mld. USD. Veľkosť tejto straty sa rovnala príjmu týchto inštitúcií za predchádzajúcich 15 štvrťrokov. Keďže samotní garanti úverov sú vo veľmi zlej finančnej situácii, hodnota cenných papierov, ktoré garantujú, klesá a spôsobuje straty ich držiteľom.

23 Ziskovosť meraná návratnosťou kapitálu (vážený priemer ROE) poklesla z 18,45 % v roku 2006 na približne 15 % v roku 2007. Medián ROE poklesol v rovnakom období zo 17,7 % na hodnotu mierne nad 16 %.



riziká<sup>24</sup> v prípade, že nedôjde k doplneniu kapitálu. Nepriaznivo vyznieva aj fakt, že náklady na nový kapitál vzrástli v dôsledku vyššej rizikovej prémie.

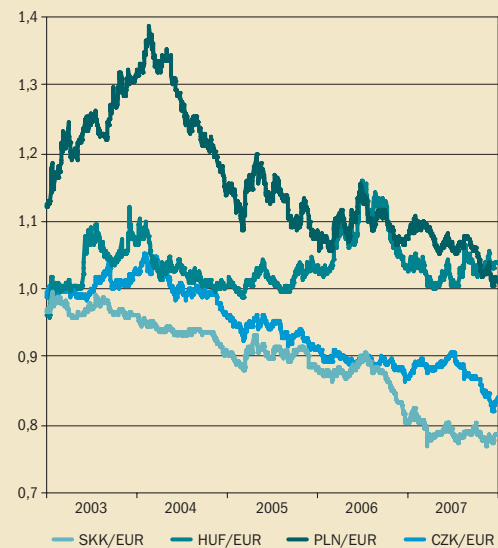
### Región V4 nie je krízou priamo ohrozený

Región V4 nie je priamo významne vystavený následkom krízy na vyspelých finančných trhoch z dôvodov veľmi nízkej expozície bánk voči trhu s rizikovými hypotékami v USA, relatívne nízkej – hoci rýchlo rastúcej – finančnej páke vo finančných systémoch krajín regiónu a silnejšej väzby týchto krajín na eurozónu než USA. Najzraniteľnejšou ekonomikou v regióne ostáva ekonomika Maďarska.<sup>25, 26</sup>

### Finančné trhy rozvíjajúcich sa krajín ostávajú zraniteľné voči ďalšiemu rastu nedôvery na trhoch, hoci pravdepodobne v menšej miere ako v minulosti

Vo všeobecnosti neboli trhy rozvíjajúcich sa krajín príliš zasiahnuté následkami hypotekárnej krízy. Ich odolnosť podporili vyspelejšie inštitúcie, dobré hospodárske fundamenty, obozretné makroekonomické politiky a širšia investorská báza. Napriek tomu ostávajú zraniteľné, hoci zrejme menej než v minulosti, voči novým vlnám investorskej nedôvery a averzie k riziku. K najzraniteľnejším patria

Graf 11 Vývoj nominálneho kurzu mien krajín V4 voči euru (denné údaje, index, 1. 1. 2002 = 1)



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Pokles indexu predstavuje zhodnotenie meny voči euru.

krajiny s veľkými deficitmi na bežných účtoch, ktoré financujú prevažne súkromnými zahraničnými pôžičkami a portfóliovými investíciami.<sup>27</sup> Dá sa očakávať aj vyššia miera diskriminácie investorov medzi jednotlivými krajinami, resp. regiónmi na základe ich hospodárskych a finančných charakteristík.

Tabuľka 3 Zraniteľnosť regiónov rozvíjajúcich sa ekonomík vo vzťahu k transmisným kanálom

	Finančný transmisný kanál	Transmisný kanál reálnej ekonomiky	Zraniteľné krajiny
Východná Európa	vysoká	stredne vysoká	Pobaltské krajiny, Bulharsko, Rumunsko, Maďarsko, Turecko
Ázia	nízka	stredne vysoká	Čína
Latinská Amerika	stredná	stredná	Venezuela, Ekvádor, Argentína, Mexiko

Zdroj: Banco de España.

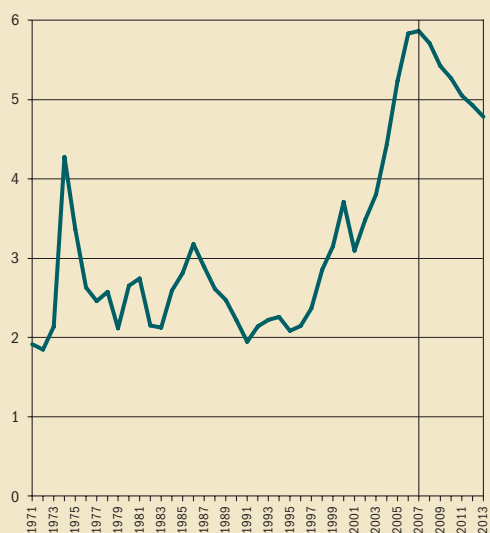
<sup>24</sup> Ukazovateľ solventnosti (vážený priemer) poklesol z 11,53% v roku 2006 na 10,97% v roku 2007. Dosiagnuté hodnoty kapitálovej primeranosti prekračujú minimálne predpísané hodnoty, čo svedčí o dobrej kapacite bankového sektora eurozóny pre absorpciu šokov.

<sup>25</sup> Podrobné hodnotenie regiónu je v publikácii MMF – Regional Economic Outlook: Europe, apríl 2008.

<sup>26</sup> Ratingová agentúra Standard & Poor's zmenila 14. marca 2008 výhľad pre rating dlhodobých záväzkov Maďarska zo stabilného na negatívny, čo znamená vyššiu pravdepodobnosť budúceho zníženia ratingu zo súčasného stupňa BBB+ (3 stupne nad špekulatívnym pásmom). Okrem slabého výhľadu pre ekonomiku (nízky rast a vysoká inflácia), bol dôvodom zmeny výhľadu aj odpor obyvateľstva proti opatreniam vlády na konsolidáciu rozpočtu, ktorý jednoznačne vyjadrili v referende 9. marca 2008.

<sup>27</sup> Ide najmä o krajiny východnej Európy (pobaltské štáty a juhovýchodnú Európu) s rýchlym rastom úverov súkromnej sfére.

Graf 12 Globálne nerovnováhy



Zdroj: MMF.

Poznámka: Absolútna suma bilancií bežných účtov v podiele na svetovom HDP. Hodnoty za zvislou čiarou v grafe sú prognózy MMF.

### **Pokrok v riešení globálnych nerovnováh bol len mierny**

Všeobecná korekcia vo vývoji globálnej ekonomiky podporuje riešenie globálnych nerovnováh. Avšak pretrvávajúca nízka flexibilita kurzových režimov krajín s veľkými prebytkami na bežných účtoch zabraňuje výraznejšiemu pokroku v ich znižovaní. Geografickému zloženiu prílevu kapitálu do USA naďalej dominujú východoázijské krajiny a krajiny produkujúce ropu.<sup>28</sup> Napriek spomaleniu rastu exportu z Číny bol jej obchodný prebytok v roku 2007 o 48 % vyšší než v predchádzajúcom roku. Pokračovanie nesúladu medzi vývojom kurzových relácií a vývojom sald bilancií bežných účtov dotknutých krajín môže viesť skôr k realokácii globálnych nerovnováh než k ich výraznejšej redukcii.

<sup>28</sup> Od novembra 2007 do marca 2008 boli štátne fondy („sovereign wealth funds“) zdrojom kapitálu pre veľké globálne finančné inštitúcie v objeme 41 mld. USD z celkových 105 mld. USD nového kapitálu.



## 2 Vývoj ekonomiky SR z hľadiska vplyvu na finančnú stabilitu

### 2.1 Celkový vývoj ekonomiky SR

Domáce makroekonomické podmienky v roku 2007 všeobecne prispievali k udržiavaniu finančnej stability krajiny. Znižovala sa inflácia, poklesla vonkajšia nerovnováha a napriek zrýchleniu rastu ekonomiky sa neobjavili príznaky prehrievania. NBS reagovala na spomaľovanie vývoja inflácie znížením úrokových sadzieb. Apreciácia kurzu pôsobila v smere sprísňovania menovej politiky. Pokračovala konsolidácia verejných financií, rozpočet verejnej správy skončil deficitom bezpečne nižším ako referenčná hodnota maastrichtského kritéria a tiež pod úrovňou plánovaného deficitu.

Silný vývoj fundamentov v dobiehajúcej ekonomike podmieňoval posilňovanie reálneho rovnovážneho výmenného kurzu domácej meny. Tento vývoj bol po dohode členov výboru pre ERM II zohľadnený

revalváciou centrálnej parity slovenskej koruny v systéme výmenných kurzov ERM II.

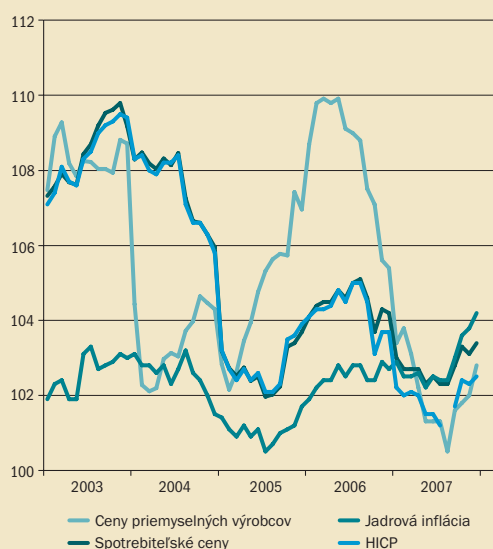
#### **Rast ekonomiky bol založený na zdravých základoch**

V roku 2007 sa rast domáceho hospodárstva zrýchlil na 10,4 %. K zrýchleniu dynamiky domácej ekonomiky prispel domáci aj zahraničný dopyt. Ekonomia sa v roku 2007 nachádzala v mierne kladnej produkčnej medzere, ktorá sa v druhom polroku zatvárala. Silný ekonomický rast bol dosiahnutý pri raste produktivity práce aj zamestnanosti. Vzhľadom na rýchlejší rast produktivity práce ako miezd nevznikli nákladové inflačné tlaky.

Rast spotrebiteľských cien i cien priemyselných výrobcov bol od septembra 2007 podmienený globálnym rastom cien ropy, surovín a agrokomodít.

Graf 13 Cenový vývoj

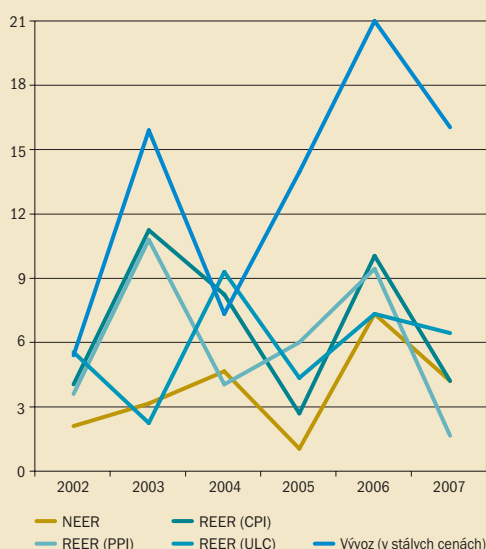
(index, ROMR = 100)



Zdroj: ŠÚ SR.

Graf 14 Cenová konkurencieschopnosť a vývoz

(medziročná zmena v %)



Zdroj: NBS, ŠÚ SR.





Financovanie súkromného sektora úvermi z domácich peňažných finančných inštitúcií sa v roku 2007 zvýšilo na 41,6% HDP (oproti 37,8% HDP v roku 2006).

### **Rast spotrebiteľských cien sa v priemere za rok 2007 spomalil**

Miera harmonizovanej inflácie sa medziročne spomalila na 2,5%, jadrová inflácia<sup>29</sup> na 2,8%. Mimo-

riadne priaznivý vývoj sa pod vplyvom nárastu cien potravín, pohonných látok a cien priemyselných tovarov od druhého polroka 2007 opätovne začal zrýchľovať. Rizikovými faktormi ďalšieho vývoja cien boli situácia na svetovom trhu s ropou a ostatnými energetickými surovinami a rastúce ceny potravín na globálnom trhu, ktoré ovplyvnili aj vývoj cien na domácom trhu.

#### **Box 2 Ceny ropy a potravín**

Rast cien ropy sa od konca roku 2007 posúva na stále nové rekordné úrovne. Tento vývoj je podmienený spolupôsobením viacerých faktorov:

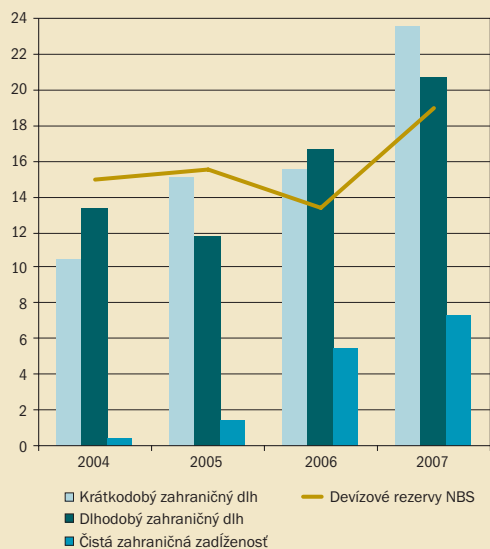
1. Základnou príčinou je nesúlad medzi ponukou a dopytom. Využívanie ťažobných kapacít je predmetom dohody hlavných producentov, združených v karteli OPEC. Na strane dopytu stojí vysoká spotreba v USA a zvyšovanie dopytu v rýchlorastúcich ázijských ekonomikách.
2. Nedostatok presných informácií o aktuálnom stave ponuky, ťažobných a rafinérskych kapacitách, stave strategických zásob jednotlivých krajín, ale aj o aktuálnej výške spotreby spôsobuje, že trhy pripisujú často neadekvátnu váhu čiastkovým správam o vývoji ponuky a dopytu, v dôsledku čoho sú ceny do veľkej miery podmienené vývojom očakávaní, ktoré nemusia byť v súlade s vývojom fundamentov.
3. Kríza likvidity na finančných trhoch ovplyvnila trhy komodít. Tieto trhy začali byť výraznejšie vnímané ako zdroj výnosov, čo podporuje špekulácie s termínovanými kontraktmi a prispieva k zvyšovaniu volatility cien. Oslabovanie kurzu dolára sa premieťa do rastu cien komodít denominovaných v dolároch.
4. Geopolitické napätia v kľúčových oblastiach, kde sa ťaží ropa.

Rast cien potravín v posledných rokoch je ovplyvňovaný najmä tromi skupinami faktorov:

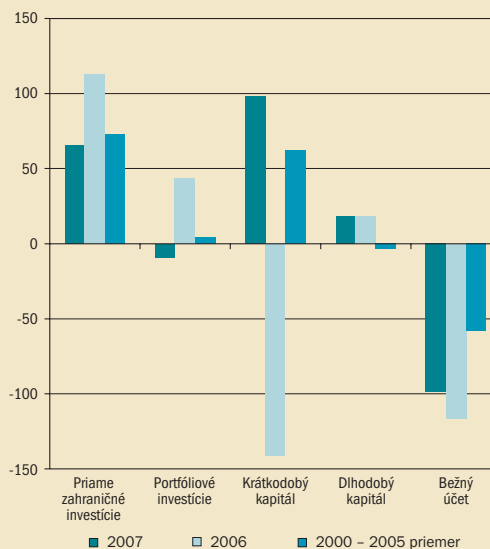
1. Rastúcim dopytom, podmieneným rastom príjmov v skupine rýchlorastúcich ekonomík (najmä v Číne a Indii). Rast životnej úrovne vyvolal vyššiu spotrebu potravín i zmeny v preferenciách smerom k nutrične bohatším produktom. Vyššia spotreba mäsa a mlieka priniesla potrebu širšieho pestovania obilnín ako vstupov (krmív) pre produkciu živočíšnych produktov.
2. Rastúcimi cenami energií, ktoré zvyšujú ceny vstupov poľnohospodárskej výroby (ceny hnojív, pesticídov, nákladov na zavlažovanie a dopravu). Novým prvkom je vplyv cien energií na strane výstupov, keď výroba biopalív začala konkurovať pestovaniu plodín na potravinárske a krmné účely.
3. Štrukturálne problémy poľnohospodárskej politiky – dlhodobá stagnácia verejných investícií do poľnohospodárstva i agrovýskumu v rozvojových krajinách prispela k zaostávaniu rastu produktivity za požiadavkami na produkciu; administratívne stimuly na produkciu biopalív v rozvinutých krajinách viedli k zväčšovaniu plôch určených na ich pestovanie na úkor ostatných plodín.

K týmto faktorom sa pridali ďalšie. Výkyvy počasia v posledných rokoch – pravdepodobne súvisiace s dlhodobými klimatickými zmenami – mali negatívny vplyv na úrodu a viedli k poklesu zásob potravín na dlhodobu najnižšiu úroveň. Oslabovanie dolára prispelo k rastu cien poľnohospodárskych komodít denominovaných v dolároch a volatilita cien sa zvýšila vplyvom špekulatívnych obchodov s termínovanými kontraktmi na komoditných burzách, ktoré investori začali v širšej miere využívať na diverzifikáciu rizika vo svojich portfóliách.

<sup>29</sup> Celková inflácia bez energií a nespracovaných potravín.

**Graf 15 Zahranichná zadlizenosť a devízové rezervy (mld. USD)**


Zdroj: NBS.

**Graf 16 Krytie deficitu bežného účtu (mld. Sk)**


Zdroj: NBS.

### Tempo poklesu cenovej konkurencieschopnosti sa spomalilo

Spomalenie nominálneho zhodnocovania kurzu koruny v druhom polroku 2007 prispelo k zmierneniu apreciacie reálneho efektívneho výmenného kurzu na báze všetkých cenových indexov. Vývoj nominálneho kurzu bol hlavným faktorom apreciacie reálneho výmenného kurzu, v dôsledku poklesu inflačného diferenciálu pri spotrebiteľských cenách aj pri cenách priemyselných výrobcov. Napriek poklesu cenovej konkurencieschopnosti si reálny vývoz udržal vysokú dynamiku a pozícia slovenských exportérov na zahraničných trhoch je stabilná.

### Rast vývozu prispel k zníženiu nerovnováhy na bežnom účte platobnej bilancie

Vývoj platobnej bilancie sa zlepšil, najmä vplyvom výrazného zlepšenia bilancie zahraničného obchodu, keď sa zároveň prehĺbil deficit bilancie výnosov a bežných transferov (výplata dividend do zahraničia sa zvýšila) a poklesol prebytok bilancie služieb. Deficit bežného účtu poklesol na úroveň 5,3% HDP (98,8 mld. Sk).

### Prílev krátkodobých zahraničných finančných zdrojov sa opätovne zvýšil

Prebytok kapitálového a finančného účtu vzrástol na 183,9 mld. Sk (z 32,4 mld. Sk na konci roku 2006). Zvýšil sa najmä prílev krátkodobého kapitálu prostredníctvom bankového sektora. Saldo prílevu PZI pokleslo a portfóliové investície vykázali čistý odlev. Z hľadiska finančnej stability je takáto štruktúra financovania menej priaznivá, vzhľadom na pokles deficitu bežného účtu však nepredstavuje jeho čiastočné krytie krátkodobými zdrojmi problém.

### Vzrástla zahraničná zadlizenosť

Hrubý zahraničný dlh vzrástol na 44,3 mld. USD. Zvýšil sa podiel krátkodobého dlhu na 53,3%, vzrástla najmä krátkodobá zadlizenosť bankového sektora. Devízové rezervy NBS pokrývali 80,5% krátkodobého zahraničného dlhu. Hrubý zahraničný dlh voči HDP dosiahol 54,7% HDP, čistá zahraničná zadlizenosť krajiny v pomere k veľkosti ekonomiky vzrástla na 9% HDP.

### Pôsobenie menovej politiky na ekonomiku bolo reštriktívne, miera reštrikcie v druhom polroku poklesla

Vzhľadom na priaznivý vývoj inflácie znížila NBS v prvom štvrtroku 2007 kľúčové úrokové sadzby



v dvoch krokoch, kumulatívne o 0,5 percentuálneho bodu na úroveň 4,25 %. Pôsobenie menových podmienok (hodnotené na základe indexu reálnych menových podmienok) bolo reštriktívne, pri protichodnom pôsobení ich zložiek – posilňovanie nominálneho kurzu pôsobilo v smere sprísňovania, kým zníženie úrokových sadzieb NBS v smere uvoľnenia menových podmienok.

### **Verejné financie v roku 2007 s rezervou splnili maastrichtské kritériá**

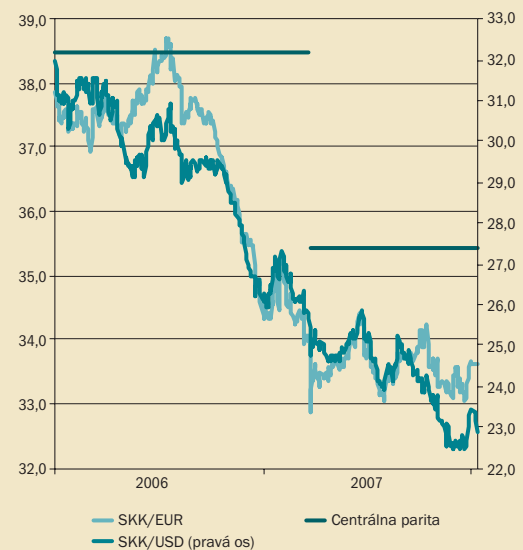
Rok 2007 bol referenčným rokom na posúdenie pripravenosti SR vstúpiť do eurozóny. Deficit rozpočtu verejnej správy bol rozpočtovaný na úrovni 2,9% HDP vrátane nákladov dôchodkovej reformy. Saldo rozpočtu verejnej správy skončilo s lepším výsledkom – 2,2% HDP, vplyvom vyššieho ako predpokladaného rastu HDP, zamestnanosti, vyššieho výberu spotrebných daní, ale i nižších výdavkov na spolufinancovanie projektov z fondov EÚ. Hrubý dlh verejnej správy ku koncu roka 2007 dosiahol 29,4% HDP, čo bolo hlboko pod úrovňou maastrichtského kritéria.

Priaznivý vývoj rozpočtu, možnosť využívať zdroje Štátnej pokladnice, ako aj emisia na zahraničných trhoch podmieňovali nižšiu potrebu financovania verejnej správy. Agentúra ARDAL mohla takto selektovať aukčné ponuky. V druhom polroku boli, s výnimkou jednej aukcie, v aukciách štátnych dlhopisov opakovane odmietané všetky ponuky bánk.

## **2.2 Vývoj na domácich finančných trhoch z hľadiska rizík pre finančnú stabilitu**

Vývoj na finančnom trhu SR bol začiatkom roka ovplyvňovaný najmä dianím na domácom devízovom trhu. Vznik krízy na medzinárodných finančných trhoch, ktorý sa naštartoval v auguste 2007, sa na domácich trhoch výraznejšie neprejavil. Z vnútorných faktorov hral úlohu charakter menovej politiky, zmena centrálnej parity slovenskej koruny v mechanizme ERM II a očakávania poklesu sadzieb NBS. Tieto udalosti a zmeny pôsobili na trhové očakávania, stabilitu a časovú štruktúru úrokových sadzieb a tvar výnosovej krivky vládnych dlhopisov.

**Graf 17 Vývoj kurzu koruny voči euru a americkému doláru (2006 – 2007)**



Zdroj: NBS.

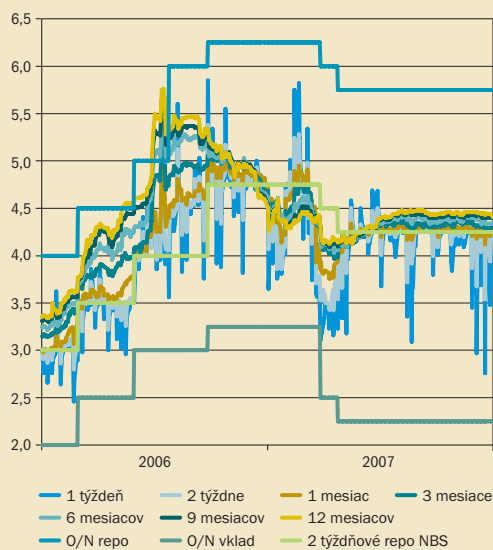
Stabilitu devízového trhu v prvom štvrťroku 2007 poznamenali špekulácie na posilňovanie výmenného kurzu slovenskej koruny. NBS hodnotila posilňovanie kurzu ako nadmerne rýchle a proti volatilitě opakovane intervenovala. Ku koncu druhého štvrťroku 2007 sa situácia stabilizovala. Prenos signálov z rozvíjajúcich sa trhov v reakcii na vývoj na finančných trhoch v USA a Európe v auguste a novembri 2007 mal na domáci finančný trh len obmedzený vplyv. Vzhľadom na dostatočné rezervy pre splnenie maastrichtských kritérií v oblasti inflácie, verejných financií i konvergencie dlhodobých úrokových sadzieb, prevládali na domácom trhu pozitívne nálady.

### **Devízový trh**

#### **Vývoj slovenskej koruny voči referenčnej mene euro pokračoval v dlhodobom apreciačnom trende**

Apreciáciu kurzu ku koncu roka 2006 a v prvom štvrťroku 2007 hodnotila NBS ako príliš rýchlu, preto v marci a apríli 2007 opakovane vstúpila na trh. (Čisté saldo devízových intervencií v prvom polroku 2007 predstavovalo nákup 2,63 mld. EUR.) Presvedčenie trhu o dlhodobom posilňovaní domácej meny však pretrvávalo, koruna ďalej posilňovala aj po revalvácii centrálnej parity voči

**Graf 18 Vývoj úrokových sadzieb peňažného trhu (BRIBOR) (%)**



Zdroj: NBS.

eurom 19. marca 2007 na úroveň 35,4424 Sk<sup>30</sup>. Až po ďalšej priamej intervencii NBS v apríli sa vývoj kurzu stabilizoval. Vplyvom sezónnych faktorov (výplaty dividend) a citlivých reakcií trhu na kritickejšie komentáre hodnotiace pripravenosť SR na vstup do eurozóny, kurz koruny mierne oslaboval. V druhom polroku, najmä v auguste a v novembri, bol vývoj na domácom trhu poznamenaný nárastom averzie voči rozvíjajúcim sa trhom. Kurz slovenskej koruny voči euru sa v priemere za rok 2007 posilnil o 9,3% a voči americkému doláru o 16,9%. Koruna sa počas celého roka 2007 pohybovala v apreciačnej časti fluktuálneho pásma.

### Medzibankový peňažný trh

#### **Vývoj na peňažnom trhu bol v prvom polroku ovplyvnený trendom posilňovania slovenskej koruny a postupmi NBS proti volatilitě kurzu**

Na medzibankovom peňažnom trhu bol na začiatku roka vysoký prebytok likvidity, vzhľadom na krátenie, resp. odmietnutie ponúk v repo tendroch a nevypísanie aukcií pokladničných poukážok NBS. Táto situácia pôsobila na pokles úrokových sadzieb.

Poklesom úrokových sadzieb sa zúžil aj úrokový diferenciál medzi sadzbami domáceho trhu a sadzbami v eurozóne, čo čiastočne odrádzalo špekulatívne obchodovanie so slovenskou menou.

#### **V prvom polroku NBS opakovane znižovala kľúčové úrokové sadzby**

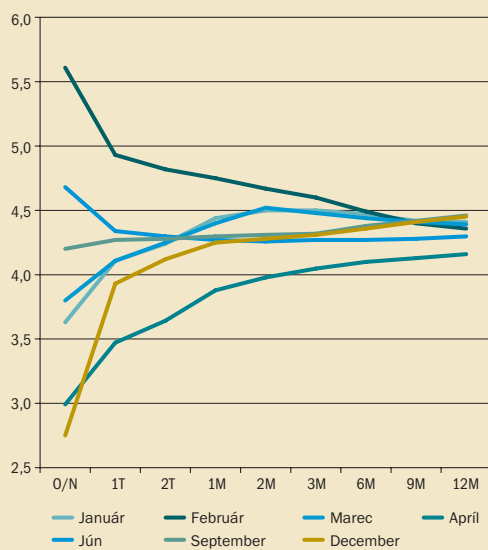
Rastúce očakávania poklesu kľúčových sadzieb centrálnej banky viedli k tomu, že sa obchodovali len krátke splatnosti. Na konci prvého štvrtroka NBS znížila kľúčové sadzby a zaviedla asymetrické pásmo pohybu jednodňovej refinančnej a sterilizačnej sadzby, v snahe odrádzať špekulácie na úrokový diferenciál. Na konci apríla NBS úrokové sadzby opätovne znížila. Upokojenie situácie na devízovom trhu umožnilo centrálnej banke návrat k štandardnému výkonu menovej politiky a od mája 2007 sa stabilizovala situácia aj na medzibankovom peňažnom trhu. Úrokové sadzby peňažného trhu v očakávaní uvoľnenia menovej politiky NBS ku koncu prvého polroka klesali, vzhľadom na očakávania blížaceho sa vstupu do eurozóny boli očakávania ovplyvňované vývojom sadzieb v eurozóne. Vzhľadom na prebytok likvidity v sektore, výrazne reagovali najmä sadzby najkratších splatností (graf 18).

### Kapitálový trh

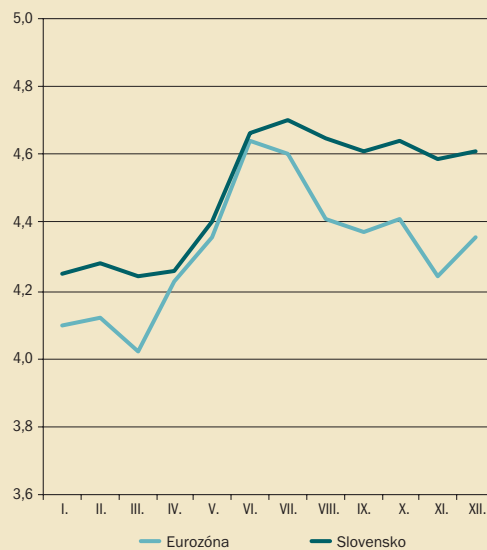
#### **Na primárnom kapitálovom trhu dominovali emisie štátnych dlhopisov**

Na domáci trh boli umiestnené štátne dlhopisy v celkovej nominálnej hodnote 71,9 mld. Sk. Priemerná úroková sadzba vážená menovitou hodnotou (bez zohľadnenia časového hľadiska) dosiahnutá pri aukciách v roku 2007 bola 4,160% p. a. (v roku 2006 4,064% p. a.). Vzhľadom na prebytok likvidity na domácom trhu, možnosť využívať dočasne voľné zdroje Štátnej pokladnice i emisii na zahraničných trhoch (10-ročný dlhopis v nominálnej hodnote 1 mld. EUR s výnosom do splatnosti 4,457% p. a., ktorý bol predaný bez rizikovej prirážky voči trhovej úrokovej sadzbe) využívala agentúra ARDAL možnosť selektovať aukčné ponuky.

30 So spodnou hranicou pre povinné intervencie 30,1260 SKK/EUR a hornou hranicou 40,7588 SKK/EUR.

**Graf 19 Vývoj výnosových kriviek BRIBOR-u v roku 2007 (%)**

Zdroj: NBS.

**Graf 20 Vývoj výnosov 10-ročných štátnych dlhopisov v roku 2007 (% p. a.)**

Zdroj: Eurostat.

**Výnosy cenotvorných štátnych dlhopisov v prvom polroku 2007 rástli, od druhého polroka prevažne stagnovali**

Začiatkom roka sa benchmarková výnosová krivka vrátila k normálnemu tvaru, v marci a apríli sa po znížení základnej úrokovej sadzby a nasledujúcom poklese výnosov na krátkom konci normálny tvar výnosovej krivky zvýraznil.

Výnosová krivka štátnych dlhopisov sa v priebehu roka zmenila z inverznej na štandardnú a s výnimkou najkratších splatností sa posunula nahor. Oslabovanie domácej meny a nárast výnosov dlhopisov v eurozóne podmieňovali od polovice mája rast výnosov všetkých splatností. Od augusta sa v súvislosti s kurzovým vývojom a pohybom výnosov v eurozóne výnosová krivka posunula nadol.

**2.3 Strednodobé riziká z domáceho makroekonomického prostredia a finančných trhov v SR**

V strednodobom horizonte existujú potenciálne riziká pre finančnú stabilitu, spojené najmä s:

- rizikami prehriatia ekonomiky,
- určitými kapacitnými obmedzeniami v štruktúre pracovnej sily, ako aj vo výrobných kapacitách

niektorých odvetví (stavebníctvo, priemyselná výroba), ktoré by mohli pôsobiť na zrýchlenie rastu nákladov a cien,

- rastom spotrebiteľských cien i cien priemyselných výrobcov pod vplyvom rastu globálnych cien surovín, energií a agrokodov, ktoré môžu negatívne ovplyvniť tvorbu rezerv v rozpočtoch domácností a podnikateľského sektora.

**Strednodobé riziká z domáceho makroekonomického prostredia a finančných trhov v SR sa v roku 2007 výraznejšie nezmenili**

Tendencie vývoja domáceho prostredia nevytvárali podmienky zhoršujúce finančnú stabilitu v krátkodobom horizonte. Hlavným rizikovým faktorom ostáva vývoj v externom prostredí. Vplyv krízy na finančných trhoch sa postupne premieta do spomalenia ekonomickej aktivity v krajinách EÚ, ktoré sú významnými obchodnými partnermi Slovenska. Zhoršenie podmienok financovania na medzinárodných finančných trhoch, vzhľadom na pomerne nízku závislosť sektora vlády i podnikateľského sektora na zahraničných finančných zdrojoch, ako aj dostatok zdrojov financovania v domácej ekonomike, nemalo na slovenskú ekonomiku výraznejší dopad. Pokiaľ by sa ale situácia nezlepšila, v strednodobom horizonte môže byť nižšia

dostupnosť finančných zdrojov, spojená s vyššími nákladmi na financovanie, obmedzujúcim faktorom ekonomickej aktivity.

Vzhľadom na horšiu situáciu v externom prostredí môže domáce prostredie naopak vplývať na tlmenie externých negatívnych vplyvov. Predpokladom je udržanie silného domáceho dopytu a konkurencieschopného exportného sektora. Vysoké tempá rastu ekonomiky a široký prístup k úverovým zdrojom prinášajú potenciálne riziká vytvárania neadekvátne optimistických očakávaní ekonomických subjektov s následkom prehrievania ekonomiky. NBS preto naďalej kladie dôraz

na sledovanie štruktúry rastu ekonomiky, vývoja proporcií rastu miezd a produktivity práce a vzniku tlakov na rast cien.

Významným modifikujúcim faktorom vývoja bude vstup Slovenska do eurozóny. Členstvo v menovej únii je príležitosťou využiť výhody silnej, stabilnej meny a stabilnejšieho prostredia, keďže zanikne kurzové riziko voči euru a špekulatívne motívy využívania úrokového diferenciálu voči eurozóne, ktorý podmieňoval volatilný pohyb zahraničného krátkodobého kapitálu. Udržiavanie súladu medzi rastom miezd a rastom produktivity práce získava v menovej únii na váhe.



### 3 Vývoj v sektore nefinančných korporácií a domácností

**Úverovanie nefinančných korporácií a domácností v roku 2007 pokračovalo s mierne spomalenou dynamikou**

Miera zadlženia nefinančných korporácií i domácností sa zvýšila. Sektor nefinančných korporácií a domácností mal v roku 2007 úvery na úrovni 35,7 % HDP. Dynamika rastu úverov nefinančným podnikom i domácnostiam sa síce spomalila, absolútne prírastky úverov sú však naďalej vysoké. Podniky ani domácnosti nemali problémy splácať svoje záväzky.

Priaznivý makroekonomický vývoj sa prejavil na hospodárskom výsledku podnikov a raste reálnych príjmov domácností.

#### 3.1 Vývoj v sektore nefinančných korporácií

**Hospodárske výsledky sektora nefinančných korporácií boli priaznivé**

Finančná výkonnosť podnikov, vyjadrená podielom zisku na HDP, vzrástla v roku 2007 na 16,7 % HDP. Nefinančné korporácie dosiahli zisk vo výške 308,6 mld. Sk. Zisk dosiahli všetky odvetvia okrem poľnohospodárstva. V porovnaní s rokom 2006 sa relatívne najviac zvýšil zisk odvetvia výroby dopravných prostriedkov, dopravy, skladovania, pôšt a telekomunikácií a vo výrobe ostatných nekovových minerálnych výrobkov. Najvyššiu ziskovosť dosiahli odvetvia ťažby nerastných surovín

Tabuľka 4 Pohľadávky PFI<sup>1)</sup> voči nefinančným spoločnostiam a domácnostiam

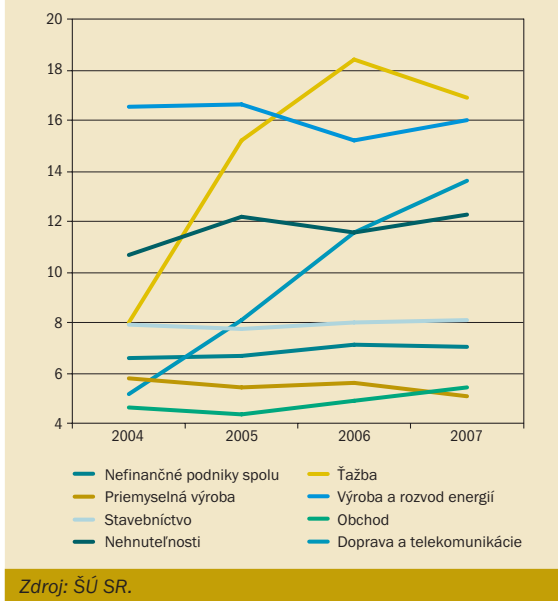
	2004	2005	2006	2007
Pohľadávky voči súkromnému sektoru, v mld. Sk, stav ku koncu roka	397,7	507,5	627,4	770,0
Nefinančné podniky	225,3	271,4	326,4	399,5
Domácnosti a neziskové inštitúcie	128,2	181,0	237,9	304,0
Úvery nefinančným podnikom, % HDP	16,6	18,3	19,7	21,6
Úvery domácnostiam, % HDP	9,4	12,2	14,4	16,4
Úvery nefinančným podnikom				
medziročná zmena v mld. Sk	-19,3	46,1	55,0	73,1
rast v %	-7,9	20,5	20,3	22,4
Úvery domácnostiam,				
medziročná zmena v mld. Sk	34,5	52,8	56,9	66,2
rast v %	36,8	41,2	31,4	27,8

Zdroj: NBS, ŠÚ SR.

1) Peňažné finančné inštitúcie.

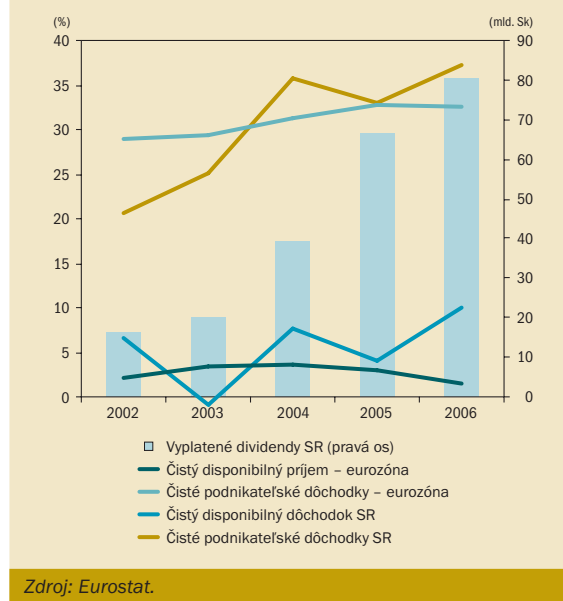


**Graf 21 Rentabilita výnosov nefinančného sektora (%)**



Zdroj: ŠÚ SR.

**Graf 22 Čisté podnikateľské dôchodky (podiel na čistej pridanej hodnote)**



Zdroj: Eurostat.

(16,9 %), výroby a rozvodu elektriny, plynu a vody (15,9%) a doprava, skladovanie, pošty a telekomunikácie (13,6%).

**Na agregátnej úrovni sa výkonnosť podnikov v roku 2006 mierne zvýšila**

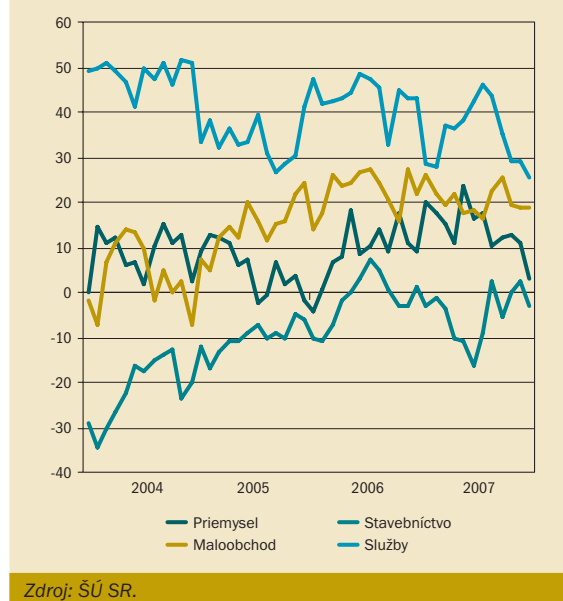
Rast čistých podnikateľských dôchodkov<sup>31</sup> naznačuje dobrú finančnú pozíciu nefinančných korporácií. Podiel podnikateľských dôchodkov na čistej pridanej hodnote, ktorý aproximuje mieru zisku pred zdanením, vzrástol v roku 2006 na úroveň 37 %. Zvýšil sa aj podiel vlastných zdrojov financovania, vyjadrený ako podiel čistého disponibilného dôchodku<sup>32</sup> na čistej pridanej hodnote. Výkonnosť slovenských podnikov v posledných rokoch prevyšovala parametre európskeho priemeru.

**Ekonomický sentiment sa v druhom polroku zhoršil**

Vývoj indikátorov konjunkturálnych prieskumov v roku 2007 naznačoval oslabenie dôvery podnikateľských subjektov a menej priaznivé vyhliadky

rastu do budúcnosti, okrem stavebníctva, kde sa v druhom polroku nálady zlepšili. Indikátor ekonomického sentimentu<sup>33</sup> klesol pod úroveň dôvery v krajinách EÚ.

**Graf 23 Vývoj indikátorov dôvery v sektoroch ekonomiky (konjunkturálne saldo)**

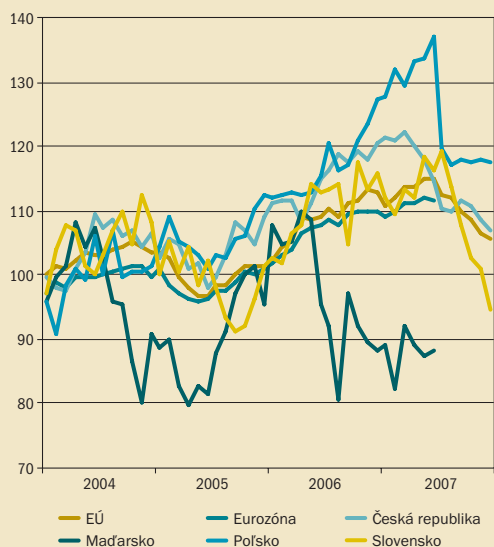


Zdroj: ŠÚ SR.

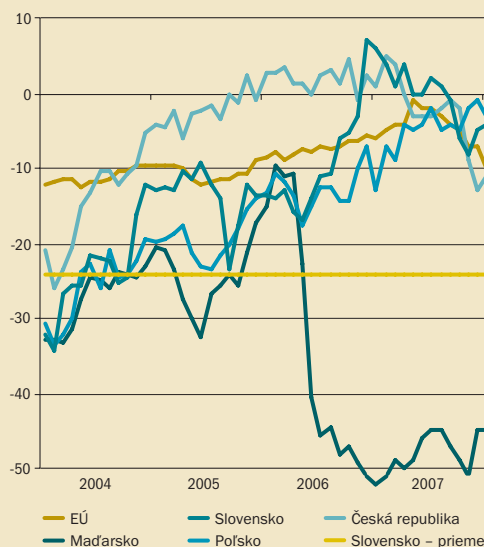
31 Čisté podnikateľské dôchodky sú indikátorom, ktorý sa približuje konceptu bežného zisku v podnikovom účtovníctve.

32 Čistý disponibilný dôchodok ostáva podnikom po splnení záväzkov voči zamestnancom, štátu, akcionárom a ostatným veriteľom.

33 Jeho komponentmi sú indikátory dôvery v priemysle, v stavebníctve, maloobchode a indikátor spotrebiteľskej dôvery.

**Graf 24 Indikátor ekonomického sentimentu (rok 2000 = 100)**


Zdroj: ŠÚ SR, Eurostat.

**Graf 25 Indikátor spotrebiteľskej dôvery (konjunkturálne saldo)**


Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Sezónne očistené údaje.

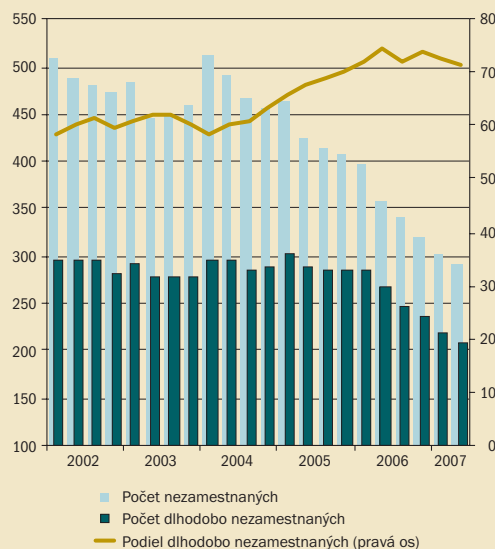
### 3.2 Vývoj v sektore domácností

#### Spotrebiteľská dôvera sa v roku 2007 postupne oslabovala

Spokojnosť obyvateľov pri hodnotení štyroch oblastí hospodárskeho vývoja – predpokladaného vývoja ekonomiky, nezamestnanosti, očakávaného vývoja finančnej situácie domácností a perspektív sporenia sa v roku 2007 znižovala. Najvýraznejšie rástli očakávania rastu spotrebiteľských cien. Od septembra získavali v hodnotení situácie prevahu obavy nad optimistickými hodnoteniami. Aj napriek nárastu pesimizmu sa však indikátor spotrebiteľskej dôvery naďalej pohyboval nad dlhodobým priemerom.

#### Priaznivý vývoj na trhu práce vplýval na rast príjmov domácností

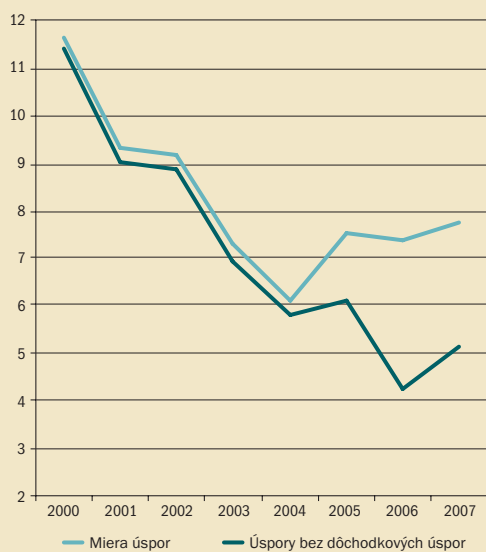
Na trhu práce pokračoval dopyt po pracovnej sile, rast zamestnanosti dosiahol 2,1 % (podľa výberového zisťovania pracovných síl), zvýšil sa počet voľných pracovných miest a zároveň miera nezamestnanosti poklesla na 11 %. Nominálna mzda rástla pomalším tempom ako v roku 2006, vzhľadom na nižšiu infláciu ako pred rokom sa však rast reálnej mzdy zrýchlil.

**Graf 26 Vývoj počtu nezamestnaných a dlhodobo nezamestnaných (tis. osôb)**


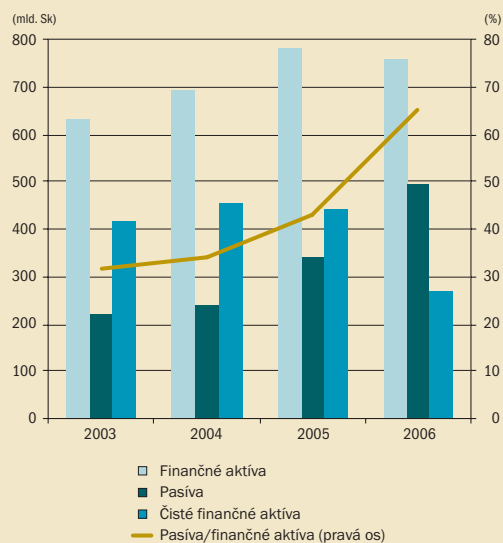
Zdroj: ŠÚ SR.

#### Hrubý disponibilný dôchodok domácností rástol najmä vplyvom rastu prvotných dôchodkov, vzrástla taktiež hrubá miera úspor

Hrubý disponibilný dôchodok domácností rástol v roku 2007 vplyvom rastu prvotných aj druhot-

**Graf 27 Miera hrubých úspor domácností (% hrubého disponibilného dôchodku)**


Zdroj: ŠÚ SR.

**Graf 28 Finančné aktíva a pasíva domácností**


Zdroj: Eurostat.

ných dôchodkov<sup>34</sup> pri spomalení rastu platených dôchodkov.<sup>35</sup> Miera hrubých úspor domácností mierne vzrástla na 7,8% hrubého disponibilného dôchodku, obnovil sa aj rast úspor domácností mimo dôchodkových fondov.

#### **Obnovila sa dôvera domácností v investovanie do podielových fondov**

Zatiaľ čo v roku 2006 domácnosti prostriedky z otvorených podielových fondov vyberali, v roku 2007 sa obnovil záujem o investovanie do podielových listov podielových fondov (peňažného trhu) a, naopak, znížila sa držba akcií a podielových listov podielových fondov iných ako podielových fondov peňažného trhu. Výnosovosť fondov vedených v zahraničných menách bola negatívne ovplyvnená zhodnocovaním slovenskej koruny, výnosovosť akciových fondov bola negatívne poznačená poklesom dôvery na akciových trhoch. Najlepšiu výkonnosť

vykázali fondy peňažného trhu a zmiešané fondy. Rozdiely vo výkonnosti fondov podmieňovali presuny kapitálu z akciových a dlhopisových fondov do výkonnejších fondov.

#### **Veriteľská pozícia domácností sa dlhodobo oslabuje**

Čisté finančné aktíva domácností, ktoré v posledných rokoch viac-menej stagnovali, v roku 2006 výrazne poklesli, vplyvom vysokého prírastku záväzkov domácností pri súčasnom miernom poklese akumulovaných úspor vo forme finančných aktív. Pomer pasív k finančným aktívam domácností, ktorý indikuje schopnosť domácností pokryť v krátkodobom horizonte svoje záväzky, sa v roku 2006 zvýšil na úroveň 65%. Zadlženosť domácností vo vzťahu k príjmom – podiel úverových splátok na hrubom disponibilnom príjme – ku koncu roka vzrástla na 5,3%.

34 Prvotné dôchodky sú tvorené príjmami z práce (mzdy a platy), príjmami z podnikania (hrubý zmiešaný dôchodok) a dôchodkami z majetku (príjmové mínus výdavkové). Druhotné príjmy sú tvorené sociálnymi dávkami a ostatnými bežnými príjmovými transfermi.

35 Platené dôchodky sú tvorené bežnými daňami z dôchodkov, majetku, sociálnymi príspevkami a ostatnými bežnými výdavkovými transfermi.

## 4 Vývoj vo finančnom sektore<sup>36</sup>

Pokračujúci priaznivý vývoj domácej ekonomiky v roku 2007 naďalej vytváral priestor pre pozitívne trendy v slovenskom finančnom sektore. Celková hodnota aktív a spravovaného majetku finančných inštitúcií regulovaných NBS dosiahla ku koncu roka 2 088 mld. Sk, čo predstavuje medziročný nárast o 19,5 %. Vysoký relatívny rast spravovaných prostriedkov zaznamenali v roku 2007 najmä fondy druhého piliera dôchodkového sporenia. Výrazne tiež vzrástli aktíva podielových fondov a bánk. Rast objemu prostriedkov v niektorých segmentoch finančného trhu sa v druhom polroku mierne spo-

malil v dôsledku prebiehajúcej krízy na globálnych finančných trhoch. Silne dominantné postavenie, aj keď s dlhodobým trendom jeho poklesu, si v rámci slovenského finančného sektora zachoval bankový sektor (graf 29). V priebehu roka 2007 rástla aj expozícia finančného sektora voči rizikám. Veľkosť týchto rizík však neohrozovala stabilitu finančného sektora ako celku.

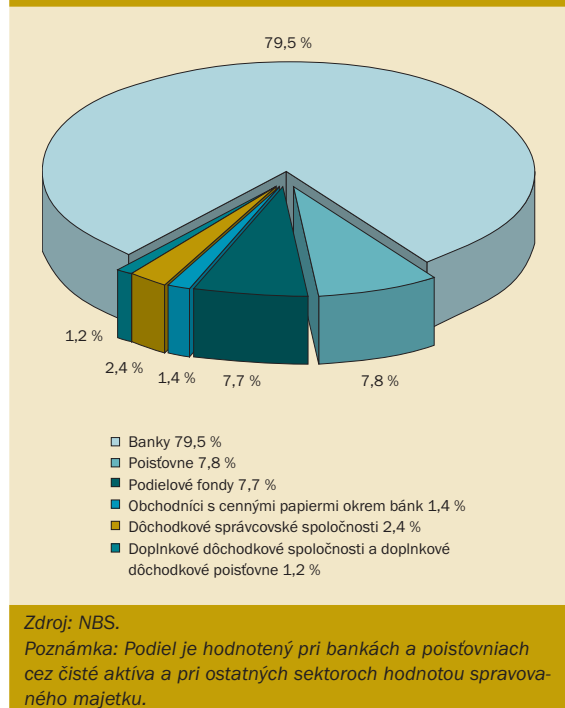
### 4.1 Bankový sektor

#### 4.1.1 Dôležité vývojové trendy z hľadiska finančnej stability na strane pasív bankového sektora

*Slovenský bankový sektor ako celok zatiaľ disponuje dostatkom stabilných domácich zdrojov a nie je závislý od krátkodobých medzibankových zdrojov*

Najväčší vplyv na štruktúru pasív bankového sektora mal rýchlejší rast medzibankových vkladov než ostatných agregátov (graf 30). Rástol hlavne objem nerezidentských vkladov v cudzej mene, ktorý sa po poklese v druhom polroku 2006 opäť dostal na úroveň spreď tohto obdobia. Ukazovateľ *loan-to-deposit ratio*<sup>37</sup> v roku 2007 po stagnácii v roku 2006 opäť rástol, aj keď miernejšie ako v roku 2005. Jeho hodnota 78 % pre celý bankový sektor k 31. decembru 2007 (graf 31) naznačuje, že rast úverov klientom bol aj v roku 2007 financovaný prevažne zo stabilných zdrojov klientov. Slovenský bankový sektor je tak jeden z mála bankových sektorov v krajinách EÚ, ktorý pri financovaní úverov klientom nie je závislý od krátkodobých medzibankových zdrojov.

Graf 29 Podiely finančných inštitúcií na aktívach a spravovanom majetku finančného sektora v roku 2007 (subjekty dohliadané NBS)

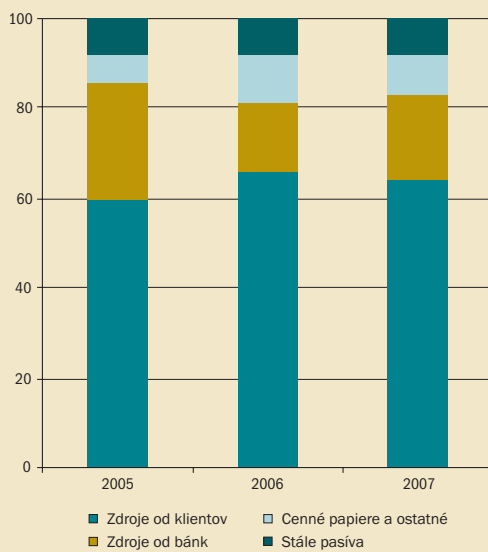


<sup>36</sup> Podrobnejšia analýza finančného sektora za rok 2007 je v publikácii: Národná banka Slovenska: Analýza slovenského finančného sektora za rok 2007, máj 2007.

<sup>37</sup> Podiel úverov klientom a súčtu vkladov retailu, vkladov podnikov a vkladov finančných spoločností a emitovaných HZL.

Graf 30 Vývoj štruktúry pasív (%)

(%)



Zdroj: NBS.

**Trend rastu retailových vkladov pokračoval aj v roku 2007; rástla aj ich koncentrácia**

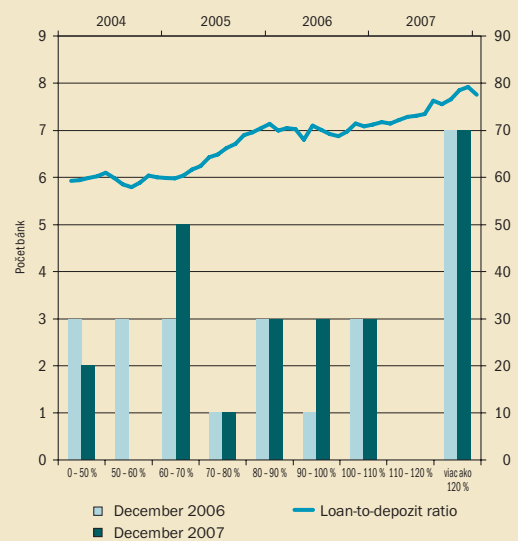
Najväčší podiel na zdrojoch od klientov majú retailové vklady a vklady podnikov (k 31. decembru 2007 48,3 %, resp. 29,5 %; graf 32). Objem retailových vkladov (termínovaných aj netermínovaných) rástol aj napriek miernemu poklesu úrokových sadzieb na termínované účty. Aj preto klesla dlhodobá korelácia medzi objemom vkladov a úrokovými sadzbami na hodnotu 0,61. Dôvodom mohol byť pokles výnosovosti podielových fondov, ktoré slúžia ako alternatíva pre investície finančných prostriedkov domácností. Koncentrácia retailových vkladov sa mierne zvýšila, keď tri najväčšie banky ku koncu roka 2007 spravovali 62,7 % všetkých vkladov oproti 62,5 % ku koncu roka 2006. Až 92 % retailových vkladov je v slovenských korunách.

**Rast vkladov podnikov súvisí s ich rastúcou aktivitou; rástla aj koncentrácia podnikových vkladov**

Vklady podnikov narástli v ročnom porovnaní o 27 mld. Sk. Ich vývoj bol však značne volatilný v porovnaní s vkladmi retailu. Dlhodobá korelácia medzi ich objemom a úrokovými sadzbami je na nízkej úrovni (0,17 k 31. decembru 2007). Objem vkladov podnikov je skôr determinovaný rastom aktív

Graf 31 Loan-to-deposit ratio: vývoj a distribúcia (%)

(%)

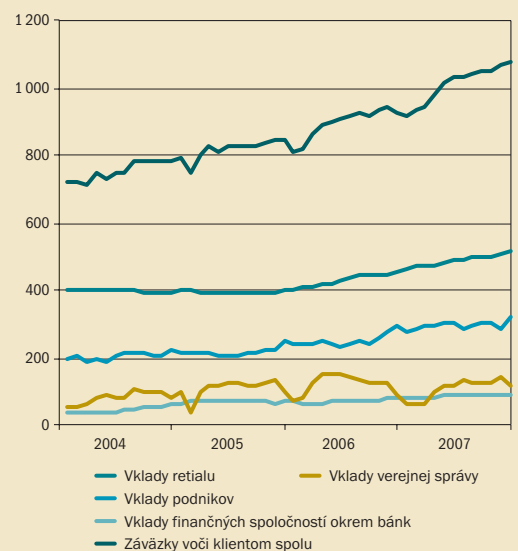


Zdroj: NBS.

Poznámka: Na dolnej vodorovnej osi sú intervaly ukazovateľa, počet bánk s danou hodnotou je na ľavej zvislej osi. Na hornej vodorovnej osi je dátum priemernej hodnoty ukazovateľa, priemerná hodnota je na pravej zvislej osi.

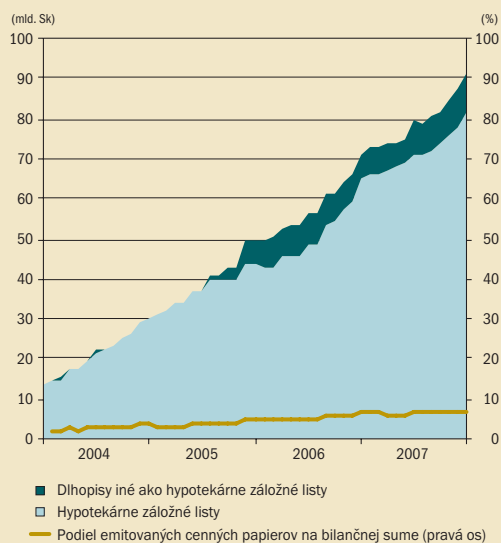
Graf 32 Hlavné agregáty vkladov klientov (mld. Sk)

(mld. Sk)



Zdroj: NBS.

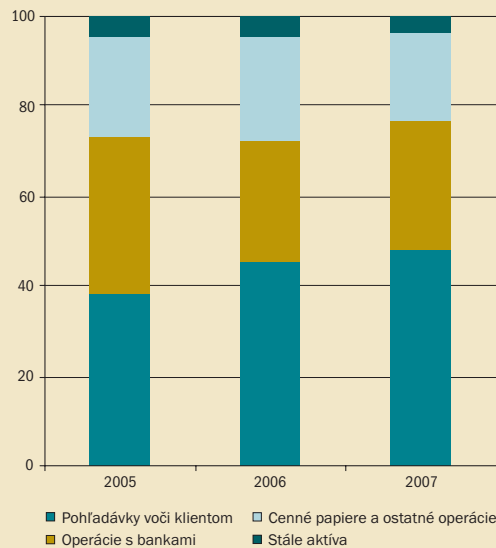
a stavom likvidity podnikov. Rástla aj koncentrácia podnikových vkladov – tri najväčšie banky spravovali ku koncu roka 2007 spolu 54,1% celkových podnikových vkladov (k 31. decembru 2006 to bolo 52,7%). Vklady v slovenských korunách sa dlhodobu pohybuju na úrovni 80% celkových vkladov.

**Graf 33 Emisia cenných papierov a ich podiel na bilančnej sume**


Zdroj: NBS.

**Graf 34 Vývoj štruktúry aktív**

(%)



Zdroj: NBS.

#### **Hypotekárne záložné listy v rastúcej miere nakupujú aj subjekty mimobankového sektora – pozitívny jav pre likviditu bankového sektora**

Až 57 % emitovaných hypotekárnych záložných listov (HZL) vlastnili ku koncu roka 2004 rezidentské banky. Táto hodnota sa postupne znižovala a ku koncu roka 2007 predstavovala 29 %. HZL v rastúcej miere nakupovali podielové fondy, nerezydentné banky a iné inštitúcie. Postupné rozširovanie protistrán na iné ako rezidentské banky znamená lepšiu diverzifikáciu rizika likvidity, a tým aj zníženie tohto rizika v bankovom sektore. HZL mali podiel až 51,2% na celkovom objeme emitovaných cenných papierov. Podiel emitovaných cenných papierov na bilančnej sume celého bankového sektora je stále veľmi nízky (graf 33), avšak pre niektoré individuálne inštitúcie sú dôležitým zdrojom stabilného fungovania.

#### **4.1.2 Dôležité vývojové trendy z hľadiska finančnej stability na strane aktív bankového sektora**

##### **V roku 2007 pokračoval rast aktív bankového sektora tvorený najmä nárastom úverov poskytnutých klientom**

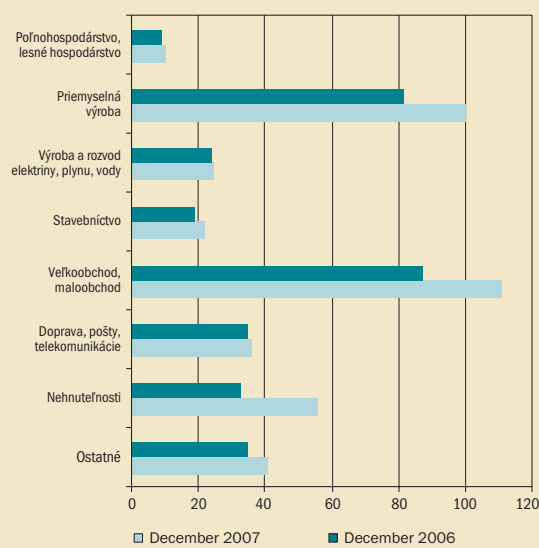
Pokračujúci rast úverov klientom sa na celkovom medzročnom náraste aktív podieľal až 60 %. Za

posledné dva roky podiel úverov klientom na aktívach sektora stúpol o 10 percentuálnych bodov a na konci roka 2007 predstavoval takmer 50 % (graf 34). Aj v roku 2007 rástli najmä úvery domácnostiam a podnikom. Operácie s bankami stúpili medzročne o 25 % – rástli najmä vo vybraných pobočkách zahraničných bánk. Klesal podiel aj objem investícií bánk do cenných papierov – klesala najmä držba domácich štátnych dlhopisov a naopak rástli investície do zahraničných cenných papierov.

##### **Za vysokým objemom poskytnutých úverov bol najmä silný dopyt podnikov po úveroch; rýchlo rástli úvery do priemyselnej výroby a sektora nehnuteľností**

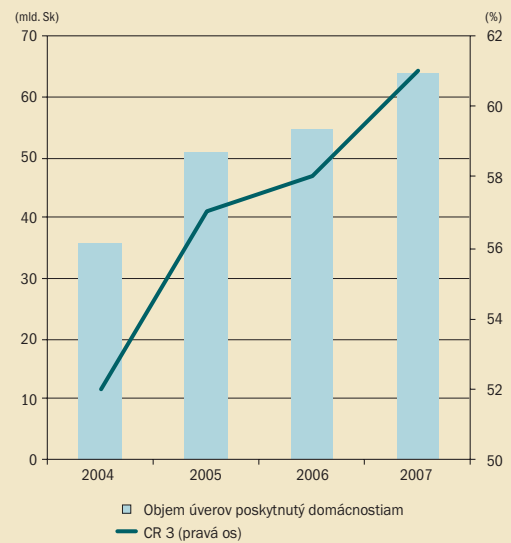
Banky v priebehu roka 2007 zvýšili objem úverov podnikom o 21,5 %, čo predstavovalo nárast približne o 70,5 mld. Sk na 398,7 mld. Sk. Takmer polovicu z tejto sumy tvorili krátkodobé úvery. Najväčšia časť úverov v roku 2007 bola nasmerovaná do priemyselnej výroby, najmä elektrotechnického priemyslu, a činností v oblasti nehnuteľností a obchodu (graf 35). Na konci roka 2007 tvorili úvery do sektora nehnuteľností už 15 % z celkových úverov podnikom, kým rok pred tým to bolo 10 %. Ešte výraznejšie stúpol podiel týchto úverov v niektorých bankách.

**Graf 35 Odvetvová štruktúra podnikových úverov (mld. Sk)**



Zdroj: NBS.

**Graf 36 Objem poskytnutých úverov domácnostiam a koncentrácia na trhu**



Zdroj: NBS.

Poznámka: CR 3 predstavuje podiel troch bánk s najväčším podielom na trhu úverov domácnostiam.

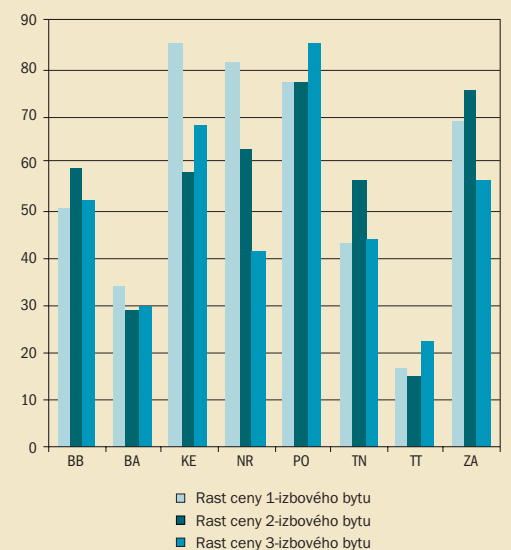
**Turbulentný vývoj na vyspelých finančných trhoch podnietil banky k sprísňovaniu úverových štandardov pre veľké podniky a projektové financovanie. Banky ďalej zvyšovali svoju orientáciu na malé a stredné podniky**

Zatiaľ čo dopyt podnikov po úveroch si zachoval rastúcu tendenciu v priebehu celého roka 2007, prístup bánk k financovaniu podnikov sa začal meniť v druhom polroku 2007. Banky sprísňovali úverové štandardy najmä pri financovaní veľkých podnikov a projektovom financovaní. Významným faktorom boli obavy bánk o budúci makroekonomický vývoj a rizikovosť určitých odvetví. Vo viacerých bankách nastali zmeny v rizikovom apetíte a zmeny v kapitálovej a likvidnej pozícii. Naopak, viaceré banky zmierňovali štandardy na úvery pre malé a stredné podniky. Úrokové marže bánk v tomto segmente sú podstatne vyššie a nižšiu úroveň dosahuje aj miera zadlženia. Vývoj na trhu podnikových úverov v roku 2008 bude pravdepodobne ovplyvnený zdržanlivejším postojom bánk, najmä v dôsledku pretrvávajúcej krízy na finančných trhoch. Týka sa to najmä financovania sektora nehnuteľností a niektorých vybraných odvetví. Možno očakávať rast konkurencie medzi bankami v segmente malých a stredných podnikov.

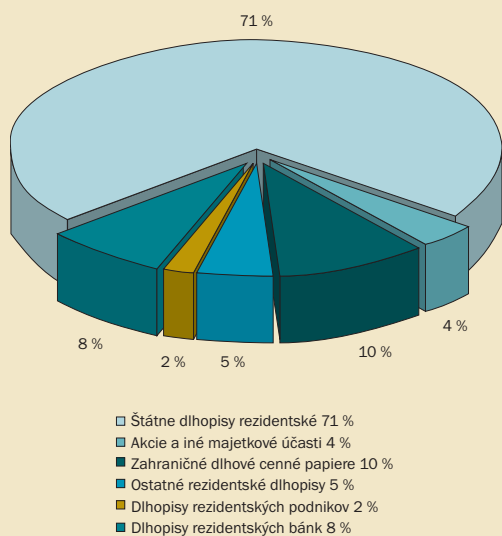
**Dopyt domácností po úveroch bol ovplyvnený najmä rastom cien nehnuteľností**

V roku 2007 sa zvýšil stav úverov domácnostiam o takmer 64 mld. Sk, čo je najvyšší absolútny nárast za posledné roky (graf 36). Rástol najmä

**Graf 37 Nárast cien bytov v roku 2007 podľa krajov (%)**



Zdroj: Cenová mapa nehnuteľností, výpočty NBS.

**Graf 38 Štruktúra portfólia cenných papierov vo vlastníctve bankového sektora v decembri 2007**


Zdroj: NBS.

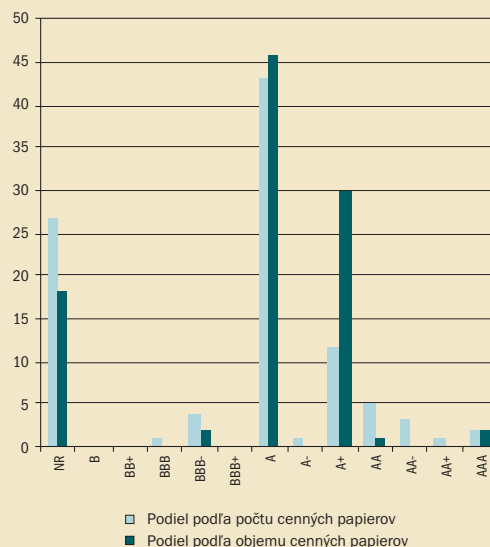
dopyt po úveroch zabezpečených nehnuteľnosťami – účelových aj bezúčelových. Stúpaj aj dopyt po rôznych formách spotrebiteľských úverov. Výrazný vplyv na dopyt po úveroch v roku 2007 mal vývoj na trhu nehnuteľností (graf 37), keď rast cien rezidenčných nehnuteľností nútil domácnosti brať si väčší objem úverov na financovanie ich kúpy. Úvery na bývanie stúpili medziročne o 30 %, na bezmála 200 mld. Sk. Podobný vývoj očakávajú banky aj začiatkom roka 2008.

#### Úverové štandardy pre domácnosti banky nemenili, resp. menili len mierne

Pri domácnostiach bankový sektor skôr nemenil štandardy, prípadne ich čiastočne zmierňoval. Zmierňovanie malo najčastejšie podobu uvoľnenia limitov na hodnotu a kvalitu zabezpečenia. Pri kreditných kartách a spotrebiteľských úveroch sa na úrovni sektora štandardy mierne sprísňovali.

#### Z pohľadu rizikovosti je portfólio cenných papierov v bankovom sektore stále konzervatívne

Dominujú mu nízko rizikové štátne dlhopisy (graf 38). Aj z pohľadu ratingových stupňov dlhových cenných papierov možno charakterizovať portfólio

**Graf 39 Rozloženie dlhových cenných papierov podľa ratingových stupňov (%)**


Zdroj: NBS.

Poznámka: Na zvislej osi je podiel jednotlivých ratingových stupňov na celkovom počte, resp. celkovom objeme dlhových cenných papierov. Jednotlivé ratingové stupne sú vyjadrené ako ekvivalent ratingového stupňa Standard&Poor's. NR – dlhový cenný papier bez ratingu.

cenných papierov ako konzervatívne (graf 39). V roku 2007 sa v niektorých bankách zvyšoval objem zahraničných bankových a podnikových cenných papierov a majetkových cenných papierov. Podiel majetkových cenných papierov na celkových investíciách do cenných papierov v bankovom sektore bol však len na úrovni 4 %.

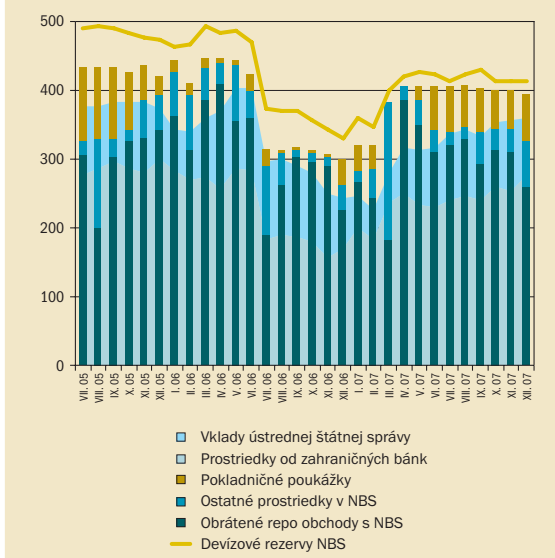
#### 4.1.3 Dôležité vývojové trendy z hľadiska finančnej stability na medzibankovom trhu

##### Po náraste aktívnych aj pasívnych medzibankových operácií v prvom polroku 2007 sa ich hodnota v druhom polroku ustálila

V porovnaní s koncom roka 2006 sa objem aktívnych medzibankových operácií zvýšil o 99,6 mld. Sk (25 %) a pasívnych medzibankových operácií o 95,9 mld. Sk (44,9 %). Po prudkom náraste aktívnych aj pasívnych medzibankových operácií v prvom polroku 2007 sa ich hodnota v druhom polroku ustálila na približne nezmenenej úrovni. Vývoj objemov bol v sledovanom období volatilný.

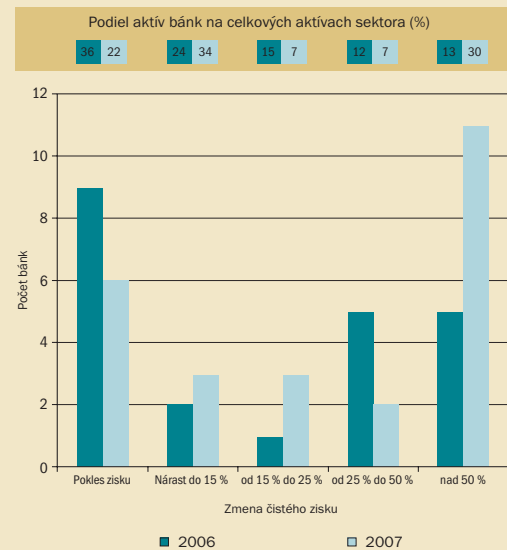
##### Opätovný nárast sterilizačnej pozície NBS, po jej poklese v polovici roka 2006, bezprostredne



**Graf 40 Vývoj medzibankových aktív a pasív a prostriedkov ústrednej štátnej správy (mld. Sk)**


Zdroj: NBS.

Poznámka: V grafe nie sú zahrnuté operácie medzi domácimi bankami navzájom.

**Graf 41 Rozloženie medziročných zmien čistého zisku bánk**


Zdroj: NBS.

#### **súvisel s nárastom korunovej likvidity bánk, ktorý vyvolal prílev zdrojov zo zahraničných bánk a intervencie NBS na devízovom trhu**

Hlavný podiel na náraste medzibankových aktív mal rásť prostriedkov, ktoré NBS sterilizovala prostredníctvom vkladov a úverov od komerčných bánk, povinných minimálnych rezerv alebo emisiou pokladničných poukážok NBS do portfólií bánk. Nárast sterilizačnej pozície NBS súvisel hlavne s opätovným prílevom zdrojov od nerezidentských bánk (graf 40). Zdroje od zahraničných bánk v cudzej mene tvorili až 70,9 % celkových medzibankových pasív. Prevažnú časť týchto prostriedkov banky naďalej ukládali do sterilizačných obchodov s NBS po konverzii pomocou menových swapov.<sup>38</sup>

#### **4.1.4 Ziskovosť**

##### **Zvýšil sa počet bánk s medziročným nárastom zisku, čo je pozitívne pre finančnú stabilitu**

Čistý zisk bankového sektora za rok 2007 bol medziročne nižší o 1,3 %.<sup>39</sup> V roku 2007 sa znížil počet

bánk, ktorým medziročne poklesol zisk a zároveň stúpol počet bánk s najvyšším nárastom zisku (graf 41). Napriek relatívne nižšiemu nárastu čistého zisku v troch najväčších bankách, ich podiel na absolútnej tvorbe zisku v sektore stúpol v roku 2007 na 61 % oproti 57 % v roku 2006.

##### **Menej priaznivo sa vyvíjal podiel čistého zisku na vlastných zdrojoch bánk**

Priemerná hodnota ukazovateľa ROE (vážená objemom vlastných zdrojov) dosiahla v decembri 2007 úroveň 18 %, pričom v rovnakom období predošlého roka to bolo 22 %. Na vývoj tohto ukazovateľa okrem ziskovosti negatívne vplýval nárast vlastných zdrojov vo viacerých bankách.

##### **Hrubé príjmy z bankových činností mali v roku 2007 veľmi slabý rast**

Zatiaľ čo v roku 2006 hrubé príjmy z bankových činností medziročne vzrástli o takmer 30 %, v roku 2007 len o 3 % (tabuľka 5). Nižší rast zaznamenali takmer všetky banky. Dôvody poklesu v jednotli-

<sup>38</sup> Zdroje od nerezidentských bánk vykazujú vysokú koreláciu s devízovými rezervami NBS. Korelačný koeficient medzi prvými diferenciami mal k 31. decembru 2007 hodnotu 0,73.

<sup>39</sup> Agregovaný pokles bol ovplyvnený výrazným poklesom zisku v jednej banke. Bez výsledkov tejto banky by ziskovosť sektora medziročne stúpila o takmer 17,3 %.

	XII. 2006	XII. 2007	Zmena
(a) Prevádzkové náklady	30,04	33,72	12 %
(b) Hrubý príjem	55,08	56,97	3 %
Čistý úrokový príjem	34,59	40,10	16 %
Čistý neúrokový príjem	20,49	16,87	-18 %
Čistý príjem (b mínus a)	25,04	23,24	-7 %
Čistý zisk po zdanení	17,78	17,55	-1 %

Zdroj: NBS.

vých bankách boli rôzne. Úrokové príjmy si v rámci sektora v roku 2007 zachovali pozitívny rastúci trend. Pozitívne sa vyvíjal najmä v najväčších bankách, ktoré sa na absolútnom raste úrokových príjmov v sektore podieľali takmer 70 %. Nižší rast hrubých príjmov bol do veľkej miery ovplyvnený najmä vývojom neúrokových príjmov. Tie poklesli v jedenástich bankách a viaceré banky zaznamenali nižší rast ako v roku 2006. Dôvodov poklesu neúrokových príjmov bolo niekoľko a nedá sa hovoriť o jednoznačnom trende v sektore. Vo viacerých bankách sa znížili iné prevádzkové príjmy. Niektoré banky zaznamenali medziročný pokles príjmov z obchodovania.<sup>40</sup>

### Čistý úrokový príjem bánk v roku 2007 rástol najmä vo veľkých bankách a zásluhou rastu objemu poskytnutých úverov

Úrokové príjmy v roku 2007 tvorili podiel na hrubých príjmoch až 70 % (v roku 2006 63 %). Banky dokázali v roku 2007 výraznejšie zvýšiť úrokové výnosy ako úrokové náklady. Na nárast úrokových výnosov mal najväčší vplyv nárast objemu poskytnutých úverov domácnostiam a podnikovému sektoru. Celkové úrokové rozpätie stúplo len mierne. Pri domácnostiach dokonca úrokové rozpätie medziročne pokleslo. Pomerne nízke rozpätie majú banky pri podnikových úveroch, čo súvisí najmä so silnou konkurenciou v tomto sektore. V roku 2007 úrokové rozpätie bánk z podnikových úverov vzrástlo (graf 42).

### Bankám rástli po ich miernom poklese v roku 2006 príjmy z poplatkov

<sup>40</sup> Vzhľadom na použitú metodiku výpočtu neúrokových príjmov, na ich úroveň negatívne vplyvajú aj náklady na odpredaj pohľadávok.

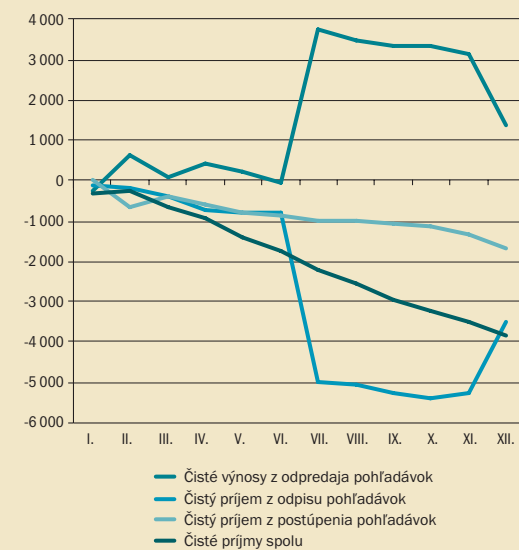
Graf 42 Úrokové rozpätie v bankovom sektore (%)



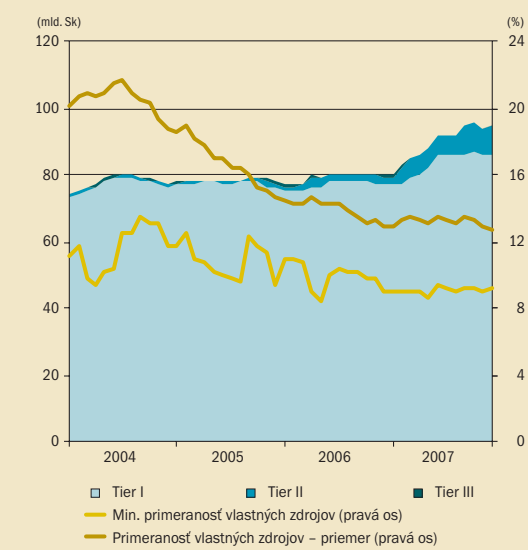
Zdroj: NBS.

Poznámka: Úrokové rozpätie je rozdiel podielu kumulovanej hodnoty úrokových výnosov na priemernej hodnote vybraných aktív poskytnutých danej zmluvnej strane a podielu kumulovanej hodnoty nákladov na priemernej hodnote vybraných pasív poskytnutých danej zmluvnej strane.

V porovnaní s rokom 2006 sa absolútne aj relatívne zvýšili príjmy z poplatkov, čo súvisí najmä s rastúcim počtom a objemom klientskych bankových transakcií. Celkový objem príjmov z obchodovania sa medziročne zmenil len mierne – takmer všetky príjmy pochádzali z menových operácií. Kríza na finančných trhoch nezasiahla príjmy z obchodovania bankového sektora ako celku. Negatívne sa však prejavila na precenení dlhových cenných papierov vybraných bánk.

**Graf 43 Príjmy z tvorby opravných položiek, odpisu a odpredaja pohľadávok v roku 2007 (mil. Sk)**


Zdroj: NBS.

**Graf 44 Vývoj primeranosti vlastných zdrojov v bankovom sektore**


Zdroj: NBS.

Poznámka: Priemerná hodnota primeranosti vlastných zdrojov predstavuje priemer vážený veľkosťou rizikovo vážených aktív.

**Objem opravných položiek v sektore klesal pod vplyvom výrazného poklesu v jednej inštitúcii. Kreditná strata z úverového portfólia sektora dosiahla 3,8 mld. Sk**

Objem opravných položiek v bankovom sektore poklesol v roku 2007 o takmer 650 mil. Sk. Vo viacerých bankách však objem opravných položiek v roku 2007 stúpala a sektorový pokles bol do veľkej miery spôsobený výrazným poklesom v jednej inštitúcii. Vo väčšine bánk medziročne stúpali aj čisté náklady na odpredaj klientskych pohľadávok. Čisté príjmy bankového sektora z odpisovania a odpredaja pohľadávok a tvorby opravných položiek boli negatívne a na konci roka 2007 dosiahli -3,8 mld. Sk (graf 43). Inými slovami, ide o kreditnú stratu z úverového portfólia bankového sektora.

**Prevádzková efektívnosť sa v bankovom sektore zhoršila**

Prevádzkové náklady v sektore medziročne stúpili o 12 %. Najväčšou mierou sa na náraste podieľali nakupované výkony, a to najmä na správu a údržbu informačných technológií a náklady súvisiace s prijatím eura. Ide teda zväčša o jendorazové vplyvy. Efektívnosť prevádzky, meraná ukazovateľom

cost-to-income ratio, sa na konci roka 2007 v bankovom sektore medziročne zhoršila, keď hodnota ukazovateľa stúpla z 55 % na 59 %.

**4.1.5 Primeranosť vlastných zdrojov**

**Trend poklesu priemernej hodnoty primeranosti vlastných zdrojov sa v roku 2007 zmiernil, neplatí to však v prípade niektorých bánk. Kvalita vlastných zdrojov zostala vysoká**

Počas roka 2007 sa trend postupného poklesu primeranosti vlastných zdrojov bankového sektora, ktorý bolo možné pozorovať počas rokov 2005 a 2006, zmiernil (graf 44). Priemerná hodnota primeranosti vlastných zdrojov (vážená veľkosťou rizikovo vážených aktív) medziročne klesla z 13 % na 12,8 %. K spomaleniu tempa poklesu primeranosti vlastných zdrojov prispel najmä nárast objemu vlastných zdrojov, ktorý bol v predchádzajúcich rokoch skôr stabilný. Kvalita vlastných zdrojov zostáva vysoká, a to aj napriek nárastu podielu dodatkových vlastných zdrojov (Tier II) na celkových vlastných zdrojoch, medziročne z 5,6 % na 12,2 %. Všetky banky plnili v roku 2007 stanovený limit primeranosti vlastných zdrojov (8 %). V niekoľkých bankách sa však pokles primeranosti nezastavil, pričom hodnota primeranosti sa priblížila ku kri-

tickej hodnote 8 %. V prípade niektorých bánk bude potrebné zvýšenie kapitálu nie len v súvislosti s predpokladom ďalšieho rastu úverov, ale aj v dôsledku zavádzania Bazileja II.<sup>41</sup>

#### 4.1.6 Riziká v bankovom sektore

##### KREDITNÉ RIZIKO<sup>42</sup>

##### Kreditné riziko domácností

**V domácom sektore pokračoval v roku 2007 vysoký rast úverov domácnostiam, čím stúpalo aj vystavenie bánk voči kreditnému riziku z týchto úverov**

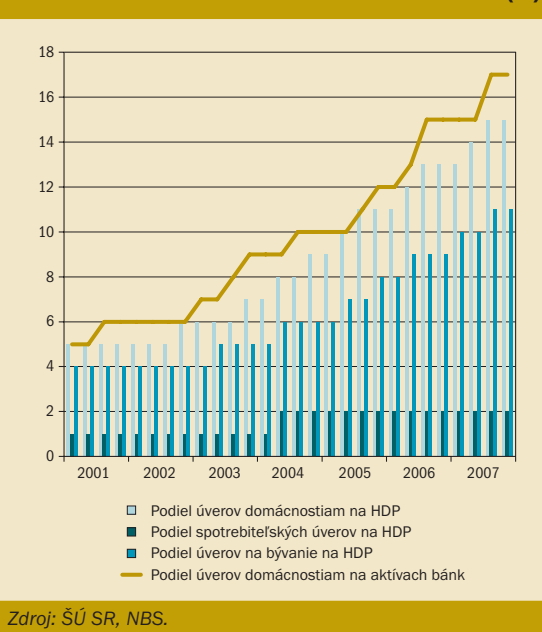
Zadĺženie sektora domácností na makroúrovni dosahovalo v roku 2007 nízku úroveň (graf 45). Súvisí to najmä s tým, že úvery z bánk má relatívne malý počet domácností. Potvrďuje to aj regionálna koncentrácia, keď najväčšia časť úverov bola poskytnutá v Bratislavskom kraji.

##### Rástlo zaťaženie domácností úverovými splátkami v pomere k ich disponibilným príjmom

V roku 2007 na úroveň zaťaženia splátkami vplýval najmä rast cien nehnuteľností. Domácnosti boli nútené financovať kúpu nehnuteľností vyšším objemom úveru, čo sa potom prejavilo na vyšších splátkach. Zmierňujúcim faktorom bolo predĺžovanie splatnosti úverov a nižšie úrokové sadzby na úvery. Celkovo však zaťaženosť domácností splátkami rástla (v decembri 2007 dosiahla úroveň 5,3 %), čím z pohľadu kreditného rizika rástla citlivosť domácností najmä na pokles príjmov.<sup>43</sup>

##### Z mikroekonomického pohľadu zaťaženosť individuálnych domácností úvermi dosahuje pomerne vysoké hodnoty – sú citlivé na rast spotrebiteľských cien a životných nákladov

Graf 45 Vývoj podielu úverov poskytnutých domácnostiam na HDP a aktívach bánk (%)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS.

Posledné dostupné údaje z roku 2006 (zisťovanie o príjmoch a životných podmienkach – EU SILC 2006) hovoria o pomerne vysokom zadĺžení individuálnych domácností. Po odpočítaní bežných výdavkov (napr. strava, bývanie) z disponibilného príjmu, tvorili splátky úverov približne 24 % zo zostávajúceho príjmu mediánovej domácnosti. Medziročne tento podiel stúpol o 3 percentuálne body. V najviac zaťažených domácnostiach (tretí kvartil distribúcie) dosahoval ukazovateľ hodnotu 41 %. Relatívne vysoký bol aj počet domácností so splátkami presahujúcimi ich disponibilné príjmy znížené o bežné výdavky. V roku 2006 predstavoval podľa údajov z prieskumu 7,3 % z celkového počtu domácností. Týmto domácnostiam bolo poskytnutých 8,1 % z celkového objemu zostatkov úverov.<sup>44</sup> Rizikom môžu byť faktory, ako napríklad rast spotrebiteľských cien a životných nákladov zadĺžených domácností, ktoré by mohli ďalej zvýšiť napätie v rozpočtoch zadĺžených domácností. V súčasnosti sa tieto

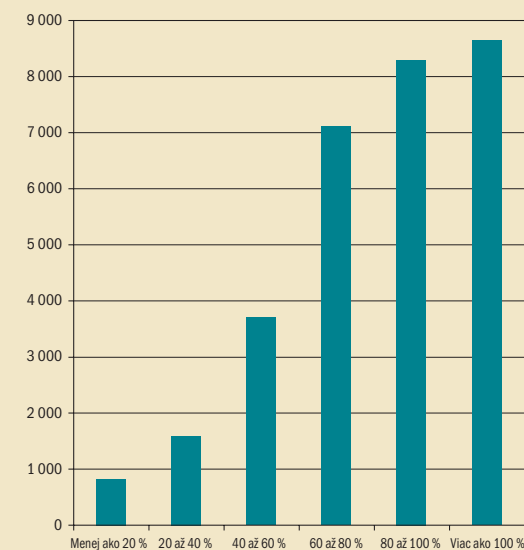
41 K 31. decembru 2007 vykazovali podľa Bazileja II tri banky hodnotu primeranosti vlastných zdrojov v rozpätí od 8 % do 9 %, čím len tesne splnili predpísaný limit. Dôvodom je najmä zavedenie dodatočnej požiadavky na vlastné zdroje na krytie operačného rizika.

42 Detailnejšie hodnotenie finančnej pozície domácností a podnikov z hľadiska kreditných rizík je v kapitole 3.

43 Pri interpretácii tohto ukazovateľa treba brať do úvahy, že v čitateli sú úverové splátky len za domácnosti, ktoré majú úver, zatiaľ čo v menovateli sú disponibilné príjmy všetkých domácností. Úverové splátky zahŕňajú len splátky bankových úverov. Pomer bankových úverov na celkových záväzkoch domácností bol v roku 2006 približne 65 %.

44 Nedostatky údajov získaných v prieskume boli bližšie opísané v publikácii NBS Správa o výsledkoch analýzy slovenského finančného sektora, jún 2006.

**Graf 46 Pomer objemu poskytnutých úverov na nehnuteľnosti v druhom polroku 2007 k hodnote založených nehnuteľností (mil. Sk)**



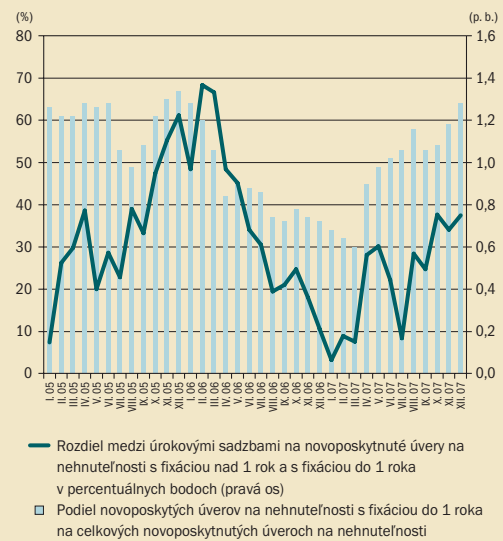
Zdroj: NBS.

riziká javia vyššie ako napríklad výpadok príjmov v dôsledku nezamestnanosti.

**Úverové štandardy v bankách, podľa zistení z pravidelného dotazníkového prieskumu NBS o vývoji úverových štandardov, sa v posledných rokoch zmierňovali**

Banky v dôsledku rastu cien nehnuteľností, pozitívneho ekonomického vývoja a pod vplyvom konkurenčného tlaku pristúpili k zmierňovaniu štandardov. Aj keď celková dynamika zmierňovania štandardov klesala, v roku 2007 vo viacerých bankách stúpol objem úverov s LTV<sup>45</sup> nad 100% (graf 46). Riziko úverov domácnostiam sa tak stáva citlivejším na zmeny cien nehnuteľností. Nárastom LTV stúpa aj morálny hazard zo strany klientov, ktorí sa menšou mierou podieľajú na financovaní investície. Zároveň vzniká určitá špirála, keď banky uvoľňovaním štandardov na LTV podporujú dopyt po bytoch a domoch, čím vytvárajú priestor na ďalší rast cien nehnuteľností. To spolu so snahou bánk o získanie trhového podielu bude tlačiť na ďalší pokles štandardov.

**Graf 47 Novoposkytnuté úvery domácnostiam podľa lehoty fixácie úrokovej sadzby**



Zdroj: NBS.

**Banky aj v roku 2007 vykazovali vysoký podiel nových úverov na bývanie s krátkodobou fixáciou úrokových sadzieb**

Domácnosti sa pri výbere dĺžky fixácie úrokovej sadzby riadia podľa momentálnej výšky úrokovej sadzby a len v minimálnej miere berú do úvahy riziko nárastu úrokových sadzieb. Pri náraste rozdielu medzi dlhodobými sadzbami a sadzbami s fixáciou do jedného roka stúpal v druhom polroku 2007 podiel úverov s fixáciou do jedného roka na novoposkytnutých úveroch (graf 47).

**Kvalita portfólia úverov domácnostiam, meraná podielom zlyhaných úverov z celkových úverov, sa v bankovom sektore v roku 2007 výrazne nemenila**

Podiel zlyhaných úverov stúpol len mierne z 3,1% na 3,5%. Tento podiel však klesal vo viacerých bankách, najmä tých, ktoré v roku 2006 dosahovali najvyššie hodnoty (tabuľka 6). Ide však o tzv. dozadu pozerajúci ukazovateľ, ktorý nám len čiastočne naznačuje, aké je riziko portfólia úverov.

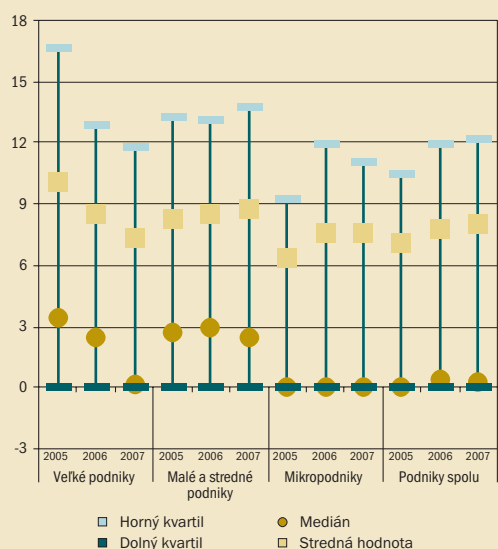
<sup>45</sup> Loan-to-value ratio predstavuje pomer objemu poskytnutého úveru a hodnoty zabezpečenia úveru.

Tabuľka 6 Podiel zlyhaných úverov v sektore domácností (%)

	XII.06	XII.07
Úvery domácnostiam spolu	3,1	3,5
Hypotekárne úvery	1,3	1,4
Stavebné úvery	1,6	1,5
Medziúvery	4,3	3,8
Spotrebiteľské úvery	6,0	8,3
Kreditné karty	1,9	6,4
Iné úvery na nehnuteľnosti	1,8	2,5

Zdroj: NBS.

Graf 48 Podiel bankových úverov na aktívach podnikov (%)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS.

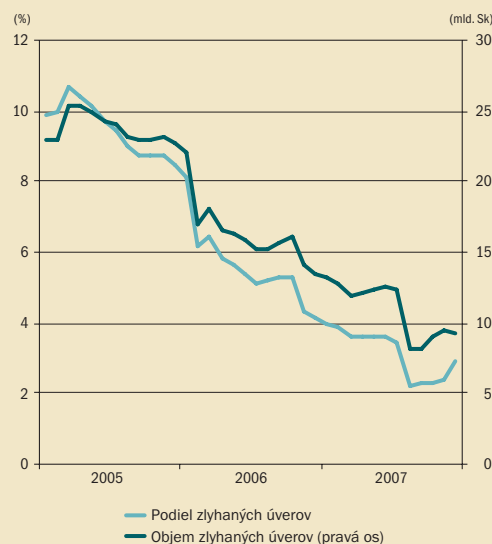
Poznámka: Graf obsahuje kompletnú štatistickú vzorku podnikov, teda aj tie, ktoré bankové úvery nemajú. V prípade, ak podnik vykázal záporné vlastné imanie, podiel bankových úverov na vlastnom imaní bol pokladaný za 150 %. Hodnoty súvahových položiek za rok boli vypočítané ako aritmetický priemer príslušných štvrtročných hodnôt.

### Kreditné riziko podnikov

**Pri analýze zadĺženosti, meranej pomocou podielu úverov na aktívach podnikov, sa ukázali nízke mediánové hodnoty vo všetkých kategóriách podnikov**

Podniky sú bankovými úvermi zadĺžené veľmi málo až minimálne (graf 48). V mikropodnikoch je mediánová hodnota dokonca na úrovni 0 %, čo znamená, že na trhu je viac podnikov, ktoré úvery vôbec nemajú ako tých, ktoré ich majú. Najväč-

Graf 49 Vývoj podielu a objemu zlyhaných úverov podnikom



Zdroj: NBS.

šiu mediánovú hodnotu (aj priemernú hodnotu) úverov na aktívach majú malé a stredné podniky. Je to spôsobené tým, že veľké podniky majú viac možností na financovanie (emisie dlhopisov, zdroje od materských spoločností a pod.). V priebehu roka sa podiel úverov na aktívach všetkých podnikov výrazne nemenil a bol na len o málo vyššej úrovni ako v rokoch 2006 a 2005.

**V roku 2007 pokračoval trend zlepšovania kvality úverového portfólia podnikov**

Podiel zlyhaných úverov podnikom na celkových úveroch dosiahol v decembri 2007 2,9 %, medziročne tak poklesol o 1,1 percentuálneho bodu. Klesol aj objem zlyhaných úverov (graf 49). Oproti



decembri 2006 je významný najmä pokles podielu zlyhaných úverov v bankách, v ktorých tento podiel presahoval 8 %. Situácia v jednotlivých bankách bola rôzna. V piatich bankách vzrástol podiel zlyhaných úverov a zároveň aj ich objem. Až jedenásť bánk neevidovalo ku koncu roka 2007 žiadne zlyhané úvery podnikom. V ostatných bankách bol pokles podielu zlyhaných úverov spôsobený tak poklesom objemu zlyhaných úverov, ako aj rýchlym rastom poskytnutých úverov podnikom.

## DEVÍZOVÉ RIZIKO

### **Devízové riziko bankového sektora bolo aj v roku 2007 nízke**

Takmer všetky banky svoju otvorenú devízovú pozíciu v súvahe, ktorá bola väčšinou krátka, uzatvárali menovými derivátmi v podsúvahe.<sup>46</sup> Krátka otvorená devízová pozícia v súvahe bola spôsobená najmä vysokým objemom devízových vkladov zahraničných bánk.

### **Vo väčšine bánk hodnota v riziku (VaR) v roku 2007 nepresiahla 2 % vlastných zdrojov**

V dôsledku nízkej korelácie medzi jednotlivými výmennými kurzami môže banka utrpieť stratu aj pri uzavretej devízovej pozícii. Vo väčšine bánk hodnota VaR ku koncu žiadneho mesiaca počas roka 2007 nepresahovala 2 % vlastných zdrojov.<sup>47</sup> Treba však poznamenať, že táto analýza neberie do úvahy časový súlad jednotlivých nástrojov uzatvárajúcich menové pozície, a teda ani riziko rôznych pohybov domácej a zahraničnej úrokovej sadzby.

### **Nepriamo devízové riziko je ťažké jednoznačne vyhodnotiť, ale po vstupe do eurozóny sa výrazne eliminuje**

Okrem priameho vystavenia sa bánk devízovému riziku, ktoré sa javí zanedbateľné, sú banky vysta-

vené vplyvu zmien výmenných kurzov aj nepriamo. Rastúci objem devízových úverov najmä podnikom a finančným spoločnostiam<sup>48</sup> (takmer výlučne v eurách) môže znamenať ohrozenie ich schopnosti splácať úvery pri oslabení domácej meny. Hoci na podrobnejšiu analýzu tejto skutočnosti nie sú k dispozícii relevantné údaje, po vstupe Slovenska do eurozóny toto riziko výrazne poklesne.

## ÚROKOVÉ RIZIKO

### **Úrokové riziko bolo sústredené najmä v bankovej knihe, t. j. bez vplyvu na primeranosť vlastných zdrojov. Úrokové riziko bankového sektora vyhodnoteného pomocou VaR je nízke**

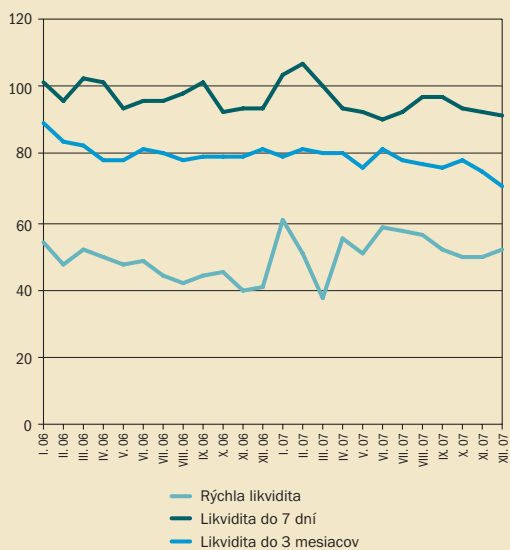
Keďže v dlhších časových pásmach prevládajú aktíva nad pasívami, negatívny dopad na banky (vyjadrený poklesom čistej ekonomickej hodnoty) by mal narást úrokových sadzieb, najmä v dlhších časových pásmach. Úrokové riziko vzniká najmä z pozícií v bankovej knihe, ktoré sú tvorené predovšetkým cennými papiermi. Pri zmene úrokových sadzieb by toto riziko nemalo vplyv na vykázaný zisk, resp. stratu, teda ani na primeranosť vlastných zdrojov. Na druhej strane, úrokové pozície v obchodnej knihe sú takmer uzavreté. Platí to najmä o pozíciách pri dlhších dobách fixácií úrokových mier, ktoré majú vo všeobecnosti vyšší dopad úrokového rizika. Celkovo nízka otvorená pozícia v obchodnej knihe súvisí s pomerne nízkymi objemami obchodnej knihy v porovnaní s bankovou knihou. Agregácia individuálnych výsledkov pre jednotlivé banky ukazuje, že pri zohľadnení vypočítanej straty pomocou VaR<sup>49</sup> by mediánová hodnota primeranosti vlastných zdrojov bankového sektora poklesla na 15,3 % (o 0,4 percentuálneho bodu). Najväčšie VaR vykazujú najmä banky s vyšším podielom štátnych dlhopisov na bilančnej sume.

46 Výnimkou boli najmä niektoré pobočky zahraničných bánk, kde však otvorená pozícia môže byť uzatvorená na úrovni bankovej skupiny.

47 Hodnota VaR udáva stratu, ktorá by nemala byť presiahnutá s pravdepodobnosťou 99 %. Pritom sa predpokladá, že rozdelenie budúcich zmien výmenných kurzov možno simulovať rozdelením zmien počas uplynulého roka (250 pracovných dní) a že portfólio zostane nezmenené počas 10 dní.

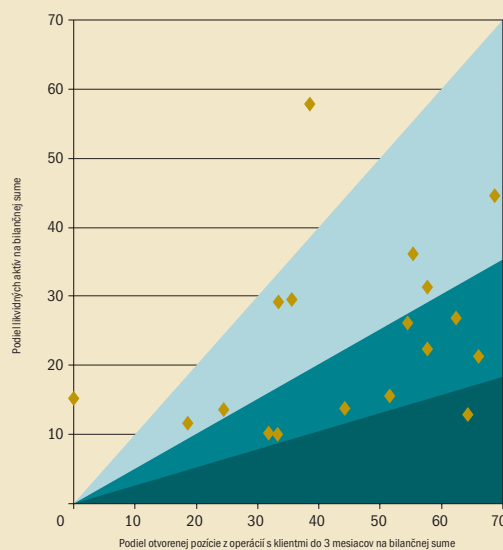
48 Devízové riziko domácností je zanedbateľné. Len asi 2,5 % z úverov domácnostiam je v cudzej mene. V prípade úverov podnikom je podiel úverov v cudzej mene 35 %.

49 Najväčšia strata, ktorú by za predpokladu držby nezmeneného portfólia banka s pravdepodobnosťou 99 % nemala presiahnuť počas 10 dní.

**Graf 50 Vývoj mediánových hodnôt ukazovateľov likvidity (%)**


Zdroj: NBS.

Poznámka: Graf neobsahuje pobočky zahraničných bánk s trhovým podielom menším ako 2% z celkových aktív sektora.

**Graf 51 Porovnanie likvidného vankúša a otvorenej pozície do 3 mesiacov (%)**


Zdroj: NBS.

Poznámka: Graf neobsahuje pobočky zahraničných bánk s trhovým podielom menším ako 2% z celkových aktív sektora.

## RIZIKO LIKVIDITY

**Hoci pre bankový sektor ako celok sa likvidita z krátkodobého hľadiska výraznejšie nezmenila, niektoré banky zaznamenali počas druhého polroka 2007 jej čiastočné zhoršenie**

Z krátkodobého pohľadu na likviditu nenastali v bankovom sektore ako celku významnejšie zmeny (graf 50). Nižšie hodnoty ukazovateľa likvidity do 3 mesiacov (podiel likvidných aktív do 3 mesiacov k pasívam so zostatkovou splatnosťou do 3 mesiacov) v niektorých bankách znamenajú, že dobrá situácia likvidity týchto bánk je viac založená na podmienke stabilného jadra vkladov – časť vkladov musí zostať v banke dlhšiu dobu, než je ich skutočná splatnosť. Ako však ukazuje porovnanie likvidného vankúša<sup>50</sup> a otvorenej pozície do 3 mesiacov<sup>51</sup> na bilančnej sume (graf 51), význam tejto podmienky je v jednotlivých bankách rôzny. Ak je podiel otvorenej pozície z operácií s klientmi na bilančnej sume rovnaký ako podiel likvidného

ho vankúša na bilančnej sume, znamená to, že banka vie pokryť celú otvorenú pozíciu likvidným vankúšom. Tento prípad na grafe znázorňuje horná polovica grafu. V týchto bankách je nielen dostatočný likvidný vankúš, ale aj veľmi malá otvorená pozícia z operácií s klientmi. V strednom pásme sa nachádzajú banky, ktorých likvidný vankúš je dostatočný na pokrytie viac ako polovice otvorenej pozície z operácií s klientmi. V tejto skupine bánk je potrebné rozlišovať medzi bankami z hľadiska veľkosti otvorenej pozície v pomere k bilančnej sume. Väčšina bánk je koncentrovaná pod hranicou 50 percentného krytia otvorenej pozície z operácií s klientmi do troch mesiacov.

### Dlhodobý pohľad na likviditu bankového sektora je priaznivý

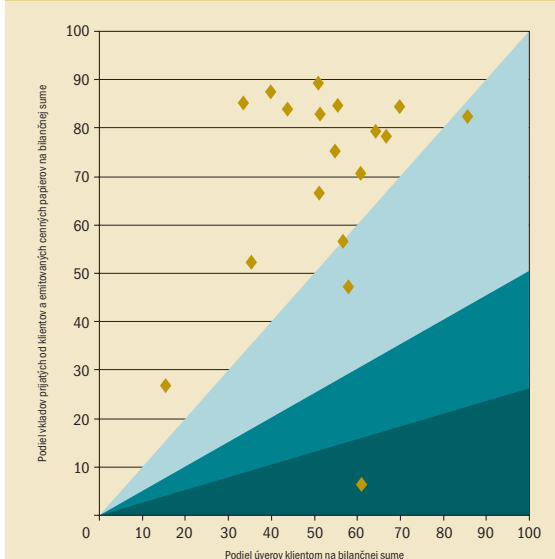
Z dlhodobejšieho pohľadu na likviditu je vzhľadom na udržateľnosť úverových aktivít podstatné, že vo väčšine bánk sú tieto aktivity financované z vkladov klientov alebo z emisie dlhodobějších cenných

50 Likvidný vankúš je súčet pokladničnej hotovosti, štátnych dlhopisov, štátnych pokladničných poukážok, pokladničných poukážok NBS, vkladov v NBS a bežných účtov v iných bankách po odrátaní záväzkov bánk voči zahraničným bankám (okrem dlhodobých) a agentúre ARDAL, ako aj aktív poskytnutých do zálohy.

51 Otvorená pozícia do 3 mesiacov je rozdiel súčtu záväzkov voči klientom a emitovaných cenných papierov so zostatkovou splatnosťou do 3 mesiacov a súčtu pohľadávok voči klientom a dlhových cenných papierov emitovaných bankami a podnikmi so zostatkovou splatnosťou do 3 mesiacov.



**Graf 52 Porovnanie podielu úverov na bilančnej sume a podielu vkladov a emitovaných cenných papierov na bilančnej sume (%)**



Zdroj: NBS.

Poznámka: Graf neobsahuje pobočky zahraničných bánk s trhovým podielom menším ako 2% z celkových aktív sektora.

papierov, nie z krátkodobých prostriedkov z medzibankového trhu (graf 52). Vo viacerých bankách má však podiel úverov na vkladoch a emitovaných cenných papieroch rastúci trend. V rámci celého bankového sektora jeho hodnota medziročne vzrástla zo 64 % na 69 %.

#### 4.1.7 Stresové testovanie<sup>52</sup>

Predmetom tejto časti je odhad citlivosti bankového sektora v prípade extrémnych, ale stále možných zmien trhových podmienok z hľadiska rizík identifikovaných v predchádzajúcich častiach tejto správy. Stresové testovanie bolo realizované na báze odhadu dopadu stresových scenárov pre každú jednotlivú banku a dopady sú prezentované v agregovanej podobe. Pri interpretácii jednotlivých výsledkov treba však vziať do úvahy predpoklady a obmedzenia metodiky, ktorá bola použitá pri jednotlivých typoch stresových testov. Predovšetkým treba mať na zreteli, že *odhady veľkosti dopadu (napr. na primeranosť vlastných zdrojov) možno pokladať len za orientačné*, nakoľko všetky použité

scenáre obsahujú v sebe v porovnaní so skutočnosťou podstatné zjednodušenia. Oveľa väčší zmysel má analyzovať výsledky testov z hľadiska vzájomného porovnávania citlivosti zmien týchto veličín na šoky vo vstupných stresových parametroch. Navyše, *použité modely predpokladajú lineárny vzťah<sup>53</sup> medzi veľkosťou šoku a jeho efektom na sledované veličiny*. Ak však v realite veľkosť šoku prekročí určitú hranicu, jeho efekt na danú veličinu môže byť nelineárny, a teda niekoľkonásobne väčší. Nakoľko extrémne udalosti sa vyskytujú veľmi zriedkavo, resp. relevantné historické údaje nie sú k dispozícii, je efekt nelinearity na základe historických údajov veľmi ťažké odhadnúť.

### KREDITNÉ RIZIKO

***Hoci kreditné riziko by nemalo výrazne ohroziť stabilitu bankového sektora, citlivosť niektorých bánk na toto riziko sa počas druhého polroku 2007 zvýšila. Dôvodom je však najmä pokles primeranosti vlastných zdrojov. Rast rizikovosti úverových portfólií sa javí ako menej významný faktor. Miera zlyhania úverov podnikom aj tempo rastu zlyhaných úverov boli nižšie ako v prvom polroku. Prípadný dvojnásobný nárast mier zlyhania by spôsobil pokles primeranosti vlastných zdrojov pod úroveň 8 % v horizonte jedného roka v dvoch bankách. Z hľadiska kreditného rizika retailových úverov nebola väčšina bánk vystavená výraznejšiemu zhoršeniu ich kvality, prípadne poklesu cien nehnuteľností. Dôvodom je, že veľká časť týchto úverov bola v minulosti zabezpečovaná nehnuteľnosťami, ktorých hodnota prevyšovala hodnotu úveru. Citlivosť na pokles cien nehnuteľností sa však môže zvýšiť pri poskytovaní úverov prevyšujúcich hodnotu nehnuteľností.***

Prvý scenár simuluje nárast v zlyhávaní starých úverov, kombinovaný s pozastavením úverovej aktivity bánk. Zhoršenie kvality portfólia úverov je odvodené buď z historicky najväčších prírastkov zlyhaných úverov v danej banke (variant 1), alebo z existujúcich mier zlyhávania získaných z Registra úverov a záruk

<sup>52</sup> Podrobná metodika jednotlivých stresových testov je v publikácii NBS Prílohy k analýze slovenského finančného sektora za rok 2007. Dokument je prístupný na internetovej stránke Národnej banky Slovenska.

<sup>53</sup> Veľkosť odozvy je priamoúmerná veľkosti šoku.

(variant 2), pričom príslušné hodnoty sa ešte stresujú faktorom  $M$ . Význam multiplikátora je v jednotlivých variantoch rozdielny. Kým vo variante 1 možno  $M$  chápať ako počet mesiacov, v ktorých by došlo k zopakovaní najväčšieho nárastu, v druhom variante je potrebné ho interpretovať ako činiteľ nárastu miery zlyhávania úverov. Pri vyhodnocovaní dopadov oboch verzí prvého scenára sa vychádza predovšetkým z výsledkov získaných pre voľbu multiplikátora  $M=2$ , resp.  $M=5$ . Zatiaľ čo menšia hodnota parametra reprezentuje mierne a zároveň dostatočne pravdepodobné zhoršenie kvality portfólia, druhá by mala postihovať situáciu v prípade extrémne nepriaznivého vývoja v banke.

**Extrémny (päťnásobný) nárast mier zlyhaní úverov podnikom, kombinovaný s pozastavením úverovej aktivity bánk by sa negatívne prejavil len v prípade individuálnych bánk, pričom v niektorých by mohol viesť k vážnym problémom s primeranosťou vlastných zdrojov**

Päťnásobný nárast existujúcich mier zlyhania (variant 2) by spôsobil pokles mediánovej hodnoty primeranosti vlastných zdrojov len o 1,1 %. Keď sa však pozrieme na hodnotu prvého kvartilu rozdelenia primeranosti vlastných zdrojov, ktorá by sa znížila zo svojej skutočnej hodnoty 11,1% (december 2007) na stresových 5,9%, potom je zrejmé, že dopad takéhoto scenára nemožno považovať za zanedbateľný. Značne odlišné zmeny mediánu a prvého kvartilu hovoria o tom, že efekt na jednotlivé banky v sektore by bol nerovnomerný. Keďže daný scenár pracuje iba s kreditným rizikom podnikov, banky, ktoré sa zameriavajú prevažne na retail, z neho vychádzajú ako bezproblémové. Až 6 bánk, ktoré boli scenárom najviac negatívne zasiahnuté, by malo problémy so splnením požiadavky na vlastné zdroje. Ak by sme vzali do úvahy aj potenciálne zhoršenie kreditnej kvality retailového portfólia, takto kombinované straty by mohli byť už naozaj závažné, hlavne pre banky pokrývajúce oba použité segmenty (až päť zo šiestich najpostihnutejších bánk poskytuje úvery podnikom aj retailu). V prípade oveľa realistickejšieho dvojnásobného nárastu miery zlyhaných úverov by požiadavku na vlastné zdroje nespĺnili 2 banky. Dopad prvého variantu scenára 1 by bol v porovnaní s druhým variantom podstatne miernejší, a to aj napriek tomu, že sa v ňom zohľadňujú úvery voči podnikom

aj voči retailu. Až pri výraznej zmene podmienok reprezentovaných voľbou  $M=5$  by sa prejavili pozorovateľnejšie negatívne dopady. Tri banky (z toho dve len veľmi tesne) by sa s primeranosťou vlastných zdrojov ocitli pod hranicou 8 %. Pokles mediánu primeranosti vlastných zdrojov by nedosiahol ani úroveň jedného percentuálneho bodu.

V scenári 2 sa uvažuje o situácii, keď banky v snahe získať väčší trhový podiel poskytujú veľké množstvo nových úverov, a to aj menej bonitným subjektom, čo vzápätí vedie k nadmernému zlyhávaniu týchto úverov. Aj v tomto prípade boli realizované dva varianty. V scenári sa pracuje s dvojicou multiplikátorov  $M_1$  a  $M_2$ . Ich význam je spoločný pre oba varianty.  $M_1$  vyjadruje vzťah medzi maximálnym podielom zlyhaných úverov z celkových úverov v roku 2007 a podielom zlyhaných úverov z novoposkytnutých úverov v budúcnosti. Multiplikátor  $M_2$  slúži na simuláciu zvýšenia úverovej aktivity banky, vzhľadom na priemerné hodnoty medzimesačných relatívnych zmien v objeme poskytnutých úverov počas uplynulého roka. Druhou interpretáciou je predĺženie časového obdobia, počas ktorého zostane stresový scenár v platnosti. Analýza druhého scenára je, podobne ako v prípade prvého scenára, postavená na dvoch simuláciách, zachytávajúcej miernejší ( $M_1=2$ ,  $M_2=2$ ) a nepriaznivejší ( $M_1=5$ ,  $M_2=5$ ) vývoj ukazovateľov kreditného rizika.

**Na scenár nárastu nových úverov bonitným klientom s ich následným zlyhaním boli individuálne banky a celý sektor málo citlivé**

Dopad variantu 2 je s výnimkou jednej banky v podstate veľmi obmedzený. Aj v prípade variantu 1 by sa významnejšie straty dosiahli až keď by vývoj situácie v bankách zodpovedal stresovým parametrom s hodnotami  $M_1=M_2=5$ . Za takýchto okolností by medián primeranosti vlastných zdrojov poklesol na 12,8%, to znamená o 3 percentuálne body. Až na niekoľko výnimiek by bol dopad prvého variantu scenára rozložený relatívne rovnomerne v celom sektore.

Tretí scenár sa sústredil na posúdenie dopadov zmien v cenách nehnuteľností. Vychádzalo sa z podrobných mikroekonomických údajov. Posudzoval sa potenciálny vplyv poklesu cien nehnuteľností, slúžiacich ako kolaterál, na dodatočnú tvorbu opravných

položiek a následný dopad na primeranosť vlastných zdrojov. Scenár poklesu cien nehnuteľností pracuje s predpokladom, že nezabezpečené časti úverov sa v jednotlivých kreditných kategóriách (3 kategórie) pokrývajú postupne 0, 10 a 100 percentami opravných položiek. Pokles cien na trhu nehnuteľností sa stanovil na úrovni 30 % alebo 50 %.

### **Scenár poklesu cien nehnuteľností, ktoré bankám slúžia ako kolaterál na poskytnuté úvery, mal slabý vplyv na banky**

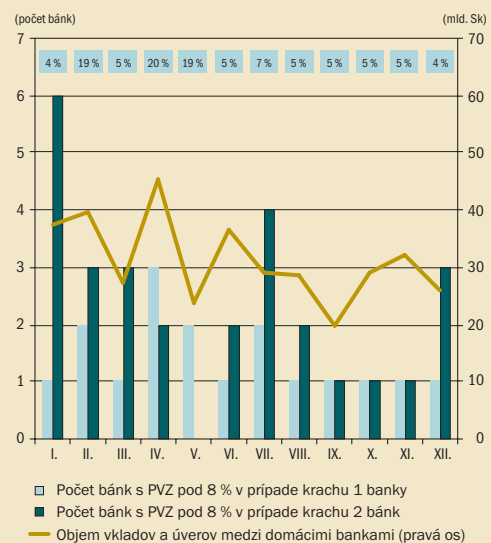
Viac ako dve tretiny bánk by boli aj v situácii výraznej recesie na trhu nehnuteľností (zníženie cien o 50 %) zasiahnuté poklesom primeranosti vlastných zdrojov o menej ako 1 percentuálny bod. O niečo výraznejšia redukcia tohto ukazovateľa, približne o 3 percentuálne body, by za takýchto okolností hrozila v štyroch bankách. Najpravdepodobnejším zdôvodnením malej zraniteľnosti bánk pri tomto scenári je konzervatívny prístup bánk k výške poskytnutého úveru vzhľadom na hodnotu zabezpečenia, ktorý v minulosti prevládala.

Štvrtý scenár zahŕňa kombináciu dvoch vstupných makroekonomických šokov. Stresový scenár predpokladá nárast miery nezamestnanosti o 10 percentuálnych bodov, ktorý by sa prostredníctvom poklesu disponibilných príjmov niektorých domácností pretavil do zvýšenia podielu zlyhaných úverov o 5 percentuálnych bodov. Ďalšími dvoma predpokladmi v tomto scenári sú pokles cien nehnuteľností o 50 % a tvorba opravných položiek pre zlyhané úvery v celom objeme nezabezpečenej hodnoty (t. j. vo výške 100 %).

### **Kombinovaný extrémny scenár neohrozuje stabilitu bankového sektora ani individuálnych bánk**

Hoci ide o skutočne extrémny scenár, výsledky testu indikujú dobrú odolnosť sektora voči takémuto vývoju. Výraznejší pokles primeranosti vlastných zdrojov (o asi 6 p. b.) by postihol iba tri banky. Vzhľadom na vysokú mieru vlastného ka-

**Graf 53 Dopad stresového testovania systémového rizika na domácom medzibankovom trhu v roku 2007 (%)**



Zdroj: NBS.

Poznámka: Na ľavej osi je počet bánk, ktorým by klesla v prípade krachu jednej alebo dvoch bánk primeranosť vlastných zdrojov pod hranicu 8 %. Na pravej osi je objem vkladov a úverov medzi domácimi bankami v mld. Sk (stav ku koncu mesiaca). Nad grafom je zobrazený podiel aktív bánk, ktorým by klesla v prípade krachu jednej banky primeranosť vlastných zdrojov pod hranicu 8 %, na celkových aktívach bankového sektora.

pitálu v týchto spoločnostiach ani takéto zníženie nepredstavuje obzvlášť závažné nebezpečenstvo narušenia ich finančnej stability.

## **SYSTÉMOVÉ RIZIKO<sup>54</sup>**

**Výsledky stresového testovania systémového rizika ukázali, že pre relatívne nízky podiel medzibankových vkladov a úverov na aktívach bankového sektora a ich relatívne vysokej diverzifikácii by bol priamy dopad zlyhania nejakej banky prostredníctvom zlyhania medzibankových pohľadávok na ostatné banky pomerne nízky. Výsledky ukazujú, že ku koncu jednotlivých mesiacov v roku 2007 boli v sektore najviac tri banky, ktorým by v prípade nesplnenia záväzkov zo strany nejakej inej banky klesla primeranosť vlastných zdrojov pod hranicu 8 % (graf 53).**

<sup>54</sup> V tejto analýze sa systémovým rizikom (contagion risk) označuje riziko, ak platobná neschopnosť jednej domácej banky vyvolá zhoršenie situácie, príp. až bankrot v iných bankách. Hlavným dôvodom môžu byť prepojenia medzi bankami formou vkladových a úverových transakcií na medzibankovom trhu. Pri takomto pohľade je teda systémové riziko spojené s kreditným rizikom vyplývajúcim z medzibankových pohľadávok a závisí od diverzifikácie portfólia pohľadávok na medzibankovom trhu.

### **Celkovo teda možno hodnotiť systémové riziko v slovenskom bankovom sektore ako nízke**

V druhom polroku 2007 v porovnaní s prvým polrokom 2007 možno hovoriť o znížení systémového rizika. Toto zníženie systémového rizika bolo zároveň spojené s poklesom celkového objemu vkladov a úverov na domácom medzibankovom trhu. Analýza ďalej ukazuje, že hoci sa môže stať, že zlyhanie jednej banky vyvolá zníženie kapitálu pod stanovenú hranicu, ďalšie šírenie zlyhaní je veľmi málo pravdepodobné, ak by sa nezhoršili aj ďalšie podmienky.

### **RIZIKO LIKVIDITY**

**Z hľadiska likvidity je pozitívne, že bankový sektor má dostatočne veľký objem likvidných aktív, ktorými by dokázal pokryť neočakávaný výber 20 % vkladov klientov alebo 90 % objemu vkladov zahraničných bánk. V oboch prípadoch by vo väčšine bánk nepredstavovala zmena ukazovateľov likvidity viac ako dvojnásobok priemernej medzimesačnej zmeny.**

Pre stresové testovanie rizika likvidity boli zvolené dva scenáre: 1. pokles objemu vkladov klientov o 20 % a 2. pokles objemu vkladov zahraničných bánk o 90 %. Analýza dopadu týchto scenárov je založená na citlivosti troch vybraných ukazovateľov likvidity. Každý ukazovateľ je vypočítaný ako podiel likvidných aktív a volatilných zdrojov v príslušnej kategórii. Veľkosť šoku je posudzovaná vzhľadom na priemer absolútnych hodnôt medzimesačných zmien týchto ukazovateľov.

**Scenár výberu 20 % vkladov klientov by vo väčšine bánk nemal mať výrazný vplyv na situáciu z hľadiska likvidity**

Ako ukazuje graf 54, dopad scenára výberu 20 % vkladov klientov na jednotlivé ukazovatele likvidity by aspoň v polovici bánk príliš neprevyšoval ich priemernú medzimesačnú zmenu. Zároveň vidno, že citlivosť prvých dvoch ukazovateľov na tento scenár sa počas prvého polroka 2007 znížila, a v druhom polroku 2007 mierne vzrástla. Hlavnou príčinou bol najmä nárast vkladov s krátkou dobou viazanosti bez výraznejšieho rastu likvidných aktív v niektorých bankách.

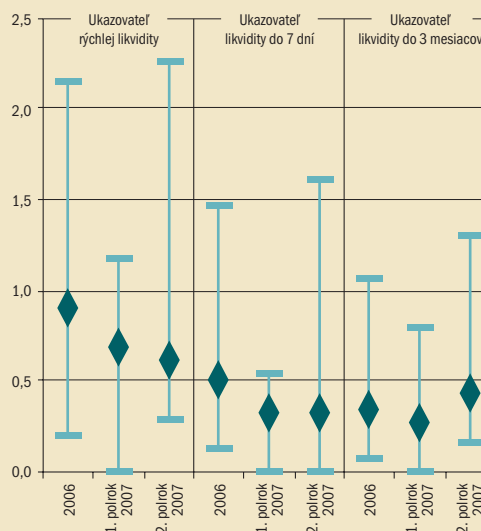
**Graf 54 Dopad scenára poklesu vkladov klientov o 20 %**



Zdroj: NBS.

Poznámka: Na grafe je zobrazený dolný kvartil, medián a horný kvartil rozloženia podielu zmien v ukazovateľoch likvidity po aplikovaní scenára k priemerným medzimesačným zmenám v období počas predchádzajúcich 12 mesiacov.

**Graf 55 Dopad scenára poklesu objemu vkladov zahraničných bánk o 90 %**



Zdroj: NBS.

Poznámka: Na grafe je zobrazený dolný kvartil, medián a horný kvartil rozloženia podielu zmien v ukazovateľoch likvidity po aplikovaní scenára k priemerným medzimesačným zmenám v období počas predchádzajúcich 12 mesiacov.

**Dopad scenára poklesu vkladov nerezidentských bánk o 90 % sa počas roka 2007 výraznejšie nezmenil (graf 55)**



Výsledky druhého scenára naznačujú, že všetky banky by boli schopné kryť zníženie 90 % vkladov nerezidentských bánk aktívami likvidnými do 1 mesiaca. Vo väčšine bánk by dokonca postačovali aj okamžité likvidné aktíva.

## TRHOVÉ RIZIKÁ

**Stresové testovanie ukázalo, že akciové a priame devízové riziká bankového sektora sú nízke, resp. sú pohodlne kryté vlastným kapitálom. Na úrovni bankového sektora ako celku by bol dopad neočakávaných zmien základnej úrokovej sadzby NBS na ziskovosť pomerne nízky. Dôvodom je, že zmeny reálnej hodnoty cenných papierov preceňovaných na reálnu hodnotu proti zisku a strate sú zaistené úrokovými derivátmi. Dopad na úrokové príjmy z vkladov a úverov by bol tiež relatívne nízky. V prípade rastu úrokových sadzieb sú však banky vystavené pomerne výraznému poklesu ekonomickej hodnoty cenných papierov držaných do splatnosti a na predaj. To sa môže negatívne prejaviť na ziskovosti sektora v prípade nevyhnutnosti predajť niektoré z týchto cenných papierov pred termínom splatnosti.**

### Devízové riziko

Analýza dopadu simulovaného výrazného posilnenia, resp. oslabenia domácej meny voči ostatným menám na jednotlivé časti finančného trhu zahŕňa dva scenáre. Tie boli vypočítané na základe predpokladu zmeny kurzu SKK/EUR o 15 %, pričom zmeny ostatných kurzov boli vypočítané pomocou odhadu korelácií v stresových obdobiach, ktoré sú vo všeobecnosti vyššie ako korelácie v pokojných obdobiach (pri niektorých menách aj dvojnásobne). Veľkosť šoku je približne trojnásobná v porovnaní s najvýznamnejšími zmenami výmenných kurzov, ktoré nastali počas obdobia desiatich pracovných dní v ostatných rokoch. Simulované zmeny kurzov a ich porovnanie s historickými scenármi uvádza tabuľka 7.<sup>55</sup>

**Tabuľka 7 Simulované zmeny kurzov (odhad vzájomných korelácií v stresových obdobiach) (%)**

Mena	Odhadovaná zmena pri oslabení koruny voči euru o 15 %	Odhadovaná zmena pri posilnení koruny voči euru o 15 %
CHF	16	-16
CZK	10	-10
DKK	15	-15
EUR	15	-15
GBP	14	-14
HUF	6	-7
JPY	17	-18
PLN	5	-5
SEK	14	-15
USD	16	-17

Zdroj: NBS.

**Simulácia naznačuje, že bankový sektor je vystavený devízovému riziku iba vo veľmi nízkej miere**

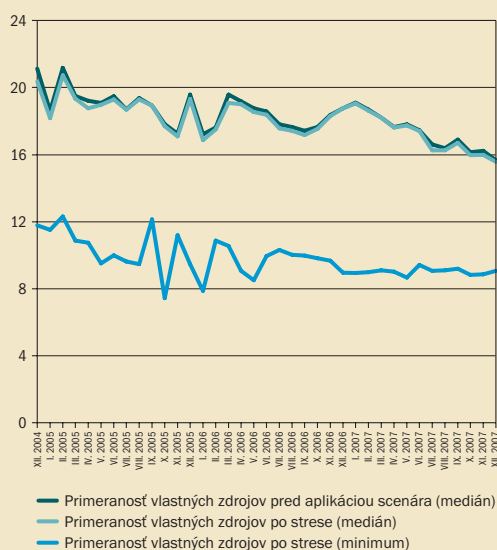
Možná strata by ani pri extrémnych zmenách výmenných kurzov nemala vo väčšine bánk a pobočiek zahraničných bánk presiahnuť 0,2 % aktív. Záver o nízkom dopade extrémnych zmien na bankový sektor neplatil iba ku koncu roka 2007, ale aj počas rokov 2005 – 2007 (graf 56). Pri simulovaných extrémnych zmenách kurzov uvedených v tabuľke 7 stresové testovanie devízového rizika ku koncu jednotlivých mesiacov neodhalilo možný pokles primeranosti vlastných zdrojov pod hranicu 8 %.<sup>56</sup>

### Úrokové riziko

Pri stresovom testovaní úrokového rizika sa odhaduje zisk/strata v období január až december 2008 v prípade neočakávanej zmeny základnej úrokovej sadzby NBS. Preto je potrebné odhadnúť, aké zmeny tejto sadzby očakáva finančný sektor. Interpoláciou

55 Podrobnejší popis modelu, na základe ktorého bol vytvorený uvedený scenár, možno nájsť v dokumente NBS Prílohy k analýze slovenského finančného sektora za rok 2007. Dokument je prístupný na internetovej stránke Národnej banky Slovenska.

56 Situácia by bola odlišná v prípade, ak by sa do výpočtu otvorenej devízovej pozície zahrnuli aj podsúvahové pohľadávky a záväzky z úrokových príslužov a záruk.

**Graf 56 Časový vývoj dopadu zmien výmenných kurzov uvedených v tabuľke 7 na primeranosť vlastných zdrojov**


Zdroj: NBS.

*Poznámka: Pre každú banku bola zmena primeranosti vlastných zdrojov odhadnutá pre tú zmenu výmenných kurzov, ktorá by na banku mala negatívny dopad. Z výpočtu boli vylúčené pobočky zahraničných bánk.*

**Graf 57 Dopad zvýšenia sadzby NBS na bankový sektor v roku 2008, 1. prístup (mld. Sk)**


Zdroj: NBS.

sa z úrokových kriviek vyčíslili dvojtýždňové sadzby medzibankového trhu na ročné obdobie a z týchto sadzieb sa pomocou EC modelu odhadla očakávaná základná sadzba NBS. Na základe odhadov finančný trh neočakával zmenu základnej úrokovej sadzby, preto akákoľvek zmena je chápaná ako neočakávaná a dopad zmeny ako dopad úrokového rizika. Stresový scenár bol preto nastavený ako nárast/pokles úrokovej sadzby NBS o 2 percentuálne body k 1. januáru 2008, pričom sadzba sa už v ďalšom období nezmenila. Pri interpretácii výsledkov scenára treba zohľadniť, že do úvahy sa berie iba dopad na čisté úrokové príjmy, resp. dopad na čistý zisk z precenenia dlhových cenných papierov, resp. úrokových derivátov. Dopady na zmenu iných neúrokových príjmov (napr. príjmov z poplatkov, alebo z čistej tvorby opravných položiek z dôvodu dopadu na finančnú pozíciu klientov a ich schopnosť splácať úvery) sa neodhadujú. Pri simulácii poklesu, resp. nárastu sadzby NBS o 2 percentuálne body bol odhadnutý vývoj medzibankových, diskontných a klientskych úrokových sadzieb pomocou EC modelu. Pri stresovom testovaní úrokového rizika pre bankový sektor (bez pobočiek zahraničných bánk) bol vypočítaný dopad zmeny základnej sadzby NBS osobitne pre portfólio cenných papierov, úrokových derivátov a vkladov a úverov. Pri výpočte sa použili dva prístupy. V prvom prístupe sa vyčíslil zisk, resp.

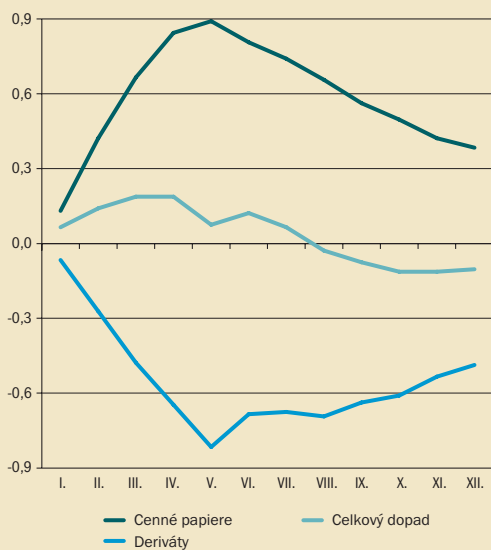
strata iba z produktov, ktoré sú vykazované v reálnej hodnote a sú preceňované oproti zisku a strate. Druhý prístup je založený na skutočnosti, že v prípade potreby môžu banky predať aj nástroje, ktoré nie sú preceňované oproti zisku a strate.

### **Významnejší dopad na čistú ekonomickú hodnotu by mal nárast úrokových sadzieb**

Celkový dopad šoku z neočakávaného zvýšenia úrokovej sadzby NBS na bankový sektor v dôsledku precenenia nástrojov, ktoré sa vykazujú v reálnej hodnote, by bol mierny (graf 57). Negatívny dopad na bankový sektor by malo zníženie základných úrokových sadzieb NBS, keď straty v portfóliu úrokových derivátov by prevýšili zisk z portfólia cenných papierov ku koncu sledovaného obdobia (graf 58). Jednoznačný negatívny dopad má zvýšenie základnej sadzby NBS v prípade vzniku potreby bánk predať nástroje, ktoré inak nie sú preceňované oproti zisku a strate (graf 59).

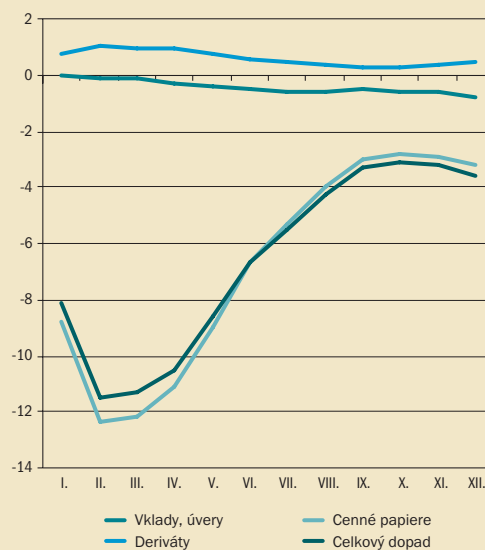


**Graf 58 Dopad zníženia sadzby NBS na bankový sektor v roku 2008, 1. prístup (mld. Sk)**



Zdroj: NBS.

**Graf 59 Dopad zvýšenia sadzby NBS na bankový sektor v roku 2008, 2. prístup (mld. Sk)**



Zdroj: NBS.

**Tabuľka 8 Hodnoty VaR a dopad stresových scenárov na bankový sektor (%)**

(%)

Ukazovateľ primeranosti vlastných zdrojov	Stav k 30. 12. 2007	Podiel zisku na rizikovo vážených aktívach	Devízové riziko <sup>1)</sup>			Úrokové riziko			Trhové riziká spolu	Kreditné riziko		
			VaR <sup>2)</sup>	EUR/SKK +15 % <sup>3)</sup>	EUR/SKK -15 % <sup>3)</sup>	VaR <sup>2)</sup>	Nárast o 2 p. b. 1. prístup <sup>4)</sup>	Pokles o 2 p. b. 2. prístup <sup>5)</sup>		VaR <sup>2)</sup>	Scenár 1 <sup>6)</sup>	Scenár 2 <sup>7)</sup>
Dolný kvartil	11,1	1,2	11,3	11,2	11,1	11,1	10,9	11,1	11,1	9,9	8,5	10,1
Medián	16,1	1,8	15,6	17,4	15,2	15,8	15,7	15,9	15,4	15,1	12,8	14,1
Horný kvartil	21,5	2,3	21,5	21,5	21,5	20,8	21,0	21,3	20,8	21,4	17,1	18,8

Zdroj: NBS.

1) Do výpočtu devízovej pozície vstupujú iba súvahové aktíva a pasíva (s výnimkou kladnej a zápornej hodnoty derivátov) a nominálne hodnoty spotových a termínovaných operácií a operácií s opciami.

2) Primeranosť vlastných zdrojov po zohľadnení maximálnej straty, ktorú banka utrpí s pravdepodobnosťou 99% za 10 pracovných dní (vypočítané na základe historickej simulácie s využitím údajov za jeden rok).

3) Primeranosť vlastných zdrojov po zohľadnení precenenia pri simulovanom zhodnotení/znehodnotení Sk voči euru o 15%; zmeny ostatných kurzov boli odhadnuté na základe korelácií v stresových obdobiach.

4) Primeranosť vlastných zdrojov po zohľadnení zmeny čistých úrokových príjmov a precenenia portfólia dlhových CP a úrokových derivátov vykazovaných v reálnej hodnote v časovom horizonte 1 roka od poklesu základnej úrokovej sadzby NBS o 2 percentuálne body.

5) Primeranosť vlastných zdrojov po zohľadnení zmeny čistých úrokových príjmov a precenenia portfólia dlhových CP a úrokových derivátov v obchodnej knihe aj v bankovej knihe v časovom horizonte 1 roka od nárastu základnej úrokovej sadzby NBS o 2 percentuálne body.

6) Zmrazenie úverovej aktivity bánk (credit crunch) pri predpoklade dvakrát väčšieho nárastu zlyhaných úverov ako v roku 2006 (1-mesačný časový horizont).

7) Poskytovanie úverov s vyššou mierou zlyhania pri predpoklade zvýšenia podielu zlyhaných úverov na celkových úveroch pri nových úveroch 5-násobne v porovnaní s doterajším podielom zlyhaných úverov a 5-násobným nárastom priemerného medzimesačného nárastu úverov (1-mesačný časový horizont).

8) Nárast nezamestnanosti o 10 percentuálnych bodov kombinovaný s poklesom cien nehnuteľností o 50% (1-mesačný časový horizont, do úvahy sa berie iba vplyv na retailové úvery).

## Makrostresové testovanie úrokových rizík

Na testovanie možného vplyvu negatívneho vývoja na zahraničných trhoch bol vytvorený nasledujúci stresový scenár: pokles hodnoty akcií o 20 %, zhodnotenie koruny voči euru o 5 % a voči doláru o 6 %, paralelný nárast dolárových a eurových úrokových sadzieb o 1 percentuálny bod. Zmeny ostatných výmenných kurzov boli odhadnuté pri zohľadnení historických korelácií v stresových obdobiach. Veľkosť poklesu hodnoty akcií vychádzala z historických údajov. Predpokladaný nárast zahraničných úrokových sadzieb súvisí so vznikom neistoty a poklesu likvidity na finančných trhoch v období vyššej volatility.

### Krízna na zahraničných finančných trhoch sa domáceho bankového sektora príliš nedotkla

Na banky by tento scenár nemal prakticky žiaden dopad, keďže ich priame vystavenie voči zahraničným finančným trhom je minimálne. Aktuálna kríza na vyspelých finančných trhoch, ktorej testovaný scenár je len hrubou aproximáciou, nemala doteraz na bankový sektor ako celok žiaden priamy citelný dopad. Prejavila sa však negatívne na precenení dlhových cenných papierov vybraných bánk. Bankový sektor, ktorý je všeobecne najcitlivejší na stav likvidity, vykazoval dostatok domácich primárnych zdrojov.

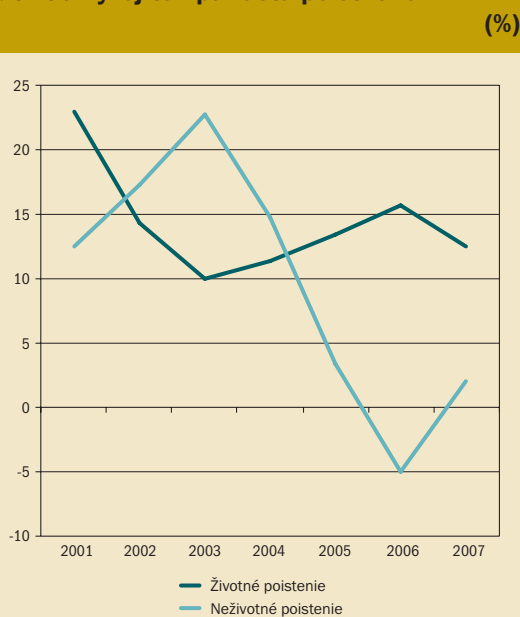
## 4.2 Sektor poisťovní

### 4.2.1 Predpísané poistné a technické poistné<sup>57</sup>

#### **Pokračoval trend rýchleho rastu životného poistenia a stagnácie neživotného poistenia**

Technické poistné dosiahlo v roku 2007 hodnotu 57,4 mld. Sk. Technické poistné v životnom poistení dosiahlo 28,5 mld. Sk a technické poistné v neživotnom poistení 28,9 mld. Sk. Rozdiel v technickom poistnom v životnom a neživotnom poistení

Graf 60 Vývoj tempa rastu poistného (%)



Zdroj: NBS.

sa tak zmenšil na 0,4 mld. Sk, čo je najmenší rozdiel v histórii. Pri pokračujúcom vývoji možno očakávať, že v roku 2008 dosiahne technické poistné v životnom poistení vyššiu hodnotu ako v neživotnom poistení. Pokračoval tak trend silného rastu technického poistného v životnom poistení, pri stagnácii v neživotnom poistení, pozorovaný od roku 2005 (graf 60). V neživotnom poistení však neklesol počet poistných zmlúv, ale skôr sa zlacňovalo poistné krytie. Zatiaľ čo v životnom poistení vzrástlo technické poistné v roku 2007 o 12,4 %, v neživotnom poistení bol rast iba 2,15 %.

### **Technické poistenie postúpené zaisťovateľom medziročne pokleslo aj v roku 2007**

Zaisťovateľom bolo v roku 2007 postúpené poistné vo výške 9,7 mld. Sk, čo predstavuje pokles voči roku 2006 o 5,2 %. Pokračuje tak pokles podielu poistného postúpeného zaisťovateľom na technickom poistnom z roku 2006. Poistné postúpené zaisťovateľom kleslo tak v životnom, ako aj v neživotnom poistení (tabuľka 9). Až 87 % postúpeného poistného pripadá na neživotné poistenie.

<sup>57</sup> Z dôvodu, že do konca roka 2005 sa vykazovalo predpísané poistné v súlade so slovenskými účtovnými štandardmi a od roku 2006 podľa medzinárodných štandardov vykazovania IAS/IFRS, pristúpila NBS k analýze technického poistného, ktoré možno definovať ako cenu, ktorá bola dojednaná v jednotlivých poistných zmluvách bez ohľadu na spôsob ich finančného vykazovania. Predpísané poistné (v hrubej výške) v zmysle medzinárodných štandardov finančného vykazovania IAS/IFRS dosiahlo k 31. decembru 2007 54,1 mld. Sk.



Tabuľka 9 **Technické poistné postúpené zaisťovateľom**

	2007 mld. Sk	2006 mld. Sk	Podiel na technickom poistnom v 2007 (%)
Spolu	9,7	10,2	16,9
Životné poistenie	1,3	1,4	4,4
Neživotné poistenie	8,4	8,9	29,3

Zdroj: NBS.

#### 4.2.2 Náklady na poistné plnenia<sup>58</sup> a škodovosť

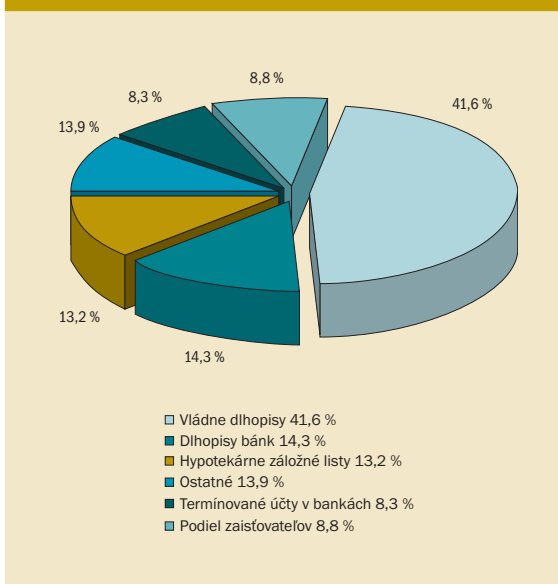
##### Náklady na poistné plnenia rástli rýchlejšie v životnom poistení

Náklady na poistné plnenia dosiahli v roku 2007 22,8 mld. Sk. Náklady na poistné plnenia v životnom poistení vzrástli v roku 2007 o 14,5% a dosiahli hodnotu 10,7 mld. Sk. V neživotnom poistení rástli náklady na poistné plnenia

mierne pomalším tempom (o 11,6%) a dosiahli 13,2 mld. Sk.

##### Škodovosť narástla<sup>59</sup>

Škodovosť za celé neživotné poistenie dosiahla za rok 2007 48,47 %, čo predstavuje nárast o 2,6 percentuálneho bodu oproti roku 2006. Škodovosť vzrástla v najväčšej skupine neživotného poistenia – poistenia zodpovednosti za škodu spôsobenú prevádzkou motorového vozidla, a to o 10,3 percentuálneho bodu. Nárast bol spôsobený tak rastom nákladov na poistné plnenia, ako aj poklesom zaslúženého poistného, ktoré medziročne klesá od roku 2004. V havarijnom poistení a v poistení majetku klesla škodovosť o 4 percentuálne body, resp. o 1,5 percentuálneho bodu v dôsledku nárastu zaslúženého poistného pri nízkom raste nákladov na poistné plnenia.

 Graf 61 **Umiestnenie prostriedkov technických rezerv** (%)


Zdroj: NBS.

Poznámka: Pod termínom „vládne dlhopisy“ sa rozumejú dlhopisy SR a iných štátov EÚ, NBS a iných centrálnych bánk, garantované SR, dlhopisy EIB, EBOR a MBOR.

#### 4.2.3 Technické rezervy a ich finančné umiestnenie

##### S rozvojom poistných produktov a zvyšujúcich sa záväzkov poisťovní dochádza k zvyšovaniu technických rezerv. Ich umiestnenie je konzervatívne

Brutto technické rezervy, bez zohľadnenia podielu zaisťovateľa na technických rezervách, dosiahli k 31. decembru 2007 hodnotu 113,5 mld. Sk. Brutto technické rezervy znížené o rezervu na krytie záväzkov z finančného umiestnenia v mene poisťovních<sup>60</sup> dosiahli k 31. decembru 2007 hodnotu

<sup>58</sup> NBS pristúpila pre účely tejto správy, tak ako v prípade analýzy technického poistného, k analýze technických nákladov na poistné plnenia (ďalej sa v texte pod pojmom „náklady na poistné plnenia“ myslia „technické náklady na poistné plnenia“).

<sup>59</sup> Škodovosť je percentuálny podiel: súčtu nákladov na poistné plnenia a zmeny brutto technickej rezervy na poistné plnenia (RPP) a predpísaného poistného v hrubej výške po odrátaní zmeny brutto technickej rezervy na poistné budúcich období (RPBO), tzv. zaslúženého poistného. Škodovosť sa sleduje len v neživotnom poistení.

<sup>60</sup> Ekonomické riziko investovania v Unit-Linked poistení nesie poisťník, preto sa sleduje umiestnenie prostriedkov technických rezerv po odrátaní Unit-Linked rezervy.

99,3 mld. Sk. Aktíva kryjúce technické rezervy dosiahli hodnotu 107,1 mld. Sk, čo predstavuje 107,8% z vytvorených technických rezerv bez rezervy na krytie záväzkov z finančného umiestnenia v mene poistených. Umiestnenie rezerv je stále konzervatívne, v nízkorizikových aktívach (graf 61).

#### 4.2.4 Finančná pozícia poistného sektora

##### Ziskovosť v sektore poisťovní sa vyvíjala priaznivo

Zisk poisťovní oproti roku 2006 vzrástol o 24,8% a dosiahol hodnotu 5,6 mld. Sk. Pokračuje tak obdobie silného rastu zisku poistného sektora od roku 2004 (graf 62). Spolu s rastom zisku vzrástla aj rentabilita aktív a rentabilita vlastného imania. V roku 2007 sa prehĺbila strata na technickom účte životného poistenia, ktorá vzrástla o 216 mil. Sk na 1,3 mld. Sk. Vo väčšine poisťovní bol nižší zisk alebo vyššia strata na technickom účte životného poistenia spôsobená vyšším rastom technických nákladov. Zisk z finančných operácií predstavoval 5,1 mld. Sk a vzrástol oproti roku 2006 o 335 mil. Sk a dostatočne tak kryl stratu na technickom účte životného poistenia. Naopak zisk na technickom účte neživotného poistenia vzrástol o 1,1 mld. Sk na 3,3 mld. Sk, najmä v dôsledku rýchlejšieho rastu zaslúženého poistného v porovnaní s technickými nákladmi, nielen za celý poistný sektor, ale aj vo väčšine poisťovní individuálne. Tri poisťovne hospodárili v roku 2007 so stratou.

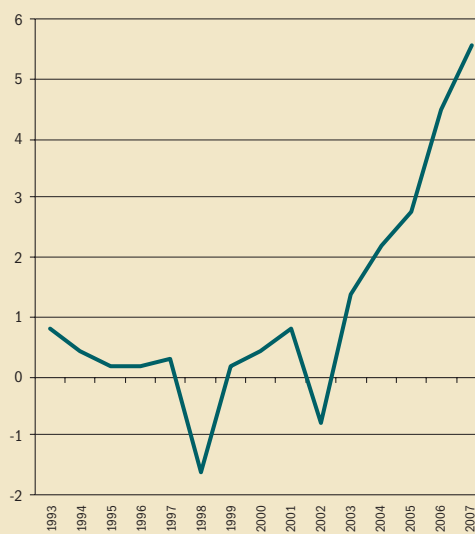
#### 4.2.5 Solventnosť poisťovní

**Všetky poisťovne plnili regulačné požiadavky pre solventnosť. Hodnota garančného fondu nedosiahla požadované minimum v 4 životných poisťovniach**

Z hľadiska hodnotenia solventnosti poisťovní sa vyžaduje, aby ich skutočná miera solventnosti (vlastné zdroje) bola vyššia ako požadovaná miera solventnosti a zároveň aby výška garančného fondu bola aspoň ako minimálna hodnota garančného

Graf 62 Celkový zisk poisťovní

(mld. Sk)



Zdroj: NBS.

fondu. Podiel celkovej skutočnej miery solventnosti k požadovanej miere solventnosti bol 2,8 (v životnom poistení 2,9 a v neživotnom poistení 2,7). Medziročne vzrástla hodnota tohto podielu o 0,2. Dôvodom bolo najmä navýšenie vlastných zdrojov zo zisku dosiahnutého v roku 2006. Vo všetkých poisťovniach bola hodnota garančného fondu na úrovni jeho minimálnej hodnoty pri neživotnom poistení a vo väčšine poisťovní (s výnimkou štyroch) to tak bolo aj pri životnom poistení.

#### 4.2.6 Riziká poistného sektora<sup>61</sup>

**Poisťovne (hlavne životné) by boli vystavené negatívne dopadu najmä pri náraste úrokových sadzieb, čo by sa prejavilo v nižších úrokových výnosoch z portfólií kryjúcich technické rezervy**

Pomerne výrazný dopad na hodnotu portfólia dlhových cenných papierov by mal rast základnej úrokovej sadzby NBS v sektore poisťovní, najmä v životnom poistení (graf 63). Ako vyplýva z meraní VaR, počas 10 dní môže s pravdepodobnosťou 1% v poisťovniach klesnúť hodnota aktív kryjúcich rezervy v životnom poistení o 2,3% a v neživotnom

61 Keďže na podrobnú analýzu vystavenia poisťovní voči poistným rizikám nie sú k dispozícii dostatočné údaje, táto analýza sa venuje iba dopadu trhových rizík. Analýza sa vzťahuje iba na aktíva kryjúce technické rezervy, pri ktorých riziko znáša poisťovňa. Nezohľadňujú sa aktíva, ktoré nekryjú technické rezervy a aktíva investované v mene poistených.

poistení o 0,7 % (mediánové hodnoty). Dôvodom je pomerne veľký podiel dlhových cenných papierov na aktívach kryjúcich technické rezervy poisťovní (77 %) a ich vysoká durácia najmä v niektorých poisťovniach. Na druhej strane, len malá časť portfólií dlhových cenných papierov je oceňovaná v reálnej hodnote proti zisku a strate. Úrokové riziko sa teda neprejaví ihneď po prípadnej zmene úrokových sadzieb v ziskovosti poisťovní. Dopad bude iba postupný prostredníctvom nižších úrokových výnosov. Pri niektorých produktoch životného poistenia môže byť dohodnuté vyplácanie peňažných prostriedkov klientom s fixnou úrokovou sadzbou, resp. s dlhšou dobou preceňovania úrokovej sadzby. Táto skutočnosť odhadnuté vystavenie voči úrokovému riziku znižuje.

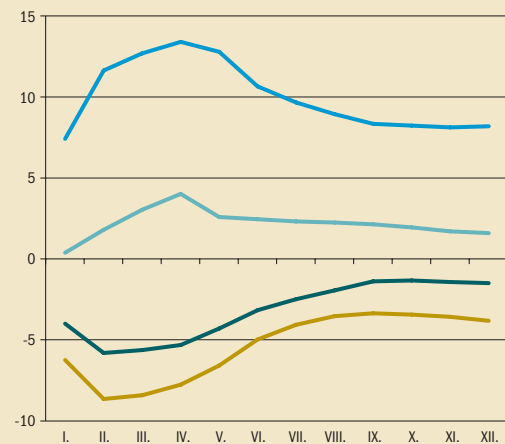
### **Poistný trh ako celok bol vystavený pomerne nízkemu akciovému riziku**

Objem investícií do akcií a podielových listov tvoril len 3 % z celkového objemu aktív kryjúcich technické rezervy. Tieto investície využívalo na krytie technických rezerv iba deväť poisťovní, väčšinou v životnom poistení. Poisťovne pritom investovali najmä do akcií a podielových listov zahraničných fondov alebo do podielových listov domácich podielových fondov dlhopisových, peňažných a špeciálnych. Týmto spôsobom však môžu byť poisťovne vystavené dodatočnému vplyvu devízového a úrokového rizika, ktoré nie je možné presnejšie odhadnúť, a to napriek stanoveným limitom na devízové riziko.

**Príame devízové riziko aktív kryjúcich technické rezervy je vo väčšine poisťovní zanedbateľné. V niektorých poisťovniach by malo posilnenie koruny voči euru mierne negatívny dopad na hodnotu aktív kryjúcich technické rezervy. Poisťovne sú vystavené nepriamo devízovému riziku cez investície do podielových fondov**

VaR pre devízové riziko v žiadnej poisťovni nepresahuje 0,6 % celkovej hodnoty technických rezerv. V poisťovniach, ktoré majú otvorenú devízovú pozíciu, je táto pozícia dlhá, keďže záväzky poisťovní sú väčšinou denominované v domácej mene. Z celkovej otvorenej pozície 63 % tvorí pozícia v eure. Výrazné zmeny devízových kurzov by nemali výraznejší dopad na technické rezervy väčšiny poisťovní, keďže veľkosť otvorených deví-

**Graf 63 Dopad zmeny sadzby NBS na aktíva kryjúce technické rezervy poisťovní v roku 2008**



Zdroj: NBS.

Poznámka: Na zvislej osi je medián podielu odhadovaného zisku/straty z precenenia a zmeny úrokových výnosov v portfóliu dlhových cenných papierov na celkovej hodnote aktív kryjúcich technické rezervy (počítané kumulatívne od začiatku obdobia).

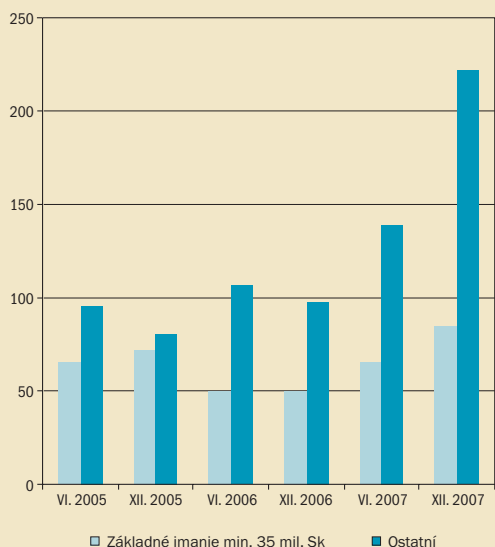
zových pozícií pri technických rezervách a aktívach kryjúcich technické rezervy je limitovaná zákonom. S výnimkou štyroch poisťovní by odhadovaná strata nepresiahla 0,3 % aktív kryjúcich technické rezervy pri životnom ani neživotnom poistení. Treba však poznamenať, že hoci v ostatných poisťovniach sú devízové pozície prakticky uzavreté, výrazné zmeny vo výmenných kurzoch môžu mať negatívny vplyv nepriamo, a to prostredníctvom investícií do podielových fondov. Hoci podielové listy týchto fondov sú denominované v slovenských korunách, devízové riziko sa môže prejavíť poklesom ich hodnoty, keďže samotné podielové fondy nemusia mať devízové pozície uzatvorené. Poisťovne zároveň môžu byť vystavené devízovému riziku prostredníctvom aktív, ktoré nekryjú technické rezervy.

### **4.3 Obchodníci s cennými papiermi**

**Primeranosť vlastných zdrojov bola vysoko nad zákonom stanovenou hranicou 8 %**

Primeranosť vlastných zdrojov obchodníkov s cennými papiermi, ktorí nie sú bankami, sa počas

**Graf 64 Vývoj priemernej primeranosti vlastných zdrojov obchodníkov s cennými papiermi, ktorí nie sú bankami (%)**



Zdroj: NBS.

roka 2006 pohybovala u všetkých subjektov nad zákonom stanovenou hranicou 8 % (graf 64).

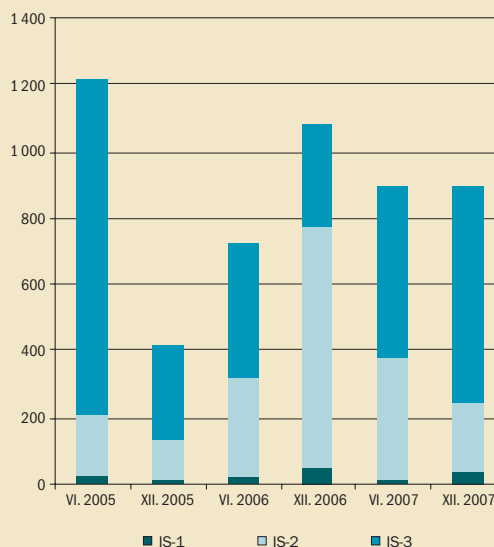
#### **Objem klientskych obchodov sa zmenil len minimálne. Menila sa štruktúra obchodov**

Celkový objem klientskych obchodov v rámci poskytnutých investičných služieb IS-1 až IS-3<sup>62</sup> dosiahol v roku 2007 hodnotu 1 793 mld. Sk, pričom až 93 % týchto obchodov bolo uskutočnených prostredníctvom bánk. Oproti roku 2006 sa tento objem zmenil len minimálne, vtedy sa uskutočnili obchody v celkovom objeme 1 810 mld. Sk. V štruktúre obchodov v rámci jednotlivých druhov investičných služieb však medziročne došlo k zmenám (graf 65).

#### **K zmene došlo aj v štruktúre obchodovaných finančných nástrojov**

Zatiaľ čo v roku 2006 tvorili obchody s dlhopismi až 47 % všetkých obchodov, v roku 2007 to bolo už len 22 %. Významný nárast zaznamenalo

**Graf 65 Vývoj objemu a štruktúry klientskych obchodov podľa druhu investičnej služby (mld. Sk)**



Zdroj: NBS.

obchodovanie s derivátovými nástrojmi, najmä forwardmi, opciami, swapmi a futuritami. Podiel obchodov s týmito nástrojmi medziročne vzrástol z 36 % na 60 %.

## **4.4 Kolektívne investovanie**

### **4.4.1 Vývoj v sektore v roku 2007**

#### **Po miernej stagnácii v roku 2006 čistá hodnota majetku spravovaná v otvorených podielových fondoch počas roku 2007 vzrástla**

Celková čistá hodnota majetku v tuzemských podielových fondoch a zahraničných subjektoch kolektívneho investovania verejne ponúkaných na území Slovenskej republiky a zodpovedajúca predajom investorom na území Slovenskej republiky vzrástla počas roku 2007 o 32 mld. Sk, respektíve o 25 % (graf 66). Čisté predaje dosiahli hodnotu 26,5 mld. Sk, kým v roku 2006 bola táto hodnota záporná. Najviac redemované boli akciové

62 IS-1 = investičná služba podľa § 6 ods. 2 písm. a) zákona o cenných papieroch, teda prijatie pokynu klienta na nadobudnutie, predaj alebo iné nakladanie s investičnými nástrojmi a následné postúpenie pokynu klienta na účel jeho vykonania.

IS-2 = investičná služba podľa § 6 ods. 2 písm. b) zákona o cenných papieroch, teda prijatie pokynu klienta na nadobudnutie alebo predaj investičného nástroja a jeho vykonanie na iný účet ako na účet poskytovateľa služby.

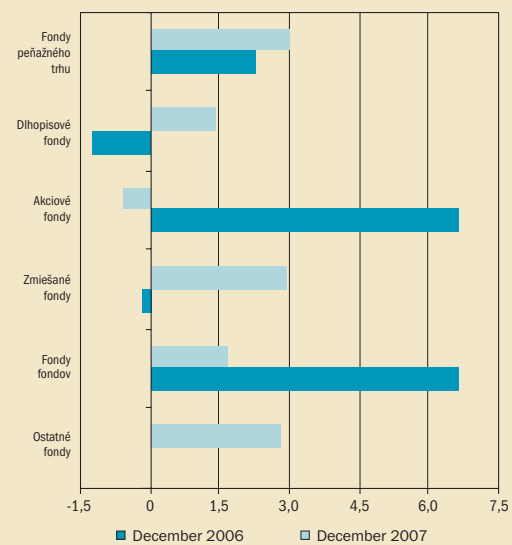
IS-3 = investičná služba podľa § 6 ods. 2 písm. c) zákona o cenných papieroch, teda prijatie pokynu klienta na nadobudnutie alebo predaj investičného nástroja a jeho vykonanie na vlastný účet.

**Graf 66 Vývoj objemu investícií v otvorených podielových fondoch predávaných v SR (mld. Sk)**



Zdroj: NBS.

**Graf 67 Výkonnosť tuzemských otvorených podielových fondov (% p. a.)**



Zdroj: NBS.

Poznámka: Fondy sú vážené čistou hodnotou majetku.

fondy, z ktorých investori počas roku 2007 vybrali 6,2 mld. Sk. Pokračovali aj redemácie dlhopisových fondov v objeme 4,5 mld. Sk. Takto získané prostriedky, ako aj nový kapitál umiestňovali investori v priebehu roka najmä do peňažných fondov (čisté predaje v objeme 14 mld. Sk), iných, najmä tzv. zaistených fondov (9 mld. Sk) a zmiešaných fondov (8 mld. Sk). Do novovytvorených špeciálnych fondov nehnuteľností bolo investovaných 3,3 mld. Sk.

#### **Priemerná ročná výkonnosť otvorených fondov bola slabšia než v roku 2006**

Ku koncu roka 2007 vykazovali otvorené podielové fondy mierne zníženú medziročnú výkonnosť v porovnaní s decembrom 2006. Podpísal sa pod ňu mierny nárast úrokových sadzieb, stagnácia svetových akciových trhov a posilňovanie slovenskej koruny. Takýto vývoj trhových faktorov bol prospešný najmä pre peňažné a zmiešané fondy, ktoré zaznamenali vyššiu výkonnosť ako v predchádzajúcom roku (graf 67).

#### **4.4.2 Riziká v kolektívnom investovaní**

##### **Najvýznamnejšie bolo devízové riziko, rástlo aj akciové riziko**

Devízové riziko predstavuje pre podielové fondy pomerne významné riziko. Dôvodom je, že viaceré podielové fondy majú vo svojich fondoch majetkové a dlhové cenné papiere denominované v zahraničných menách. Pomerne nízku VaR majú iba fondy fondov. Tie však môžu byť vystavené devízovému riziku nepriamo, prostredníctvom vplyvu devízového rizika na hodnotu podielových listov, ktoré držia vo svojich portfóliách. VaR pre devízové riziko nepresiahla v žiadnom fonde hodnotu 7 % z čistej hodnoty majetku fondu. Najviac vystavené simulovanému zhodnoteniu domácej meny (tabuľka 7) sa javia akciové fondy a fondy fondov. Akciové riziko bolo vypočítané z pozícií fondov v akciách a podielových listoch iných podielových fondov. Toto riziko môže výrazne ovplyvniť hodnotu investícií najmä do akciových podielových fondov. Počas druhého polroka 2007 v dôsledku rastúcej volatility akciových trhov úroveň tohto rizika vzrástla. Na základe vývoja v roku 2007 možno predpokladať, že hodnota podielových listov akciových podielových fondov by s pravdepodobnosťou 99 % v priemere nemala klesnúť o viac ako 10 %, čo je pomerne vysoká hodnota. Scenár makrostresového testovania (str. 55) by bol významný najmä pre podielové fondy s vyšším podielom akcií (tabuľka 10).

Tabuľka 10 Dopad makro stresového testovania (negatívny vývoj na zahraničných trhoch) (%)

	Dolný kvartil	Medián	Horný kvartil
Podielové fondy	-9	-6	-1
z toho: akciové	-25	-25	-24
dlhopisové	-3	0	0
zmiešané	-13	-7	-3
fondy fondov	-19	-18	-16

Zdroj: NBS.

Poznámka: V tabuľke sú zobrazené kvartily podielu zisku, resp. straty na aktívach.

### Úrokové riziko bolo nízke

Vystavenie voči úrokovému riziku je pomerne nízke, a to aj vo fondoch s vyšším podielom dlhopisovej zložky. VaR úrokového rizika takmer vo všetkých podielových fondoch nepresahuje hodnotu 1 % NAV. Väčšina fondov by teda nezaznamenala výraznejší dopad na reálnu hodnotu cenných papierov v prípade neočakávanej zmeny úrokových mier. Pri poklese úrokových mier by však postupne klesla ich výnosnosť.

### Podielové fondy boli väčšinou investované do málo rizikových aktív

Najviac celkových aktív podielových fondov, až 64 %, má VaR na úrovni do 1 % NAV, čo znamená, že väčšina aktív podielových fondov je investovaná do málo rizikových aktív. Dôvodom je, že takmer polovica aktív je sústredených v peňažných fondoch (graf 68), ktorých VaR sa pohybuje v intervale do 1 % NAV. Najvyššiu rizikovosť majú akciové fondy, ktorých podiel na celkovej hodnote NAV je 5 %.

## 4.5 Dôchodkové sporenie

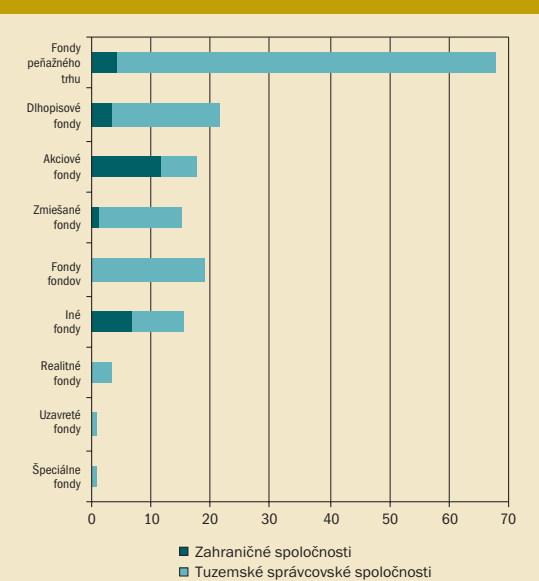
### 4.5.1 Vývoj v sektore v roku 2007

#### II. PILIER

### Prírastok sporiteľov vo fondoch dôchodkových správcovských spoločností (DSS) sa zmiernil

Druhý pilier systému dôchodkového zabezpečenia bol už v roku 2007 uzavretý pre dobrovoľné vstupy. Prírastok sporiteľov tak bol len necelých 20 tisíc a celkový počet sporiteľov k 31. decembru

Graf 68 Objem majetku v jednotlivých druhoch fondov k 31. 12. 2007 (mld. Sk)



Zdroj: NBS.

2007 dosiahol 1 558 650. Čistá hodnota aktív (NAV) naakumulovaná vo fondoch v druhom pilieri dôchodkového sporenia dosiahla ku koncu roka 2007 už viac ako 51 mld. Sk.

**Na celkovej hodnote aktív druhého piliera výrazne prevažujú rastové fondy. Väčšina prostriedkov je však naďalej investovaná konzervatívne, hoci sa agregátna skladba portfólia dôchodkových fondov v roku 2007 mierne posunula smerom k volatilnejším aktívam**

Takmer dve tretiny všetkých prostriedkov pod správou DSS sú uložené na zhodnocovanie v rastových fondoch (graf 69). Takéto typové rozvrstvenie odráža predovšetkým počiatočný stav fungovania systému, keď sú ešte všetci sporitelia v úvodnej fáze cyklu sporenia a v dlhodobej perspektíve

očakávajú najvyššie zhodnotenie svojich príspevkov práve v rastových, prípadne vyvážených fondoch. Agregátna skladba portfólia dôchodkových fondov sa mierne posunula smerom k potenciálne výnosnejším, ale zároveň aj volatilnejším aktívam (graf 70).

### Na výkonnosť fondov v roku 2007 vplývala najmä zmena v štruktúre investícií fondov

Zmena v štruktúre investícií fondov v prvom polroku 2007, spojená s rastom akciových trhov, priniesla zvýšenie výkonnosti vo všetkých fondoch.<sup>63</sup> Polepšili si hlavne vyvážené a rastové fondy, ktorých výkonnosť sa k 30. júnu 2007 pohybovala v rozmedzí 5 % až 8 %. V druhom polroku však negatívny vývoj na trhoch, súvisiaci s hypotekárnou krízou v USA, znížil výkonnosti v týchto dvoch typoch fondov vo väčšine správcovskej spoločnosti pod úroveň z konca roka 2006. K poslednému dňu decembra 2007 sa tak výkonnosti vyvážených fondov nachádzali v pásme od 2 % do 4,3 % a rastových od 2,1 % do 4,3 %. Výkonnosť konzervatívnych fondov sa pohybovala v rozmedzí 3,7 % až 4,5 % (tabuľka 11).<sup>64</sup>

**Tabuľka 11 Ročná výnosnosť dôchodkových fondov k 31. 12. 2007 (% p. a.)**

Typy fondov	Aritmetický priemer	Vážený priemer
Konzervatívne fondy	4,0	4,1
Vyvážené fondy	3,6	3,8
Rastové fondy	3,5	3,6

Zdroj: NBS.

Poznámka: Podrobná metodika k tabuľke je v poznámke pod čiarou č. 63.

63 Priemerná ročná výnosnosť dôchodkových fondov bola vypočítaná ako vážený priemer percentuálnych medziročných zmien denných hodnôt dôchodkových jednotiek príslušných dôchodkových fondov. Percentuálna medziročná zmena denných hodnôt dôchodkových jednotiek sa vypočítava k 31. decembru 2007 (PMZDHDJ<sub>31.12.2007</sub>) nasledujúcim spôsobom:

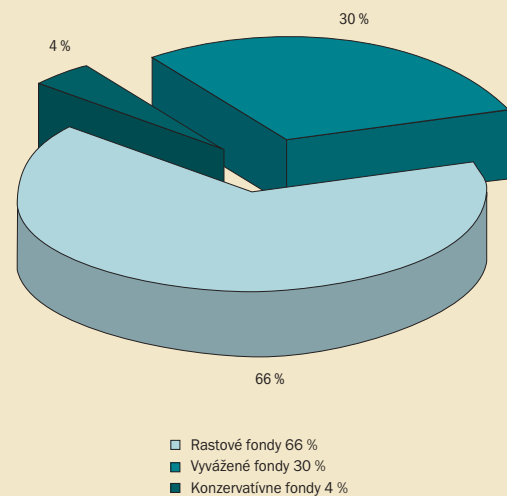
$$PMZDHDJ_{31.12.2007} = \left( \frac{DJ_{31.12.2007}}{DJ_{29.12.2006}} - 1 \right) * 100\%$$

kde DJ je hodnota dôchodkovej jednotky za príslušný deň. Ak sa uvádza vážený priemer, váhou bol podiel čistej hodnoty majetku (NAV) príslušného fondu na súčte NAV fondov rovnakého druhu. Udávaná výnosnosť je nominálna, čo znamená, že nie je od nej odrátaná inflácia. Pri určení výnosnosti rôznych foriem investovania sa bežne udáva nominálna výnosnosť, pričom pri výpočte sa použila štandardná zákonná metodika. Uvedená výnosnosť však nie je výnosom sporiteľa na jeho osobnom dôchodkovom účte, ktorý je u každého individuálny.

Vstupnými údajmi boli hodnoty dôchodkových jednotiek jednotlivých dôchodkových fondov predložené dôchodkovými správcovkými spoločnosťami Národnej banky Slovenska za dni 29. decembra 2006 (posledný pracovný deň roka 2006) a 31. decembra 2007, ktoré sú tiež zverejnené na internetovej stránke Národnej banky Slovenska.

64 Pre sporiteľa je rozhodujúce priemerné zhodnotenie za celé obdobie účasti v II. pilieri ku dňu odchodu do dôchodku. Preto je potrebné výkonnosť fondov hodnotiť v dlhodobom horizonte.

**Graf 69 Podiel jednotlivých typov fondov na celkovom objeme aktív v roku 2007 (%)**



Zdroj: NBS.

### Správcovskej spoločnosti zlepšili svoje hospodárenie

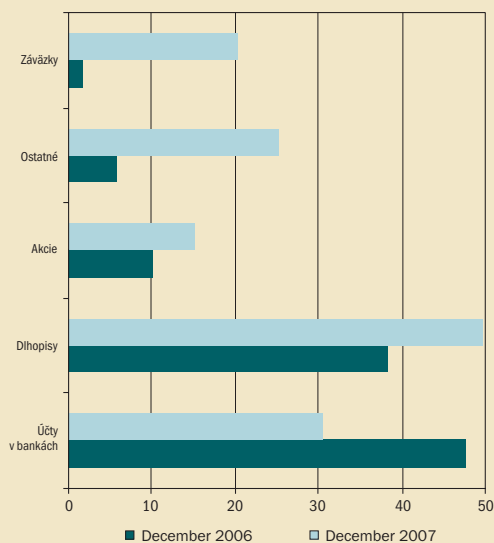
Okrem jednej, všetky ostatné spoločnosti výrazne zredukovali svoju stratu. Dve spoločnosti ukončili účtovný rok so ziskom, čo sú vôbec prvé dva výskyt kladného hospodárskeho výsledku od začiatku fungovania systému.

### III. PILIER

#### Čistá hodnota aktív spravovaných vo fondoch tretieho piliera dosiahla 25,3 mld. Sk

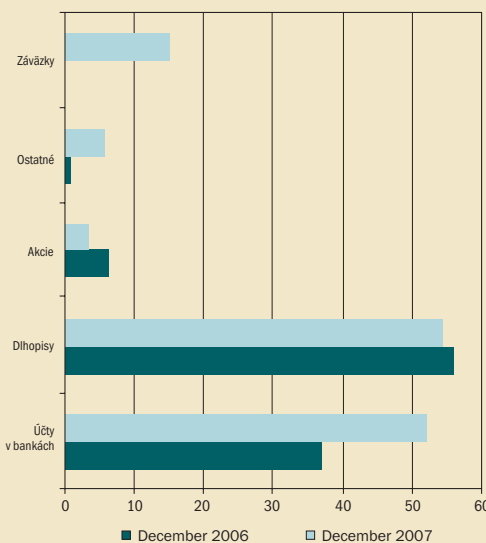
Celkovo si na konci decembra 2007 sporilo na svoj dôchodok prostredníctvom piatich spoločností

**Graf 70 Podiel jednotlivých druhov investícií dôchodkových fondov II. piliera na celkovom objeme spravovaných aktív (%)**



Zdroj: NBS.

**Graf 71 Podiel jednotlivých druhov investícií dôchodkových fondov III. piliera na celkovom objeme spravovaných aktív (%)**



Zdroj: NBS.

v treťom dobrovoľnom pilieri 792 tisíc obyvateľov, z čoho 763 tisíc v príspevkových fondoch. Čistá hodnota aktív za všetky fondy rástla v roku 2007 tempom 19 % a na jeho konci dosiahla úroveň 25,3 mld. Sk.<sup>65</sup> Väčšina prírastku aj samotného objemu (97 %) sa vzťahuje na príspevkové fondy.

**Štruktúra portfólia tretieho piliera bola na konci roka 2007 značne konzervatívna. Počas roka 2007 došlo k štrukturálnej zmene zloženia majetku**

Takmer všetky vyzbierané prostriedky boli investované vo forme účtov v bankách alebo dlhopisov. Podobne ako v druhom pilieri, aj vo fondoch doplnkových dôchodkových spoločností došlo počas roka 2007 k štrukturálnej zmene zloženia majetku. Táto zmena mala však v zásade opačný charakter ako v druhom pilieri – z hľadiska objemu rástol relatívny význam prostriedkov držaných na účtoch v bankách a klesol podiel dlhopisov (graf 71).

**Fondy v treťom pilieri mali veľmi slabú výkonnosť aj na úkor vysokých poplatkov v prospech DDS**

Ročná výkonnosť príspevkových fondov sa k 31. decembru 2007 v treťom pilieri pohybovala od 0,1 % do 5,4 %.<sup>66</sup> Priemer vážený NAV fondov však bol na relatívne nízkej úrovni 1,0%, čo vzhľadom na veľkosť medzročnej inflácie 2,5 % znamená, že úspory občanov sa v priemere čiastočne znehodnotili. Za slabšou výkonnosťou fondov v treťom pilieri (minimálne v porovnaní s druhým pilierom) treba pravdepodobne hľadať poplatkovú politiku doplnkových dôchodkových spoločností. Priemerná výška odplát za správu fondu totiž dosahovala na konci roka 2007 až 2,4 % (jednoduchý aritmetický priemer za všetky fondy) z čistej hodnoty aktív vo fonde. V troch fondoch bola táto sadzba dokonca stanovená na hornej zákonom povolenej hranici 3 %. Navyše v treťom pilieri ukrajújú účastníkom z výkonnosti ešte ďalšie náklady, ako sú dane, odplaty depozitárovi, poplatky za vyrovnanie obchodov z CP a ďalšie iné, ktoré sú na rozdiel od druhého piliera, kde ich znáša samotná správcovská spoločnosť, hradené z majetku fondu. Zisk za rok 2007 vytvorili tri z piatich DDS.

<sup>65</sup> NAV za december 2006 vstupujúce do výpočtu medzročného prírastku zahŕňa aj NAV vtedajšej DDP Stabilita, aj keď toto číslo je len orientačné, nakoľko nie je k dispozícii presný údaj.

<sup>66</sup> V tomto prípade ide o ročné výkonnosti udávané správcovskými spoločnosťami, pričom metódy použité na ich výpočet sa medzi jednotlivými spoločnosťami rôznia.





Tabuľka 12 Vystavenie sa dôchodkových fondov rizikám

(%)

	Konzervatívne fondy			Vyvážené fondy			Rastové fondy		
	Minimum	Medián	Maximum	Minimum	Medián	Maximum	Medián	Maximum	Minimum
Akciové riziko	0,0	0,0	0,0	0,8	1,0	1,7	0,9	1,3	2,0
Úrokové riziko	0,1	0,1	0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2
Devízové riziko	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	0,0	0,2	0,3
Celkové riziko	0,1	0,1	0,2	0,7	1,0	1,9	0,8	1,3	2,2
Akciové riziko k portfóliu akcií	-	-	-	4,4	5,7	7,8	4,4	5,8	7,7
Úrokové riziko k portfóliu dlhových cenných papierov	0,1	0,2	0,6	0,1	0,3	0,9	0,2	0,3	0,9

Zdroj: NBS.

Poznámky: Hodnoty v tabuľke udávajú VaR (na hladine pravdepodobnosti 99 % pri predpoklade 10-dňovej držby nezmeneného portfólia) na NAV, resp. na portfóliu akcií alebo dlhových cenných papierov. Pri úrokovom riziku sa neberie do úvahy úrokové riziko vyplývajúce z väzbanosti termínovaných vkladov.

#### 4.5.2 Riziká v dôchodkovom sporení

**Fondy dôchodkových správcovských spoločností sú vystavené rôznym trhovým rizikám – konzervatívne len úrokovému a rastové a vyvážené predovšetkým akciovému**

Konzervatívne fondy sú vystavené len úrokovému riziku, keďže nemajú žiadne otvorené akciové alebo devízové pozície. Ako naznačujú výpočty VaR, toto riziko je pomerne nízke (tabuľka 12). Fondy držia väčšinou dlhopisy s relatívne krátkou duráciou denominované v slovenskej korune. Najvýznamnejšie riziko, ktorému sú vystavené rastové a vyvážené fondy, je akciové riziko. V porovnaní s týmto rizikom je devízové a úrokové riziko relatívne nevýznamné. V porovnaní s obdobím na konci prvého polroka 2007 sa rizikovosť akciových portfólií zvýšila v dôsledku nárastu volatility na akciových trhoch.

**V rámci DDS tretieho piliera sa ako najrizikovejšie javia rastové príspevkové fondy**

Väčšina príspevkových fondov doplnkových dôchodkových spoločností je vystavená akciovému aj úrokovému riziku, hoci v odlišnej miere. Devízovému riziku sú fondy vystavené najmä v dôsledku nezaistenej dlhej pozície vzniknutej z investícií do cenných papierov denominovaných v zahraničných menách. Výplatné fondy držia takmer všetky svoje prostriedky na bežných alebo termínovaných účtoch, prípadne v dlhopisoch s nízkou duráciou. Celkovo sa teda z fondov DDS javia ako najrizikovejšie

šie rastové príspevkové fondy investujúce vo väčšej miere do akcií a podielových listov. Z dôvodu vyššej volatility akciových trhov rizikovosť týchto fondov počas druhého polroka 2007 vzrástla. Ich trhoví podiel je však pomerne nízky.

#### 4.6 Riziká vyplývajúce z vývoja vo finančnom sektore v roku 2007

- Negatívny vývoj na vyspelých finančných trhoch vyvolaný krízou v sektore rizikových hypoték USA (*sub-prime mortgage sector*) spôsobil cez nárast akciového rizika pokles výkonnosti niektorých domácich fondov. Dopad na banky nebol významný.
- Rastie napätie v rozpočtoch zadlžených domácností, vzhľadom na opätovný, globálne podmienený rast cien a zmierňovanie štandardov úverovania domácností.
- Dochádza k zmenám v sektorovej štruktúre úverovania, kde rastie podiel úverovania sektora nehnuteľností.
- Potenciálnym rizikom v podmienkach slovenského bankového sektora môže byť smerovanie regulácie bánk v EÚ k jej väčšej centralizácii.

**Negatívny vývoj na svetových finančných trhoch v rámci domáceho finančného trhu nepriaznivo ovplyvnil najmä výkonnosť fondov s vyšším podielom akcií v ich portfóliách**

Vývoj na svetových finančných trhoch od začiatku druhej polovice roka 2007 vyvolal celkovo mierny

rast rizík v rámci domáceho finančného sektora. Priame vystavenie finančného sektora voči americkým sub-prime hypotekárnym úverom a štruktúrovaným produktom naviazaným na tieto zlé úvery bolo iba minimálne. Pri individuálnych finančných inštitúciách, ktoré takéto nástroje držia, bola vysoká neistota ohľadom kreditnej kvality týchto nástrojov, ich likvidity a ocenenia. Celkový nárast volatility a neistoty na kapitálových trhoch zvýšil akciové riziko. Prejavilo sa to poklesom výkonnosti najmä rastových a vyvážených fondov dôchodkových správcovských spoločností, rastových príspevkových fondov doplnkových dôchodkových spoločností a akciových podielových fondov. Celkový pokles likvidity, ktorý sprevádza súčasný vývoj na vyspelých finančných trhoch, sa domáceho finančného sektora výrazne nedotkol. Bankový sektor, ktorý je všeobecne najcitlivejší na stav likvidity, vykazoval dostatok domácich primárnych zdrojov.

***Rástla citlivosť domácností na pokles ich príjmov a stúpala citlivosť kreditného rizika bánk na pokles cien nehnuteľností***

V domácom bankovom sektore pokračoval v roku 2007 vysoký rast úverov domácnostiam, čím stúpalo aj vystavenie bánk voči kreditnému riziku z týchto úverov. Zadĺženie sektora domácností na makroúrovni dosahovalo v roku 2007 nízku úroveň. Na druhej strane vyššiu úroveň zadĺženia dosahujú domácnosti, ktoré už úver majú. V roku 2007 na úroveň zaťaženia splátkami vplýval najmä rast cien nehnuteľností. Domácnosti boli nútené financovať kúpu nehnuteľností vyšším objemom úveru, čo sa následne prejavilo na vyšších splátkach. Zmierňujúcim faktorom bolo predlžovanie splatnosti úverov a nižšie úrokové sadzby na úvery. Celkovo však zaťaženosť domácností splátkami rástla, čím z pohľadu kreditného rizika rástla citlivosť domácností najmä na pokles príjmov. V súvislosti s globálne podmieneným rastom spotrebiteľských cien sa zvyšuje pravdepodobnosť rastu napätia v rozpočtoch zadĺžených domácností. Banky, v dôsledku rastu cien nehnuteľností na jednej strane a snahou o udržanie si trhového podielu na druhej strane, pristúpili k zmierňovaniu štandardov. Aj keď celková dynamika zmierňovania štandardov klesala, v roku 2007 vo viacerých bankách stúpol objem úverov s LTV nad 100 %. Riziko úverov domácnostiam sa tak stáva citlivejším aj na zmeny cien nehnuteľ-

ností. Nárastom LTV stúpa aj morálny hazard, keď banky získavajú klientov, ktorí sa menšou mierou podieľajú na financovaní investície. Z pohľadu kreditného rizika vykazovali domácnosti aj v roku 2007 v bankách vysoký podiel nových úverov na bývanie s krátkodobou fixáciou úrokových sadzieb.

***Výrazne rástla expozícia bánk voči sektoru nehnuteľností, v druhom polroku však banky sprísňovali štandardy na tieto úvery***

Vysoký rast úverov zaznamenali banky aj vo vzťahu k podnikovému sektoru. Výrazne stúplo najmä vystavenie voči sektoru nehnuteľností. V niektorých bankách tvorili tieto úvery významnú časť celkových úverov. Rizikovosť úverov na komerčné nehnuteľnosti priamo súvisí s vývojom cien za prenájom nehnuteľností, ako aj ich obsadenosťou. V druhom polroku 2007 sa ceny za prenájom mierne znižovali. Obsadenosť do veľkej miery závisí od fázy ekonomického cyklu. V druhom polroku boli zaznamenané zmeny v prístupe bánk k týmto úverom. Banky, aj v dôsledku súčasnej krízy na finančných trhoch, volili skôr opatrnejší prístup a sprísňovali štandardy na tieto úvery. Pri podnikoch naďalej ostáva vysoká citlivosť na zmenu výmenného kurzu, keďže veľká časť úverov je denominovaná v cudzích menách.

***Posun európskej regulácie bankového sektora smerom k zvyšovaniu právomocí domáceho regulátora na úkor hostovského a orientácia regulačných požiadaviek skôr na bankovú skupinu než na jej jednotlivé časti, môže zvýšiť riziká pre finančnú stabilitu na Slovensku***

Slovenský bankový sektor je takmer celý v rukách zahraničných vlastníkov. Systémovo dôležité domáce banky môžu pritom predstavovať relatívne malú časť hodnôt ich materských skupín. Národná banka Slovenska nesie zodpovednosť za stabilitu domáceho finančného systému. Zúžovaním regulačných právomocí NBS vo vzťahu k organizačnej jednotke medzinárodnej bankovej skupiny pôsobiacej v slovenskom finančnom sektore, alebo presúvaním regulačných požiadaviek (napr. na kapitál a likviditu) na jej materskú spoločnosť (centrálu so sídlom v inej jurisdikcii) môže byť včasná a adekvátna reakcia NBS v prípade potreby obmedzená. Vznikol by tým konflikt medzi zodpovednosťou NBS a jej právomocami a riziko pre domácu finančnú stabilitu by narástlo.



## 5 Bezpečnosť a spoľahlivosť medzibankového platobného systému SIPS v roku 2007

**Z hľadiska rizík pre finančnú stabilitu možno činnosť medzibankového platobného systému na Slovensku v roku 2007 hodnotiť pozitívne**

Systém SIPS pracoval v roku 2007 spoľahlivo a bez porúch. Funkcie platobného systému sa priebežne rozvíjajú tak, aby sa dosiahla vyššia efektívnosť a operačná spoľahlivosť systému. Vykonáva sa pravidelné testovanie núdzového prenosu údajov.

**V priebehu roku 2007 počet priamych účastníkov vzrástol o dve pobočky zahraničných bánk pôsoiace na území SR na základe jedného bankového povolenia**

Ku koncu roku 2007 prevádzkovala Národná banka Slovenska medzibankový platobný systém SIPS pre 32 účastníkov, z toho bolo 30 priamych účastníkov a 2 tretie strany.

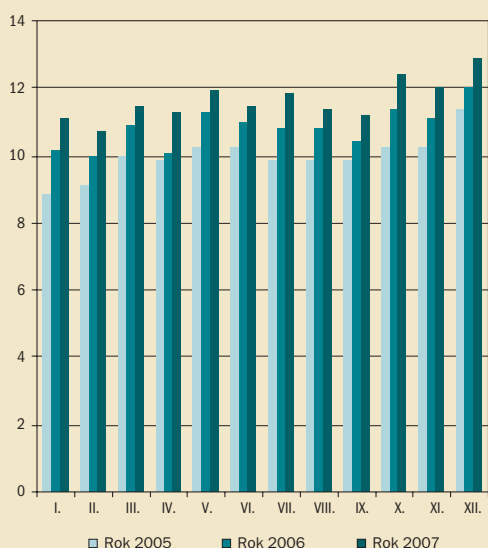
**Nová koncepcia platobného styku v SR je výsledkom konsenzu Národnej banky Slovenska a všetkých účastníkov medzibankového platobného systému SIPS**

V súvislosti s prípravou zavedenia systému TARGET2<sup>67</sup> začala Národná banka Slovenska s prípravou transformácie súčasného systému SIPS na nový retailový platobný systém EUROSIPS. Vstupom Slovenskej republiky do eurozóny bude tento systém implementovaný ako domáci multilaterálny systém čistého zúčtovania pre retailové platby. Systém nebude vyžadovať okamžitú finalitu, nakoľko bude spracovávať klientske platby malej hodnoty s nízkou prioritou (medzibankové platby veľkej hodnoty budú presmerované do systému TARGET2). Prijaté platby sa budú počas účtovného dňa priebežne spracovávať na technických účtoch, pričom finálne zúčtovanie platieb bude prebiehať 2-krát za deň na RTGS účtoch v systéme TARGET2. Prenos údajov medzi systémami EUROSIPS a TARGET2 bude realizovaný prenosom informácií v definovanej štruktúre prostredníctvom siete SWIFT-Net. Prevádzkovateľom platobného systému EUROSIPS bude Národná banka Slovenska.

**Počet transakcií realizovaných cez SIPS vzrástol oproti roku 2006 o 7,5 %**

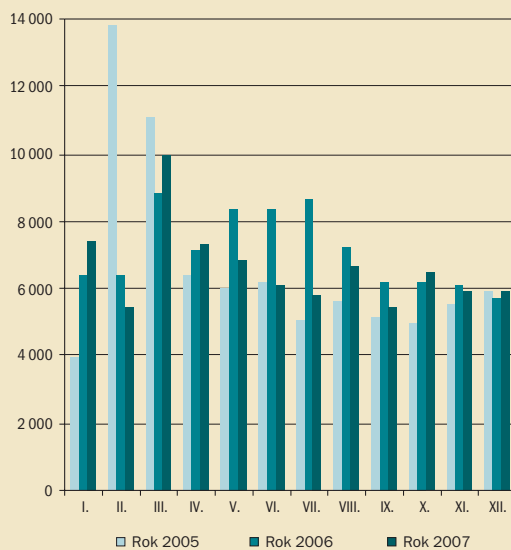
Počas roku 2007 bolo v platobnom systéme SIPS celkovo spracovaných takmer 140 mil. transakcií.

Graf 72 Vývoj počtu transakcií uskutočnených v SIPS (mil. Sk)

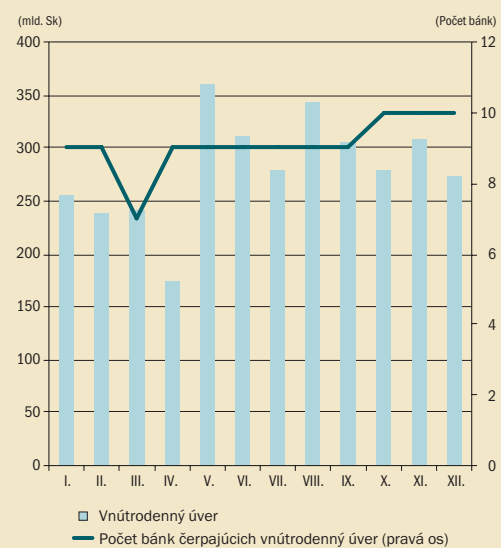


Zdroj: NBS.

<sup>67</sup> TARGET2 je systém hrubého zúčtovania platieb v reálnom čase poskytovaný centrálnymi bankami Eurosystemu. Používanie tohto systému je povinné pre všetky centrálné banky krajín, ktoré prijali euro za svoju menu. Základom systému TARGET2 je jednotná zdieľaná technická platforma, ktorá zabezpečuje harmonizovaný prístup k tomuto systému pre všetkých účastníkov v rámci Eurosystemu. Z právneho hľadiska však TARGET2 predstavuje množinu systémov. Systém prevádzkovaný Národnou bankou Slovenska bude označovaný ako TARGET2-SK.

**Graf 73 Vývoj hodnoty transakcií uskutočnených v SIPS (mld. Sk)**


Zdroj: NBS.

**Graf 74 Objem vnútrodeného úveru v roku 2007 (mld. Sk)**


Zdroj: NBS.

Zachoval sa tak stabilný rastúci trend z predchádzajúcich rokov (graf 72 ).

#### **Na rozdiel od predchádzajúcich rokov hodnota spracovaných transakcií v roku 2007 poklesla**

V roku 2007 spracoval SIPS transakcie len v hodnote necelých 79 545 mld. Sk, čo oproti roku 2006 predstavuje pokles o 7,1 % (graf 73). Výrazný vplyv na znížení hodnoty platieb mohol mať stabilnejší vývoj domácej meny.<sup>68</sup>

#### **Výraznú dynamiku počtu a hodnoty prioritných platieb v predchádzajúcich rokoch vystriedalo obdobie jej ustálenia**

Počet prioritných platieb v roku 2007 dokonca poklesol o vyše 20 %. Celkovo bolo spracovaných a zúčtovaných necelých 275 tis. prioritných platieb, kým v predchádzajúcom roku to bolo viac ako 320 tis. Podiel na celkovom počte uskutočnených transakcií sa však výrazne nezmenil – predstavuje necelých 0,2 %, kým v roku 2006 to bolo 0,25 %.

Klesala aj hodnota prioritných platieb, i keď iba o necelé tri percentá (na 53 959 mld. Sk).<sup>69</sup> Oproti predchádzajúcim rokom však ide o výraznú zmenu, keďže hodnota prioritných platieb vzrástla v rokoch 2004 – 2006 takmer trojnásobne.

#### **Hladké fungovanie platobného systému podporuje poskytovanie vnútrodených úverov**

V roku 2007 bol účastníkom, ktorí požiadali o vnútrodený úver, poskytnutý tento úver v celkovom objeme vyše 3 442 mld. Sk (graf 74). Objem poskytnutého vnútrodeného úveru účastníkom sa sleduje na týždennej báze. Národná banka Slovenska poskytla týždenne vnútrodený úver v priemernom objeme 66,092 mld. Sk.<sup>70</sup> Národná banka Slovenska poskytuje vnútrodený úver tým účastníkom medzibankového platobného styku, ktorí sú povinní tvoriť povinné minimálne rezervy. Vnútrodený úver je poskytovaný vo forme možnosti prečerpania peňažných prostriedkov na účte peňažných rezerv stanovením maximálneho debetného zostatku (overdraft). Vnútrodený úver

<sup>68</sup> Výrazný nárast hodnoty platieb vo februári 2005 napríklad priamo súvisel s výskytom sterilizačných obchodov NBS.

<sup>69</sup> Hodnota zúčtovaná prioritnými platbami predstavovala 68 % hodnoty všetkých spracovaných transakcií (v roku 2006 to bolo 65 %).

<sup>70</sup> Objemom poskytnutého vnútrodeného úveru sa myslí hodnota cenných papierov (znižených o zrážku), ktoré NBS prijala od účastníkov ako kolaterál za poskytnutý vnútrodený úver. Ide o maximálny možný limit, do výšky ktorého môžu účastníci vnútrodený úver čerpať. Skutočné čerpanie vnútrodeného úveru sa v súčasnosti štatisticky nesleduje.

je splatný len v rámci jedného prevádzkového dňa a musí byť plne zabezpečený kolaterálom (dostatočným množstvom cenných papierov v relevantnej hodnote), ktoré sú evidované v centrálnom registri krátkodobých cenných papierov vedenom NBS.

**Medzi najpoužívanejšie nástroje bezhotovostného platobného styku patria úhrady a elektronické platobné prostriedky (najmä bankové platobné karty a aplikácie elektronického bankovníctva)**

V roku 2007 sa počet vydaných platobných kariet zvýšil o 6 %, na takmer 4,75 milióna platobných kariet, pričom debetné platobné karty tvoria takmer 76 % a kreditné platobné karty 24 %. K 31. decembru 2007 mohli klienti bánk na území Slovenskej republiky využívať sieť 2 166 bankomatov a 25 826 EFT POS platobných terminálov.

**NBS intenzívne spolupracuje s medzinárodnými inštitúciami v oblasti platobného styku**

Spolupráca sa týka prípravy európskej legislatívy,<sup>71</sup> zberu štatistických údajov za účelom prípravy tzv. Modrej knihy a prác na SEPA<sup>72</sup> a príprave systému TARGET2.

**Kreditné riziko v platobnom systéme je malé. Rastú nároky na operačnú spoľahlivosť systému**

Systém medzibankového platobného styku v SR sa vyznačuje vysokou mierou spoľahlivosti a nízkym kreditným rizikom tak pre Národnú banku Slovenska ako prevádzkovateľa systému, ako aj jeho účastníkov. Kreditné riziko je eliminované tým, že platba sa uskutoční len vtedy, ak má účastník dostatok peňažných prostriedkov na svojom účte v NBS alebo má dostatočný rámec vnútrodeného úveru zabezpečeného kolaterálom. Rast počtu i priemernej hodnoty prioritných platieb a pokračujúca automatizácia činností platobného styku zvyšujú nároky na operačnú spoľahlivosť platobného systému, jeho softvérové a hardvérové vybavenie a organizačné zabezpečenie.

<sup>71</sup> V roku 2007 bola prijatá smernica Európskeho parlamentu a Rady 2007/64/ES z 13. novembra 2007 o platobných službách na vnútornom trhu, ktorou sa menia a dopĺňajú smernice 97/7/ES, 2002/65/ES, 2005/60/ES a 2006/48/ES a zrušuje smernica 97/5/ES.

<sup>72</sup> Jednotná oblasť platieb v eurách (Single Euro Payments Area), ktorej cieľom je, aby všetky platby realizované v eurozóne (a neskôr v celej EÚ + Island, Nórsko, Lichtenštajnsko a Švajčiarsko) mali rovnaké parametre s ohľadom na ich rýchlosť, bezpečnosť a náklady ako domáce platby. Vytvorenie SEPA znamená predovšetkým prechod z národných platobných nástrojov – úhrad, inkás a platobných kariet – na európske. Deň 28. január 2008 bol stanovený ako začiatok realizácie úhrad a 1. november 2009 ako dátum spustenia inkás.



## C Prílohy

### 1 Politiky podporujúce udržateľnosť procesu konvergencie

#### Hrozí Slovensku podobný scenár vývoja ako v periférnych krajinách eurozóny?

Cieľom zavedenia jednotnej meny bolo priniesť členom hospodárskej a menovej únie výhody, vyplývajúce najmä z cenovej stability a ekonomickej integrácie. Zámer priniesť členským krajinám<sup>73</sup> cenovú stabilitu sa darilo naplňať hlavne v prípade krajín, ktoré mali historicky vyššiu mieru inflácie a menej dôveryhodnú menovú politiku. Prijatie eura bolo spojené s obdobím cenovej stability – bola zaznamenaná všeobecne nižšia úroveň inflácie a inflačných očakávaní zásluhou dôveryhodnosti spoločnej menovej politiky.

V oblasti ekonomickej integrácie sa prínosy prejavili len v niektorých smeroch. Zvýšila sa miera integrácie prostredníctvom vzájomného obchodu s tovarmi, ale obchod so službami sa integroval v nižšej miere. Významne sa zvýšila integrácia finančných trhov, s prínosom najmä pre korporátnych klientov. Retailové bankovníctvo a hypotekárne bankovníctvo sa integrovalo v nižšej miere. Synchronizácia hospodárskeho cyklu v krajinách eurozóny sa zvýšila. Divergencie v ekonomickej úrovni jednotlivých krajín (regiónov) však pretrvávajú.

Niektoré divergencie boli podmienené procesom dobiehania v krajinách, ktoré vstupovali do eurozóny s nižšou ekonomickou silou ako priemer eurozóny. Zatiaľ čo v období nominálnej konvergencie<sup>74</sup> pred vznikom eurozóny tieto krajiny pomerne dynamicky rástli, rastový potenciál sa po vstupe

do eurozóny relatívne rýchlo vyčerpal a viaceré krajiny strácajú časť získanej (relatívnej) kúpnej sily. Vzhľadom na ambície Slovenska vstúpiť do eurozóny a charakteru dobiehajúcej krajiny sa analýza zameriava na konvergenčné scenáre dobiehajúcich krajín, ktoré sú členmi eurozóny (Portugalsko, Španielsko, Grécko a čiastočne Írsko<sup>75</sup>), nestability v nich zabudované a prípadné korekcie, ktoré môže priniesť hospodárska politika krajiny.

Smerovanie makroekonomického vývoja v rokoch pred vytvorením eurozóny a situáciu v prvých rokoch existencie menovej únie v základných proporciách možno sumarizovať<sup>76</sup> takto:

1. V období pred vznikom eurozóny (1992 – 1998) rástli krajiny v priemere pomalšie ako po vytvorení eurozóny (1999 – 2005). Rast sa zrýchlil najmä v prípade Grécka, Španielska, Fínska a Luxemburska. Naopak v Nemecku, Taliansku, Holandsku a Portugalsku sa rast v období 1995 – 2005 spomalil. Synchronizácia hospodárskeho vývoja – hodnotená na základe štandardnej odchýlky medziročnej štvrtročnej miery rastu krajín eurozóny – sa od druhej polovice 90. rokov zvyšovala.
2. Z hľadiska štruktúry rastu sa po vzniku eurozóny zvýšil príspevok domáceho dopytu a výrazne poklesol príspevok čistého exportu (okrem Nemeck

<sup>73</sup> Krajinami eurozóny je v tomto texte označovaných 11 krajín, ktoré vytvorili menovú úniu v roku 1999 a Grécko, ktoré pristúpilo v roku 2001.

<sup>74</sup> Vývoj v období 1992 – 1998.

<sup>75</sup> Írsko v dôsledku dynamického rastu presiahlo priemer eurozóny v parite kúpnej sily, ale jeho východisková pozícia bola ako dobiehajúca krajina.

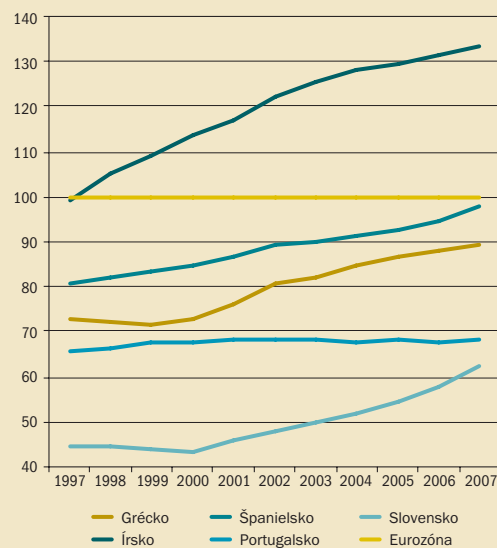
<sup>76</sup> European Commission (2006) *Adjustment dynamics in the euro area – Experiences and challenges*, European Economy 6/2006 a European Commission (2008) *EMU: successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union*, European Economy 2/2008.



ka, ktoré zaznamenalo rast v dôsledku zahraničného dopytu a výrazného poklesu príspevku domáceho dopytu). Spotrebný aj investičný dopyt sa po vzniku eurozóny zrýchlil najmä v Grécku, Španielsku a Írsku. Vývoj investícií bol spojený s priebehom hospodárskeho cyklu – vysoko rástli do roku 2001, potom v súvislosti s globálnym spomalením nastal ich pokles a opätovne rástli od roku 2004. Írsko, Grécko a Španielsko sa vyznačovali najvyššími relatívnymi prírastkami, ako aj najvyšším podielom investícií na HDP.

3. Vývoj na trhu práce po vzniku eurozóny bol charakterizovaný výraznejším rastom zamestnanosti ako v období pred jej vznikom. Spomalenie nastalo len v Holandsku a Grécku. Zároveň sa spomalil nominálny rast miezd.<sup>77</sup> Rast miezd sa udržiaval na úrovni 2 %, čo znamená, že reálne mzdy prakticky nerástli. Toto spomalenie rastu miezd sa odrazilo na raste podielu zisku na pridanej hodnote (najmä v Rakúsku, Nemecku a Španielsku).
4. Rast produktivity práce sa po roku 1999 v priemere spomalil vo väčšine krajín okrem Grécka, Holandska a Luxemburska. Cenová konkurencieschopnosť, meraná vývojom nominálnych jednotkových nákladov práce, sa voči ostatným členom eurozóny zvýšila po zavedení spoločnej meny len v Nemecku a Rakúsku. Najviac poklesla v Írsku, Portugalsku a Holandsku.
5. V období nominálnej konvergencie sa inflácia spomaľovala, vo väčšine krajín konvergovala k úrovni 1%, po vzniku menovej únie sa pohybovala v blízkosti 2 %. Pretrvával inflačný diferenciál medzi krajinami – buď sa dlhodobo nachádzali nad alebo pod priemernou úrovňou. Väčšie rozdiely sa udržiavali v cenovej úrovni služieb ako tovarov.
6. V 90. rokoch krajiny v snahe prijať euro znižovali zadĺženie verejných financií smerom k hodnotám maastrichtských kritérií. Po roku 1999 sa trend fiškálnej konsolidácie spomalil až zastavil. Táto zmena nastala v prostredí hospodárskeho spomalenia, ktoré znamenalo pre verejné financie

Graf 75 HDP na obyvateľa v štandarde kúpnej sily (eurozóna = 100)



Zdroj: Eurostat.

krajín eurozóny dodatočnú záťaž. Viaceré krajiny sa priblížili k limitu 3% alebo ho aj prekročili. Pakt stability a rastu bol v roku 2005 revidovaný pre väčšiu flexibilitu pri hodnotení strednodobých rozpočtových plánov. Spomalenie konsolidácie môže byť vysvetlené tým, že približne polovica redukcie výdavkov bola v období 1995 – 1999 dosiahnutá z dôvodu poklesu finančných výdavkov spojených s úrokovými platbami za vládny dlh.<sup>78</sup> Úroveň verejného dlhu voči HDP sa na agregátnej úrovni prakticky nezmenila. Krajiny si nevytvárili rezervy na „horšie časy“.

7. Najmä v dobiehajúcich krajinách integrácia finančných trhov podmienila širší prístup domácností k úverom v súvislosti s poklesom úrokových sadzieb. Úverové zdroje potom stimulovali investície na realitnom trhu a podnecovali boom na trhu aktív.

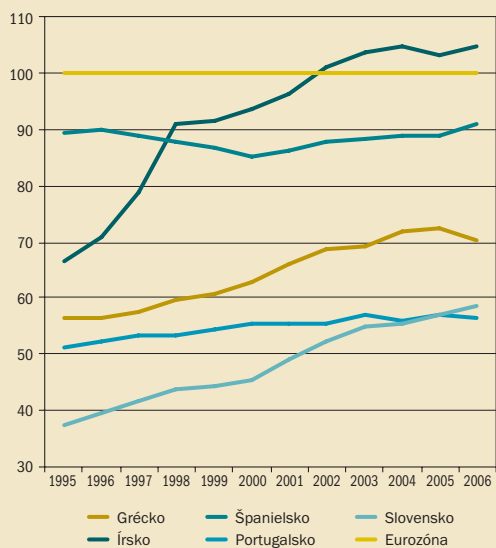
### Priebeh konvergenčného procesu

Vývoj v konvergujúcich krajinách mal viaceré spoločné črty. Pre konvergujúce ekonomiky je vo všeobecnosti charakteristická vysoká miera ná-

<sup>77</sup> Okrem Francúzska, Luxemburska, Holandska, Fínska a Írska.

<sup>78</sup> Fatas, A. and Mihov, I. (2003) *On Constraining Fiscal Policy Discretion in EMU*, ISEAD and CEPR.

**Graf 76 Produktivita práce na odpracovanú hodinu (eurozóna = 100)**



Zdroj: Eurostat.

vratnosti kapitálu, čo vyplýva z relatívne nízkeho pomeru práce a kapitálu (*capital-labour ratio*), a preto sú prítlačnou destináciou pre zahraničné investičné toky. Domácnosti majú dôvody očakávať rast svojich budúcich príjmov, a preto v prípade, ak majú prístup k úverovým zdrojom, sú motivované prostredníctvom zadĺženia zvyšovať súčasnú spotrebu<sup>79</sup>. V ideálnom prípade investori i domácnosti dokážu správne ohodnotiť investičné riziká a budúce príjmy. Adekvátna riziková prémie bráni neudržateľnému vývoju, udržiava kapitálové toky i rast úverov na rovnovážnej trajektórii. Financovanie bežného účtu má taktiež stabilnú povahu, najlepšie formou priamych zahraničných investícií. Tento ideálny scenár sa však prakticky nemusí vždy naplňať. Pokiaľ si ekonomické subjekty vytvoria nadmerne optimistické očakávania, aktuálnu situáciu i perspektívy vývoja ohodnotia nesprávne – nastáva podhodnotenie investičných rizík a nadhodnotenie budúcich príjmov. Riziková prémie má v takomto prípade procyklický charakter. Rýchly rast domácich úverov môže byť nesprávne alokovaný – nezvyšuje produkčné kapacity ekonomiky, ale pôsobí na rast dopytu a/alebo smeruje do neobchodovateľného sektora, kde podmieňuje nerovnovážny rast cien

aktív (vznik bubliny na realitnom trhu, alebo bublinu cien aktív všeobecne). Vysoký domáci dopyt spolu s oslabovaním výkonnosti exportného sektora podmieňuje rast deficitu bežného účtu. Ten je často v rastúcej miere financovaný menej stabilnými formami kapitálu (ako sú volatilný krátkodobý nehedžovaný kapitál, dlhové zdroje). V prípade, že autokorekčný mechanizmus zlyhá alebo sa objaví príliš neskoro (domácnosti nereagujú obmedzením spotreby vzhľadom na svoju nadmernú zadĺženosť, finančný sektor nereaguje obmedzením prístupnosti zdrojov, investori neodložia realizáciu rizikovejších projektov), môže dôjsť k prehriatiu ekonomiky. Naakumulované nerovnováhy sa môžu v prípade spustenia domáceho alebo zahraničného šoku prejaviť krízou. Pokiaľ má krajina flexibilný kurzový režim, riešia sa tieto nerovnováhy prudkým oslabením kurzu a prípadnou nasledujúcou fázou poklesu produkcie. V prípade, ak krajina má niektorý z variantov fixného kurzového režimu, prispôsobovanie sa realizuje prostredníctvom relatívnych domácich cien a miezd. Rýchlosť absorpcie šoku závisí od flexibility reálnej ekonomiky. Pokiaľ v pohybe domácich cien a miezd jestvujú rigidity, môže nasledovať dlhodobé spomalenie rastu, čím sa proces konvergenzie preruší, prípadne až zastaví.

Finančný sektor môže k vzniku týchto nerovnováh prispieť niekoľkými spôsobmi<sup>80</sup>:

1. Môže zvýšiť volatilitu ekonomiky prostredníctvom zabezpečenia úveru (finančného akceleračného). Finanční sprostredkovatelia zvyčajne žiadajú zabezpečenie úveru (kolaterál). Rast cien aktív a hodnoty kolaterálov zvyšuje schopnosť žiadateľov získať úver. Rast cien aktív však môže byť podmienený tým, že sa zvyšuje dopyt po týchto aktívach vďaka ochote finančných sprostredkovateľov úverovať. Spätné pôsobenie úverovania a rastu hodnoty kolaterálov zvyšuje volatilitu cien aktív.
2. Konkurencia na strane finančných sprostredkovateľov môže viesť k znižovaniu úverových štandardov. Domácnosti i podniky tak na seba preberajú príliš vysokú úroveň zadĺženia za nad-

<sup>79</sup> Správanie príznačné najviac pre európske konvergujúce ekonomiky. V ázijských konvergujúcich krajinách, vzhľadom na výrazne poddimenzovaný sociálny systém, majú domácnosti tendenciu uprednostňovať pred spotrebou vytváranie preventívnych (precautionary) úspor.

<sup>80</sup> Bems, R. and Schellekens, P. (2007) *Finance and Convergence: What's Ahead for Emerging Europe?* IMF, WP/07/244.

merne rizikových podmienok a neskôr tak môžu mať problémy so splácaním svojich záväzkov.

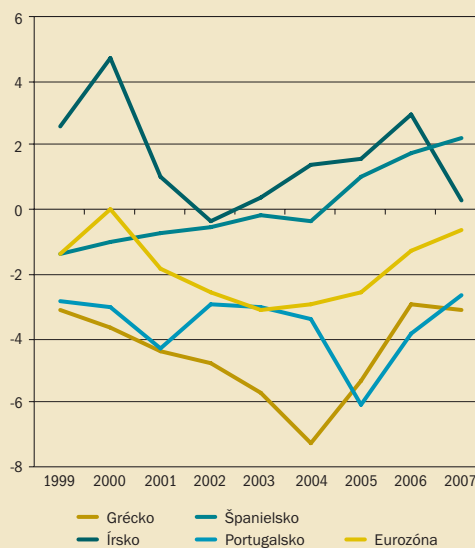
3. Úverovaním subjektov, ktoré majú nadmerne optimistické očakávania o raste príjmov.
4. Nákazou od zahraničných bánk. V prípade, ak na trhu pôsobia viaceré zahraničné banky s podobnými aktivitami, vzniká expozícia voči riziku nákazy spoločného veriteľa (*common-lender contagion risk*).

Vývoj po vstupe do eurozóny naznačil, že konvergenčný proces v niektorých dobiehajúcich krajinách eurozóny získal niektoré uvedené črty nerovnovážneho rastu. Dôležitú úlohu zohralo spolupôsobenie procesu nominálnej konvergenencie v 90. rokoch spolu s rozšírením prístupu k finančným zdrojom prostredníctvom fondov EÚ i liberalizácie a nasledujúcej integrácie, finančných sektorov krajín EÚ. Znižovanie nominálnych úrokových sadzieb, smerované k úrovni krajín jadra EÚ pri stále relatívne vyššej miere inflácie, podmienilo veľmi nízku úroveň reálnych úrokových sadzieb. Vytvorili sa tak podmienky pre úverovú expanziu v dôsledku nízkych nákladov na zadĺženie, ochoty finančného sektora úverovať i očakávaní vyšších príjmov ekonomických subjektov v súvislosti s čoraz jasnejšou perspektívou členstva v eurozóne. Investičné stimuly, smerované najmä do infraštruktúry a financované z fondov EÚ, indukovali rast neobchodovateľného sektora. Tento rozvoj domácej aktivity prispieval k znižovaniu miery nezamestnanosti, ale zároveň aj zrýchľoval rast miezd, ktorý negatívne doliehal na konkurencieschopnosť obchodovateľného sektora. Dôsledkom rastu neobchodovateľného sektora a poklesom výkonnosti exportného sektora sa zvyšoval deficit bežného účtu.

V najvyššej miere sa proces konvergenencie nasmeroval do dlhodobo neudržateľnej podoby v prípade Portugalska, do istej miery i Španielska a Grécka. Zatiaľ najhladší priebeh mal vývoj v Írsku.

V **Portugalsku** bol rast ekonomiky založený na domácom dopyte bez adekvátneho rastu produkčných schopností. Prílev kapitálu sa sústredil do neobchodovateľného sektora a podmieňoval rast domáceho

Graf 77 **Bilancia verejných financií** (% HDP)



Zdroj: OECD.

dopytu. Obchodovateľný sektor, tvorený najmä odvetviami vystavenými konkurencii ázijských ekonomík, strácal konkurencieschopnosť vplyvom rastu jednotkových nákladov práce i liberalizácie obchodu s textilom a obuvou. V oblasti fiškálnej politiky sa (na základe dostupných informácií) vytvoril prílišný optimizmus, ktorý viedol k pomerne pomalej konsolidácii<sup>81</sup>. Pomalé a nedostatočné konsolidovanie verejných financií spolu s poklesom úspor domácností a korporácií viedlo k prehlbovaniu deficitu bežného účtu.

Keď sa domácom dopytom vytvorený boom v roku 2001 vyčerpal, ekonomika sa nachádzala v pozícii, keď už neexistovala možnosť reakcie prostredníctvom kurzového kanálu a v oblasti verejných financií nebol vytvorený priestor na fiškálny stimul.

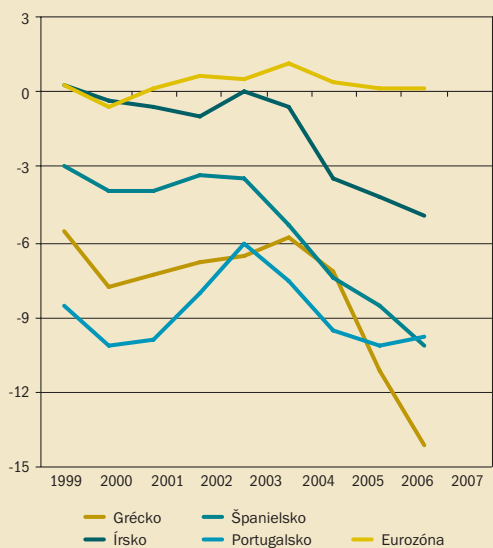
Podobná situácia sa vytvorila aj v **Španielsku**. Vzhľadom na lepšiu pozíciu exportného sektora a obozretnejšiu fiškálnu politiku sa však nerovnováhy natoľko nenaakumulovali, aj keď má krajina vysoký deficit bežného účtu a v sektore nehnuteľností sa prejavujú symptómy vzniku bubliny.

**Grécko** rástlo od polovice 90. rokov rýchlym tempom a zachovalo si rast aj po roku 2001, keď boli

81 Abreu, O. (2006) *Portugals boom and bust: lessons for euro newcomers*, European Commission, Ecfm Country Focus, 2006/16.

Graf 78 Bilancia bežného účtu

(% HDP)



Zdroj: OECD.

viaceré krajiny eurozóny postihnuté globálnym spomalením. Krajina tiež získala výrazný rastový impulz z úverovej expanzie v období nominálnej konvergencie. Ďalší rastový stimul vznikol v súvislosti s investičnou aktivitou pred Olympijskými hrami 2004 a z čerpania európskych kohéznych fondov, čo znamenalo boom v neobchodovateľnom sektore na úkor konkurencieschopnosti obchodovateľného sektora. Vysoký rast domáceho dopytu sa prejavil vysokým a rastúcim deficitom bežného účtu. Aj po vstupe do eurozóny pretrvávala vyššia miera inflácie ako v ostatných členských krajinách. Nepodarilo sa odstrániť štrukturálne nepružnosti na trhu práce, ktoré sa prejavujú vysokou mierou nezamestnanosti a nízkou mobilitou pracovnej sily. Fiškálna politika sa po období zvyšovania expanzivnosti opätovne konsoliduje, krajina má však stále vysokú úroveň zadlženia.

**Írsko** môže slúžiť ako kontrapríklad udržateľnosti procesu dobiehania. Írsky „konvergenčný zázrak“ je však pomerne netypický, pretože bol podmienený mimoriadne vysokou aktivitou priamych zahraničných investícií, vzhľadom na historickú prepojenosť s anglicky hovoriacimi krajinami a vysokou flexibilitou trhu práce, vytvorenou migráciou pracovných síl do krajiny. Vysoký prílev PZI do sektora priemyselnej výroby prispel k dynamickému rastu obchodovateľného sektora a k exportu. Umiernený rast miezd

oproti rastu celkovej produktivity faktorov (*total factor productivity*) prispieval k rastu ziskovosti exportného sektora a kumulácii úspor nefinančných korporácií. K stabilite domáceho prostredia prispela i disciplinovaná fiškálna politika, ktorej sa darilo dosahovať rast úspor v sektore vlády. Investičný boom nepôsobil negatívne na bilanciu bežného účtu. Bežný účet sa naopak dostal do prebytku. Dynamický rast Írska je však sčasti podmienený deklaráciou ziskov zahraničných firiem v krajine, motivovaný nízkymi daňovými sadzbami. Týmto sa zvyšuje produkcia vykazovaná na území krajiny – HDP, ako aj rast produktivity práce.

### Politiky na podporu prispôsobovania sa šokom v menovej únii

Členstvo v eurozóne znamená, že ekonomika funguje v spoločnej menovej oblasti s jednotnou menovou politikou. Jednotná menová politika umožňuje vytvárať nízkoinflačné prostredie a udržiavať stabilné očakávania. Nemusí však byť schopná reagovať na špecifické potreby jednotlivých krajín, ak jej ekonomika reaguje na prípadný šok z externého prostredia výrazne asymetricky v porovnaní s ostatnými členmi eurozóny, alebo ak ide o šok, ktorý pochádza z domáceho prostredia. Úlohu stabilizátora v prípade asymetrického šoku musia zohrať iné politiky a trhy – fiškálna politika, štrukturálna politika (najmä trh práce a mzdová politika) a finančný trh – ktoré svojou flexibilnou reakciou pomôžu obnoviť rovnováhu.

**Fiškálna politika** má významnú úlohu pri eliminácii cyklických výkyvov prostredníctvom automatických stabilizátorov (automatickej zmeny príjmov a výdavkov v reakcii na zmeny produkcie a zamestnanosti). Účinnosť automatických stabilizátorov závisí od veľkosti sektora vlády, progresivity daňového systému, skladby príjmov (podielu cyklicky senzitivných daňových základní), ako aj rozsahu systému sociálneho zabezpečenia. V prípade, ak automatické stabilizátory pôsobia nedostatočne, vláda môže posilniť korekciu aktívnymi politikami (diskrečnými zásahmi). Existujú však praktické limity v tom, ako rýchlo a v akom rozsahu môže fiškálna politika reagovať na šoky. Je obmedzená viacročnými záväzkami a programami a je predmetom politického konsenzu, preto nie je veľmi flexibilná, keď



je potrebné reagovať na náhle vzniknuté udalosti. Úlohou fiškálnej politiky<sup>82</sup> pri makroekonomickej stabilizácii je najmä to, aby sa konsolidáciou verejných financií vytvoril priestor na aktívnu úlohu flexibility cien a miezd.

Cieľom **štrukturálnych politík** je podporiť odolnosť a stabilitu ekonomiky. Reformy na trhu výrobných faktorov (práce a kapitálu) a produktov sú žiaduce nielen v rámci jednotlivých krajín, ale potrebné je aj odstraňovanie obmedzení ich voľného pohybu v rámci menovej únie. Na trhu práce je potrebné znižovať nerovnováhy, ako sú vysoká miera nezamestnanosti a nízka zamestnanosť. Daňový systém a systém sociálneho zabezpečenia je potrebné nastaviť tak, aby motivoval ľudí pracovať, pracovná legislatíva a systém mzdového vyjednávania má popri sociálnom rozmere podporovať efektívnosť a pružnosť pracovného trhu. Pre udržiavanie rastu produktivity je potrebné udržiavať inovačný potenciál krajiny – podporou výskumu a vývoja a efektívnosťou vzdelávacieho systému.

Integrácia národných finančných trhov môže napomôcť eliminovať účinky šokov pochádzajúcich z domáceho prostredia. Vznik krízy na finančných trhoch odhalil aj negatíva zostrenej konkurencie vo finančnom sektore – zníženie ziskovej marže podnecovalo agresívne hľadanie výnosov (*search for yield*), prenos rizík na klientov, a tým väčšiu krehkosť finančného systému, čo zvyšuje pravdepodobnosť negatívnych dopadov na reálnu ekonomiku. Predchádzať tomu napomáha **obozretný dohľad nad subjektmi finančného trhu**, ktorého cieľom je obmedziť nesprávnu alokáciu úverových zdrojov vplyvom nedokonalostí trhu (morálny hazard, asymetrické informácie). Nezávislý regulátor hodnotí riziká nadmerného úverovania (zadlžovania sa) a koncentráciu týchto rizík. Do určitej miery môže prispievať predchádzaniu boom–bust cyklov, keďže finančný sektor má tendenciu správať sa procyklicky, ale trhy aj manažment finančných spoločností by mali znášať dôsledky svojho krátkozrakého správania.

## **Aké sú možnosti konkrétneho riešenia situácie neudržateľnej konvergenčnej trajektórie po vstupe krajiny do eurozóny?**

Teoretický rámec je síce známy, hľadať konkrétne možnosti riešenia v podmienkach tej-ktorej krajiny môže byť však náročné. Varianty riešenia situácie, ktorá vznikla v Portugalsku sú navrhované v práci O. Blancharda<sup>83</sup>. V prípade tejto krajiny vidí autor ako najväčší problém stratu rastu produktivity. Strata konkurencieschopnosti, ako výsledok tlakov na rast miezd v období boomu, vzhľadom na kondíciu ekonomiky neumožňuje znížiť vysoký deficit bežného účtu.

Pokiaľ by nenastali korekcie, ako najviac pravdepodobný je scenár „konkurenčnej dezinflácie“ (*competitive disinflation*) – pomerne dlhé obdobie vysokej nezamestnanosti, kým by sa neobnovila konkurencieschopnosť (nízky rast nominálnych miezd, pokiaľ by relatívne jednotkové náklady práce neklesli), znížil sa deficit bežného účtu a opätovne sa oživil domáci dopyt.

Reakciu hospodárskej politiky vidí Blanchard v dvoch smeroch:

- dosiahnutie udržateľného rastu produktivity práce tak, aby sa iba čiastočne premietal do rastu miezd, kým sa nezníži miera nezamestnanosti a deficit bežného účtu,
- nižší rast nominálnych miezd, ktorý by mohol napomôcť zabrániť strate konkurencieschopnosti za cenu vysokej miery nezamestnanosti. Vzhľadom na pomerne nízku mieru mzdovej inflácie v eurozóne i v Portugalsku by si táto stratégia vyžadovala výrazný pokles nominálnych miezd. S ohľadom na platnú legislatívu v Portugalsku však toto nie je prakticky realizovateľné.

Fiškálna politika by sa teoreticky mohla použiť na zvýšenie agregátneho dopytu a redukciu nezamestnanosti. Nie je však schopná riešiť súčasne oba problémy – konkurencieschopnosť i nezamestnanosť. Ak by sa použila, bolo by to za cenu rastu deficitu bežného účtu a poklesu nezamestnanosti

82 Okrem makroekonomickej stabilizácie je úlohou fiškálnej politiky redistribúcia a efektívna alokácia zdrojov.

83 Blanchard, O. (2006) *Adjustment within the euro. The difficult case of Portugal.*

by spomaľoval, eventuálne zastavil, zlepšenie konkurencieschopnosti. Situácia by sa teda nevyriešila, iba nevyhnutné korekcie by sa presúvali na neskoršie obdobie.

Iný, teoreticky možný spôsob riešenia – prostredníctvom pohybu pracovných síl, ekonomickou migráciou – je v prostredí eurozóny stále medzi krajinami obmedzený, navyše by si korekcia situácie, vzhľadom na veľkosť vzniknutých nerovnováh, vyžadovala pohyb vo veľkom rozsahu.

Ako možný spôsob riešenia uvádza Blanchard príklad Nemecka. Po reunifikácii na začiatku 90. rokov viedol nasledujúci ekonomický boom k silnej apriácii meny a stratám konkurencieschopnosti. Po relatívne dlhom období, keď bol rast nominálnych miezd pomalší ako rast produktivity práce, bol dosiahnutý pomalý ale trvácny rast konkurencieschopnosti. Tento výsledok sa však podarilo dosiahnuť za cenu dlhodobu nižšieho rastu nemeckej ekonomiky ako bol priemerný rast v krajinách eurozóny a len pomalého a mierneho oživovania domáceho spotrebného a investičného dopytu. Pokles nominálnych miezd je síce problematcky presaditeľný, ale pôsobí veľmi podobne ako devalvácia meny.

### **Aká je kondícia slovenskej ekonomiky a čo je použiteľné pre Slovensko?**

Aké sú teda najzávažnejšie úskalía procesu konvergencie po vstupe do menovej únie, ktorým by sa Slovensko na základe skúseností súčasných členov eurozóny malo snažiť vyhnúť?<sup>84</sup>

1. V období, keď sa vo vzťahu s úverovou expanziou zvyšuje domáci dopyt, rozpočtová politika musí byť dostatočne reštriktívna.
2. Prostredie vysokého rastu vytvára riziko neadekvátneho posúdenia rastu potenciálu ekonomiky, a tým aj procyklické pôsobenie fiškálnej politiky (zistené až dodatočne).<sup>85</sup> Je potrebné

mať na zreteli, že rozpočtové príjmy sú v časoch boomu vo väčšej miere podmienené príspevkom spotreby a príjmov z rastu cien aktív.

3. Štrukturálne reformy je potrebné podporovať v „dobrých časoch“, aby bol súkromný sektor schopný pružnejšie reagovať na zmeny dopytu. Inak efekty silného domáceho dopytu môžu prostredníctvom dovozov „uniknúť“ do zahraničia.
4. Mechanizmus tvorby miezd by mal byť založený na triezvych očakávaniach vývoja budúcich príjmov, v súlade s vývojom produktivity.
5. Otvorený finančný systém síce komplikuje hodnotenie primeranosti a správnej alokácie finančných tokov, ale striktný a obozretný dohľad môže prispieť k eliminácii nerovnováh.

Existujú však viaceré rozdiely, ktoré by mohli podporovať stabilitu konvergencie:

1. Na rozdiel od „kohéznych“ krajín sa na Slovensku sústreďoval prílev PZI do obchodovateľného sektora a sústreďoval sa v odvetviach so stredne vysokou a vyššou pridanou hodnotou, čím sa vytvorila základňa pre lepšiu konkurenčnú pozíciu slovenského exportného sektora.
2. Proporcie vývoja produktivity a miezd sa darí udržiavať. Vzhľadom na vysoký podiel zisku na pridanej hodnote majú podniky dostatočný priestor na tvorbu rezerv a investícií.
3. Aj na Slovensku možno najmä v poslednom období sledovať sektorové zmeny, ktoré viedli k rastu neobchodovateľného sektora v porovnaní s obchodovateľným. Podobne úvery domácnostiam na nehnuteľnosti majú vyššie zastúpenie ako spotrebiteľské úvery. V porovnaní s dynamikou rastu úverovania neobchodovateľného sektora v krajinách eurozóny, či viacerých nových členských krajín je však tempo rastu na Slovensku pomerne nízke.

<sup>84</sup> Abreu, O. (2006) *Portugals boom and bust: lessons for euro newcomers*, European Commission, *Ecfm Country Focus*, 2006/16.

<sup>85</sup> *Správnosť rozhodnutí o charaktere fiškálnej politiky závisí na odhadoch produkčnej medzery v prítomnom čase (real time). Ekonomické údaje bývajú ale často dodatočne revidované. Expanzívny charakter fiškálnej politiky tak nemusí byť iba dôsledkom rozhodnutí politikov, ale aj nadmerne optimistických odhadov cyklickej pozície ekonomiky. Problematike sa venuje napríklad práca: Orphanides, A. and van Norden, S. (2002) *The unreliability of output – gap estimates in real time*, *The Review of Economics and Statistics* 84 (4).*



Fiškálna politika má významnú úlohu pri tvorbe signálov a udržiavaní dôvery pre správne smerovanie ekonomiky.<sup>86</sup> Základnými pravidlami by mali byť: zabránenie procyklického pôsobenia na ekonomiku, triezvy odhad príjmov vo fáze boomu a udržiavanie dôvery investorov – udržiavaním súladu s prezentovanou stratégiou konsolidácie, aby bol vytvorený dostatočný priestor na absorpciu potenciálnych šokov.

Pre krajinu je stále aktuálna potreba štrukturálnych reforiem. Na Slovensku naďalej pretrváva vysoká miera nezamestnanosti. V posledných rokoch sa síce miera nezamestnanosti znižuje, ale pretrváva vysoká štrukturálna nezamestnanosť (mimoriadne vysoký podiel dlhodobo nezamestnaných), čo naznačuje, že je potrebné zvýšiť flexibilitu trhu práce. Nízky podiel výdavkov verejného rozpočtu na vedu a výskum a pomalá reforma školstva nevytvárajú predpoklady pre rozširovanie technologickej zá-

kladne. Modernizačný program Slovensko 21,<sup>87</sup> zameraný na oblasti vzdelávania, výskumu, vývoja a inovácií, skvalitnenia podnikateľského prostredia a zamestnanosti si kladie za cieľ naštartovať modernizáciu v kľúčových oblastiach verejnej politiky. Cieľom navrhovaných opatrení je zvýšenie sociálnej mobility a lepšia prispôsobivosť ekonomiky na zmeny pri absencii vlastnej meny. Keďže zavedenie navrhovaných opatrení do praxe je finančne náročné,<sup>88</sup> disponibilné finančné zdroje je nutné sústrediť na presne vymedzenú hierarchiu cieľov. Snaha o súčasné sledovanie veľkého počtu cieľov môže viesť k oslabeniu potenciálnych efektov podpory z verejných zdrojov.

Pre Slovensko ako malú otvorenú ekonomiku je udržiavanie rastu produktivity a udržanie konkurencieschopnosti exportného sektora kriticky dôležité.

86 Steinlein, S. (2005) *Will Slovak Convergence be Steep and Stable?* European Commission, *Ecfm Country Focus*, 2005/12.

87 MF SR (2008) *Modernizačný program Slovensko 21*.

88 *Náklady na realizáciu krátkodobých opatrení sa odhadujú na 17,7 mld. Sk v priebehu troch rokov.*

## 2 Ceny bytov a domov v SR – niektoré poznatky z vývoja a z regionálneho prierezu

Ceny nehnuteľností na bývanie na Slovensku po roku 2001 dynamicky rástli<sup>89</sup>. Rozhodujúcimi faktormi rastu cien boli rastúci dopyt a (ohraničená) ponuka. Rast dopytu sa pritom opieral najmä o rýchly rast dôchodkov v ekonomike, zlepšujúcu sa dostupnosť a rast objemu hypotekárnych a stavebných úverov. Bol podporený vývojom úrokových sadzieb, opatreniami bytovej politiky a modifikovaný (zväčša podnecovaný) najmä očakávaným vývojom cien.<sup>90</sup> Nezanedbateľnú úlohu zohral aj rast počtu obyvateľov vo veku od 25 do 34 rokov<sup>91</sup>.

Dôležitým spoločným faktorom vývoja na trhu nehnuteľností na bývanie bol prazdný vývoj v ekonomike, opierajúci sa o pokrok v transformácii ekonomiky a viaceré reformy. Významnú úlohu zohrala najmä reštrukturalizácia bánk. Tieto zmeny sa prejavili v akcelerácii procesu dobiehania ekonomickej a cenovej úrovne vyspelých krajín EÚ (v reálnej konvergencii) vo všeobecnosti, ako aj špecificky, na trhu nehnuteľností na bývanie.

Od roku 2002 vzrástli ceny nehnuteľností na bývanie (byty a domy, Sk/m<sup>2</sup>) na Slovensku na 2,5-násobok úrovne roku 2002<sup>92</sup>. Ich rast sa opieral o rast ekonomickej úrovne. Charakterizuje ho

rast, napríklad, (nominálneho) HDP na obyvateľa vyjadrený v parite kúpnej sily.

### Regionálne disparity vývoja

Slovenská ekonomika sa v období transformácie vyznačovala veľkými regionálnymi rozdielmi. Veľké rozdiely pretrvávajú doposiaľ, a v niektorých oblastiach ekonomiky sa prehĺbili<sup>93</sup>. V iných oblastiach sa postupne zmierňujú spolu s tým, ako sa do regiónov šíria rozvojové impulzy. Napríklad, prílev priamych zahraničných investícií akceleroval najprv ekonomický výkon, ekonomickú a cenovú úroveň na niektorých trhoch v Bratislave a okolí. Rýchly rast zaznamenali neskôr tiež niektoré ekonomicke centrá v regiónoch. S postupným rozvojom podmienok pre ekonomickú aktivitu sa zvýšil záujem zahraničných a domácich investorov o investovanie aj mimo centier ekonomickeho rozvoja. Polarizácia v ekonomickej aktivite však pretrváva. Vývoj na Slovensku sa teda celkovo v tomto smere neodlišuje od vývoja v iných krajinách, ktoré prešli procesom medzinárodnej integrácie a v ktorých prebiehal proces dobiehania bez výrazných štátnych zásahov<sup>94</sup>.

89 Pravidelné hodnotenie vývoja cien nehnuteľností na bývanie uskutočňuje NBS v spolupráci s Národnou asociáciou realitných kancelárií – NARKS. Podrobnejšie: [www.nbs.sk](http://www.nbs.sk) – Ceny nehnuteľností na bývanie. Tiež: Cár, M.: Vývoj cien nehnuteľností na bývanie a prenájmov v SR v 1. štvrtroku 2008. Biatic č. 6/2008.

90 Hodnotením pôsobenia rôznych faktorov na ceny nehnuteľností na bývanie v podmienkach Slovenska sa zaoberá príspevok: Beka, J.: Ceny nehnuteľností, rast úverov a implikácie pre menovú politiku. Biatic č. 12/2007.

91 Uvedená veková skupina určuje "demografický potenciál" pre rast dopytu po bývaní.

92 1Q2008/Y2002. Ide o priemerné ceny za m<sup>2</sup> plochy bytov a domov. Metodologické problémy merania cien nehnuteľností na bývanie sú obsahom publikácie: Cár, M.: Sledovanie cien nehnuteľností určených na bývanie na Slovensku, Biatic č. 1/2006, tiež [www.nbs.sk](http://www.nbs.sk).

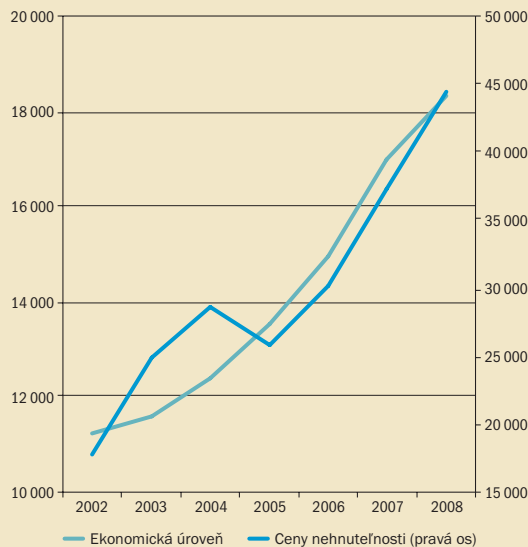
93 Štatistické hodnotenie na základe HDP má niektoré známe nedostatky. Týka sa to predovšetkým priradenia ekonomickej aktivity k regiónu, keď existujúce údaje často neumožňujú priradiť vytvorený produkt tomu regiónu, v ktorom sa reálne uskutočňovala ekonomická aktivita, ktorou bol produkt vytvorený a priradenie vytvoreného produktu sa opiera o sídlo podniku (centrály). To spôsobuje, že údaje za vytvorený produkt v Bratislave sú nadhodnotené a údaje za ostatné regióny podhodnotené.

94 Zdroje na aktívne opatrenia regionálnej politiky boli v minulosti ohraničené. Predpokladáme, že rozsiahle zdroje štrukturálnych fondov, rozvoj dopravnej infraštruktúry formou PPP projektov a regionálne zameranie podpory investícií môžu situáciu čiastočne zmeniť.





**Graf 79 Vývoj ekonomickej úrovne SR (nominálny HDP na obyvateľa v PPS) a vývoj cien nehnuteľností na bývanie na Slovensku (Sk/m<sup>2</sup>)**



Zdroj: NARKS, NBS, ŠÚ SR.

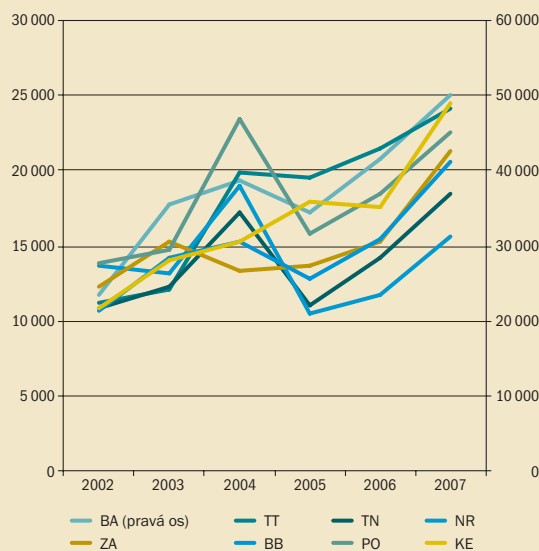
Poznámka: Údaje za rok 2007 a 2008 sú odhady Eurostatu.

Pôsobenie uvedených procesov sa premietlo aj do vývoja cien nehnuteľností na bývanie v regiónoch (krajoch) SR. Proces reálnej konvergencie, dobiehania ekonomickej úrovne a úrovne cien nehnuteľností na bývanie sa v jednotlivých krajoch významne líšili, ako dokazujú grafy 80 a 81, keďže celkový priaznivý vývoj ekonomiky sa prejavil v regiónoch Slovenska a na ich trhoch s nehnuteľnosťami v nerovnakej miere.

### Proces dobiehania cenovej hladiny a jeho bariéry na trhu nehnuteľností na bývanie

Proces dobiehania má svoje zákonitosti. Jedna z nich hovorí, že medzi dosiahnutým ekonomickým výkonom a úrovňou cien v krajine je súvislosť – krajiny s relatívne vyššou ekonomickou úrovňou majú (spravidla) vyššie relatívne ceny. Táto zákonitosť sa prejavuje aj v reálnej konvergencii ekonomiky Slovenska.<sup>95</sup>

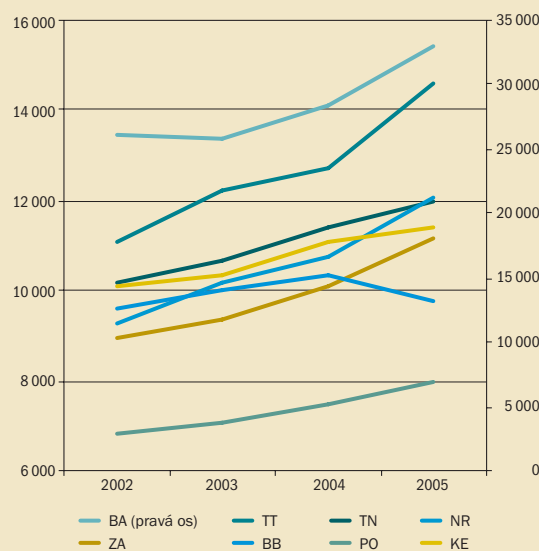
**Graf 80 Vývoj cien nehnuteľností na bývanie v krajoch SR (Sk/m<sup>2</sup>)**



Zdroj: NARKS, NBS.

Poznámka: Vzhľadom na veľké rozdiely v ekonomickej úrovni a v cenách nehnuteľností na bývanie v Bratislavskom kraji v porovnaní s ostatnými krajinami sme použili zobrazenie s dvoma osami y – pre Bratislavu (pravá) a pre ostatné kraje (ľavá). BA – Bratislavský kraj, TT – Trnavský kraj, TN – Trenčiansky kraj, NR – Nitriansky kraj, ZA – Žilinský kraj, BB – Banskobystrický kraj, PO – Prešovský kraj, KE – Košícký kraj.

**Graf 81 Ekonomická úroveň regiónov Slovenska (nominálny HDP na obyvateľa v PPS)**



Zdroj: ŠÚ SR.

95 Šuster, M. a kol.: Vplyv zavedenia eura na slovenské hospodárstvo. Odbor výskumu NBS, marec 2006, str. 57. Publikácia je dostupná aj na [www.nbs.sk](http://www.nbs.sk).

Podrobnejšie analýzy ukazujú, že cenové vyrovnávanie a náprava cenových relácií sa presadzuje nielen na agregovanej úrovni, ale má tendenciu presadiť sa aj na úrovni skupín tovarov a služieb a pre jednotlivé tovary. Ako ukázali niektoré štúdie, tendencia k vyrovnávaniu cenových hladín sa presadzovala tiež vo vzťahu k trhu s nehnuteľnosťami na bývanie.<sup>96</sup> Vyrovnávanie cenových hladín na špecifických trhoch sa obvykle presadzuje s väčšou variabilitou, ktorá vyplýva z rozdielnosti špecifických podmienok príslušného trhu. To, či a akým tempom sa vyrovnávanie cenovej úrovne a cenových relácií uskutočňuje, závisí aj od toho, či nie je brzdené inštitucionálnymi alebo systémovými ohraničeniami.

Proces vyrovnávania cien nehnuteľností na bývanie na Slovensku (ich zosúladenia s ekonomickou úrovňou) bol v minulosti, do roku 2000, brzdený viacerými skutočnosťami:

1. Stupňom rozvoja finančného sektora. Na rozdiel od vyspelého zahraničia, finančný (bankový) sektor v minulosti neumožňoval v porovnateľnej miere kúpu nehnuteľnosti na bývanie na dlhodobý dlh. Až privatizácia bánk spojená so vstupom zahraničných investorov naštartovala masívny rozvoj ponuky dlhodobého financovania kúpy nehnuteľností na bývanie (popri existujúcom stavebnom sporení sa rýchlo rozvíjalo najmä hypotekárne financovanie).
2. Vysokými úrokovými sadzbami. Na jednej strane nízka miera zadlženia domácností – absolútne aj relatívne voči zahraničiu – zlepšovala predpoklady domácností získať úver a realizovať nákup alebo výstavbu nehnuteľnosti na bývanie na úkor budúcej spotreby. Avšak reálna ekonomická dostupnosť dlhodobého financovania kúpy nehnuteľnosti na dlh súvisí s poklesom úrokových sadzieb, to znamená, aby splátky dlhu (vrátane úrokov) boli adekvátne príjmovej úrovni

domácností. Tento pokles sa na Slovensku postupne dosiahol v súvislosti so smerovaním do eurozóny. Treba však dodať, že veľká časť domácností mala a má doposiaľ nízke príjmy a nepredstavuje pre banky vhodných klientov pre poskytnutie úveru na bývanie.<sup>97</sup>

3. Nerozvinutosťou trhu s nehnuteľnosťami. Až postupná privatizácia bytového fondu a liberalizácia nájomného<sup>98</sup> vytvorili základné systémové a inštitucionálne predpoklady pre rozvoj reálného trhu.
4. Nepripravenosťou územia na bytovú výstavbu. Až územná decentralizácia zlepšila podmienky pre územnú prípravu a dostupnosť pozemkov, hoci v tejto oblasti problémy pretrvávajú a sú dôležitým faktorom ohraničenej ponuky nehnuteľností na bývanie.<sup>99</sup>

### **Vzťah medzi ekonomickou úrovňou a cenami nehnuteľností na bývanie v SR**

Viaceré z uvedených bariér sa odstránili alebo sa ich pôsobenie zmiernilo po stabilizácii ekonomiky a reštrukturalizácii bankového sektora v roku 2000. Ich odstránenie alebo zmiernenie ich pôsobenia malo za následok presadenie dlhodobého vzťahu medzi ekonomickou úrovňou a cenovou úrovňou, spojené s rýchlym rastom cien na trhu nehnuteľností na bývanie. Vývoj cien nehnuteľností na bývanie po roku 2002 sa vyznačoval dvoma obdobiami, v ktorých sa rast cien zrýchlil. Tento vývoj v porovnaní s vývojom, ktorý zodpovedá „dlhodobému“ vzťahu medzi cenami nehnuteľností na bývanie a ekonomickou úrovňou dokumentuje graf 82.

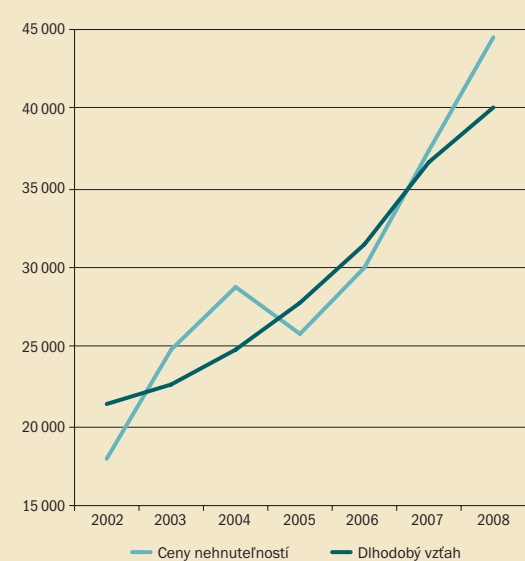
Aplikácia jednoduchého modelu na uvedené údaje ukázala, že po počiatkovej akcelerácii z nízkej cenovej úrovne v roku 2002, ktorá nezodpovedala

96 Potvrdila to napríklad štúdia reálného trhu UniCredit Group: Residential Real Estate In CEE. Supply Shortage: Clear Driver for Sustainability, May 2008, ktorá analyzovala vývoj cien nehnuteľností v regióne strednej východnej Európy.

97 Agentúra GfK zistila, že len menej ako desatina domácností je schopná tvoriť úspory v objeme nad 5 000 Sk mesačne. Podľa nášho názoru až schopnosť tvoriť takýto objem mesačných úspor, pri súčasných cenách nehnuteľností na bývanie, kvalifikovala domácnosť ako reálneho klienta na poskytnutie úveru na bývanie.

98 Proces liberalizácie výšky nájomného sa doposiaľ neukončil. Určité ohraničenia existujú napríklad pre maximálnu výšku nájomného v reštituovaných bytoch a bytových domoch.

99 Významný limitujúci faktor je častá nevyjasnenosť vlastníckych vzťahov k pôde a rozdrobenosť vlastníctva pôdy.

**Graf 82 Súvislosť medzi ekonomickou úrovňou a cenami nehnuteľností na bývanie v SR**

Zdroj: NARKS, NBS, ŠÚ SR, Eurostat.

Poznámka: Údaj za rok 2008 je skutočná hodnota za 1. štvrťrok roku 2008.

rozvoju ekonomiky, dosiahli ceny nehnuteľností na bývanie v roku 2004 (rok vstupu Slovenska do EÚ) úroveň, ktorá predstavovala „prestrelenie“ dlhodobého vzťahu. Korekcia v roku 2005 (pod úroveň dlhodobého vzťahu) a rýchly rast ekonomiky v roku 2006 a 2007 vytvorili predpoklady pre ďalší rýchly rast cien nehnuteľností, pričom sa zdá, že rast ku koncu roku 2007 a na začiatku roka 2008 (v súčasnosti poznáme údaje za 1. štvrťrok 2008), teda v období pred vstupom do eurozóny, predstavuje podľa jednoduchého modelu ďalšie „prestrelenie“ úrovne, vyplývajúcej z dlhodobého vzťahu a bude si zrejme vyžadovať určitú korekciu vývoja cien v priebehu roka 2008 alebo neskôr.

*Model predpokladá závislosť nominálnej cenovej úrovne v EUR/m<sup>2</sup> od nominálneho HDP na obyvateľa v parite kúpnej sily. Takéto vyjadrenie cenovej úrovne zodpovedá skôr procesu dobiehania cenovej úrovne ako procesu zblížovania cenových relácií. Je však nutné konštatovať, že „zjemnenie“ vo vyjadrení procesu dobiehania sa pri rýchlym raste cien nehnuteľností, metodických problémoch*

*ich merania a nedostatku pozorovaní nedá identifikovať s dostatočnou spoľahlivosťou. Uvedené hodnotenie pozície trhu vychádza zo zjednodušeného predpokladu, že elasticita sa rovná jednej.<sup>100</sup>*

### **Ekonomická úroveň a ceny nehnuteľností – regionálne rozdiely a výkyvy v čase**

Hodnotenie regionálnej situácie v cenách bytov je sťažené tým, že údaje o HDP v regionálnom priereze sú k dispozícii len so značným oneskorením. Posledné známe údaje sú za rok 2005. Vyjadriť sa k nej možno preto len rámcovo, na základe jednoduchého modelu,<sup>101</sup> v ktorom rozhodujúca pre určenie cien nehnuteľností je závislosť cien nehnuteľností na bývanie od ekonomickej úrovne regiónu tak, ako v predošlom prípade. V modeli sa však súčasne predpokladá, že na ceny nehnuteľností pôsobia, okrem ekonomickej úrovne, aj ďalšie špecifické (náhodné) regionálne vplyvy a tiež špecifické (náhodné) okolnosti, typické pre jednotlivé obdobia (roky).

Z výsledkov modelu predovšetkým vyplýva, že ceny nehnuteľností na bývanie v regiónoch sa menili v závislosti od ekonomickej úrovne a regionálne rozdiely v cenách nehnuteľností na bývanie boli aj dôsledkom regionálnych rozdielov v ekonomickej úrovni.

Rozdiely v cenách medzi regiónmi boli spôsobené dvoma skupinami faktorov:

- regionálnymi náhodnými príčinami – rôznymi regionálne podmienenými skutočnosťami, ktoré sa nedajú (zatiaľ) dobre identifikovať,
- systematicky pôsobiacimi regionálnymi faktormi, ktoré pôsobili v danom období (2002 – 2005).

Regionálne rozdiely v cenách nehnuteľností na bývanie na Slovensku boli predovšetkým spôsobené regionálnymi rozdielmi v ekonomickej úrovni a tiež regionálne podmienenými skutočnosťami, ktoré v modeli nie sú explicitne vyjadrené a javia

<sup>100</sup>Zistená elasticita cien na ekonomickej úrovni bola vyššia ako jedna, avšak hypotézu, že elasticita sa rovná jednej, nebolo možné zamietnuť (použil sa Waldov test). Vyššia ako jednotková elasticita čiastočne súvisí s akceleráciou cien nehnuteľností z nízkej úrovne.

<sup>101</sup>Aplikoval sa panelový odhad s náhodnými efektmi v priereze a v čase.

sa preto ako „náhodné“. Systematické regionálne príčiny pôsobili menej významne. Systematicky vyššie regionálne ceny boli identifikované pre Bratislavu a najmä pre východné Slovensko – Prešovský a Košický kraj. Zatiaľ čo regionálny rozdiel pre Bratislavu sa zdá pochopiteľný, rozdiely pre Prešovský a Košický kraj sú možno prekvapujúce. Sú pre ne možné viaceré vysvetlenia:

1. Ekonomická (štatistická) úroveň týchto krajov je pravdepodobne podhodnotená v dôsledku metódy merania regionálneho HDP, keďže viaceré firmy z východného Slovenska pôsobia v rýchlejšie sa rozvíjajúcich krajoch na západe Slovenska, najmä v Bratislave, kde sa štatisticky účtuje značná časť pridanej hodnoty.
2. Vysoká miera nezamestnanosti a nízke mzdy na východe Slovenska spôsobujú vysokú zamestnanosť ľudí z východného Slovenska mimo regiónu alebo v zahraničí a vysoký podiel neregistrovanej ekonomiky. Príjmy z nej sú vo veľkej miere využité na investície do nehnuteľností v Bratislave a na východe Slovenska.
3. Identifikácia regionálnych rozdielov môže byť skreslená charakterom údajov o cenách nehnuteľností – tie vyjadrujú len časť registrovaných

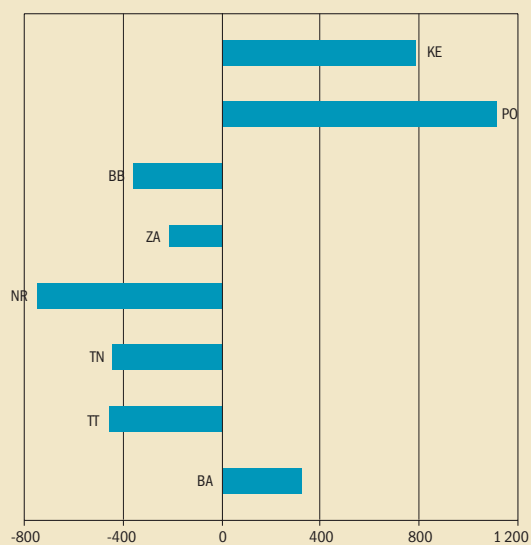
ponukových cien, pričom registrované sú najmä ceny v mieste pôsobenia realitných kancelárií, teda najmä vo väčších mestách.

Na opačnom póle regionálnych rozdielov sa v rokoch 2002 – 2005 nachádzali kraje „uprostred“ Slovenska (Trnavský, Trenčiansky, Nitriansky, Banskobystrický a Žilinský), pričom najmä ceny nehnuteľností v Nitrianskom kraji sa v rokoch 2002 – 2005 javia výrazne pod „normálnou“ úrovňou, ktorá zodpovedá ekonomickej úrovni.

Regionálne ceny nehnuteľností na bývanie v analyzovanom období (2002 – 2005) sa vyznačovali aj veľkými výkyvmi v čase. Rovnako ako v regionálnom priereze, aj v čase pôsobili silné náhodné vplyvy a faktory, ktoré sa v modeli nedali vyjadriť. Pôsobili však aj skutočnosti, ktoré mali „systematický“ charakter. Ich kvalitatívne hodnotenie sa zhoduje s interpretáciou výsledkov analýzy vývoja cien nehnuteľností na bývanie za celé Slovensko.

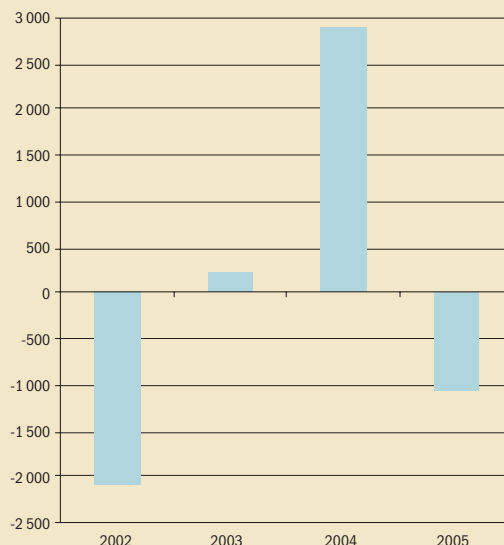
V roku 2002 boli ceny nehnuteľností na bývanie nízke, čo vyplývalo najmä zo skutočnosti, že hypotekárne financovanie a trh s nehnuteľnosťami sa len „rozbiehali“. Vývoj v roku 2003 a 2004 sa javí ako „boom“, vyvolaný, o. i., blížiacim sa vstupom do EÚ a (neodôvodnenými) obavami z prudkého rastu

**Graf 83 Regionálne diferencie v cenách nehnuteľností – vplyv systematických regionálnych faktorov v období rokov 2002 – 2005 (Sk/m<sup>2</sup>)**



Zdroj: Odhad NBS na základe modelu.

**Graf 84 Výkyvy cien nehnuteľností v čase (Sk/m<sup>2</sup>) – odchýlky od základného vzťahu medzi cenami nehnuteľností a ekonomicou úrovňou**



Zdroj: Odhad NBS na základe modelu.



cien nehnuteľností na bývanie (najmä cien bytov v Bratislave a cien pôdy) po vstupe do Európskej únie. Korekcia v roku 2005 vyplýva z nenaplnenia uvedených obáv.

## Záver

Údaje, ktoré sú k dispozícii, neumožňujú, aby sa z uvedených poznatkov dali robiť kategorické a robustné závery. Napriek tomu sa zdá, že niektoré poznatky majú väčšiu vierohodnosť:

1. Ceny nehnuteľností na bývanie od roku 2002 súviseli u nás s dosiahnutou ekonomickou úrovňou. Platí to pre Slovensko ako celok (v čase) a táto zákonitosť sa presadzovala aj v regiónoch (krajoch).
2. Vo vývoji cien sa prejavujú určité prvky nestability, dané najmä náladami trhu, očakávaniami a obavami, a preto rýchly rast cien bol vzápätí modifikovaný „korekciami“.<sup>102</sup> Optimistické nálady na trhu a očakávaný rast cien nehnuteľností sa prejavili „prestrením“ cien nad úroveň, ktorá je daná dosiahnutou ekonomickou úrovňou. Stalo sa to v období pred vstupom Slovenska do EÚ a zrejme aj v súčasnosti, pred očakávaným vstupom do eurozóny. Korekciou v roku 2005 (po vstupe do EÚ) a možnou korekciou v najbližšom období sa potom obnovuje pohyb cien k úrovni, ktorá zodpovedá ekonomickej úrovni. Pri prekročení „dlhodobej“ úrovne nemusí nutne nastať pokles cien. Existujúcu cenovú medzeru medzi aktuálnou a „dlhodobou“ cenou možno

pri pokračujúcom rýchlom raste ekonomickej úrovne odstrániť aj spomalením alebo zastavením rastu cien (aktuálne ceny „počkajú“, kým ich „dlhodobá“ úroveň nedobehne).

3. Regionálne rozdiely v cenách nehnuteľností boli spôsobené najmä rozdielmi v ekonomickej úrovni regiónov. V regionálnom priereze aj v čase však pôsobia na ceny nehnuteľností na bývanie okolnosti a faktory, ktoré sa, vzhľadom na možnosti ich merania, javia ako náhodné.
4. V analyzovanom období pôsobili aj skutočnosti, ktoré spôsobovali systematické regionálne odchýlky od základného vzťahu medzi cenami nehnuteľností na bývanie v danom regióne a ekonomickou úrovňou regiónu. Z nich vyplýva, že „západ“ a „východ“ Slovenska mal regionálne ceny nad a „stred“ Slovenska pod úrovňou, ktorá zodpovedala ekonomickej úrovni. V prípade východného Slovenska to možno pripísať rozdielu medzi príjmami domácností a štatistickým HDP v regióne, nízkej miere registrovanej regionálnej ekonomickej aktivity, vysokej miere zamestnanosti mimo regiónu (západ Slovenska a zahraničie) a (pravdepodobne) vyššiemu podielu neregistrovanej ekonomickej aktivity v regióne, ktorá vyplýva z vysokej nezamestnanosti.
5. Možno predpokladať, že v tých regiónoch, ktorých ceny nehnuteľností na bývanie výrazne zaostávali, budú v budúcnosti rásť rýchlejšie, zväčša v nadväznosti na prílev (zahraničných) investícií a rast ekonomickej úrovne<sup>103</sup>.

<sup>102</sup>To zodpovedá modelom typu *error-corection*. Jeho odhad by si vyžadoval dlhšie časové rady.

<sup>103</sup>Táto skutočnosť sa potvrdila vo vývoji cien nehnuteľností na bývanie v Žilinskom kraji v rokoch 2006 – 2007. V priebehu roka 2007 a na začiatku roka 2008 sa zrýchlil rast cien nehnuteľností aj na strednom Slovensku.

## Zoznam grafov

Graf 1	Medziročný rast HDP .....	11
Graf 2	Výkonnosť akciových trhov .....	11
Graf 3	Vývoj výnosov z 10-ročných vládnych dlhopisov .....	12
Graf 4	J. P. Morgan EMBI Global Composite Spread .....	13
Graf 5	Podnikové kreditné spready na vysoko výnosné dlhopisy .....	13
Graf 6	Vývoj nominálneho kurzu mien Japonska a USA voči euru .....	14
Graf 7	Výkonnosť komoditných trhov .....	14
Graf 8	Vývoj cien zlata (USD/trójska unca) a striebra (US cent/trójska unca) .....	14
Graf 9	Iboxx, index európskych podnikových úverových spreadov.....	15
Graf 10	Vývoj cien ropy.....	17
Graf 11	Vývoj nominálneho kurzu mien krajín V4 voči euru .....	20
Graf 12	Globálne nerovnováhy .....	21
Graf 13	Cenový vývoj .....	23
Graf 14	Cenová konkurencieschopnosť a vývoz.....	23
Graf 15	Zahraničná zadlženosť a devízové rezervy .....	25
Graf 16	Krytie deficitu bežného účtu .....	25
Graf 17	Vývoj kurzu koruny voči euru a americkému doláru (2006 – 2007).....	26
Graf 18	Vývoj úrokových sadzieb peňažného trhu (BRIBOR).....	27
Graf 19	Vývoj výnosových kriviek BRIBOR-u v roku 2007 .....	28
Graf 20	Vývoj výnosov 10-ročných štátnych dlhopisov v roku 2007 .....	28
Graf 21	Rentabilita výnosov nefinančného sektora .....	32
Graf 22	Čisté podnikateľské dôchodky (podiel na čistej pridanej hodnote).....	32
Graf 23	Vývoj indikátorov dôvery v sektoroch ekonomiky .....	32
Graf 24	Indikátor ekonomického sentimentu.....	33
Graf 25	Indikátor spotrebiteľskej dôvery.....	33
Graf 26	Vývoj počtu nezamestnaných a dlhodobo nezamestnaných .....	33
Graf 27	Miera hrubých úspor domácností.....	34
Graf 28	Finančné aktíva a pasíva domácností.....	34
Graf 29	Podiely finančných inštitúcií na aktívach a spravovanom majetku finančného sektora v roku 2007 (subjekty dohliadané NBS) .....	35
Graf 30	Vývoj štruktúry pasív .....	36
Graf 31	Loan-to-deposit ratio: vývoj a distribúcia .....	36
Graf 32	Hlavné agregáty vkladov klientov .....	36
Graf 33	Emisia cenných papierov a ich podiel na bilančnej sume .....	37
Graf 34	Vývoj štruktúry aktív.....	37
Graf 35	Odvetvová štruktúra podnikových úverov.....	38
Graf 36	Objem poskytnutých úverov domácnostiam a koncentrácia na trhu .....	38
Graf 37	Nárast cien bytov v roku 2007 podľa krajov .....	38
Graf 38	Štruktúra portfólia cenných papierov vo vlastníctve bankového sektora v decembri 2007 .....	39
Graf 39	Rozloženie dlhových cenných papierov podľa ratingových stupňov .....	39
Graf 40	Vývoj medzibankových aktív a pasív a prostriedkov ústrednej štátnej správy .....	40



Graf 41	Rozloženie medziročných zmien čistého zisku bánk .....	40
Graf 42	Úrokové rozpätie v bankovom sektore.....	41
Graf 43	Príjmy z tvorby opravných položiek, odpisu a odpredaja pohľadávok v roku 2007 .....	42
Graf 44	Vývoj primeranosti vlastných zdrojov v bankovom sektore.....	42
Graf 45	Vývoj podielu úverov poskytnutých domácnostiam na HDP a aktívach bánk .....	43
Graf 46	Pomer objemu poskytnutých úverov na nehnuteľnosti v druhom polroku 2007 k hodnote založených nehnuteľností.....	44
Graf 47	Novoposkytnuté úvery domácnostiam podľa lehoty fixácie úrokovej sadzby .....	44
Graf 48	Podiel bankových úverov na aktívach podnikov .....	45
Graf 49	Vývoj podielu a objemu zlyhaných úverov podnikom .....	45
Graf 50	Vývoj mediánových hodnôt ukazovateľov likvidity .....	47
Graf 51	Porovnanie likvidného vankúša a otvorenej pozície do 3 mesiacov .....	47
Graf 52	Porovnanie podielu úverov na bilančnej sume a podielu vkladov a emitovaných cenných papierov na bilančnej sume.....	48
Graf 53	Dopad stresového testovania systémového rizika na domácom medzibankovom trhu v roku 2007.....	50
Graf 54	Dopad scenára poklesu vkladov klientov o 20% .....	51
Graf 55	Dopad scenára poklesu objemu vkladov zahraničných bánk o 90% .....	51
Graf 56	Časový vývoj dopadu zmien výmenných kurzov uvedených v tabuľke 7 na primeranosť vlastných zdrojov.....	53
Graf 57	Dopad zvýšenia sadzby NBS na bankový sektor v roku 2008, 1. prístup .....	53
Graf 58	Dopad zníženia sadzby NBS na bankový sektor v roku 2008, 1. prístup.....	54
Graf 59	Dopad zvýšenia sadzby NBS na bankový sektor v roku 2008, 2. prístup .....	54
Graf 60	Vývoj tempa rastu poisťného.....	55
Graf 61	Umiestnenie prostriedkov technických rezerv .....	56
Graf 62	Celkový zisk poisťovní .....	57
Graf 63	Dopad zmeny sadzby NBS na aktíva kryjúce technické rezervy poisťovní v roku 2008.....	58
Graf 64	Vývoj priemernej primeranosti vlastných zdrojov obchodníkov s cennými papiermi, ktorí nie sú bankami.....	59
Graf 65	Vývoj objemu a štruktúry klientskych obchodov podľa druhu investičnej služby .....	59
Graf 66	Vývoj objemu investícií v otvorených podielových fondoch predávaných v SR.....	60
Graf 67	Výkonnosť tuzemských otvorených podielových fondov.....	60
Graf 68	Objem majetku v jednotlivých druhoch fondov k 31. 12. 2007 .....	61
Graf 69	Podiel jednotlivých typov fondov na celkovom objeme aktív v roku 2007 .....	62
Graf 70	Podiel jednotlivých druhov investícií dôchodkových fondov II. piliera na celkovom objeme spravovaných aktív.....	63
Graf 71	Podiel jednotlivých druhov investícií dôchodkových fondov III. piliera na celkovom objeme spravovaných aktív.....	63
Graf 72	Vývoj počtu transakcií uskutočnených v SIPS.....	67
Graf 73	Vývoj hodnoty transakcií uskutočnených v SIPS.....	68
Graf 74	Objem vnútrodeného úveru v roku 2007 .....	68
Graf 75	HDP na obyvateľa v štandarde kúpnej sily.....	72
Graf 76	Produktivita práce na odpracovanú hodinu .....	73
Graf 77	Bilancia verejných financií.....	74
Graf 78	Bilancia bežného účtu .....	75
Graf 79	Vývoj ekonomickej úrovne SR (nominálny HDP na obyvateľa v PPS) a vývoj cien nehnutelností na bývanie na Slovensku .....	80
Graf 80	Vývoj cien nehnuteľností na bývanie v krajoch SR.....	80
Graf 81	Ekonomická úroveň regiónov Slovenska (nominálny HDP na obyvateľa v PPS).....	80



Graf 82	Súvislosť medzi ekonomickou úrovňou a cenami nehnuteľností na bývanie v SR.....	82
Graf 83	Regionálne diferencie v cenách nehnuteľností – vplyv systematických regionálnych faktorov v období rokov 2002 – 2005.....	83
Graf 84	Výkyvy cien nehnuteľností v čase – odchýlky od základného vzťahu medzi cenami nehnuteľností a ekonomickou úrovňou.....	83

**Box 1**

Graf A	Rozdiel medzi trojmesačnou trhovou sadzbou a sadzbou pre zodpovedajúce štátne dlhopisy.....	18
--------	---	----





## Zoznam tabuliek

Tabuľka 1	Svetová produkcia a objem svetového obchodu.....	9
Tabuľka 2	Rast reálneho HDP a ročná miera inflácie meranej HICP .....	10
Tabuľka 3	Zraniteľnosť regiónov rozvíjajúcich sa ekonomík vo vzťahu k transmisným kanálom .....	20
Tabuľka 4	Pohľadávky PFI voči nefinančným spoločnostiam a domácnostiam .....	31
Tabuľka 5	Medziročné zmeny v základných kategóriách nákladov a výnosov .....	41
Tabuľka 6	Podiel zlyhaných úverov v sektore domácností.....	45
Tabuľka 7	Simulované zmeny kurzov (odhad vzájomných korelácií v stresových obdobiach).....	52
Tabuľka 8	Hodnoty VaR a dopad stresových scenárov na bankový sektor.....	54
Tabuľka 9	Technické poistné postúpené zaistovateľom .....	56
Tabuľka 10	Dopad makrostresového testovania (negatívny vývoj na zahraničných trhoch).....	61
Tabuľka 11	Ročná výnosnosť dôchodkových fondov k 31. 12. 2007 .....	62
Tabuľka 12	Vystavenie sa dôchodkových fondov rizikám .....	64

## Skratky

ARDAL	Agentúra pre riadenie dlhu a lividity
b. c.	bežné ceny
BCPB	Burza cenných papierov v Bratislave
BRIBOR	Bratislava Interbank Offered Rates – fixing úrokových sadzieb na trhu medzibankových depozitov
CPI	Consumer Price Index – index spotrebiteľských cien
DDP	doplnková dôchodková spoločnosť
DSS	dôchodková správcovská spoločnosť
ECB	Európska centrálna banka
EFT POS	Electronic Funds Transfer at Point of Sale – platobný terminál
EK	Európska komisia
ERM	Exchange Rate Mechanism – mechanizmus výmenných kurzov
EÚ	Európska únia
HDP	hrubý domáci produkt
HICP	Harmonised Index of Consumer Prices – harmonizovaný index spotrebiteľských cien
IPO	Initial Public Offering – prvý verejný úpis akcií na burze
LGD	Lost Given Default – strata v prípade zlyhania, strata plynúca z nesplnenia
OLS	Ordinary Least Squares Method – metóda najmenších štvorcov
ROA	Return of Assets – rentabilita aktív
ROE	Return of Equity – rentabilita vlastného kapitálu
RTGS	Real Time Gross Settlement – zúčtovanie platobných transakcií v reálnom čase
SAX	slovenský akciový index
s. c.	stále ceny
SEPA	Single Euro Payment Area – jednotná oblasť platieb v eurách
SDX	slovenský dlhopisový index
TARGET	Trans-European Automated Real Time Gross Settlement Express Transfer – Transeurópsky automatizovaný expresný systém hrubého zúčtovania platieb v reálnom čase
VaR	Value at Risk – hodnota v riziku
VEC	Vector Error Correction Model – model opravujúci vektorové chyby

















