



Slovenský finančný sektor z pohľadu finančnej stability¹

Luboš Šesták
Národná banka Slovenska

Finančnú stabilitu pozitívne ovplyvňoval ekonomický vývoj v externom prostredí, najmä v rozvinutých krajinách, ale aj v domácej ekonomike. Pokračovanie ekonomického rastu je však spojené s viacerými rizikami, ktoré v uplynulom období zaznamenali zhoršenie. Nízky ekonomický rast a expanzívna menová politika naďalej podporujú pretrvávajúce prostredia extrémne nízkych úrokových sadzieb, ktoré prináša tak pozitíva, ako aj riziká pre finančnú stabilitu. V bankovom sektore pokračuje vysokým tempom rast úverov domácnostiam, ktorý je sprevádzaný aj rastom zadlženosti domácností a možným rastom cien na trhu nehnuteľností. Pozitívne možno hodnotiť oživenie úverovania podnikového sektora, najmä súkromného. Hoci ziskovosť vo všetkých sektoroch finančného trhu zaznamenala v roku 2015 medziročný rast, možno očakávať, že tento trend v budúcnosti nebude pokračovať. Podhodnotenie rizík pri investičných rozhodnutiach v prostredí nízkych úrokových sadzieb môže takisto viesť k horšej ziskovosti v budúcnosti. V poisťovníctve predstavuje riziko najmä nižší investičný výnos, ktorý nedosahuje garantovaný výnos v zmluvách klasického životného poistenia. Dostatočná úroveň vlastných zdrojov bankového aj poisťovníctva však vytvára odolnosť voči možnému nepriaznivému vývoju v budúcnosti. Na finančnú stabilitu majú vplyv aj viaceré prebiehajúce alebo očakávané regulátorne zmeny, najmä začatie účinnosti regulácie Solventnosť II v poisťovníctve od 1. januára 2016.

¹ Článok vychádza zo Správy o finančnej stabilite k novembru 2015 uverejnenej na internetovej stránke NBS http://www.nbs.sk/_img/Documents/ZAKLNBS/PUBLIK/SFS/protected/SFS_112015.pdf.

VÝVOJ V EXTERNOM A DOMÁCOM PROSTREDÍ

Počas roka 2015 sa mierne zlepšil ekonomický vývoj v rozvinutých krajinách. Opačný trend bolo možné pozorovať v skupine rozvíjajúcich sa ekonomík na čele s Čínou, ktoré sa nachádzajú vo fáze spomaľujúceho sa hospodárskeho rastu, čím dochádza k odkrývaniu naakumulovaných nerovnováh a k nárastu ich zraniteľnosti.

Ekonomické oživenie eurozóny pokračovalo pozvoľným tempom. Pozitívom je plošné oživenie vrátane krajín, ktoré v minulosti zasiahla najhlbšia recesia. Cyklické oživenie podporovali aj nízke ceny ropy, ktoré vplývali na nízky rast cien a tým aj na zvyšovanie spotreby domácností. Dôležitú úlohu v makroekonomickom vývoji eurozóny zohralo rozhodnutie ECB zo začiatku roka 2015 o ďalšom uvoľnení menovej politiky a jeho implementácia, čo odvrátilo obavy z deflácie. Toto rozhodnutie malo pozitívny vplyv na zlepšenie ekonomického sentimentu, na cenovú konkurenciu v dôsledku oslabenia výmenného kurzu eura a na rast úverovania v eurozóne. Významný bol najmä obrat v úverovom financovaní podnikov, ktorému na strane ponuky pomohlo postupné zmierňovanie úverových štandardov. Rast ekonomiky eurozóny sa prejavil aj v zlepšení situácie na trhu práce, keď zamestnanosť v eurozóne rástla tempom 1,1 %.

Tento vývoj bol zároveň významným faktorom podporujúcim pozitívne trendy v domácej ekonomike. Ekonomika SR rástla v druhom štvrtroku pomerne priaznivým tempom 3,1 % na medziročnej úrovni a priaznivé tempo rastu by sa podľa predikcie NBS P3Q-2015 malo udržať aj v nasledu-

júcich dvoch rokoch. Výrazne sa však v porovnaní s prvým štvrtkom zmenila štruktúra rastu, ktorý bol ťahaný všetkými zložkami domácej ekonomiky. Pokračoval významný rast verejných investícií, najmä do infraštruktúry, súvisiaci s blížiacim sa termínom ukončenia druhého programového obdobia rozpočtu EÚ. Pokračovala však aj významná investičná aktivita súkromného sektora. Export slovenskej ekonomiky by nemal byť v druhom polroku negatívne ovplyvnený pomalším rastom zahraničného dopytu a rast exportu by tak mal viesť k získavaniu trhových podielov. V roku 2016 sa však na základe aktuálnych očakávaní exportérov dá predpokladať spomalenie dynamiky vývozu, najmä v dôsledku spomalenia vývoja čínskej ekonomiky a ostatných rozvíjajúcich sa krajín. Ceny pokračovali v poklese aj v treťom štvrtroku 2015, keď medziročne poklesli o 0,3 %, najmä v dôsledku cien energií.

Ekonomický rast sa premietol aj do oživenia trhu práce, kde klesala nezamestnanosť a rástli reálne mzdy. Počet zamestnaných v druhom štvrtroku 2015 po prvýkrát prekonal svoju predkrízovú úroveň z tretieho štvrtroka 2008 a miera nezamestnanosti dosiahla 11,5 %. Rast zamestnanosti a rast nominálnych miezd o 2,3 % sa prejavili aj v raste konečnej spotreby domácností. Hoci zdroje na zvýšenie súkromnej spotreby pochádzajúce z rastu zamestnanosti a miezd naznačovali dokonca možnosť ešte rýchlejšieho rastu súkromnej spotreby, v skutočnosti domácnosti preferovali vyššiu tvorbu úspor. Z hľadiska obozretnosti sa takýto vývoj dá hodnotiť pozitívne, pričom vytvára aj priaznivé prostredie z pohľadu kreditného rizika. V podnikovom sektore pokračoval rast tržieb, čo



prispievalo k zlepšeniu finančnej situácie podnikov. Na druhej strane ukončenie čerpania druhého programového obdobia a pomalý nábeh nového programového obdobia pri čerpaní prostriedkov z rozpočtu EÚ môžu mať za následok stlmenie aktivity stavebného sektora v prechodnom období.

Hoci uvedené trendy v externom aj domácom prostredí prispievali k posilneniu finančnej stability slovenského finančného sektora, ich ďalší vývoj je spojený s viacerými rizikami. Niektoré z nich zaznamenali v uplynulom období zhoršenie.

Z globálneho hľadiska vzrástlo predovšetkým riziko ďalšieho spomalenia hospodárskeho rastu v rozvíjajúcich sa krajinách, predovšetkým v Číne. Toto riziko je navyše prehlbované nerovnováhami naakumulovanými v predošliých rokoch, keď ekonomický rast v týchto krajinách bol spojený s vysokým rastom zadlženosti súkromného sektora, s tvorbou cenových bublín a nadhodnotením domácich mien. Súvisiacim problémom pre mnohé z nich je aj prudký pokles cien komodít. V poslednom období sa však zvýraznili obavy, či sa podarí transformáciu rozvíjajúcich sa ekonomík uskutočniť hladkým spôsobom a či nehrozí tzv. tvrdé pristátie, ktoré by mohlo spustiť materializáciu rizík súvisiacich so zvýšenými nerovnováhami vo finančnom sektore rozvíjajúcich sa krajín.

Zlepšenie situácie v eurozóne navyše bolo predovšetkým výsledkom faktorov, ktoré možno pokladať iba za dočasné. Ide najmä o ďalšie uvoľnenie menovej politiky ECB, o pokles cien ropy a depreciáciu výmenného kurzu eura. Navyše sa pôvodne predpokladalo, že tieto impulzy by mohli naštartovať ekonomiku eurozóny výraznejšie. Súčasnú oživenie totiž zaostáva dost výrazne, či už v porovnaní s obdobnými epizódami v minulosti, ako aj vo vzťahu k aktuálnemu vývoju v iných rozvinutých krajinách. Eurozónu teda zrejme ani v nasledujúcom období nečaká významnejší zlom nahor, pokiaľ ide o trajektóriu ekonomického rastu. Vzhľadom na tento stav a na opätovný pokles inflačných očakávaní vyslala ECB nedávno signály, že zvažuje prehodnotenie miery akomodácie menovej politiky. Vo fiškálnej oblasti napriek úsiliu o konsolidáciu verejných financií vo viacerých štátoch EÚ rastie zadlženosť.

Rizikom budúceho vývoja v domácom prostredí je prípadný nepriaznivý dopad problému s emisiami automobilky, ktorá má výrobné závody aj na Slovensku, a s tým spojené možné zníženie exportu tejto automobilky, ako aj pokračovanie spomalenia ekonomického vývoja v Číne s následným negatívnym dosahom na európske trhy a zahraničný dopyt. Pozitívny dopad by však mohol mať príchod novej automobilky.

Aktuálne riziká vyplývajúce z oblasti fiškálnej politiky v SR sú mierne. V návrhu rozpočtu verejnej správy schválenom vládou SR v októbri 2015 sa v tomto roku predpokladá vyšší deficit, keď oproti rozpočtovému cieľu -2,49 % HDP by hospodárenie verejnej správy malo dosiahnuť úroveň -2,74 % HDP. Napriek tomu sa cieľový deficit verejnej správy na najbližšie roky nemení, keď v roku 2016 sa rozpočtuje na úrovni -1,93 % HDP, pri-

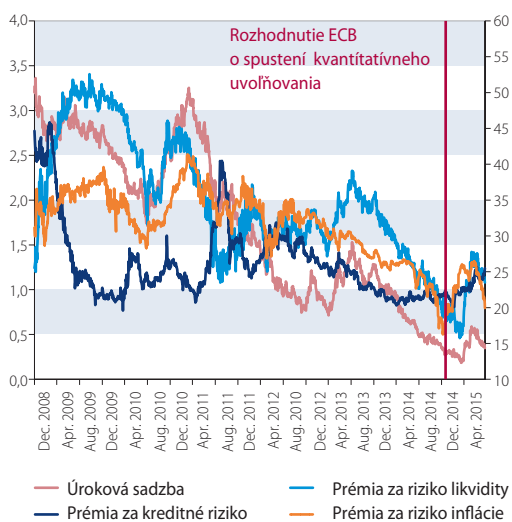
čom vyrovnané hospodárenie verejnej správy sa predpokladá v roku 2018. V prípade, že by došlo k naplneniu plánovaného konsolidačného scenára, takáto konsolidácia by mohla predstavovať významný negatívny impulz pre agregátny dopyt.

Globálne finančné trhy zaznamenali obdobia zvýšenej volatility. Na prelome júna a júla vyvolala nervozitu investorov hrozba náhleho odchodu Grécka z eurozóny. Od druhej polovice leta sa situácia postupne upokojila s tým, že okrem samotného Grécka výraznejšie negatívne neovplyvnila zvyšok eurozóny. Po predošlom extrémnom náraste začali od júna klesať hodnoty čínskych akciových indexov, pričom najmä druhá silná vlna ich prepadu z polovice augusta stiahla so sebou nadol aj akciové trhy po celom svete. Pokles cien aktív a náhly nárast volatility sa rozšíril aj na iné segmenty finančného trhu, najmä na tie relatívne rizikovejšie. Napriek nárastu rizikových prémie pretrváva riziko ďalšieho náhleho a simultánneho poklesu cien rizikovejších aktív. Toto riziko navyše prehlbuje aj klesajúca likvidita na finančných trhoch. Znížená likvidita trhov znamená, že prichádzajúce šoky nie sú absorbované, ale naopak dochádza k ich umocneniu, výsledkom čoho je vyššia volatility. Obmedzenie likvidity je citelné najmä v prípade dlhopisových trhov, štátne dlhopisy nevnímajú.

OBDOBIE NÍZKYCH ÚROKOVÝCH SADZIEB PRETRVÁVA

Pretrvávajúce obdobie nízkych úrokových sadzieb je jednou zo základných charakteristík súčasnej situácie na finančných trhoch. Po raste v druhom

Graf 1 Zmeny na finančných trhoch spojené so súčasným obdobím nízkych úrokových sadzieb



Zdroj: Bloomberg.

Poznámka: Úroková sadzba je 5-ročná swapová sadzba v eurozóne (v %). Prémia za kreditné riziko je vypočítaná ako rozdiel medzi výnosmi 5-ročných dlhopisov emitovaných v eurozóne s ratingom AAA a BBB (v p. b.). Prémia za riziko likvidity je vypočítaná ako rozdiel medzi 10-ročnou a 1-mesačnou swapovou sadzbou (v p. b.). Prémia za riziko inflácie je vypočítaná ako výnos 10-ročných dlhopisov viazaných na infláciu (v %).



- 2 V uplynulom období vzrástlo toto financovanie najmä prostredníctvom fondov kolektívneho investovania a fondov DSS.
- 3 Ide najmä o majetkové účasti realitných fondov v realitných spoločnostiach, v menšej miere o poskytovanie pôžičiek alebo o investície do dlhových cenných papierov realitných spoločností.

štvrtroku 2015 dlhodobá úroková sadzba v eurozóne opäť klesla na svoje historické minimá. Nízke sadzby sú v súčasnosti navyše sprevádzané nízkou úrovňou rizikových prémieí.

Mimoriadne uvoľnená menová politika stimulovala dopyt po aktívach s vyššou výnosnosťou. Programy kvantitatívneho uvoľňovania centrálnych bánk zároveň odčerpávali z trhu najkvalitnejšie aktíva. Výsledkom bola kompresia rizikových prémieí na rekordne nízke úrovne, čo viedlo v niektorých prípadoch k nadceneniu a k celkovo vyššej korelácii vývoja cien aktív.

Dôvodom pretrvávajúcich nízkych úrokových sadzieb na globálnych finančných trhoch môžu byť štrukturálne aj cyklické faktory. Zo štrukturálneho hľadiska je najvýznamnejším faktorom demografický vývoj. Postupné starnutie populácie znižuje dopyt po úveroch a zvyšuje objem úspor, čo prispieva k poklesu sadzieb. Zároveň spomalenie technologického pokroku môže viesť k poklesu produktivity, a teda aj dlhodobej výnosnosti. Dlhodobý charakter týchto faktorov, najmä demografického vývoja, zvyšuje riziko, že úrokové sadzby zostanú relatívne nízke počas dlhého obdobia.

Najvýznamnejším cyklickým faktorom je vysoká zadlženosť podnikov, domácností a v niektorých prípadoch aj vlád, čo vedie k poklesu hospodárskeho rastu. S cieľom zmierniť negatívny dopad týchto faktorov pretrvávajú výrazne uvoľnená menová politika ECB podporená kvantitatívnym uvoľňovaním, čo je tiež jeden z najvýznamnejších cyklických faktorov pôsobiaci na udržanie nízkych úrokových sadzieb. Na druhej strane sa v dôsledku nízkych rizikových prémieí zvyšuje riziko náhleho nárastu sadzieb, resp. poklesu hodnoty rizikovejších aktív. Vzhľadom na to, že dlhé obdobie nízkych úrokových sadzieb zvyšuje dopyt po rizikovejších aktívach, rastie aj miera negatívneho dopadu tohto rizika.

Prostredie nízkych úrokových sadzieb môže z dlhodobého hľadiska vplývať na zmeny vo finančnom systéme, vrátane alokácie rizika a výnosnosti. Prvou zmenou je nárast financovania domácich nefinančných spoločností prostredníctvom zdrojov z nebankových segmentov finančného trhu, najmä prostredníctvom dlhových a kapitálových cenných papierov.² Tento trend je spojený s presunom časti kreditného rizika z bankového sektora do iných segmentov finančného trhu. Zvýšenie financovania z nebankových segmentov sa pomerne výrazne prejavuje najmä v realitnom sektore, a to cez financovanie zo špeciálnych podielových fondov nehnuteľností³ (najmä v rokoch 2013 a 2014). Ďalšou zmenou je presun prostriedkov z bankových vkladov (vrátane termínovaných účtov) do iných sektorov, najmä do podielových fondov, čo zároveň spôsobuje presun v oblasti rizika likvidity. Rozsah týchto zmien zatiaľ nie je výrazný.

Z krátkodobého hľadiska prinášajú nízke úrokové sadzby prínos vďaka poklesu kreditného rizika v dôsledku nižších nákladov na dlhovú službu a pokles nákladov financovania bánk. Z dlhodobšieho hľadiska však majú za následok tlak na pokles ziskovosti. Hlavným faktorom je

postupný pokles čistých úrokových marží. Hoci ziskovosť vo všetkých sektoroch finančného trhu zaznamenala v roku 2015 medziročný rast, možno očakávať, že tento trend v budúcnosti nebude pokračovať. Banky už zaznamenali pokles úrokových marží (v portfóliu úverov aj dlhových cenných papierov), hoci zatiaľ ich boli schopné kompenzovať najmä rastúcim objemom úverov a nižšími nákladmi na kreditné riziko. Ziskovosť bánk podporilo aj administratívne zníženie výšky bankového odvodu. Navyše je potrebné poznamenať, že viaceré pozitívne efekty nízkych úrokových sadzieb sú len dočasné a v dlhodobejšom horizonte sa ich vplyv môže obmedziť. Týka sa to predovšetkým zníženia nákladov na kreditné riziko. Vďaka poklesu úrokových sadzieb poklesli náklady podnikov aj domácností na splácanie úverov. Vzhľadom na súčasnú nízku úroveň sadzieb je však priestor na ďalší pokles pomerne nízky. Preto je nevyhnutné, aby sa neuvolňovali úverové štandardy (najmä v sektore rezidenčných a komerčných nehnuteľností), a aby banky nezvyšovali rizikovosť svojich investícií. Na druhej strane však banky vykazujú dostatočnú výšku vlastných zdrojov, ktorá vytvára priestor pre odolnosť bankového sektora voči prípadným rizikám spojeným s vývojom úrokových sadzieb alebo iným rizikám v budúcnosti. Hodnota ukazovateľa vlastných zdrojov Tier 1 zostala na úrovni 16,2 %. Táto hodnota zodpovedá približne mediánu krajín EÚ. K udržaniu dostatočnej odolnosti slovenského bankového sektora prispieva aj skutočnosť, že výška dodatočného kapitálového vankúša je pre slovenské banky vyššia ako vo väčšine ostatných štátov v EÚ. Aj ukazovateľ finančnej páky pomerne výrazne presahuje európsky priemer (4,9 % v skupine porovnateľne veľkých bánk). Priemerná hodnota tohto ukazovateľa za slovenský bankový sektor bola na úrovni 8,2 %.

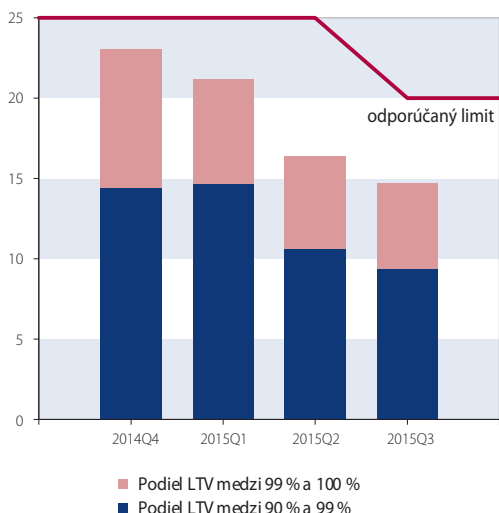
HLAVNÉ TRENDY V AKTÍVACH A PASÍVACH

K septembru 2015 úvery na bývanie medziročne vzrástli o 13,8 % a spotrebiteľské úvery, napriek istému spomaleniu rastu v treťom štvrtroku, až o 17 %. K rastu prispievali viaceré faktory, medzi nimi ďalší pokles úrokových sadzieb, pretrvávajúce silné konkurenčné prostredie, rastúce disponibilné príjmy, klesajúca nezamestnanosť či trh nehnuteľností. Medziročný prírastok úverov na bývanie vyjadrený v peňažnej sume (2,8 mld. EUR) bol dokonca historicky najvyšší, a to napriek tomu, že ceny nehnuteľností boli viac ako o štvrtinu nižšie ako v čase historických maxím.

Na druhej strane viaceré opatrenia a trendy zmiernili riziká spojené s rýchlym rastom retailových úverov. Odporúčania NBS, ktoré boli implementované v marci 2015, prispeli k obozretniejšiemu poskytovaniu úverov. Banky obmedzili poskytovanie úverov s príliš dlhou lehotou splatnosti, znížili podiel úverov s vysokou hodnotou LTV, znížili podiel refinancovaných úverov s významným navýšením istiny a zlepšili hodnotenie schopnosti klientov splácať úvery. Z hľadiska výšky zabezpečenia úverov bankový sektor posky-



Graf 2 Vývoj podielu nových úverov podľa výšky LTV (v %)



Zdroj: NBS.

toval úvery v súlade s limitom 20 % pre vysoké LTV. Banky dokonca v priemere využívali len dve tretiny kapacity uvedenej výnimky. S cieľom ešte viac posilniť účinnosť týchto odporúčaní by mali byť počas roka 2016 implementované priamo do legislatívy.

Je pravdepodobné, že po implementácii odporúčaní NBS sa konkurencia z uvoľňovania úverových štandardov preniesla viac na úrokové sadzby. Podiel zlyhaných úverov nerástol a objem úverov v omeškaní pokračoval v klesajúcom trende. Novým trendom posledných mesiacov je predlžovanie fixácie úrokových sadzieb úverov na nehnuteľnosti. Kým v rokoch 2012 a 2013 bol priemerný podiel nových úverov s fixáciou nad 5 rokov len 2 % na nových úveroch spolu, približne od polovice roka 2014 začal rásť a v posledných mesiacoch sa pohyboval okolo 8 %. Tým sa mierne znižuje citlivosť klientov na prípadný budúci nárast úrokových sadzieb. Tieto typy úverov sú typické najmä pre stavebné sporiteľne.

Počas roka 2015 sa zlepšila aj finančná situácia podnikov a vzrástol dopyt podnikov po úveroch. Tržby podnikového sektora rástli v treťom štvrtroku 2015 plošne vo všetkých odvetviach. Rovnako sa zvýšil aj objem vyvezeného tovaru. Mierne sa uvoľnili aj úverové podmienky zo strany bánk, čiastočne aj pod vplyvom zvýšenej konkurencie.

Banky uvoľnili úverové štandardy a výrazne tiež poklesli úrokové sadzby pre malé a stredné podniky, ako aj úverové marže. Tento vývoj viedol k opätovnému a plošnému nárastu financovania podnikového sektora z domácich bánk, kým v rokoch 2013 a 2014 prevládalo najmä financovanie prostredníctvom dlhopisov a medzipodnikových úverov. Pomerne výrazne rástli najmä úvery súkromnému sektoru a malým a stredným podnikom. Výsledkom uvedených trendov je nárast zadĺženosti podnikového sektora meranej podielom cudzích zdrojov financovania k HDP. Úroveň

zadĺženia podnikového sektora je však stále jednou z najnižších v EÚ.

Zlepšila sa tiež kreditná kvalita portfólia podnikových úverov, a to napriec jednotlivými odvetvami. Zrýchľujúci rast úverov bol zaznamenaný aj v sektore komerčných nehnuteľností, pričom oživenie sa prejavilo na ponukovej aj dopytovej strane. Riziko koncentrácie v portfóliách podnikových úverov zostáva prítomné, či už z hľadiska odvetví alebo systémovo významných klientov. Najväčšie zastúpenie na podnikových úveroch majú komerčné nehnuteľnosti, priemysel a dodávka energií, ktoré spolu tvoria viac ako polovicu podnikových úverov. V porovnaní s krajinami eurózyóny ide o priemernú úroveň koncentrácie.

Vývoj v portfóliu cenných papierov nezaznamenal výrazné zmeny. Naďalej dominuje držba domácich štátnych cenných papierov, jej podiel na celkových aktívach však postupne klesá a k augustu 2015 dosiahol 16,5 %.

Tempo rastu retailových vkladov pokračuje v zrýchľovaní aj v roku 2015. Rástli najmä vklady na bežných účtoch, pravdepodobne v dôsledku rastu miezd. Termínované vklady naopak klesali, keď pod vplyvom nízkych úrokových sadzieb klienti mohli uprednostniť alternatívne formy investovania voľných finančných prostriedkov. Ukazovateľ podielu úverov ku vkladom, ktorý dlhodobo nepresahuje 100 %, naďalej dokumentuje zdravú štruktúru financovania sa domáceho bankového sektora. Rástol aj objem vkladov podnikov, ale vývoj bol volatilný a tempo rastu nižšie ako v roku 2014. Medzibankové zdroje a prostriedky od ECB zostávajú naďalej len sekundárnym zdrojom financovania sa väčšiny domácich bánk.

Sekundárny trh s hypotekárnymi záložnými listami (HZL) je v slovenských podmienkach málo likvidný, pričom obchody s HZL prebiehajú vo veľmi nízkych objemoch. Nákupy HZL sa realizujú spravidla už na primárnom trhu a následne ich investori držia do splatnosti. Približne polovica z celkového objemu 3,9 mld. EUR emitovaných HZL je v držbe domácich subjektov, najmä bánk a poisťovní.

HLAVNÉ RIZIKÁ PRE FINANČNÚ STABILITU

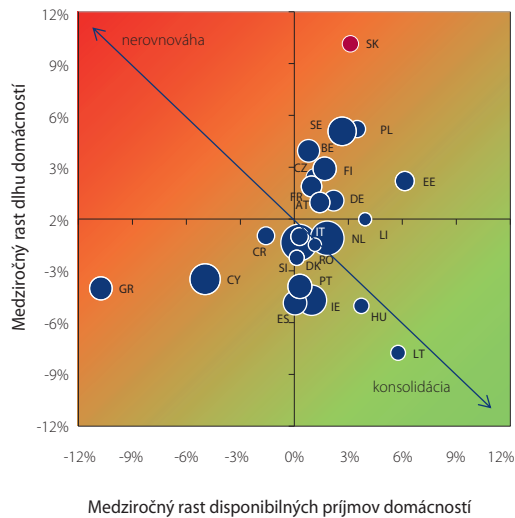
Kvalita portfólia úverov sa naďalej zlepšuje tak v prípade domácností, ako aj podnikov. V prípade domácností sa podiel zlyhaných úverov pohybuje okolo 4,2 %, no klesá podiel úverov v omeškaní. V prípade podnikov pokračuje v poklese podiel zlyhaných úverov. V roku 2015 výrazne poklesla miera zlyhania a objem podnikových úverov začal opäť rásť. V rámci jednotlivých ekonomických odvetví prevládajú pomerne výrazné rozdiely v kvalite úverov, vo väčšine z nich však dochádza k postupnému zlepšovaniu. Najvýznamnejšie odvetvie, sektor komerčných nehnuteľností, zostáva významným zdrojom kreditného rizika, pričom kvalita týchto úverov sa výrazne nemenila. Riziko koncentrácie podnikových úverov je v porovnaní s EÚ priemerné a výrazne sa nemení.

Rýchly rast retailových úverov je spojený aj s rastom zadĺženosti domácností, ktorá sa posunula výrazne nad priemer krajín strednej a východnej



- Household Finance and Consumption Survey 2014.
- Volatilita cien nehnuteľností je výrazne vyššia ako v ostatných krajinách V4.

Graf 3 Dynamika celkových dlhov domácností a ich disponibilných príjmov



Zdroj: Eurostat, ECB.

Poznámka: Hodnoty na grafe sú priemery za roky 2013 a 2014. Veľkosť bubliny predstavuje výšku podielu dlhu na disponibilnom príjme.

Európy. Úvery domácnostiam v pomere k ich príjmom rastú najrýchlejšie spomedzi všetkých krajín EÚ. Avšak krajiny, v ktorých je rast dlhov výraznejšie rýchlejší ako rast disponibilných príjmov, už pristúpili k implementácii rôznych nástrojov makroprudenciálnej politiky. Rýchlo rastúca zadlženosť slovenských domácností predstavuje významné riziko pre finančnú stabilitu.

Rast zadlženosti domácností súvisel najmä s nízkymi úrokovými sadzbami, ale aj s rastom zamestnanosti a miezd. Veľmi dôležitú úlohu zohrala aj vysoká dostupnosť úverov zo strany bánk, keďže segment retailových úverov má pre bankový sektor priam strategický význam.

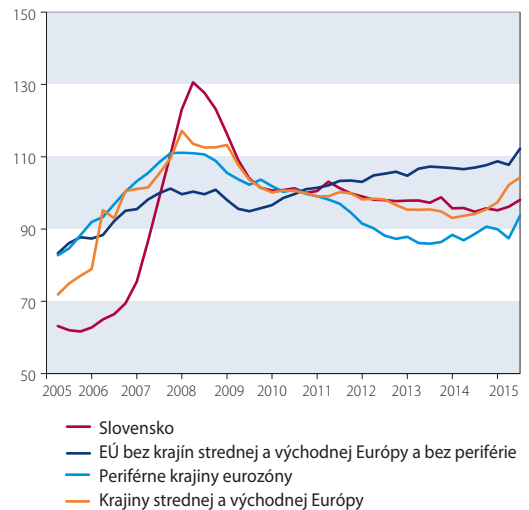
Z prieskumových dát⁴ vyplýva, že až tretina slovenských domácností je zadlžená. Spotrebiteľský dlh aj úver na nehnuteľnosť má približne každá šiesta domácnosť. Najmä pri spotrebiteľských úveroch sa z dôležitého rozhodnutia, ktoré môže mať dopad na pomerne dlhé obdobie, stáva spontánne rozhodnutie. Prispieva k tomu aj snaha dosiahnuť určitý spoločenský status, nižšia vzdelanosť, prípadne neschopnosť porozumieť ustanoveniam v zmluvách a rizikám, ktoré sú s úvermi spojené. Na druhej strane úvery na nehnuteľnosti prispievajú najmä k celkovému nárastu objemu dlhu domácností. Pri každom zadlžení platí, že najzraniteľnejší sú klienti, ktorí podceňujú riziko a preceňujú vlastné finančné kapacity. Približne 5 % zadlžených domácností má podiel splátky dlhu na príjme viac ako 40 %, pri nižších príjmových kategóriách má takéto vysoké splátky až takmer 30 % domácností.

Počas prvých troch štvrtrokov roku 2015 bol zároveň zaznamenaný rast cien nehnuteľností vo všetkých krajinách SR, v priemere o 6,9 % medziročne. Zrýchľuje sa predaj na primárnom aj sekundárnom trhu a rastie aj podiel nedokončených bytov

na celkovom predaji. Dostupnosť bývania je navyše do veľkej miery podmienená nízkymi úrokovými sadzbami, ktoré môžu viesť k príliš optimistickému hodnoteniu schopnosti klientov splácať úvery. Bez vplyvu úrokových sadzieb dostupnosť bývania počas roka 2015 klesala, t. j. priemerné ceny bytov rástli rýchlejšie ako priemerné disponibilné príjmy domácností. Na druhej strane však ceny nehnuteľností nie sú nadhodnotené vzhľadom na úroveň príjmov domácností, úrokových sadzieb a mieru nezamestnanosti. Aktuálne tempo rastu cien bytov je podstatne nižšie ako v rokoch 2007 a 2008 a prejavuje sa skôr na sekundárnom trhu ako pri novostavbách. Obdobie rastu cien nehnuteľností je takisto zatiaľ relatívne krátke.

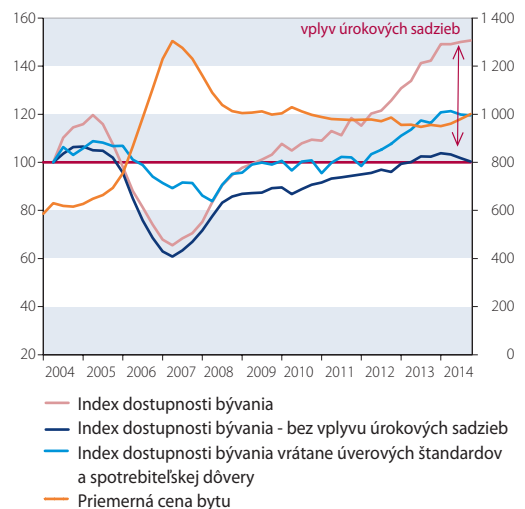
Aj z hľadiska medzinárodného porovnania je možné identifikovať viaceré rizikové faktory spojené so špecifikami slovenského trhu nehnuteľností. Ide najmä o jednu z najvyšších volatilität cien

Graf 4 Index cien nehnuteľností (2010 = 100)



Zdroj: ECB, Eurostat.

Graf 5 Dostupnosť bývania a ceny (2004 = 100)



Zdroj: CMN, ŠÚ SR, NBS.



nehnutelností,⁵ nízku likviditu, najvyššiu relatívnu koncentráciu bankového sektora v tomto segmente a pomerne vysokú úroveň LTV na nové úvery.

RIZIKÁ SPOJENÉ S OBDOBÍM NÍZKYCH ÚROKOVÝCH SADZIEB

Od roku 2012 pozorujeme pozvoľný pokles úrokovej výnosnosti vo všetkých sektoroch finančného trhu. V snahe dosiahnuť vyšší výnos investícií môžu subjekty finančného trhu investovať do rizikovejších aktív (tzv. search for yield). Táto stratégia je legítimná, pokiaľ očakávané výnosy z investícií dostatočne pokrývajú zvýšenú rizikovosť upraveného portfólia a investori dokážu riadiť riziká nových druhov aktív, do ktorých investujú.

Nízka výnosnosť aktív spojená s obdobím nízkych úrokových sadzieb vplýva aj na nárast citlivosti voči jednotlivým druhom trhových rizík. Spoločným trendom od roku 2013 je najmä pokles investícií do štátnych dlhopisov a nárast investícií do podnikových dlhopisov, akcií a podielových listov. Rástli aj investície do južných krajín eurozóny a rozvíjajúcich sa krajín, ale iba v obmedzenej miere. Od roku 2011 sa postupne zvyšuje dĺžka dlhopisových portfólií a nárast podielu dlhopisov s ratingom BBB+ a horším. Týka sa to najmä tých segmentov finančného trhu, kde riziko investícií znášajú samotní klienti.

Najvýznamnejšiemu dopadu pretrvávajúcich nízkych úrokových sadzieb je vystavený poisťný sektor. Poisťovne sú vystavené zvýšenému riziku, že nebudú schopné pokryť výnos garantovaný v zmluvách v klasickom životnom poistení skutoč-

ným výnosom investícií. Po postupnom poklese v ostatných rokoch klesol v prvom polroku 2015 investičný výnos poisťného sektora pod priemernú hodnotu garantovaného výnosu. Postupný trend poklesu pokrytia garantovaného výnosu investičnými výnosmi však možno pozorovať už od roku 2013. Za posledných päť rokov došlo v poisťnom sektore k zmenšeniu nesúladu splatností medzi aktívami a pasívami. Profil splatnosti záväzkov v klasickom životnom poistení sa posunul smerom ku kratším splatnostiam. Ide o dôsledok starnutia portfólia a zamerania sa poisťovní na investičné životné poistenie, kde riziko z investícií znáša klient a ktoré k polroku 2015 tvorí približne tretinu životného poistenia v SR. Zároveň vzrástla aj dĺžka aktív poisťovní a nesúlad dĺžky záväzkov a aktív sa významne znížil zo 7,8 na 4,5 roka.

Solventnosť poisťného sektora by sa prechodom na reguláciu Solventnosť II⁶ od 1. januára 2016 nemala výrazne zhoršiť. Nový režim predstavuje prvý ucelený rizikovo-orientovaný kódex harmonizovaný pre poisťný trh celej EÚ. Hlavnou zmenou, ktorú regulácia prináša, je trhové oceňovanie aktív aj záväzkov poisťovne. V dôsledku nízkych úrokových sadzieb by sa preto dalo očakávať, že hodnota technických rezerv vzrastie v porovnaní so súčasným ocenením tak, ako sa to očakáva vo viacerých krajinách eurozóny. V súčasnosti však poisťovne zahŕňajú do výpočtu rezerv aj rôzne rizikové prírážky, ktoré použili pri výpočte poisťného. V rámci Solventnosti II už poisťovne tieto dodatočné predpoklady nezohľadnia vo výpočte rezerv, čo v konečnom dôsledku povedie k poklesu technických rezerv. Vďaka tomu vzrastie kapitál poisťného sektora v SR, ktorý bude kompenzovať výrazný nárast kapitálovej požiadavky na solventnosť.

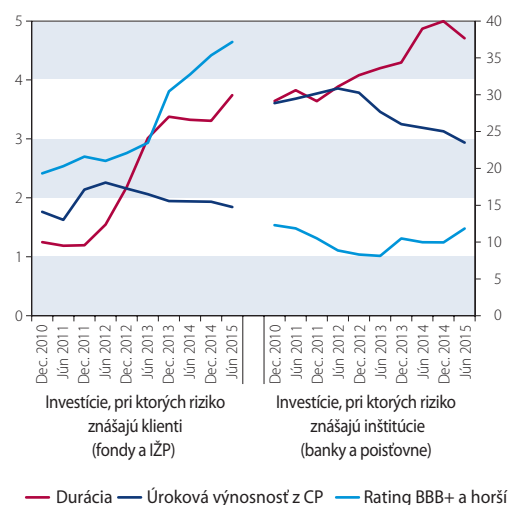
Riziká spojené s obdobím nízkych úrokových sadzieb sa tak predovšetkým týkajú ziskovosti životného poistenia. Poisťný sektor v SR sa aj z hľadiska medzinárodného porovnania radí medzi relatívne stabilné sektory vďaka dostatočnej kapitálovej vybavenosti, konzervatívnej investičnej stratégii a nie príliš vysokému nesúladu splatností aktív a pasív. Na druhej strane úroveň garantovaných výnosov v životnom poistení patrí medzi najvyššie. Súčasná situácia si preto vyžaduje obozretné správanie zo strany poisťného sektora, najmä z hľadiska miery výplaty dividend.

REGULATÓRNE ZMENY

Okrem už spomínaného prechodu na Solventnosť II v poisťnom sektore vstúpila do platnosti nová metodika výpočtu interného kapitálu pre krytie úrokového rizika bankovej knihy v bankovej regulácii. Z dlhodobšieho hľadiska možno očakávať aj výraznú zmenu metodiky výpočtu kapitálových požiadaviek pre banky využívajúce štandardizovaný prístup, ako aj obmedzenie výnimiek pre štátne dlhopisy, ktoré sú v súčasnosti z väčšiny regulatórnych pravidiel vyňaté. S cieľom zvýšiť efektívnosť získavania dlhodobých zdrojov financovania sa bank prebieha diskusia o zlepšení národnej legislatívy týkajúcej sa hypotekárnych záložných listov.

⁶ Reguláciu Solventnosť II tvorí smernica Európskeho parlamentu a Rady 2009/138/ES z 29. novembra 2009 o začatí a vykonávaní poistenia a zaistenia a na ňu nadväzujúce delegované nariadenia Európskej komisie. V SR bola smernica implementovaná zákonom č. 39/2015 Z. z. o poisťovníctve.

Graf 6 Zmeny v portfóliu dlhových cenných papierov



Zdroj: NBS, Bloomberg.

Poznámka: Dĺžka je na ľavej osi (v rokoch). Úroková výnosnosť z cenných papierov je na ľavej osi (v %). Podiel dlhopisov s ratingom BBB+ a horším v portfóliu dlhopisov je na pravej osi (v %). Klasifikácia všetkých dlhopisov do ratingových stupňov bola vykonaná podľa ratingov k 2. októbru 2015. Na zmenu podielu preto nevlývajú samotné zmeny ratingového hodnotenia.