



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA  
EUROSYSTEM



SPRÁVA  
O FINANČNEJ  
STABILITE  
K MÁJU 2012

Vydavateľ:  
© Národná banka Slovenska

Adresa:  
Národná banka Slovenska  
Imricha Karvaša 1, 813 25 Bratislava

Telefón:  
02 5787 2141  
02 5787 2146

Fax:  
02 5787 1128

<http://www.nbs.sk>

Všetky práva vyhradené.  
Reprodukovanie na vzdelávacie a nekomerčné účely je povolené s uvedením zdroja.

ISSN 1338-6123 (elektronická verzia)



# OBSAH

<b>ZHRNUTIE</b>	<b>4</b>	4.3 Vývoj a riziká v sektore kolektívneho investovania	39
<b>1 VONKAJŠIE PODMIENKY PRE FINANČNÚ STABILITU</b>	<b>6</b>	4.4 Vývoj a riziká v sektore dôchodkového sporenia	40
1.1 Predpoklady pre finančnú stabilitu SR vyplývajúce z globálnej ekonomiky a finančných trhov	7	4.5 Makrostromové testovanie finančného sektora	43
1.2 Finančná pozícia bankového sektora eurozóny a jej vplyv na domáci bankový sektor	12	<b>PRÍLOHY</b>	
<b>2 VÝVOJ EKONOMIKY SR Z HĽADISKA VPLYVU NA FINANČNÚ STABILITU</b>	<b>16</b>	1 Zadlženosť vyspelých krajín a jej vplyv na hospodársky rast	48
2.1 Celkový vývoj ekonomiky SR	17	1.1 Možné dôvody rozdielneho vývoja zadlženosti vyspelých a rozvíjajúcich sa krajín	48
2.2 Strednodobé riziká z domáceho makroekonomického prostredia	21	1.2 Prínosy a riziká tvorby dlhu	49
<b>3 VÝVOJ V SEKTOROCH NEFINANČNÝCH KORPORÁCIÍ A DOMÁCNOSTÍ</b>	<b>22</b>	1.3 Súčasná kríza vo svetle minulých finančných kríz	49
3.1 Vývoj v sektore nefinančných podnikov	23	1.4 Výhľad na hospodársky rast vyspelých krajín z hľadiska ich dlhového bremena – globálne a národné faktory	50
3.2 Vývoj v sektore domácností	25	2 Makroekonomické nerovnováhy v krajinách eurozóny a pozícia Slovenska	60
3.3 Strednodobé riziká v sektore nefinančných korporácií a domácností	27	2.1 Nerovnováhy v krajinách eurozóny	60
<b>4 VÝVOJ A RIZIKÁ VO FINANČNOM SEKTORE</b>	<b>29</b>	2.2 Opatrenia na úrovni EÚ proti nárastu nerovnováh	63
4.1 Bankový sektor	31	2.3 Vývoj v SR	64
4.1.1 Finančná pozícia bankového sektora	31	2.4 Prínosy a otvorené otázky súvisiace s fungovaním Procedúry makroekonomických nerovnováh	67
4.1.2 Riziká v bankovom sektore	34	<b>SKRATKY</b>	<b>70</b>
4.2 Vývoj a riziká v sektore poisťovní	37	<b>ZOZNAM GRAFOV, TABULIEK A BOXOV</b>	<b>72</b>



Národná banka Slovenska pravidelne publikuje správu o finančnej stabilite od roku 2004. Počnúc rokom 2005 vychádza správa dvakrát ročne. Jej súčasťou sú vždy aj prílohy, ktoré obsahujú články na aktuálnu tému a analytické články, detailnejšie skúmajúce vybranú problematiku spadajúcu do oblasti finančnej stability.

Cieľom správy o finančnej stabilite je včasná identifikácia rizík pre domácu finančnú stabilitu. Tým prispieva k prevencii vzniku porúch vo finančnom systéme, ktoré by mohli mať negatívny dopad na hospodársku výkonnosť. Správa sa zameriava na riziká, ktoré vznikajú v externom prostredí (globálna ekonomika a finančné trhy),

v reálnej ekonomike, vo verejných financiách a finančnom sektore Slovenska.

Na rozdiel od predošlých správ, ktoré analyzovali obdobie jedného kalendárneho roka alebo polroka, súčasná Správa o finančnej stabilite k máju 2012 využíva údaje od začiatku roka 2011 do mája 2012. Hodnotenie rizík v domácom finančnom sektore vychádza väčšinou z údajov dostupných ku koncu prvého štvrťroka 2012. V správe sa využívajú údaje a informácie z Národnej banky Slovenska, Európskej centrálnej banky, Štatistického úradu Slovenskej republiky, Eurostatu a iných externých zdrojov.



## ZHRNUTIE

Podmienky pre finančnú stabilitu na Slovensku sa v priebehu roka 2011 zhoršovali, čo súvislo najmä s vývojom v externom prostredí. Už v druhom štvrtroku 2011 došlo k prehodnoteniu prognóz pre rast svetovej ekonomiky na obdobie najbližších dvoch rokov smerom nadol, najmä pod vplyvom rôznych dočasných šokov. Zhoršenie výhľadu pre rast HDP zvýšilo obavy investorov o udržateľnosť verejných dlhových viacerých vyspeľých krajín. Tieto obavy sa v priebehu leta a jesene čoraz viac sústredili na eurozónu. Dlhová kríza tu pomerne rýchlo nabrala systémový charakter a jej prehĺbenie v konečnom dôsledku ďalej zhoršilo výhľad pre výkonnosť ekonomík dôležitých z hľadiska slovenského exportu.

Trhy sa čiastočne upokojili v prvých mesiacoch roka 2012 vďaka rozsiahlym neštandardným opatreniam Eurosystemu, dohode politikov o posilnení fiškálnej disciplíny v eurozóne a konkrétnym reformám na podporu konkurencieschopnosti a konsolidačným krokom vlád najzraniteľnejších krajín. Situácia na finančných trhoch však ostala napätá a poznačená značnou neistotou, ktorá vyplýva z vysokej súkromnej a verejnej zadlženosti a zároveň zlého stavu ekonomík niektorých krajín eurozóny. Takéto podmienky prajú skôr náhlym vzplanutiam averzie voči riziku investorov než skorej stabilizácii situácie. Znamená to, že riziko opätovného prehĺbenia dlhovej krízy v eurozóne je stále vysoké. Naznačili to aj udalosti v máji 2012, keď výsledky parlamentných volieb v Grécku viedli k rastu obáv ohľadom zachovania integrity eurozóny a s tým súvisiacim turbulenciám na finančných trhoch. Riziko prehĺbenia krízy v eurozóne je tak najvýznamnejším rizikom pre domácu finančnú stabilitu. Vyplýva to aj z vývoja indikátora prejaveneho napätia v ekonomike a finančnom systéme Slovenska, ktorý indikuje vyššie napätie v domácom prostredí, najmä vplyvom externých faktorov.

V prvom polroku 2011 bol hospodársky vývoj na Slovensku relatívne dobrý. Podmienky boli priaznivejšie v podnikovom sektore než pre domácnosti. Ziskovosť rástla najmä v podnikoch orientovaných na export a odvetviach monopolného charakteru. Vzhľadom na nárast neistoty v externom prostredí sa však v druhom polroku 2011

spomalil rast exportu a tržieb podnikového sektora. Reálne príjmy domácností klesali z dôvodu vyššej miery inflácie. V poslednom štvrtroku 2011 sa začali meniť aj relatívne priaznivé trendy na trhu práce. Na finančnú pozíciu niektorých zadlžených domácností však priaznivo vplývala možnosť refinancovania ich dlhov novými úvermi s nižšími úrokovými sadzbami. Konsolidácia verejných financií bola poznačená jednorazovými mimorozpočtovými vplyvmi, ale vo výsledku bola priaznivejšia než sa očakávalo.

Slovenská ekonomika v roku 2011 relatívne dobre odolávala zvýšeným napätiam v externom prostredí. Na jednej strane to súvisí s priaznivými faktormi pre makrofinančnú stabilitu krajiny (relatívne nízka zadlženosť domácností, podnikov a verejného sektora a zdravá finančná pozícia bankového sektora) a na druhej strane hospodársky rast ťahala priemyselná výroba (najmä automobily), po ktorej bol dopyt v zahraničí aj napriek zhoršeným podmienkam. Pomerne dobrú odolnosť ekonomiky potvrdzuje aj výrazne priaznivejší než očakávaný výsledok rastu HDP a zamestnanosti v prvom štvrtroku 2012.

Najvýznamnejším rizikom z domáceho prostredia je prípadné nesplnenie plánu fiškálnej konsolidácie. Plánované opatrenia novej vlády sa podľa doteraz zverejnených informácií vo väčšej miere orientujú na zvyšovanie príjmov rozpočtu, čo je rizikovejšia stratégia z hľadiska udržateľného dosiahnutia konsolidačných cieľov než znižovanie výdavkov. Riziko nesplnenia cieľov konsolidácie pritom bezprostredne ovplyvňuje podmienky pre domácu finančnú stabilitu.

Uvedené trendy v reálnej ekonomike a jej stav sa premietli aj do bankového sektora. Ten v roku 2011 medziročne ďalej zvyšoval svoju ziskovosť vyjadrenú ROE, no táto naďalej zaostávala za predkrízovými úrovňami. K rastu ziskovosti prispeli najmä pokles nákladov na tvorbu opravných položiek a rast úrokových výnosov z transakcií s podnikmi. Pokračovalo prehľbovanie orientácie sektora na domácnosti, sprevádzané intenzívnejšou konkurenciou medzi bankami na strane úverov aj vkladov. V roku 2011 došlo k oživeniu financovania podnikov zo strany bánk



a tento trend pokračoval aj v prvom štvrtroku 2012. Investície do cenných papierov v roku 2011 skôr stagnovali po výraznejšom raste objemu portfólia cenných papierov v roku 2010. V prvom štvrtroku 2012 zaznamenal bankový sektor výraznejší úbytok investícií do dlhopisov emitovaných zahraničnými vládami. Primeranosť základných vlastných zdrojov sektora rástla a dosahovala zdravé úrovne.

Stresové testovanie potvrdilo, že aj v prípade materializácie externých rizík by finančná stabilita sektora ako celku mala byť zachovaná. Jeho odolnosť podporovali silná kapitálová pozícia bánk a ich schopnosť generovať čisté úrokové príjmy aj v podmienkach nepriaznivého vývoja. Dominantným v sektore ako celku ostáva kreditné riziko podnikov, no viaceré banky vykázali vyššiu citlivosť na straty z úverov domácnos-

tiam. Trhové riziká, predovšetkým v podobe nárastu kreditných prírážok štátnych dlhopisov v portfóliách na obchodovanie a na predaj, sú významnejšie iba v prípade niektorých bánk a pre sektor ako celok nepredstavujú zásadnejšiu hrozbu. V uvedených portfóliách výrazne dominujú slovenské štátne dlhopisy. Celková priama expozícia bankového sektora voči najrizikovejším krajinám EÚ predstavuje menej ako 2 % jeho aktív.

K celkovej stabilite sektora a jeho odolnosti voči zmenšovaniu bilancíí dlhovou krízou zasiahnutých bánk eurozóny výrazne prispieva aj to, že väčšina domácich bánk financuje svoju úverovú činnosť z domácich zdrojov a sektor ako celok nie je závislý od zahraničných zdrojov. Táto pozitívna črta bankového sektora sa však dlhodobo oslabuje.



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA  
EUROSYSTEM

KAPITOLA 1

# VONKAJŠIE PODMIENKY PRE FINANČNÚ STABILITU

1



# 1 VONKAJŠIE PODMIENKY PRE FINANČNÚ STABILITU

Nepriaznivý vývoj v eurozóne negatívne ovplyvňoval podmienky pre domácu finančnú stabilitu v druhom polroku 2011. Dôvodom bola eskalácia dlhovej krízy v eurozóne, ktorá nabrala systémový charakter. Tieto udalosti negatívne vplývali na globálnu ekonomickú aktivitu, čo sa prejavilo výrazným poklesom rastu svetovej ekonomiky v druhom polroku 2011. Tým sa zhoršili aj predpoklady pre domácu hospodársku aktivitu. Súvisiace turbulencie na finančných trhoch zároveň nepriaznivo ovplyvnili výkonnosť portfólií finančných aktív a ziskovosť domácich finančných inštitúcií.<sup>1</sup> V horizonte 1 až 2 rokov predpokladáme pomaly sa zlepšujúce, no stále výrazne sťažené, hospodárske a finančné podmienky v kľúčových regiónoch sveta z hľadiska slovenského exportu.

K najvýznamnejším rizikám v uvedenom horizonte v externom prostredí pre domácu finančnú stabilitu patria nasledujúce, navzájom prepojené riziká:

- Prehĺbenie dlhovej krízy v eurozóne v dôsledku nárastu averzie k riziku vplyvom rozmanitých faktorov, pričom kritickým ostáva výhľad pre hospodársky rast.<sup>2</sup>
- Stále slabá finančná pozícia veľkej časti bankového sektora EÚ, ktorú môže zhoršiť slabá hospodárska aktivita a znehodnotenie aktív bánk.
- Zmenšovanie finančnej páky cez nadmerné zmenšovanie bilancii bánk EÚ v dôsledku štrukturálnych a cyklických faktorov ohrozuje reálnu ekonomiku.

## 1.1 PREDPOKLADY PRE FINANČNÚ STABILITU SR VYPLÝVAJÚCE Z GLOBÁLNEJ EKONOMIKY A FINANČNÝCH TRHOV

**Výkonnosť svetovej ekonomiky v roku 2011 negatívne ovplyvnilo viacero faktorov, no najvýznamnejším bolo zintenzívnenie dlhovej krízy v eurozóne v druhom polroku 2011.**

Rast svetovej ekonomiky sa podstatne spomalil v 2. polroku 2011. Hlavným dôvodom bol nárast

intenzity dlhovej krízy v eurozóne, ktorá v lete 2011 začala prvýkrát ohrozovať finančnú stabilitu väčších krajín menovej únie (Taliansko, Španielsko). To vyvolalo obavy ohľadom ďalšej existencie eurozóny v jej doterajšej podobe. Kríza sa následne začala šíriť z periférnych do centrálnych krajín eurozóny (Belgicko, Francúzsko, Rakúsko).

K nárastu neistoty v ekonomike a na finančných trhoch v priebehu roka 2011 prispeli aj ozbrojené konflikty v krajinách regiónu Stredného východu a Severnej Afriky, prírodné katastrofy so značnými humanitárnymi a hospodárskymi následkami (zemetrasenie v Japonsku, povodne v Thajsku) a politický pat v USA pri rozhodovaní o fiškálnej konsolidácii. Celkovo tak v roku 2011 došlo k značnému spomaleniu aktivity v globálnej ekonomike v porovnaní s rokom 2010 (tabuľka 1).

***Vplyvom zmiernenia napätí v eurozóne na začiatku roka 2012 sa výhľad pre globálnu produkciu a obchod spočiatku zlepšoval, no v apríli a máji došlo k obratu v tomto optimizme. Slovensko je značne vystavené eurozóne, ktorá má výrazne horší výhľad pre ekonomickú aktivitu a zároveň výrazne vyššie riziká smerom nadol pre tento výhľad než ostatné regióny sveta.***

Situáciu v eurozóne pomohlo upokojiť ohlásenie vládnych plánov pre fiškálnu konsolidáciu a štrukturálne reformy v Taliansku a Španielsku a zverejnenie nových neštandardných opatrení ECB na začiatku decembra 2011. Aj efekty ostatných vyššie uvedených nepriaznivých udalostí prakticky odznali. Obnovenie rizikového apetítu investorov a náznaky zvyšujúcej sa hospodárskej aktivity prispeli k priaznivejšiemu výhľadu pre globálnu ekonomiku (graf 1). Tieto pozitívnejšie nálady zo začiatku roka 2012 však začali relatívne skoro ustupovať do úzadia a vystriedali ich nové obavy ohľadom pretrvania ekonomického oživenia. Obrat sentimentu v priebehu apríla a mája 2012 súvisel s opätovaným zhoršovaním situácie v eurozóne a horšími než očakávanými údajmi o výkonnosti ekonomiky USA.

Všeobecne možno konštatovať, že všetky prognózy hospodárskej výkonnosti sú v tomto období

<sup>1</sup> Ziskovosť však napriek tomu medziročne rástla vo všetkých segmentoch finančného trhu (podrobnejšie v kapitole 4).

<sup>2</sup> Vysoké štátne aj súkromné zadĺženie vyspelých krajín spolu s nedostatočnou koordináciou politik na globálnej úrovni bráni rýchlemu ekonomickému oživeniu. Podrobnejšie je táto téma rozpracovaná v prílohe 1.



**Tabuľka 1 Svetová produkcia a objem svetového obchodu (medziročná zmena v %)**

	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Svetová produkcia</b>	<b>-0,6</b>	<b>5,3</b>	<b>3,9</b>	<b>3,5</b>	<b>4,1</b>
<b>Vyspelé ekonomiky</b>	<b>-3,6</b>	<b>3,2</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>
USA	-3,5	3,0	1,7	2,1	2,4
Eurozóna	-4,3	1,9	1,4	-0,3	0,9
Japonsko	-5,5	4,4	-0,7	2,0	1,7
<b>Rozvíjajúce sa ekonomiky</b>	<b>2,8</b>	<b>7,5</b>	<b>6,2</b>	<b>5,7</b>	<b>6,0</b>
Stredná a východná Európa	-3,6	4,5	5,3	1,9	2,9
Ázia	7,1	9,7	7,8	7,3	7,9
Čína	9,2	10,4	9,2	8,2	8,8
Latinská Amerika	-1,6	6,2	4,5	3,7	4,1
<b>Objem svetového obchodu</b>	<b>-10,5</b>	<b>12,9</b>	<b>5,8</b>	<b>4,0</b>	<b>5,6</b>

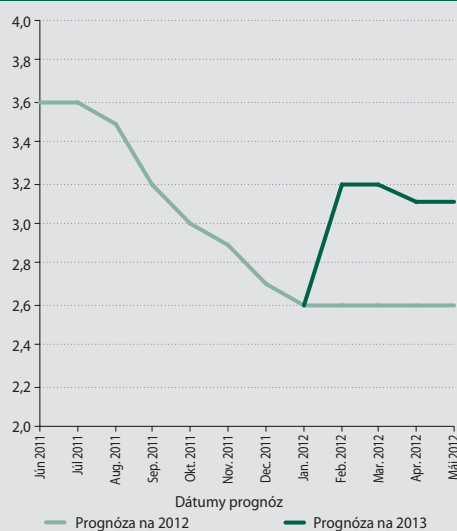
Zdroj: MMF: World Economic Outlook, apríl 2012.

Poznámka: Údaje za roky 2012 a 2013 sú prognózy.

spojené s neobvykle vysokou neistotou a prevládajú pre ne riziká smerom nadol. Zároveň tieto prognózy naznačujú výrazne rozdielny vývoj v horizonte najbližších dvoch rokov medzi skupinou vyspelých krajín a rozvíjajúcich sa krajín a taktiež v rámci skupiny vyspelých krajín medzi Európou a zvyškom tejto skupiny. Pre domáce podmienky je nepriaznivým faktom, že slovenská ekonomika je najviac vystavená práve tomu regiónu, ktorý má všeobecne najhoršie vyhliadky pre hospodársku výkonnosť a zároveň najvyššie riziká smerom nadol pre túto prognózu.<sup>3</sup>

**Slovensko, ako silno exportne orientovaná ekonomika, môže čerpať pozitívne impulzy z regiónov a ekonomík sveta mimo EÚ/eurozóny.**

Prehĺbenie európskej dlhovej krízy viedlo v EÚ k poklesu reálnej aktivity v poslednom štvrtroku 2011 (tabuľka 2). So zámerom stabilizovať akút-

**Graf 1 Vývoj prognóz rastu svetového HDP na roky 2012 a 2013 (%)**


Zdroj: Consensus Forecasts.

**Tabuľka 2 Rast reálneho HDP (%)**

	Zmena oproti predchádzajúcemu štvrtroku								Medziročná zmena				
	2010			2011			2012	2009	2010	2011	2012	2013	
	2.Q	3.Q	4.Q	1.Q	2.Q	3.Q	4.Q	1.Q					
Eurozóna	0,9	0,4	0,3	0,7	0,1	0,1	-0,3	0,0	-4,3	1,9	1,5	-0,3	1,0
EÚ 27	0,9	0,4	0,3	0,6	0,2	0,3	-0,3	0,0	-4,3	2,0	1,5	0,0	1,3

Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Na základe sezónne očistených dát. Údaje pre roky 2012 a 2013 sú prognózy Európskej komisie z mája 2012 (European Economic Forecast – Spring 2012).

<sup>3</sup> Okrem obchodných väzieb má vystavenie Slovenska voči EÚ/eurozóna aj podobu vysokej majetkovej účasti niektorých členských krajín v slovenskom finančnom sektore.

nu krízovú situáciu boli vládami EÚ na jeseň 2011 prijaté nové opatrenia v oblasti fiškálnej politiky. Reformovaný Pakt stability a rastu (SGP) zaväzuje väčšinu krajín k ozdravným opatreniam vo verejných financiách.<sup>4</sup> Efekty rýchlej a celoplošnej fiškálnej konsolidácie spolu so zlou finančnou pozíciou veľkej časti bankového sektora (podrobnejšie v časti 1.2) však s vysokou pravdepodobnosťou povedú k prehĺbeniu recesie v kríze najviac postihnutých krajinách EÚ.<sup>5</sup> Naznačili to aj údaje o HDP za prvý kvartál 2012 – ekonomika eurozóny síce stagnovala, no viaceré krajiny sa prepadli hlbšie do recesie.

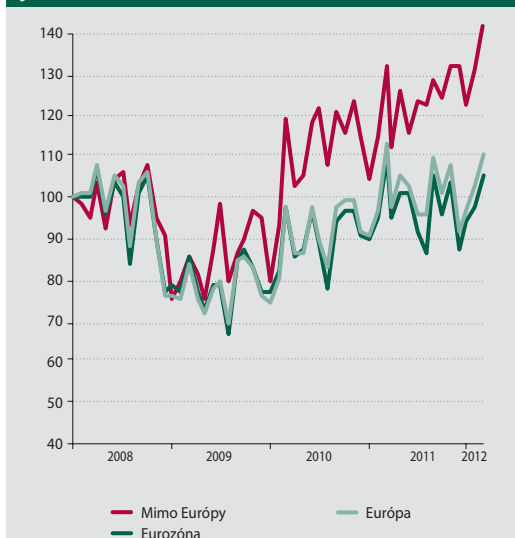
Naopak, exportne orientované ekonomiky s relatívne zdravými makrofinančnými fundamentmi (Česko, Holandsko, Nemecko, Rakúsko, Slovensko a škandinávské krajiny) by mohli v najbližších dvoch rokoch lepšie čeliť ekonomickému útlmu v Európe najmä vďaka pretrvávajúcemu relatívne silnému dopytu v rozvíjajúcich sa krajinách a rastúcej hospodárskej aktivite v USA a Japonsku (graf 2).

**Zintenzívnenie dlhovej krízy v eurozóne sa prejavilo výrazným zhoršením podmienok na finančných trhoch v druhej polovici roka 2011. Hlavnými faktormi vyostrenia dlhovej krízy boli zhoršujúci sa výhľad pre hospodársky rast, silná prepojenosť kreditného rizika štátov a finančnej pozície bánk a pomalé prijímanie nápravných opatrení.**

V období medzi júlom a augustom 2011 trhoví účastníci prehodnotili smerom nadol svoje očakávania ohľadom rastu niektorých významných ekonomík. Stalo sa tak hlavne pod vplyvom horších než očakávaných údajov za druhý štvrtrok v USA. Akciové trhy výrazne stiahli nadol najmä ceny akcií podnikov z cyklicky citlivejších odvetví, kreditné prirážky podnikových dlhopisov poskočili nahor a ceny energií prudko klesli (grafy 3 a 4). Silnejšia reakcia finančných trhov na zhoršenie výhľadu pre ekonomický rast súvisela s vnímaním zo strany investorov len veľmi obmedzeného priestoru pre stimulačné politiky v porovnaní s predchádzajúcimi rokmi.

Zhoršenie očakávaní pre rast globálnej ekonomiky, ktorý je nevyhnutný pre zmiernenie vysokej zadlženosti (súkromnej aj verejnej), viedlo počas leta 2011 k výraznému zintenzívneniu obáv investorov ohľadom schopnosti Grécka, Írska a Portugalska stabilizovať v naplánovanom horizonte svoj verejný dlh. Situáciu príliš neupokojili ani výsledky summitu eurozóny 21. júla 2011. Naopak, obavy o udržateľnosť verejných dlhov sa začiatkom augusta preniesli aj na veľké krajiny južnej Európy: Taliansko a Španielsko. Dôvodom obáv bol slabý hospodársky rast týchto krajín, ale aj nedostatočná kapacita Európskeho fondu finančnej stability (EFSF) vo vzťahu k celkovému nesplatenému vládnemu dlhu týchto krajín.

**Graf 2 Vývoj exportu Nemecka (index, január 2008 = 100)**



Zdroj: Deutsche Bundesbank, výpočty NBS.

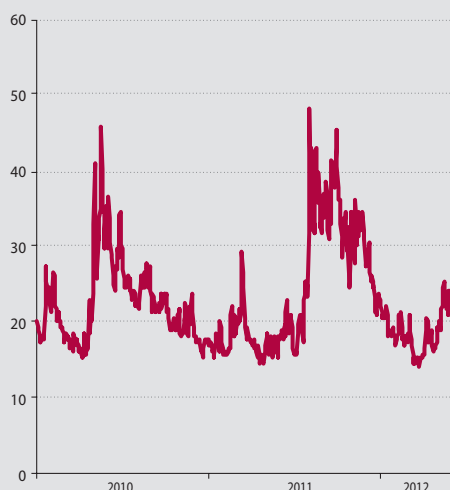
**Graf 3 Vývoj akciových indexov (2005 = 100)**



Zdroj: Eurostat.

4 Nové pravidlá SGP napr. vyžadujú zníženie štrukturálneho deficitu na 0,5 % HDP do roku 2016 a každoročné okresanie časti verejného dlhu (v % HDP), ktorá prevyšuje hranicu 60 % HDP, o jednu dvadstatinu.

5 Grécko, Írsko, Portugalsko a Španielsko plánujú zlepšiť svoju primárnu bilanciu do roka 2013 v porovnaní s jej úrovňou v roku 2009 o 12, 10, 10, resp. 7 percentuálnych bodov HDP.

**Graf 4 Implikovaná volatilita na akciových trhoch meraná indexom VIX**


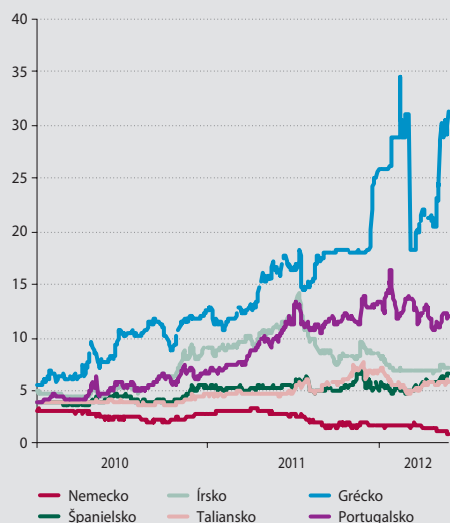
Zdroj: CBOE.

Poznámky: VIX vyjadruje veľkosť averzie investorov voči riziku. Jeho hodnoty nad 20 hovoria o zvýšenej averzii voči riziku. Hodnoty nad 50 indikujú veľmi vážne obavy investorov.

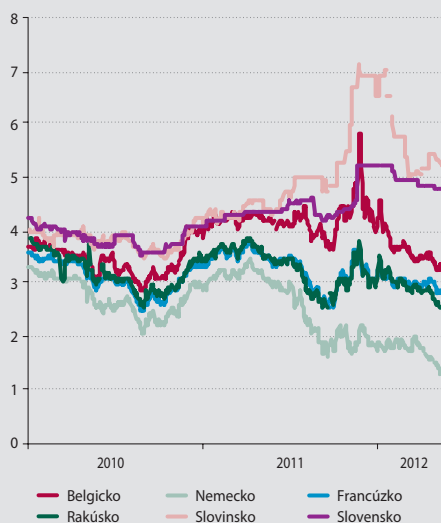
Hoci od augusta až do konca roka 2011 prognózy pre hospodársky rast vyspelých aj rozvíjajúcich sa krajín na najbližšie dva roky pokračovali v poklese, hlavným determinantom cien aktív sa stali rastúce obavy investorov o udržateľnosť dlhov v eurozóne. Hospodárska recesia a problémy s dosahovaním konsolidačných cieľov pre štátne

rozpočty tlačili na ďalší rast výnosov vládnych dlhopisov v „programových“ krajinách Grécko a Portugalsko (v Írsku výnosy výrazne klesali pod vplyvom priaznivej exportnej výkonnosti).<sup>6</sup> Politická neistota a zníženie ratingov vyvolalo opätovný rast výnosov vládnych dlhopisov Španielska a Talianska (graf 5).<sup>7</sup> Spolu s rastúcim napätím na trhoch so štátnymi dlhopismi sa výrazne zhoršovala schopnosť bánk refinancovať sa na trhu. Výsledky summitu eurozóny z 26. októbra 2011 podporili zotavenie akciových trhov a trhov s firmnými dlhmi, no situácia na trhoch s vládnymi dlhopismi sa upokojila len čiastočne.

K opätovnému zdramatizovaniu vývoja na finančných trhoch došlo počnúc 1. novembrom 2011 po nečakanom ohlásení gréckeho referenda o postoji občanov k reštriktívnym opatreniam vlády. Hoci bolo toto referendum rýchlo zrušené a v Grécku a Taliansku riadenie krajín prevzali odborníci s cieľom realizovať potrebné reformy, úrokové spready vládnych dlhopisov začali znova rýchlo rásť. Výnosy a spready rástli aj v ďalších krajinách eurozóny, vrátane krajín jadra menovej únie, ktoré boli predtým pokladané za bezpečné (graf 6). Dokonca aj Nemecko zaznamenalo 23. novembra 2011 zriedkavý jav, keď na aukcii štátnych dlhopisov sa mu podarilo upísať len 65 % ich plánovaného objemu. Výrazne vyššie riziko suverénnych štátov (riziko protistrany) začalo vyvolávať otázky ohľadom solventnosti

**Graf 5 Výnosy z dlhodobých štátnych dlhopisov vybraných krajín eurozóny (%)**


Zdroj: Eurostat.

**Graf 6 Výnosy z dlhodobých štátnych dlhopisov vybraných krajín eurozóny (%)**


Zdroj: Eurostat.

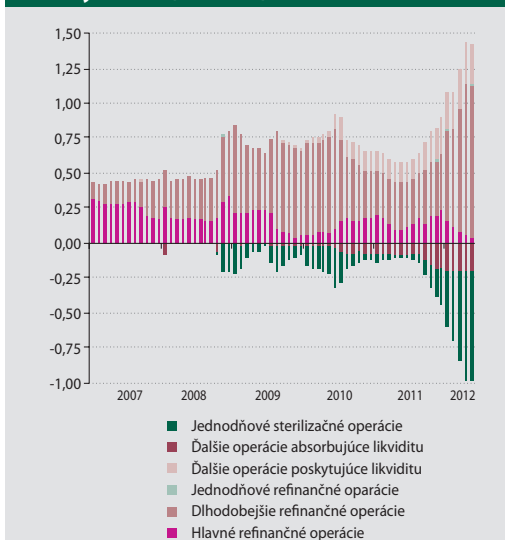
6 Grécko získalo prvú spoločnú finančnú podporu od EÚ a MMF 2. mája 2010, ďalšia podpora Grécku bola schválená 21. júla 2011 a 26. októbra 2011. V podpornom programe EÚ a MMF participujú od 28. novembra 2010 aj Írsko a od 4. mája 2011 Portugalsko.

7 Dočasný pokles výnosov štátnych dlhopisov týchto krajín počas augusta 2011 bol podporený najmä nákupmi týchto dlhopisov Eurosystemom.

**Graf 7 Spready na medzibankovom trhu eurozóny (bázické body)**


Zdroj: EURIBOR-EBF.

Poznámka: Čím je toto rozpätie väčšie, tým je vnímané riziko defaultu protistrany na medzibankovom trhu vyššie.

**Graf 8 Menovopolitické operácie Eurosystému (bil. EUR)**


Zdroj: ECB.

báňk, čo ďalej komplikovalo refinancovanie sa báňk na trhu. Viaceré banky južnej Európy úplne stratili prístup na zabezpečené trhy a zaznamenali odlev vkladov, no značne sa zhoršil prístup k novým zdrojom aj pre francúzske banky. Nárust nedôvery obmedzil aj fungovanie medzibankového trhu (graf 7) a jeho funkcie začal v rastúcej miere preberať Eurosystem. Vklady báňk v centrálnych bankách a pôžičky báňk z centrálnych báňk výrazne rástli (graf 8).<sup>8</sup> ECB a národné centrálné banky pristúpili k viacerým opatreniam na podporu likvidity bankového sektora.

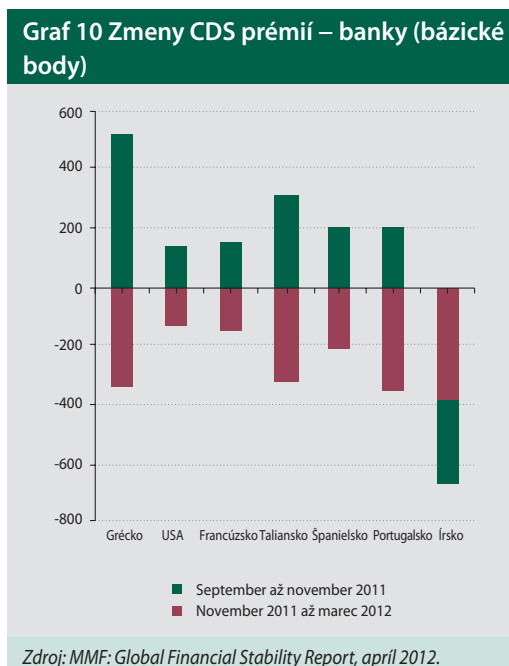
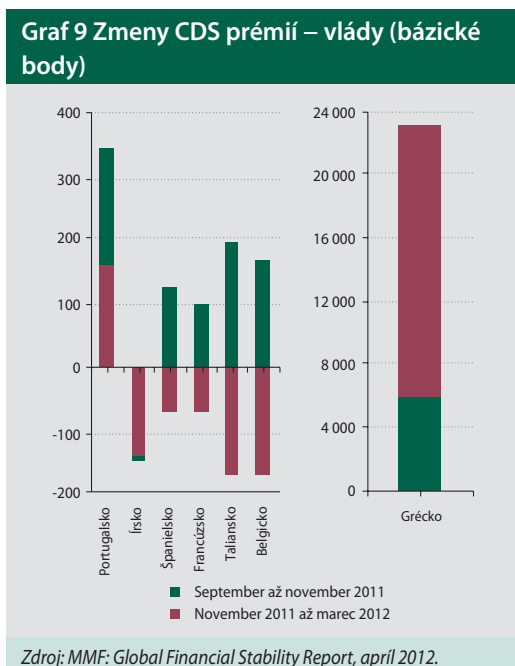
**Neštandardné opatrenia centrálnych báňk, najmä ich rozsah, viedli od začiatku decembra 2011 k uvoľneniu finančných podmienok v bankovom sektore eurozóny, čo prispelo aj k poklesu rizika suverénnych štátov a zotaveniu finančných trhov.**

Náladu na finančných trhoch, vrátane trhov s európskymi štátnymi dlhopismi, na konci novembra 2011 výraznejšie podporilo koordinované zníženie cien swapových liniek na americký dolár zo strany Fedu, ECB a centrálnych báňk ďalších významných krajín. Ešte silnejším rastovým impulzom pre svetové finančné trhy bolo ohlásenie neštandardných dlhodobých refinančných operácií (LTRO) – 8. decembra 2011 ECB oznámila, že bankám eurozóny požičia neobmedzený objem

zdrojov na 3 roky pri miernejších požiadavkách na zabezpečenie týchto pôžičiek. V dvoch takýchto LTRO (21. decembra 2011 a 29. februára 2012) si banky požičali vyše 1 bil. €, čo zodpovedá asi 80 percentám objemu ich dlhu splatného v rokoch 2012 až 2014. Tieto opatrenia zlepšili podmienky pre trhové financovanie sa báňk, čo sa prejavilo na silnom raste emisie bankových dlhopisov v prvom štvrtroku 2012 (vrátane nezabezpečených dlhopisov báňk z periférnych krajín eurozóny) a poklese cien krátkodobých aj dlhodobých zdrojov financovania báňk.

Paralelne došlo v prvom štvrtroku 2012 k zlepšeniu podmienok pre financovanie sa štátov eurozóny. Pokles výnosov štátnych dlhopisov sčasti odzrkadľoval zníženie kreditného rizika štátov, čo potvrdzuje aj pokles CDS prémie (graf 9). Pokles kreditného rizika štátov súvisel so zlepšením podmienok financovania báňk, čo zmiernilo riziko ich úpadku a zároveň aj pravdepodobnosť potreby použitia verejných zdrojov na ich podporu (graf 10). Zmiernenie tlaku na zdroje báňk tiež znížilo obavy z agresívneho znižovania finančnej páky a jeho dopadu na ekonomický rast, čo tiež podporilo ceny štátnych dlhopisov. Pozitívnym impulzom pre finančné trhy boli aj výsledky summitu EÚ z 8. a 9. decembra 2011, kde došlo k dohode o posilnení mechanizmov na podporu fiškálnej disciplíny.

<sup>8</sup> Banky z Francúzska, Írska a Talianska sa podieľali vyše 50 percentami na celkových pôžičkách Eurosystemu bankám.



**Pozitívny efekt neštandardných opatrení ECB bol dočasný. Existuje riziko, že tieto opatrenia odďalujú prijatie účinnejších riešení existenčných problémov eurozóny.**

V apríli sa objavili náznaky, že pozitívny efekt neštandardných 3-ročných LTRO môže slabnúť. Výnosy 10-ročných štátnych dlhopisov Španielska začali opäť rásť už na začiatku marca a o niečo neskôr sa k nim pridali aj výnosy 10-ročných štátnych dlhopisov Talianska. V priebehu apríla rast výnosov pokračoval, pričom španielske prekonal úroveň 6 %. Tento vývoj súvisí pravdepodobne s tým, že účastníci finančných trhov začali opäť prikladať vyššiu váhu výhľadu pre hospodársky rast. Uvedené krajiny predložili ambiciózne plány fiškálnej konsolidácie a ohlásili rad opatrení a reforiem na ich realizáciu. Tieto opatrenia však nepriaznivo vplývajú na už aj tak slabú ekonomickú situáciu krajín, čo spätne oslabuje dôveryhodnosť stanovených fiškálnych cieľov.

Banky v Španielsku a Taliansku využili nové zdroje z LTRO na výrazné zvýšenie držby štátnych dlhopisov.<sup>9</sup> Došlo tým k ďalšiemu posilneniu prepojení a vzájomných spätných väzieb medzi rizikami bánk a štátu. Jedným z dôležitých opatrení pre dlhodobú stabilizáciu situácie v eurozóne by naopak malo byť zmiernenie alebo prerušenie týchto spätných väzieb cez reštrukturalizáciu

a rekapitalizáciu bankových sektorov v dotknutých krajinách.

Opätovne rastúce obavy investorov tak súvisia s dopadmi fiškálnej konsolidácie na ekonomický rast (pri krajinách s väčšími fiškálnymi multiplikátormi) a následne aj stabilitu bánk a uvedenými spätnými väzbami.<sup>10</sup>

## 1.2 FINANČNÁ POZÍCIA BANKOVÉHO SEKTORA EUROZÓNY A JEJ VPLYV NA DOMÁCI BANKOVÝ SEKTOR

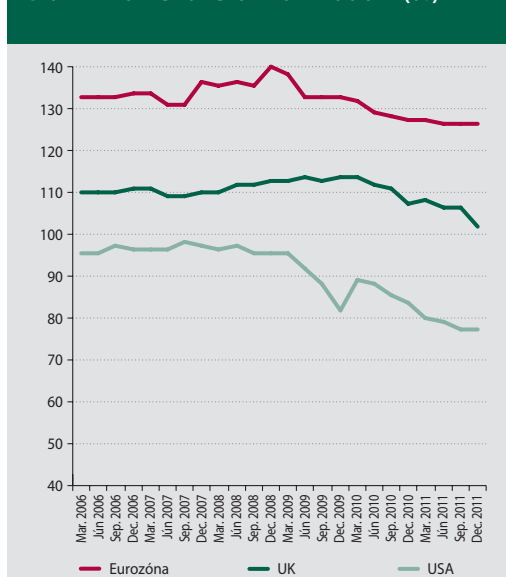
**Hoci neštandardné opatrenia ECB výraznou mierou prispeli k zmierneniu prejavov systémovej krízy v bankovom sektore eurozóny, riziká pre stabilitu veľkej časti bankového sektora eurozóny ostávajú vysoké.**

Vyššie spomínané neštandardné LTRO síce pomohli odvrátiť bezprostredný kolaps veľkej časti bankového sektora eurozóny, no minimálne v strednodobom horizonte bude jeho finančná pozícia naďalej zraniteľná. Na jednej strane sú dôvodmi stále vysoká finančná páka bánk (zadlženosť meraná ako pomer aktív k vlastným zdrojom) v porovnaní s minulosťou a so súčasným štandardom v zahraničí a ich vysoká závislosť (opäť aj v porovnaní so zahraničím) na zdrojoch z finančných trhov (grafy 11 a 12). Na druhej

<sup>9</sup> Podľa BIS Quarterly Review z marca 2012 dosiahli čisté nákupy štátnych dlhopisov v decembri 2011 a januári 2012 v španielskych bankách objem vyše 45 mld. € a v talianskych bankách takmer 20 mld. €. <sup>10</sup> Mesiac máj priniesol ďalší nárast neistoty na európskych finančných trhoch. Dôvodom boli prezidentské voľby vo Francúzsku a najmä parlamentné voľby v Grécku. Výsledky týchto volieb, ale aj krajinských volieb v Nemecku a komunálnych volieb v Taliansku, dokumentujú rastúci odpor verejnosti k úsporným opatreniam vlád.

**Graf 11 Finančná páka bánk (hmotné aktíva k Tier 1 kapitálu)**


Zdroj: MMF: Global Financial Stability Report, apríl 2012.

**Graf 12 Pomer úverov ku vkladom (%)**


Zdroj: MMF: Global Financial Stability Report, apríl 2012.

strane banky eurozóny sú vystavené zvýšeným finančným rizikám, ktoré súvisia so zlým stavom verejných financií niektorých krajín, vysokým zadlžením súkromného sektora a nepriaznivými vyhlídkami pre hospodársky rast a trh nehnuteľností. Medzi všetkými uvedenými faktormi existujú negatívne spätné väzby, čo situáciu vo vybraných bankových sektoroch eurozóny značne komplikuje.

***Nepriaznivé podmienky na finančných trhoch a v ekonomike sťažujú stabilizáciu bánk cez opatrenia na strane ich zdrojov. Banky budú musieť znížiť objem svojich aktív.***

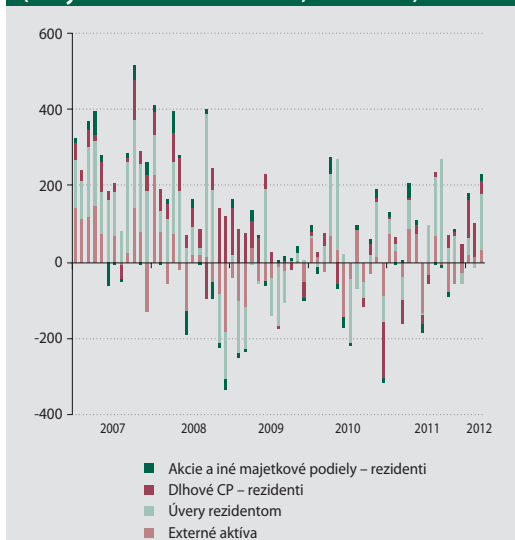
Banky s cieľom zmierniť tlak na svoju kapitálovú primeranosť a dlhodobú (štruktúrálnu) likviditu môžu pristúpiť k zníženiu objemu aktív. Alternatívou voči predaju aktív vo väčšom rozsahu je navýšenie kapitálu (najčastejšie cez emisiu akcií alebo doplnením z nerozdelených ziskov) a zvýšenie podielu stabilných zdrojov financovania (retailových vkladov, dlhodobých zdrojov z trhu). Banky eurozóny v období od roku 2008 do začiatku roka 2012 doplnili svoj kapitál o vyše 200 mld. €. Získanie ďalších potrebných zdrojov na kapitálových trhoch však výrazne sťažuje dlhová kríza štátov. V podmienkach nepriaznivej ekonomickej situácie klesá aj ziskovosť bánk z dôvodu zhoršujúcej sa kvality aktív (rastu opravných položiek) a nižších výnosov.

Za daných trhových podmienok, ale aj pod tlakom regulácie na posilnenie kapitálu a likvidity, je veľmi pravdepodobné, že ďalšie posilnenie finančnej pozície bánk bude musieť vo zvýšenej miere prebiehať na strane aktív ich bilancii.<sup>11</sup> MMF odhaduje (bázický scenár) pre vzorku 58 veľkých bánk so sídlom v EÚ, že v období rokov 2012 až 2013 tieto banky znížia svoje aktíva o 2,0 bil. € (pokles bilančnej sumy o 7 %). Približne z 25 % bude tento pokles tvorený zmenšením úverového portfólia (ukončením refinancovania maturujúcich úverov a/alebo obmedzením poskytovania nových úverov). MMF teda predpokladá, že väčšina poklesu aktív bánk sa zrealizuje cez predaj cenných papierov a menej dôležitých obchodných aktív (poistenie, správa aktív).

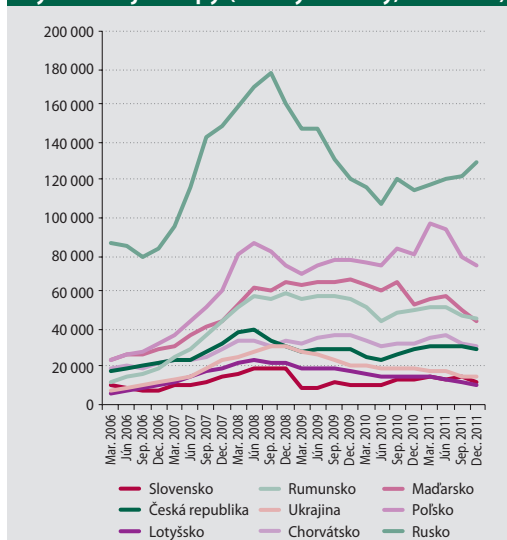
***Vzhľadom na relatívne dobrú ziskovosť, veľmi nízku závislosť domácich bánk od zdrojov ich zahraničných matiek a relatívnu makroekonomickú stabilitu nepredpokladáme výrazný priamy dopad znižovania finančnej páky zahraničných bánk na náš finančný sektor a ekonomiku. Nepriamo však tento proces môže negatívne ovplyvňovať domácu hospodársku aktivitu.***

Z hľadiska podmienok pre domácu finančnú stabilitu je dôležité, ako predpokladaný predaj aktív ovplyvní domácu ekonomiku a bankový sektor. Banky eurozóny v poslednom štvrtro-

<sup>11</sup> Viaceré európske banky zverejnili reštrukturalizačné plány, ktoré zahŕňujú výrazný pokles aktív (podľa zisťovania MMF v celkovom objeme asi 1,5 bil. € medzi rokmi 2011 a 2013).

**Graf 13 Transakcie menových a finančných inštitúcií eurozóny okrem Eurosystemu (toky sezónne neočistené, mld. EUR)**


Zdroj: ECB.

**Graf 14 Pohľadávky z úverov zahraničných bánk voči vybraným krajinám regiónu východnej Európy (všetky sektory, mil. USD)**


Zdroj: BIS.

ku 2011 znížili objem svojich hlavných aktív o 120,5 mld. €. Podľa ECB klesali najmä externé aktíva bánk (graf 13). Banky zároveň výrazne sprísnilli úverové štandardy a v ich miernejšom sprísňovaní pokračovali aj v prvom štvrtroku 2012. V poslednom štvrtroku 2011 poklesla aj úverová činnosť, keď úvery bánk eurozóny poskytnuté súkromnému sektoru okrem bánk poklesli o približne 0,5 %, pričom výraznejší pokles, takmer 4 %, zaznamenali expozície voči nerezidentom eurozóny.

Opísaný vývoj na aktívnej strane bilancií bánk eurozóny potvrdzuje, že vo všeobecnosti ak sú banky nútené znižovať veľkosť bilancií, majú tendenciu (aj pod tlakom domácich regulátorov a politikov) v prvom rade sa zbavovať zahraničných aktív. To, do akej miery sú krajiny zraniteľné voči znižovaniu finančnej páky zahraničných bánk, závisí hlavne od podielu zahraničných bánk na domácom trhu, miery závislosti týchto bánk od zdrojov zo zahraničia, charakteru týchto zdrojov z hľadiska ich splatnosti a potenciálu pre substitúciu aktivity týchto bánk inými domácimi alebo zahraničnými bankami. Na základe uvedeného je zrejma relatívne vysoká zraniteľnosť regiónu strednej a východnej Európy. Predpokladáme však diferencovaný prístup v rámci regiónu zo strany zahraničných bánk.

Zahraničné banky znižujú svoje expozície voči niektorým rizikovejším krajinám regiónu už od roku 2008 (graf 14). Niektoré banky (napr. Unicredit) avizovali, že obmedzia svoju činnosť alebo sa úplne stiahnu z vybraných (menej ziskových) trhov strednej a východnej Európy.<sup>12</sup> Predpokladáme, že zahraničné banky budú pri rozhodovaní o znížení vystavenia voči regiónu strednej a východnej Európy naďalej zvažovať faktory ako rozsah makroekonomických nerovnováh, závislosť bánk na externých zdrojoch, hospodárske politiky vlád, obchodný potenciál trhu a pod. Dopad znižovania finančnej páky zahraničných bánk tak zasiahne rôzne krajiny regiónu inou intenzitou.

Slovenské banky vo vlastníctve zahraničných bankových skupín sú dobre kapitálovo vybavené, vykazujú relatívne dobrú ziskovosť a majú dostatok domácich zdrojov (podrobnejšie v kapitole 4). Ich obchodný model je blízky modelu, do ktorého západoeurópske banky tlačí nová regulácia a trh. Aj slovenská ekonomika vykazuje relatívne dobrú odolnosť voči nepriaznivej situácii v jej externom prostredí (podrobnejšie v kapitolách 2 a 3). Nepredpokladáme preto, že by slovenský bankový sektor a ekonomika boli priamo významne ovplyvnené znižovaním angažovanosti zahraničných

<sup>12</sup> Rakúska Volksbank predala svoje aktivity v regióne ruskej Sberbank, čo však viac súviselo s prijatím štátnej pomoci od rakúskej vlády a pravidlami konkurencie v EÚ.



materských bánk, avšak obmedzené dopady nemožno vylúčiť.<sup>13</sup>

MMF pre svoj základný scenár odhaduje, že vyššie uvedený pokles aktív vzorky európskych bánk sa prejaví poklesom ponuky úverov v eurozóne

o 1,7 % v horizonte 2 rokov, pričom výraznejšie postihnuté budú rizikovejšie krajiny eurozóny.<sup>14</sup> Takže nepriamo, cez negatívny dopad na reálnu ekonomiku eurozóny, ovplyvní zmenšovanie finančnej páky západoeurópskych bánk aj výkonnosť slovenskej ekonomiky.

<sup>13</sup> Popov a Udell (2010) napríklad empiricky dokumentujú zhoršený prístup slovenských malých a stredných podnikov k úverom v dôsledku výrazných finančných strát matiek domácich bánk z hypotekárnych investícií v USA na začiatku finančnej krízy v rokoch 2007 a 2008.

<sup>14</sup> Tento predpoklad pre rast úverov je súčasťou prognózy MMF pre eurozónu (tabuľka 1).





# VÝVOJ EKONOMIKY SR Z HĽADISKA VPLYVU NA FINANČNÚ STABILITU



## 2 VÝVOJ EKONOMIKY SR Z HĽADISKA VPLYVU NA FINANČNÚ STABILITU

### 2.1 CELKOVÝ VÝVOJ EKONOMIKY SR

Domáce makroekonomické podmienky v roku 2011 možno hodnotiť ako vcelku uspokojivé. SR bola globálnou hospodárskou krízou zasiahnutá výrazne, ale prepád ekonomickej aktivity bol pomerne krátky a od roku 2010 ekonomika opäť rástla. V roku 2011 ekonomika pokračovala v raste, aj keď na mierne nižšej úrovni ako v predchádzajúcom roku. Perspektívy rastu sú síce nižšie, ale v kontexte eurozóny (aj krajín regiónu) má SR uspokojivú výkonnosť. Spomalenie rastu výkonnosti ovplyvnila štruktúra rastu, v ktorej dominoval príspevok čistého exportu pri poklese domáceho dopytu.

Striedanie období relatívneho pokoja a opakovaného prehlbovania neistoty na finančných trhoch sa premietlo do výkyvov očakávaní perspektív rastu eurozóny. V tomto prostredí je aj výhľad rastu domácej ekonomiky pre rok 2012 očakávaný na nižšej úrovni ako v roku 2011.

Ziskovosť nefinančných podnikov, ktorá sa po recesii obnovila, napomáhala obnovovať investičný dopyt. Hľadanie alternatív financovania v korporátnom sektore, keď úverovanie z domáceho finančného sektora bolo nahrádzané medzi podnikovými úvermi, trhovým financovaním a vyšším využívaním interných zdrojov, sa v priebehu roka 2011 spomalilo. Išlo zrejme o krátkodobejšiu reakciu podnikov na nižšiu dostupnosť zdrojov v období recesie, ako aj prechodný pokles dopytu po úveroch zo strany podnikov. Obnovilo sa financovanie z domáceho finančného sektora, úverová aktivita bánk vzrástla voči širšiemu spektru odvetví než naznačovali výsledky prvého polroka 2011.

Rast ekonomiky bol sprevádzaný miernym zlepšením situácie na trhu práce – rastom zamestnanosti a prechodným poklesom miery nezamestnanosti. Domácnosti na nízky rast nominálnych príjmov reagovali obmedzovaním spotreby a tvorbou úspor. Očakávania budúceho vývoja slovenských spotrebiteľov, ktoré sa ku koncu roka 2011 prepadávali, zaznamenali v prvých

mesiacoch roka 2012 korekciu k optimistickejšími úrovňami.

V sektore verejných financií sa konsolidačné opatrenia premietli do nižšieho deficitu než sa očakávalo. Prechodný nárast nestability domácej politickej scény bol vyriešený vystriedaním vlád v predčasných parlamentných voľbách v marci 2012. Naplnenie náročných fiškálnych zámerov bude závisieť na udržaní konsolidačného úsilia. Orientácia na príjmové opatrenia je z pohľadu dlhodobej udržateľnosti spojená s väčšou neistotou v porovnaní s konsolidáciou na strane výdavkov.

Slovensku sa darilo udržiavať si dôveru trhov počas opakovaných vln krízy dôvery v suverénne štáty od roku 2009. Turbulencie v závere roka 2011 sa však prejavili na schopnosti štátu získať zdroje na eurových trhoch. Stratégia riadenia dlhu preto smeruje k diverzifikácii menovej štruktúry dlhu. Opätovná volatilita na trhoch v súvislosti s vývojom v Španielsku koncom apríla 2012 financovanie SR negatívne nezasiahla.

Prehodnocovanie výhľadov krajín eurozóny v januári a februári 2012 zasiahlo aj Slovensko, keď bol rating krajiny znížený o jeden stupeň<sup>15</sup>, s odvolaním sa hlavne na nedostatočné politické kroky na riešenie problémov eurozóny, ale aj domáce riziká, najmä v súvislosti s oneskorením v stabilizácii dlhu.

Hrubá zadlženosť inštitucionálnych sektorov ekonomiky v pomere k HDP (graf 15) naznačuje, že v rámci krajín eurozóny je pozícia Slovenska najpriaznivejšia.

Čistá zadlženosť SR, vyjadrená ako čisté finančné bohatstvo SR<sup>16</sup> v pomere k HDP v roku 2011 mierne poklesla (-54,7 % HDP) vplyvom zlepšenia dlžníckej pozície nefinančných podnikov a udržania veriteľskej pozície domácností. Negatívne pôsobilo prehlbenie dlžníckej pozície sektora verejnej správy. Vývoj sektorovej miery zadlženia (graf 16), ktorá naznačuje schopnosť sektora vyrovnáť sa s ekonomickými šokmi, indikuje zhoršovanie po-

<sup>15</sup> V januári 2012 agentúrou Standard & Poor's, vo februári agentúrou Moody's.

<sup>16</sup> Stav čistých prijatých pôžičiek, na základe Štatistiky štvrtročných finančných účtov.

**Graf 15 Hrubý dlh sektorov (% HDP)**


Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Súkromný sektor – domácnosti a nefinančné spoločnosti, nekonsolidované.

**Graf 16 Miera zadlženosti (%)**


Zdroj: Eurostat, AMECO database.

Poznámka: Domácnosti – pasíva/finančné aktíva, Nefinančné spoločnosti – dlh/finančné aktíva, Verejná správa – pasíva/príjmy rozpočtu.

zície verejnej správy, ktorá je však v rámci eurozóny stále medzi najnižšími. Mierny nárast miery zadlženosti v roku 2011 nastal aj v prípade domácností a nefinančných podnikov.

**Rast ekonomiky SR pokračoval v miernejšom tempe, hlavným faktorom rastu bol čistý export.**

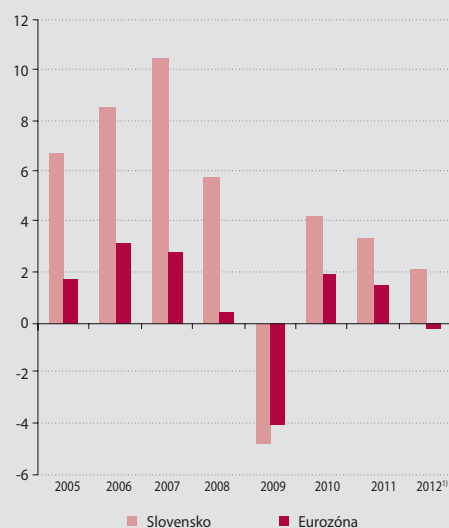
Reálny HDP vzrástol v roku 2011 medziročne o 3,3 %. V štruktúre rastu dominoval príspevok čistého exportu pri poklese domáceho dopytu. Rast čistého exportu sa dosahoval vplyvom spomaľovania rastu dovozu. Domáci dopyt bol podporovaný len rastom investícií (hlavne nefinančných podnikov pri tvorbe nových výrobných kapacít) pri stagnácii spotrebiteľského dopytu, poklese konečnej spotreby verejnej správy a redukcii zásob. Produktivita práce rástla pomalšie ako v predchádzajúcom roku, pozitívom však je, že bola podložená aj rastom zamestnanosti.

**Rast cien sa podľa očakávaní zrýchlil.**

Akcelerácia inflácie v roku 2011 súvisela s vývojom externých faktorov – rastom cien potravín a energetických komodít, ako aj s vplyvom úpravy daní. Z úrovne 4,6 %<sup>17</sup> na konci roka 2011 sa v prvých mesiacoch roku 2012 miera inflácie spomaľovala k úrovni 3,7 % v apríli. Inflácia sa –

po dlhšom období poklesu – v roku 2011 zvyšovala aj vo výrobnom sektore.

Cenová konkurencieschopnosť slovenského exportu, meraná indexom reálneho efektívneho kurzu (na báze indexu cien priemyselnej výroby) sa v roku 2011 (medziročne) mierne zvyšovala,

**Graf 17 Vývoj HDP (medziročná zmena, %)**


Zdroj: ŠÚ SR, Eurostat.

1) Prognóza NBS a EK.

17 Na základe medziročného HICP indexu.

**Graf 18 Produktivita práce a mzdy  
(medziročná zmena, %)**


Zdroj: ŠÚ SR.

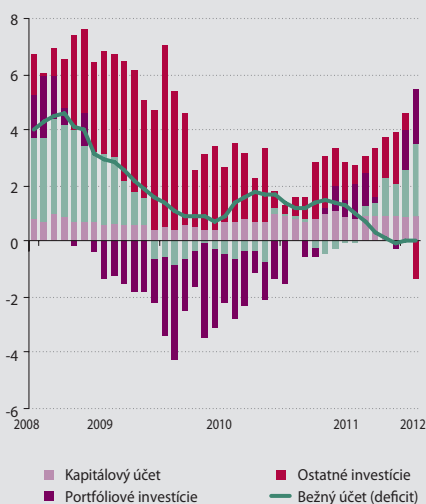
aj keď v menšej miere ako v roku 2010. Prispel k tomu záporný inflačný diferenciel oproti zahraničným obchodným partnerom, ktorý pôsobil proti nominálnemu posilňovaniu efektívneho kurzu.

**Vonkajšia rovnováha ekonomiky SR sa vzhľadom na dynamický export zlepšila.**

Bežný účet platobnej bilancie skončil ku koncu roka 2011 v prebytku 0,1 % HDP, najmä vplyvom prebytku obchodnej bilancie pri raste objemu dovozu aj vývozu tovaru. Pokles deficitu bilancie služieb a bežných transferov prispel ku kompenzovaniu vyššieho odlevu prostriedkov zahraničnými investormi prostredníctvom bilancie výnosov. Prebytok obchodnej bilancie aj pokles deficitu bilancie služieb sledovali nastúpený pozitívny trend v prvom štvrtroku 2012, vývoj ostatných položiek bežného účtu však znamenal mierne zlepšenie kumulatívneho 12-mesačného salda bilancie bežného účtu.

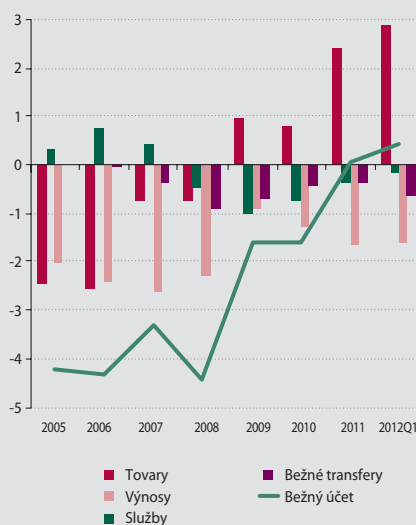
#### **Konsolidácia verejných financií priniesla výsledky.**

Deficit rozpočtu verejných financií dosiahol v roku 2011 úroveň 4,8 % HDP.<sup>18</sup> Priaznivejší vývoj príjmov než sa očakávalo možno pripísať lepšiemu výberu daní, ako aj reštrikcii na strane výdavkov. Cieľ udržateľným spôsobom znížiť deficit verejných financií pod hranicu 3 % HDP v roku 2013<sup>19</sup>, čím by sa zrušila procedúra nadmerného deficitu voči SR, ostáva naďalej platný. Orientácia na príjmové opatrenia je spojená s určitou neistotou naplňovania týchto zámerov v porovnaní s realizáciou úspor na strane výdavkov. Vysoký podiel mandatórných výdavkov a ich perspektívny rast znamenajú obmedzený manévrovací priestor pre aktívnu fiškálnu politiku.

**Graf 19 Financovanie bežného účtu  
(mld. EUR)**


Zdroj: NBS.

Poznámka: Kumulatívne 12-mesačné saldo.

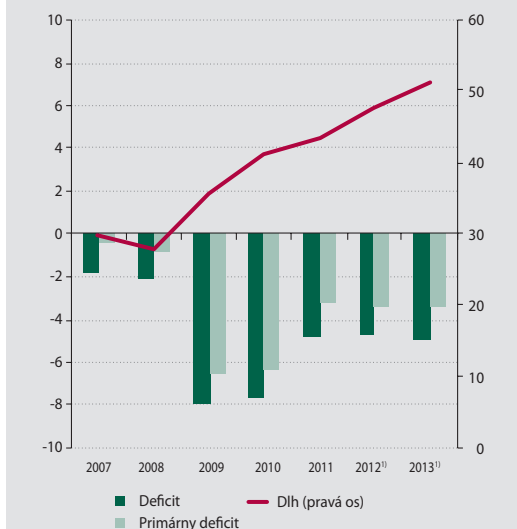
**Graf 20 Vývoj položiek bežného účtu  
(mld. EUR)**


Zdroj: NBS.

Poznámka: 2012Q1 – kumulatívne 12-mesačné saldo.

<sup>18</sup> Bez jednorazových mimorozpočtových vplyvov by bol deficit o 0,9 % HDP nižší.

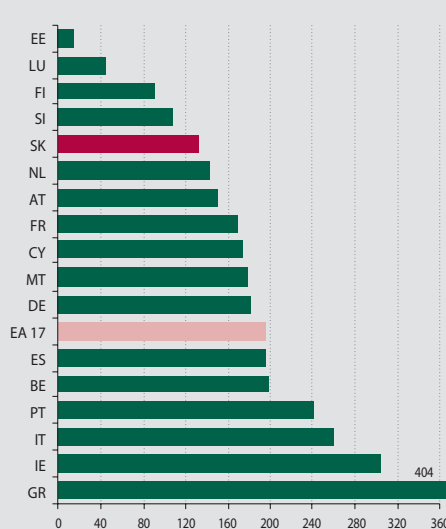
<sup>19</sup> EK vo svojej jarnej prognóze predpokladá, že SR dosiahne v roku 2013 deficit 4,9 % HDP pri raste nominálneho HDP o 5 %.

**Graf 21 Deficit verejných financií (% HDP)**


Zdroj: Ameco.

Poznámka: Primárny deficit – deficit bez úrokových nákladov obsluhy dlhu.

1) Prognóza EK.

**Graf 22 Dlh voči rozpočtovým príjmom (%)**


Zdroj: Prognóza EK na rok 2012, výpočty NBS.

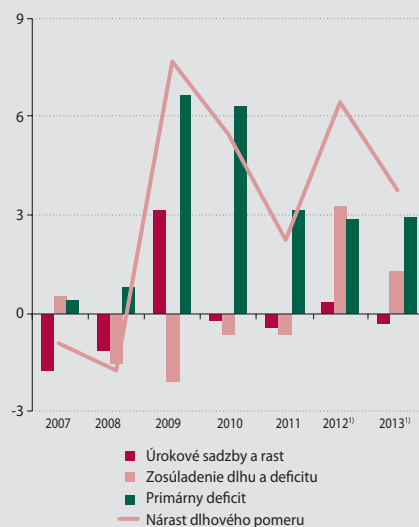
Ďalším rizikom naplnenia konsolidačných zámerov je nižší rast ekonomiky, ktorý znamená nižšie generovanie príjmov rozpočtu. Príspevek rastu HDP v minulosti napomáhal SR znižovať resp. udržiavať dlhový pomer na stabilnej úrovni. Vzhľadom na pomalší rast implicitných úrokových sadzieb verejného dlhu než rast nominálneho HDP mohla SR v roku 2011 ťažiť z negatívneho diferenciálu úrokových sadzieb a rastu.<sup>20</sup> Podľa prognóz EK by tento faktor v roku 2012 mohol pôsobiť opačne, t. j. zvyšovať dlhový pomer.

Rozpočtovú disciplínu by do budúcnosti mohlo inštitucionálne posilniť pôsobenie Fiškálnej rady na základe Ústavného zákona o rozpočtovej zodpovednosti (účinný od 1. marca 2012), ktorý definuje paletu automatických korekčných opatrení (dlhovú brzdu) v prípade, ak verejný dlh dosiahne 50 % HDP.

**Rozvinutie krízy suverénnych štátov znamenalo rast nákladov financovania dlhu verejnej správy dlhodobými zdrojmi.**

Prehĺbenie krízy najviac zadlžených ekonomík eurozóny znamenalo v roku 2011 rast nákladov financovania pre väčšinu krajín menovej únie. Ku koncu roka sa výnosy dlhopisov SR dostali nad priemer krajín eurozóny (graf 5). Stratégia

riadenia dlhu preto smeruje k diverzifikácii menovej štruktúry dlhu, keďže mimo eurového trhu je možné získať výhodnejšie podmienky financovania. Opätovná volatilita na trhoch v súvislosti s vývojom v Španielsku koncom apríla 2012 financovanie SR výraznejšie negatívne nezasiahla.

**Graf 23 Vplyvy na vývoj dlhového pomeru (% HDP)**


Zdroj: EC Spring Forecast 2012.

1) Prognóza EK.

<sup>20</sup> V roku 2011 boli pri raste nominálneho HDP o 5 % implicitné úrokové sadzby 4 % dlhu (z predchádzajúceho obdobia). Na rok 2012 EK predpokladá implicitné sadzby 4,5 % dlhu pri nominálnom raste 3,9 % HDP.



## 2.2 STREDNODOBÉ RIZIKÁ Z DOMÁCEHO MAKROEKONOMICKÉHO PROSTREDIA

Pomerne dobrá makroekonomická pozícia SR – v kontexte krajín EÚ – bola potvrdená prvou správou o mechanizme varovania. Európska komisia v hodnotení došla k záveru, že slovenská ekonomika nie je aktuálne vystavená výrazným vonkajším a vnútorným nerovnováham.<sup>21</sup> Spomaľovanie rastu v krajinách EÚ sa na ekonomickej aktivite v SR na makroúrovni výraznejšie neprejavilo. Určitou výhodou Slovenska sú intenzívnejšie obchodné vzťahy s krajinami, ktoré si zatiaľ udržujú rast a menšia orientácia na recesiou najviac zasiahnuté krajiny EÚ.

Hlavné zdroje potenciálnych rizík pre finančnú stabilitu v domácom prostredí, identifikované v predchádzajúcich správach, pretrvávajú. Riziká sú spojené najmä s:

- Naďalej vysokou neistotou strednodobej dynamiky rastu.
- Limitovanou tvorbou predpokladov pre rast domáceho dopytu a s tým súvisiacim vývojom príjmov ekonomických sektorov.
- Vývojom verejných financií.

*Riziká z domáceho makroekonomického prostredia sú naďalej významné.*

Viacročné pretrvávajúce neistoty a jej ďalší nárast v poslednom období vo vonkajšom prostredí bráni ukotveniu očakávaní, čo zneisťuje domáce ekonomické subjekty, sťažuje plánovanie dlhodobějších investičných aktivít a obnovu spotreby. Aj keď posledné zverejnené údaje o raste domácej ekonomiky v prvom štvrtroku 2012 sú povzbudivé, neisté perspektívy sa pravdepodobne budú premietiť do ďalšieho vývoja v domácom prostredí.

Štruktúra rastu ekonomiky, závislá najmä od čistého exportu, síce v súčasnom zložitom prostredí znamená aspoň čiastočné rastové impulzy, poklesom domáceho dopytu sa však prehĺbuje problém tvorby príjmov domácich ekonomických subjektov.

Vo fiškálnom sektore boli dosiahnuté prvé pozitívne výsledky konsolidácie, ale v ďalšom období bude dôležité nakoľko sa udrží ochota a schopnosť vlády v konsolidačnom úsilí pokračovať. Nižší rast ekonomiky môže skomplikovať generovanie budúcich daňových príjmov a aj potenciálna strata možnosti z dlhu „vyrásť“ sťažuje smerovanie dlhového kritéria k bezpečnejším úrovniam.

<sup>21</sup> Makroekonomickým nerovnováham v ekonomikách eurozóny a Postupu pri makroekonomických nerovnováhach je venovaná príloha 2.



# VÝVOJ V SEKTOROCH NEFINANČNÝCH KORPORÁCIÍ A DOMÁCNOSTÍ

## 3 VÝVOJ V SEKTOROCH NEFINANČNÝCH KORPORÁCIÍ A DOMÁCNOSTÍ

Financovanie nefinančných spoločností a domácností úvermi naďalej rástlo, pričom prevládalo financovanie dlhodobými zdrojmi (graf 24). Financovanie finančných spoločností z domáceho bankového sektora po stagnácii opätovne vzrástlo (podrobnejšie v časti 4.1). Z novoposkytnutých úverov domácnostiam rástli najmä úvery na bývanie a spotrebiteľské úvery. Možnosť refinancovania úverov s kratšími fixáciami úrokovej sadzby umožnila časti dlžníkov využiť výhodnejšie podmienky financovania a nezvyšovať tak náklady na obsluhu dlhu.

### 3.1 VÝVOJ V SEKTORE NEFINANČNÝCH PODNIKOV

*Finančná pozícia podnikov hodnotená ich ziskovosťou sa zlepšovala.*

Finančná pozícia podnikov je ovplyvnená tvorbou ich ziskov. Zisky podnikov sa v roku 2011 zvyšovali, ťahané najmä energetikou, priemys-

lom, obchodom a činnosťami v oblasti nehnuteľností, v medziročnom porovnaní vzrástli o 7,9 % na 4 904 mil. €. Prístup podnikov k investovaniu a zadlžovaniu sa bol naďalej opatrný.

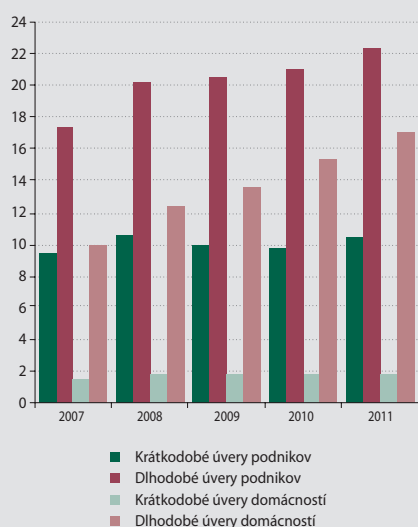
*Indikátory podnikateľskej dôvery sa v roku 2011 postupne oslabovali.*

Pozitívny obrat v náladách vo väčšine odvetví (okrem stavebníctva), ktorý nastal v prvom polroku 2011, sa dlhodobejšie neudržal. Podnikateľská dôvera v sledovaných odvetviach sa koncom roka 2011 vrátila k hladinám, ktoré dosahovala v roku 2010.

*Rast ekonomickej aktivity podnikov sa spomalil.*

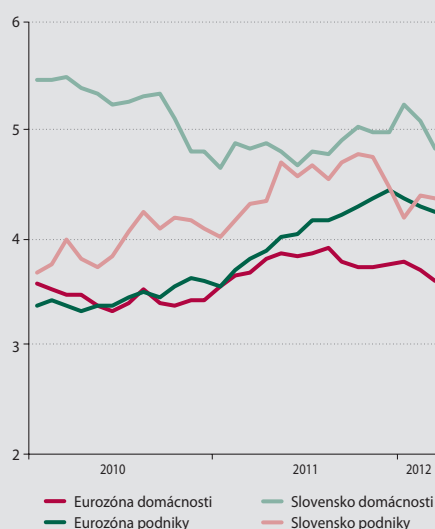
Investície nefinančných korporácií, aj keď sústredené najmä na tvorbu nových kapacít v exportných odvetviach, podporovali rast domácej ekonomiky v nižšej miere ako v predchádzajúcom roku. V súlade s nárastom neistoty v externom prostredí sa v druhom polroku 2011 spomalil rast exportu

Graf 24 Stav úverov (mld. EUR)



Zdroj: NBS, Štvrťročné finančné účty.

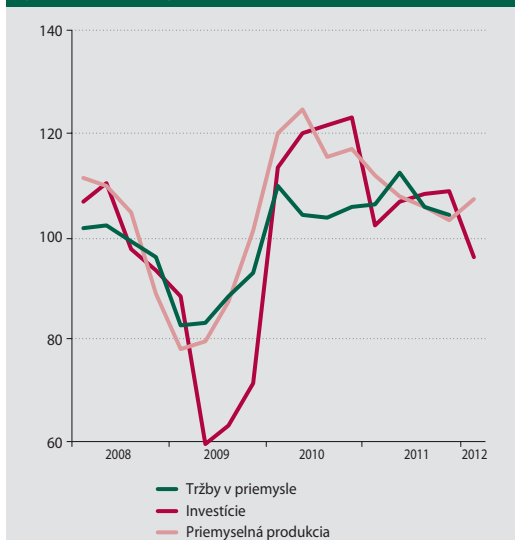
Graf 25 Úrokové sadzby na nové úvery (%)



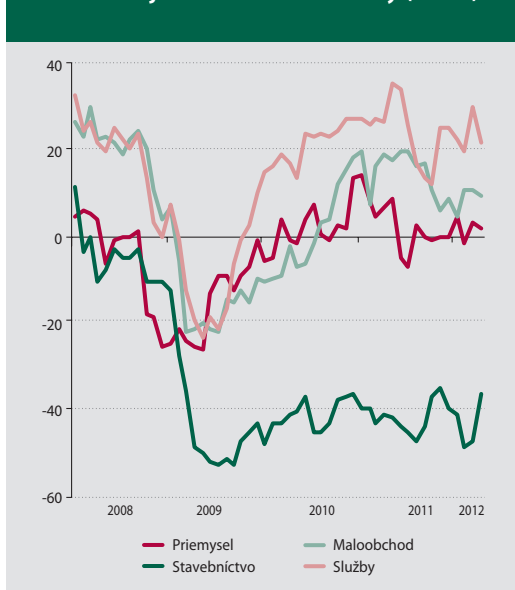
Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Domácnosti – úvery na bývanie, Nefinančné podniky – úvery iné ako prečerpanie účtu.



**Graf 26 Produkcia, tržby a investície (ROMR = 100)**


Zdroj: ŠÚ SR.

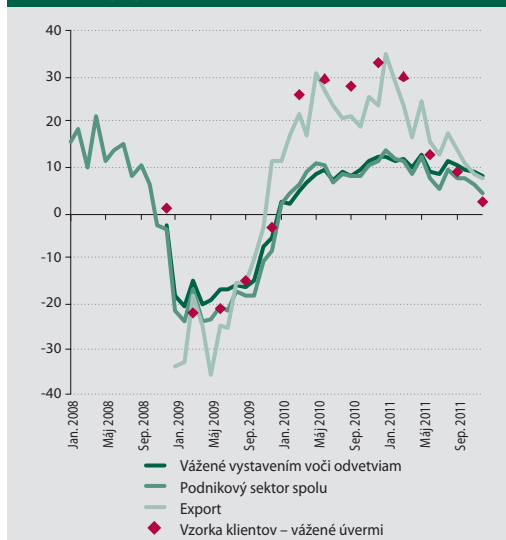
**Graf 27 Konjunkturálne indikátory (saldo)**


Zdroj: Eurostat.

a tržieb podnikového sektora (graf 28). V porovnaní s predchádzajúcim rokom sa rast priemyselnej produkcie i tržieb spomalil, koncom roka zaznamenali pokles aj nové objednávky v priemysle.

**Zadlženosť nefinančných spoločností sa koncom roka opätovne zvyšovala.**

V roku 2011, najmä vplyvom rastu úverov v závere roka, nefinančné podniky opätovne zvýšili

**Graf 28 Medziročný rast tržieb v podnikovom sektore (%)**


Zdroj: ŠÚ SR, NBS.

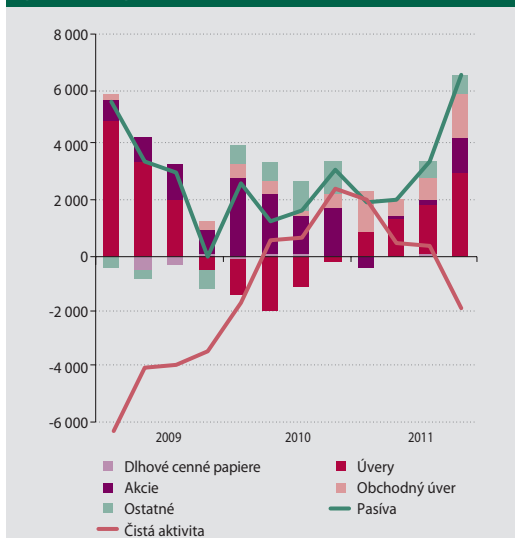
Poznámky: Vzorka podnikov zahŕňa približne 4500 podnikov, ktoré pokrývajú asi 30 % podnikových klientov bánk z hľadiska objemu poskytnutých úverov. Tržby vážené vystavením voči odvetviam predstavujú váženie objemom úverov, ktorý banky poskytnú do daného odvetvia.

svoju zadlženosť. V štruktúre financovania znovu rástol význam financovania úvermi, najmä z domáceho finančného sektora, rástlo tiež financovanie zo zahraničia. Emisia akcií mierne rástla. Z hľadiska financovania podľa sektorov rástli úvery od domácich bánk, pri nižšom financovaní sa medzi podnikmi navzájom. Rástol taktiež objem obchodných úverov medzi podnikmi navzájom.

Trendy vo vývoji štruktúry financovania podnikov, konštatované v predchádzajúcej Správe ku koncu roka 2011 (na základe stavov) ostali zachované. Financovanie medzi podnikmi navzájom vzrástlo, financovania z domáceho finančného sektora sa opätovne zvyšovalo. Výraznejší rast financovania dlhovými nástrojmi pri nižšom prírastku majetkového financovania znamenal opätovný mierny rast finančnej páky (debt to equity).

**Úverové zaťaženie podnikov, ktoré čerpali úvery z domáceho bankového sektora, sa v prvej polovici roka 2011 zvýšilo.**

Dôvodom bol rýchlejší rast úrokových sadzieb než tržieb. Rast sadzieb bol navyše sprevádzaný zvýšením objemu úverov. Rast úrokových

**Graf 29 Financovanie podľa nástrojov  
(mil. EUR)**


Zdroj: NBS, Štvrťročné finančné účty.

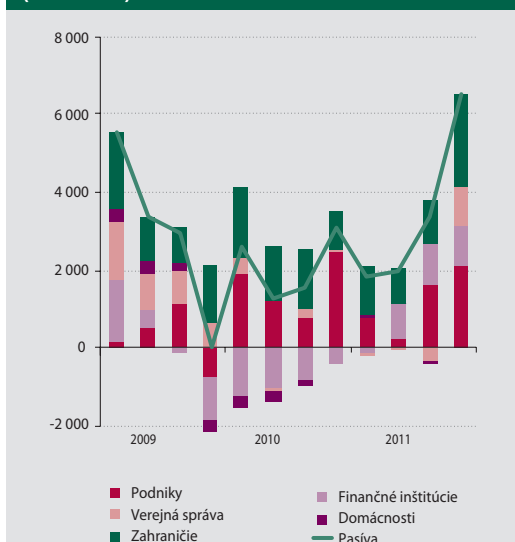
Poznámka: Transakcie kumulované za 4 štvrťroky.

vzorke podnikov, ktoré pokrývajú asi 30 % podnikových klientov z hľadiska objemu poskytnutých úverov.<sup>22</sup> Pozitívom je pokračujúca výraznejšia orientácia bánk na odvetvia, ktoré sú z hľadiska tržieb menej negatívne ovplyvnené zhoršeným vývojom.

### 3.2 VÝVOJ V SEKTORE DOMÁCNOSTÍ

*Obyvatelia SR naďalej vnímali svoju ekonomickú situáciu ako málo priaznivú.*

Napriek ekonomickému oživeniu v SR je spotrebiteľská dôvera v posledných rokoch pomerne nízka a nedosiahla zatiaľ predkrízové úrovne. Ani svoju budúcu finančnú situáciu a perspektívu väčších nákupov nevideli domácnosti v roku 2011 priaznivo, korekciu spotrebiteľských nálad smerom k optimistickejším úrovňam prejavili spotrebiteľia až začiatkom roka 2012.

**Graf 30 Financovanie podľa sektorov  
(mil. EUR)**


Zdroj: NBS, Štvrťročné finančné účty.

Poznámka: Transakcie kumulované za 4 štvrťroky.

*Situácia na trhu práce vykázala čiastočné zlepšenie.*

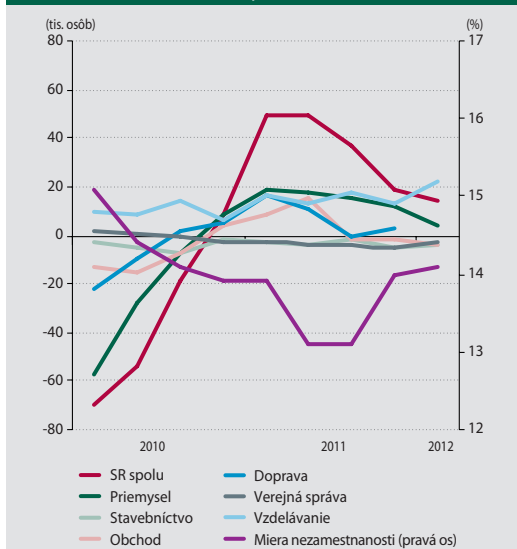
Dôvera domácností je nízka zrejme aj vplyvom napätej situácie na trhu práce. V roku 2011 celková zamestnanosť rástla, hoci v jednotlivých sektoroch pretrvávali výrazné rozdiely (graf 32).

**Graf 31 Spotrebiteľská dôvera (saldo)**


Zdroj: ŠÚ SR.

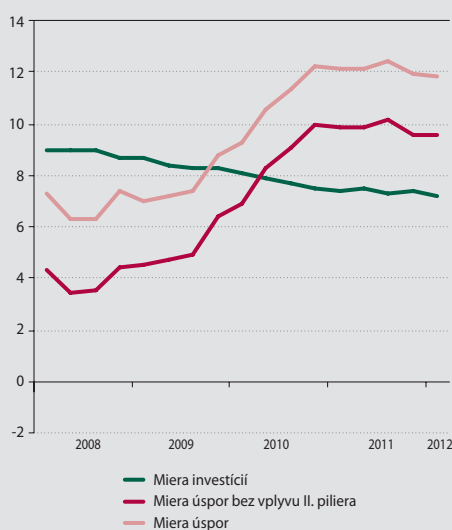
<sup>22</sup> Táto vzorka podnikov však zaznamenala počas roka 2010 mimoriadne vysoký nárast tržieb, takže určité spomalenie je prirodzené.

sadzieb sa zastavil až v závere roka, v dôsledku čoho zaťaženie podnikov splátkami úverov mierne kleslo. Úverové zaťaženie podnikov ostalo výrazne nižšie než pred krízou, no oproti rokom 2009 a 2010 bolo ku koncu roka 2011 na mierne vyššej úrovni. Zvýšené riziko pre bankový sektor indikuje aj výraznejšie spomalenie rastu tržieb vo

**Graf 32 Zamestnanosť (medziročné zmeny v tisícoch zamestnaných osôb)**


Zdroj: ŠÚ SR.

Poznámka: Zamestnané osoby sú zamestnanci a podnikatelia.

**Graf 33 Miera úspor a investícií (% HDD)**


Zdroj: ŠÚ SR.

Poznámka: HDD – hrubý disponibilný dôchodok.

Nárast počtu zamestnaných osôb do konca prvého štvrťroka 2012 ešte nevykompenzoval pokles zamestnanosti, ktorý vznikol od začiatku recesie. Relatívne priaznivé trendy sa začali meniť v poslednom štvrťroku 2011. Výraznejšie poklesli prírastky zamestnanosti a od posledného štvrťroka 2011 opätovne stúpila aj miera nezamestnanosti.

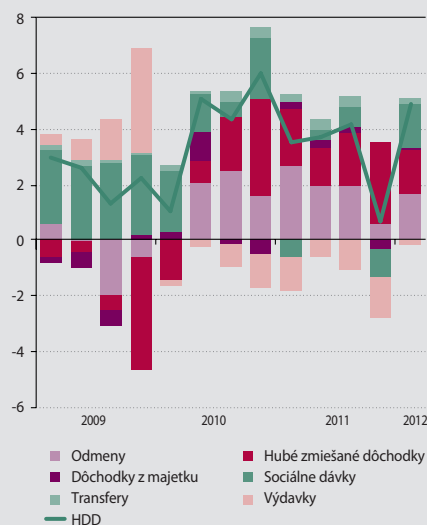
#### Sektor domácností konsolidoval svoju finančnú pozíciu.

Miera úspor domácností vzrástla výrazne nad úroveň pred krízy. Podľa revidovaných údajov ŠÚ SR miera úspor (vrátane úspor v dôchodkovom pilieri) od roku 2010 dynamicky rástla až ku 12 % hrubého disponibilného dôchodku domácností. Domácnosti k tomuto správaniu motivuje zrejme napätá finančná situácia. Spomalenie čerpania dlhodobých úverov prispelo ku stagnácii miery investícií.

Rast nominálnych príjmov domácností sa spomalil. Vzhľadom na vyššiu mieru inflácie príjmy domácností v reálnom vyjadrení poklesli. Pozitívom je pokračujúci rast príjmov z práce a podnikania, významných pre obsluhu záväzkov domácností.

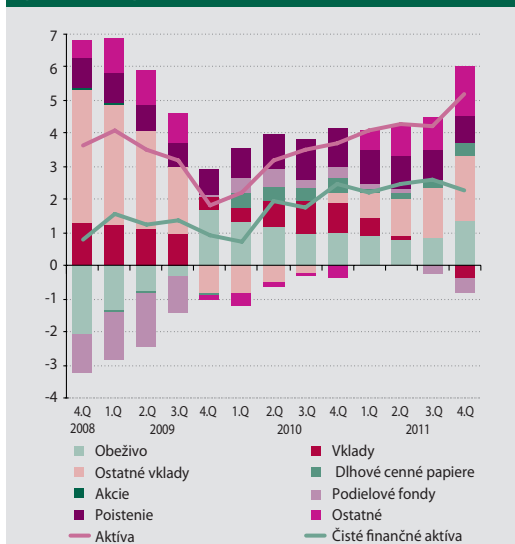
Akumulácia finančných aktív aj rast záväzkov domácností boli na približne rovnakej úrovni, tak-

že čisté finančné aktíva domácností v roku 2011 stagnovali (graf 33). Nižší rast príjmov domácností ako rast záväzkov sa nepriaznivo prejavil na nižšej kapacite domácností obsluhovať dlhy. Schopnosť domácností priebežne splácať dlhy (pasíva) vo vzťahu k disponibilným príjmom bola na agregátnej úrovni naďalej dostatočná. Vyššia

**Graf 34 Disponibilný dôchodok (príspevky k rastu, %)**


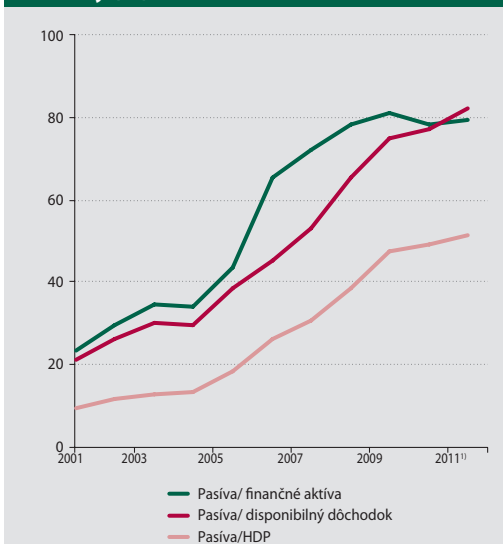
Zdroj: ŠÚ SR.

Poznámka: HDD – hrubý disponibilný dôchodok.

**Graf 35 Prírastky aktív domácností (mld. EUR)**


Zdroj: NBS.

Poznámka: Transakcie kumulované za 4 štvrtroky.

**Graf 36 Schopnosť domácností splácať záväzky (%)**


Zdroj: Eurostat.

1) Odhad NBS.

tvorba úspor sa však pozitívne prejavuje v stabilizovaní pomeru dlhov (záväzkov) voči aktívam domácností.

#### Zaťaženie domácností úrokovými splátkami predovšetkým ku koncu roka rástlo.

Pre zhodnotenie aktuálneho úverového zaťaženia domácností – definovaného ako podiel úverových splátok na príjmoch – je dôležitý vývoj nominálnych príjmov, úrokových sadzieb a inflácie. Úverové zaťaženie domácností ešte v rokoch 2009 a 2010 priaznivo ovplyvňoval pokles úrokových sadzieb a rast nominálnych miezd. Aj rast spotrebiteľských cien bol v uvedenom období vykompenzovaný poklesom úrokových sadzieb. V roku 2011 však vývoj týchto premenných poklesu úverového zaťaženia neprial. Rast úrokových sadzieb na úvery na bývanie v druhom polroku 2011 prispel k nárastu splátok. Medziročný rast nominálnych miezd sa v priebehu celého roka 2011 spomaľoval a v poslednom štvrtroku nominálne mzdy už takmer nerástli (0,5 %). Uvedené dve veličiny nedokázali v roku 2011 vykompenzovať ani negatívny vplyv inflácie na disponibilný príjem, čo indikuje nárast zaťaženia domácností úverovými splátkami v sledovanom období.

Naopak, pozitívny vplyv na úverové zaťaženie mohlo mať pokračujúce refinancovanie úverov pri nižších úrokových sadzbách. Úrokové sadzby síce v priebehu roka stúpali, ale udržiavali sa na relatívne nízkych úrovniach. Rozdiel medzi úrokovými sadzbami na poskytnuté úvery a nové úvery sa však znižoval, čím do budúcnosti klesá motivácia na refinancovanie existujúcich úverov.

Priaznivým faktorom z hľadiska kreditného rizika domácností bolo aj pokračovanie trendu z roka 2010, keď väčšina nových úverov poskytnutých v roku 2011 mala fixáciu úrokových sadzieb v rozpätí od jedného do piatich rokov. Zmierňoval sa tak negatívny vplyv prípadného ďalšieho rastu úrokových sadzieb na úverové zaťaženie domácností.

### 3.3 STREDNODOBÉ RIZIKÁ V SEKTORE NEFINANČNÝCH KORPORÁCIÍ A DOMÁCNOSTÍ

Finančná pozícia domácností na agregátnej úrovni v roku 2011 vykázala isté zlepšenie, keď sa čisté finančné bohatstvo mierne zvýšilo. V podnikovom sektore lepšia dostupnosť financovania mierny deleveraging zastavila.



Strednodobé riziká súvisia najmä:

- s fungovaním v prostredí nižšej ekonomickej aktivity, kde sa vytrácajú rastové impulzy,
- s nízkym rastom príjmov domácností, ktorý determinuje pretrvávanie napätia v rozpočtoch zadlžených domácností, ako aj slabý spotrebiteľský dopyt.

***Strednodobé riziká v sektore nefinančných spoločností a domácností majú tendenciu pretrvávajúť.***

Nadálej pretrvávajúce neistoty ohľadom dlhodobejšej perspektívy a značne volatilné prostredie je prekážkou ukotvenia očakávaní, čo bráni podnikom aj domácnostiam plánovanie dlhodobejších investičných aktivít a oživenie spotreby. Z rastu domácej ekonomiky zrejme viac ťažili nefinančné podniky, keďže nízky rast pracovných príjmov mohli využívať na tvorbu vlastného rezervného vankúša. Sektor nefinančných spoločností pokračoval v obnove tvorby ziskov a okrem časti ekonomiky orientovanej na ex-

port rástla aj ziskovosť odvetví monopolného charakteru. Rizikom je, že pomalší rast produkčného potenciálu ekonomiky môže zvýšiť dlhové bremeno voči očakávaným tržbám. Toto by mohlo nútiť podniky k ďalšiemu znižovaniu dlhu (deleveraging) s dôsledkom na znižovanie investícií.

Zadlženosť domácností ďalej narastala, ale bilancia sektora domácností nepredstavovala pre finančnú stabilitu významný zdroj rizík. Situácia na trhu práce a nepriaznivý vývoj príjmov domácností môže oslabovať bilanciu sektora. Výrazný rast úspor naznačuje opatrnosť domácností, pretrvávanie nízkeho rastu príjmov bude pravdepodobne naďalej tmiť spotrebiteľský dopyt. Kapacita zadlžených domácností obsluhovať dlhy je závislá od udržania ekonomickej aktivity a generovanej zamestnanosti aspoň na súčasnej úrovni. Finančné podmienky s nižšími úrokovými sadzbami pri dlhších fixáciách napomohli stabilizovať kreditné riziko domácností. Možnosť refinancovania úverov s kratšími fixáciami úrokovvej sadzby umožnila časti dlžníkov využiť výhodnejšie podmienky financovania a nezvyšovať tak náklady na obsluhu dlhu.



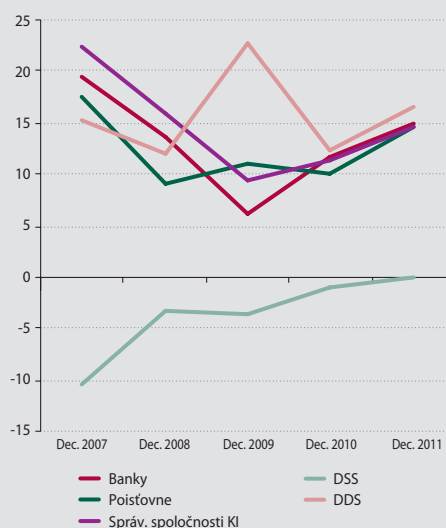
# VÝVOJ A RIZIKÁ VO FINANČNOM SEKTORE

## 4 VÝVOJ A RIZIKÁ VO FINANČNOM SEKTORE

Hodnota aktív a spravovaného majetku vo finančnom sektore na Slovensku bola vo veľkej miere ovplyvnená vývojom v externom prostredí (graf 37). Kým v prvom polroku 2011 aktivity domácich finančných inštitúcií skôr rástla, v druhej polovici roka vo väčšine segmentov finančného trhu došlo k poklesu hodnoty aktív. Slabšia aktivita v druhom polroku 2011 spomalila aj tvorbu zisku bánk, poisťovní a DDS, ktoré za toto obdobie vykázali menší zisk než v prvej polovici roka. Ziskovosť vo všetkých segmentoch finančného trhu v roku 2011 medziročne rástla, no stále nedosahovala predkrízové úrovne (graf 38).

Vývoj v externom prostredí bol aj hlavným determinantom vývoja indikátora prejaveneho napätia v ekonomike a finančnom systéme Slovenska (graf 39).<sup>23</sup> Po relatívne pokojnom období v priebehu roka 2011 zaznamenal indikátor ku koncu roka nárast. Tento nárast súvisel s rastúcou nervozitou ohľadom udržateľnosti dlhov niektorých krajín eurozóny a stupňujúcim sa napätím na trhoch s vládnymi dlhopismi, ktoré bolo dočasne

**Graf 38 Rentabilita vlastných zdrojov (ROE) vo finančnom sektore (%)**



Zdroj: NBS.

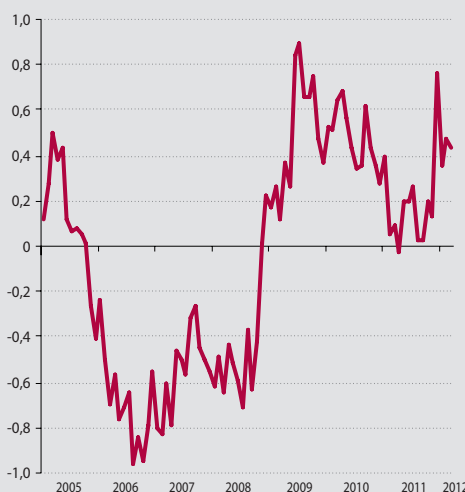
znižené 3-ročnými LTRO operáciami začiatkom roka 2012 (podrobnejšie v kapitole 1).

**Graf 37 Objem aktív a spravovaného majetku vo finančnom sektore (mld. EUR)**



Zdroj: NBS.

**Graf 39 Indikátor prejaveneho napätia v ekonomike a finančnom systéme Slovenska**



Zdroj: Výpočty NBS.

Poznámka: Posledný dostupný údaj je z marca 2012.

<sup>23</sup> Indikátor prejaveneho napätia v ekonomike a finančnom systéme znázorňuje do akej miery sa v systéme prejavujú nahromadené nerovnováhy. Indikátor bol predstavený v prílohe 1 Správy o finančnej stabilite za 1. polrok 2011.

## 4.1 BANKOVÝ SEKTOR

Bankový sektor v roku 2011 medziročne zvyšoval svoju ziskovosť vyjadrenú ROE, no táto naďalej zaostávala za predkrízovými úrovňami. Pokračovalo prehlbovanie orientácie sektora na domácnosti, sprevádzané intenzívnejšou konkurenciou medzi bankami na strane úverov aj vkladov. V roku 2011 došlo k oživeniu financovania podnikov zo strany bánk. Po výraznejšom raste objemu portfólia cenných papierov v roku 2010 investície do cenných papierov skôr stagnovali. Banky držali najmä slovenské štátne dlhopisy. Primeranosť základných vlastných zdrojov sektora rástla a dosahovala zdravé úrovne. Stresové testovanie opäť potvrdilo dobrú odolnosť bankového sektora voči šokom. Dominantným v sektore ako celku ostáva kreditné riziko podnikov, no viaceré banky vykázali vyššiu citlivosť na straty z úverov domácnostiam.

### 4.1.1 FINANČNÁ POZÍCIA BANKOVÉHO SEKTORA

*Bankový sektor v roku 2011 zvyšoval svoju ziskovosť. K jej raste prispeli najmä pokles nákladov na tvorbu opravných položiek a rast úrokových výnosov z transakcií s podnikmi.*

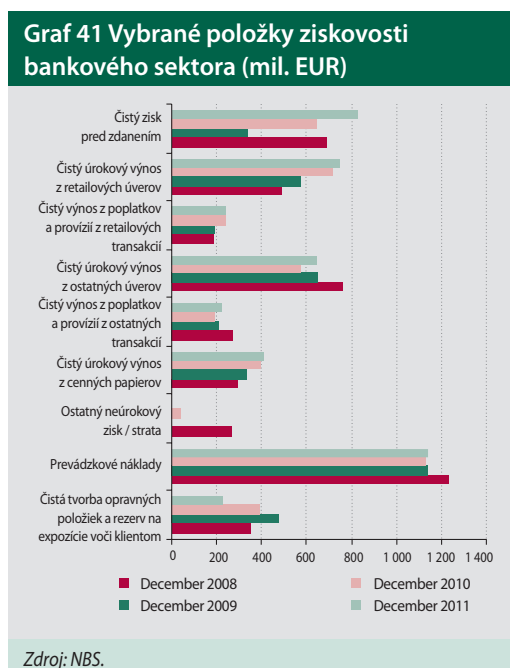
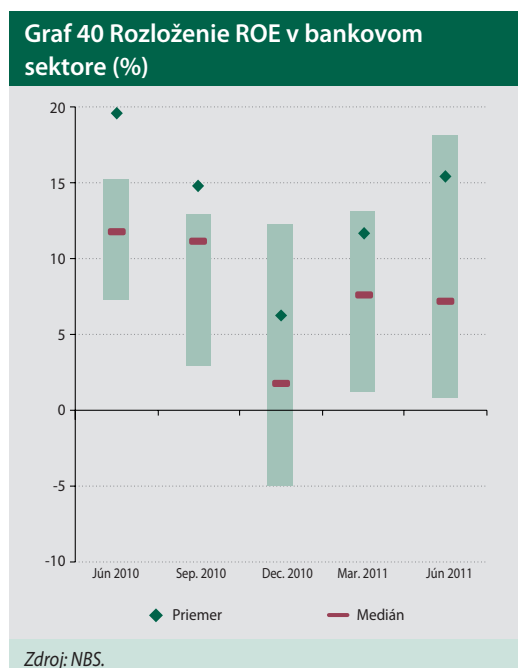
Bankový sektor dosiahol v roku 2011 čistý zisk vo výške 674 mil. €, čo predstavuje jeho medziročný rast o 34 %.<sup>24</sup> Ziskovosť meraná ROE bola na úrov-

ni individuálnych bánk značne heterogénna. Jej mediánová hodnota bola výrazne pod úrovňou predkrízových rokov a jej rozptyl v sektore bol stále väčší než pred krízou (graf 40). Tieto skutočnosti nie sú spôsobené len vplyvom krízy, ale pravdepodobne aj prechodom na euro v roku 2009.<sup>25</sup> Pre viaceré banky to môže naznačovať len veľmi nízku pravdepodobnosť, že opäť dosiahnu úroveň svojej ziskovosti z pred roka 2007.

Z grafu 41 je zrejmé, že na náraste ziskovosti ku koncu roka 2011 sa v najväčšej miere podieľal pokles nákladov na tvorbu opravných položiek a rast úrokových výnosov z transakcií s podnikmi. Pokles tvorby opravných položiek odzrkadľoval pokles prírastku zlyhaných úverov predovšetkým v prvom polroku 2011 (graf 42).<sup>26</sup>

*K rastu čistých úrokových príjmov z transakcií s podnikmi (medziročne o 16 %) prispelo oživenie trhu s podnikovými úvermi pri súčasnom poklese objemu podnikových vkladov. Pozitívny vývoj v úverovaní podnikov pretrvával aj v prvom štvrtroku 2012.*

Medziročný rast úverov podnikom sa v druhom polroku 2011 (6,5 %) v porovnaní s prvým polrokom 2011 (7,6 %) síce spomalil, no rast v druhom polroku nebol tvorený len vybranými odvetvami (napr. dodávka vody a plynu alebo komerčné nehnuteľnosti). Úverová aktivita bánk v druhom

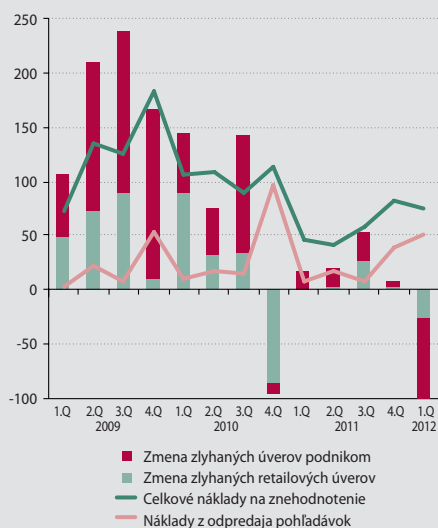


24 Výšku zisku sektora sčasti ovplyvnil jednorazový vplyv predaja dcérskej spoločnosti jednou bankou.

25 Možným vplyvom zavedenia eura na slovenský finančný trh sa venuje publikácia NBS Analýza dopadov zavedenia eura na slovenský finančný trh.

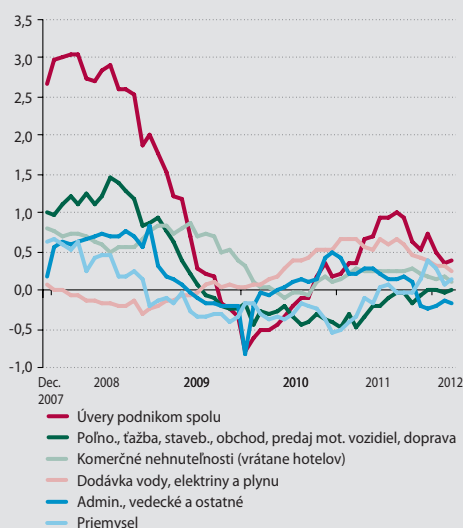
26 Výrazný bol nárast opravných položiek na dlhopisy v portfóliu cenných papierov držaných do splatnosti v objeme 180 mil. €.



**Graf 42 Náklady na znehodnotenie pohľadávok a zmeny v objeme zlyhaných úverov (mil. EUR)**


Zdroj: NBS.

polroku narástla aj vo vzťahu k priemyslu a maloobchodu. Úvery však stále klesali vo veľkoobchode a stavebníctve. Ku koncu roka bolo financovanie podnikov rovnomernejšie rozložené aj medzi jednotlivé banky. Hoci dynamika rastu spomalila na 3,5 %, tieto priaznivé trendy pokračovali aj v prvom štvrtroku 2012 (graf 43).

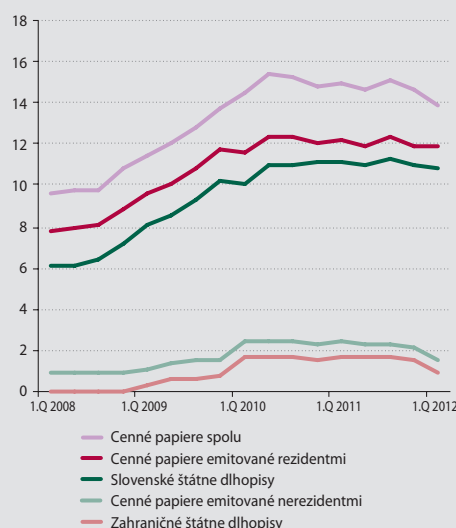
**Graf 43 Medziročné zmeny objemu poskytnutých úverov podnikom podľa odvetví (mld. EUR)**


Zdroj: NBS.

**Ziskovosť bankového sektora výraznejšie negatívne ovplyvnilo znehodnotenie časti portfólia cenných papierov. Investície bankového sektora do cenných papierov v roku 2011 stagnovali. Banky držali najmä slovenské štátne dlhopisy.**

Hospodársky výsledok niektorých bánk pomerne výrazne znížili straty z precenenia dlhových cenných papierov držaných v portfóliu na obchodovanie. Prehĺbenie dlhovej krízy v eurozóne v druhej polovici roka 2011 sa vyznačovalo nárastom kreditných prirážok väčšiny krajín eurozóny, pričom v niektorých prípadoch išlo o výrazné zmeny. Dopad precenia týchto nástrojov (po zohľadnení čistých príjmov zo zaistovacích úrokových derivátov) na čisté príjmy z úrokových nástrojov predstavoval pre bankový sektor ku koncu roka 2011 ich pokles o 104 mil. € (asi 15 % zisku).

Po výraznejšom raste investícií do cenných papierov v predchádzajúcich rokoch, čím banky sčasti nahrádzali obmedzenú úverovú aktivitu najmä voči podnikom, celkový objem portfólia cenných papierov v roku 2011 skôr stagnoval (graf 44). Počas prvých troch mesiacov roka 2012 poklesol objem zahraničných štátnych dlhopisov (vplyvom reštrukturalizácie gréckeho dlhu a odpredaja portugalských, poľských a českých štátnych dlhopisov) v portfóliách slovenských bánk. Investície do ostatných typov dlhopisov

**Graf 44 Vývoj objemu portfólia cenných papierov bankového sektora (mld. EUR)**


Zdroj: NBS.

boli bez výraznejších zmien. Tento vývoj ďalej posilnil význam slovenských štátnych dlhopisov a štátnych pokladničných poukážok v celkovom portfóliu dlhopisov bánk. Na konci marca tvorili tieto dlhopisy už vyše 85 % z celkového objemu dlhopisov.

**Ziskovosť v prvom štvrtroku 2012 medziročne klesla. V porovnaní so štvrtým štvrtkom 2011 však rástla a v jej štruktúre nedošlo k výraznejším zmenám.**

Čistý zisk za prvý štvrtrok 2012 dosiahol hodnotu 142 mil. €, t. j. medziročný pokles o 19 %. Bez bankového odvodu by bol pokles zisku výrazne miernejší, približne na úrovni 5 %. V porovnaní s vývojom v druhom polroku 2011, ktorý bol poznačený rastúcimi nákladmi na kreditné riziko, klesajúcimi neúrokovými príjmami a klesajúcim čistým úrokovým príjmom z retailu, však došlo v prvom štvrtroku 2012 k nárastu čistého zisku (graf 45).

V prvom štvrtroku 2012 došlo k medziročnému poklesu úrokových príjmov zo sektora retailu, čo súvisí s postupným poklesom čistej úrokovvej marže v tomto sektore od začiatku roka 2010. Tento pokles bol spôsobený nárastom nákladovosti vkladov aj poklesom výnosnosti úverov pod vplyvom zostrenej konkurencie v sektore. V poslednom štvrtroku 2011 a pr-

vom štvrtroku 2012 bol navyše nárast úverov domácnostiam pomalší ako nárast ich vkladov, čo tiež prispelo k negatívnemu tlaku na celkový objem čistých úrokových príjmov z tohto sektora.

V prvom štvrtroku 2012 zostali hodnoty výnosnosti úverov aj nákladovosti vkladov v sektore podnikov stabilné, výraznejšie sa už nemenil ani celkový čistý úrokový príjem z tohto sektora. V medziročnom porovnaní však platí ten istý pozitívny obraz ako ku koncu roka 2011.

Náklady na kreditné riziko na operácie s klientmi v prvom štvrtroku 2012 klesli zo zvýšenej úrovne na konci roka 2011, na ktorú sa dostali v súvislosti so zhoršujúcou sa makroekonomickou situáciou počas druhého polroka 2011 (graf 42). Celkové náklady na kreditné riziko za prvý štvrtrok dosiahli približne 0,2 % objemu pohľadávok voči klientom, pričom vo všetkých veľkých bankách bola táto hodnota do 0,3 %.

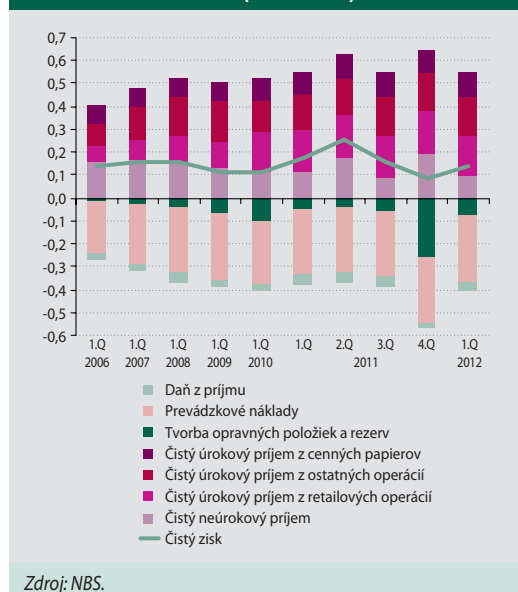
**Bankový sektor v prvom štvrtroku 2012 zvyšoval primeranosť vlastných zdrojov a základných vlastných zdrojov najmä vďaka pozitívnemu preceňovaniu dlhopisov na predaj a predbežnému rozhodnutiu o ponechaní časti zisku.**

Primeranosť vlastných zdrojov (priemer za bankový sektor vážený objemom rizikovo vážených aktív) počas prvého štvrtroka 2012 vzrástla z 13,3 % na 15,0 %. Priemerná hodnota ukazovateľa základných vlastných zdrojov bola na úrovni 13,6 %, čo je v európskom kontexte pomerne slušná úroveň (graf 46 pre porovnanie obsahuje údaje o Tier 1 zložke vlastných zdrojov v definícii ECB). Všetky banky spĺňali odporúčanie Národnej banky Slovenska, ktoré odporúča bankám udržiavať hodnotu ukazovateľa základných vlastných zdrojov aspoň na úrovni 9%.<sup>27</sup> Na náraste tohto ukazovateľa sa podieľalo najmä zvýšenie objemu vlastných zdrojov (o 9,3 %). Dôvodom bolo, že niektoré banky si už zaúčtovali do vlastných zdrojov časť zisku z minulého roka, ktorý si plánujú ponechať. Pozitívny vplyv na vlastné zdroje sektora mal aj čistý nárast oceňovacích rozdielov (v objeme 3 % vlastných zdrojov), čo bolo spôsobené opätovným nárastom cien dlhopisov.<sup>28</sup> V menšej miere sa na náraste celkovej primeranosti vlastných zdrojov prejavil aj pokles objemu požiadavky na vlastné zdroje (o 2,2 %).

27 Odporúčanie Útvaru dohľadu nad finančným trhom NBS na podporu stability slovenského bankového sektora zo 16. januára 2012.

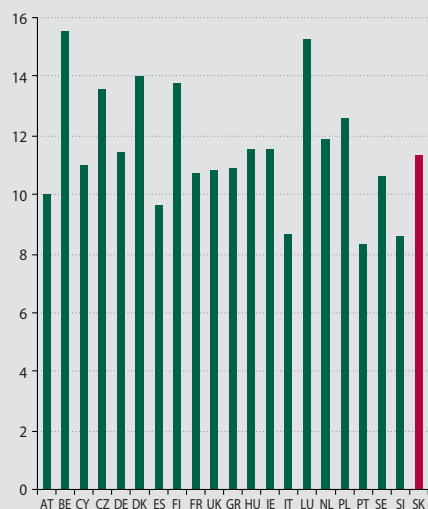
28 V novembri 2011 bola primeranosť vlastných zdrojov v niektorých bankách negatívne ovplyvnená poklesom hodnoty štátnych dlhopisov väčšiny štátov eurozóny v portfóliu na predaj.

**Graf 45 Vývoj štruktúry ziskovosti bankového sektora (mld. EUR)**



Zdroj: NBS.

**Graf 46 Kapitálová pozícia bánk podľa krajín – Tier 1 vlastný kapitál v pomere k rizikovo váženým aktívam ku koncu roka 2010 (%)**



Zdroj: ECB.

#### 4.1.2 RIZIKÁ V BANKOVOM SEKTORE

- Rast kreditného rizika domácností v dôsledku nárastu zaťaženia domácností úverovými splátkami a zhoršenia situácie na trhu práce.
- Rast kreditného rizika nefinančných spoločností vplyvom rastu ich úverového zaťaženia a zhoršenia podmienok pre rast tržieb.
- Zvýšené riziko negatívneho dopadu trhového precenenia dlhových cenných papierov na ziskovosť a kapitálovú primeranosť bánk.
- Trendové zhoršovanie dlhodobej likvidity sektora.

**Splácanie úverov poskytnutých domácnostiam sa v roku 2011, najmä v jeho prvej polovici, vyvíjalo pozitívne. Kreditné riziko domácností však v druhom polroku 2011 rástlo, čo sa odzrkadlilo na zhoršení ich platobnej disciplíny už v prvom štvrtroku 2012.**

Prírastok stavu zlyhaných úverov domácnostiam bol v roku 2011 takmer o polovicu menší ako v roku 2010. Prírastky zlyhaných úverov mali v prvom polroku 2011 skôr klesajúcu tendenciu,

v súlade s trendom z konca roka 2010. V druhom polroku 2011, najmä pri spotrebiteľských úveroch, mali prírastky už výraznejšie rastúce tendencie. Prejavilo sa to aj na zastavení poklesu podielu zlyhaných úverov na celkových úveroch domácnostiam v druhom polroku 2011. V prvom štvrtroku 2012 ostal podiel zlyhaných úverov stabilný pod úrovňou 5 % (graf 47).

Nárast zaťaženia domácností úverovými splátkami najmä počas druhého polroka 2011 a zvrátenie relatívne priaznivého vývoja na trhu práce spolu so zhoršením očakávaní pre jeho ďalší vývoj v poslednom štvrtroku 2011 naznačovali tendenciu k rastu kreditného rizika domácností. Túto tendenciu potvrdilo zhoršenie platobnej disciplíny domácností v prvom štvrtroku 2012, keď rástol podiel úverov, ktorých splátky boli v omeškani (najčastejšie do 30 dní). Mierne rástol aj podiel úverov so sankčnou úrokovou sadzbou a banky výraznejšie zvýšili tvorbu opravných položiek.

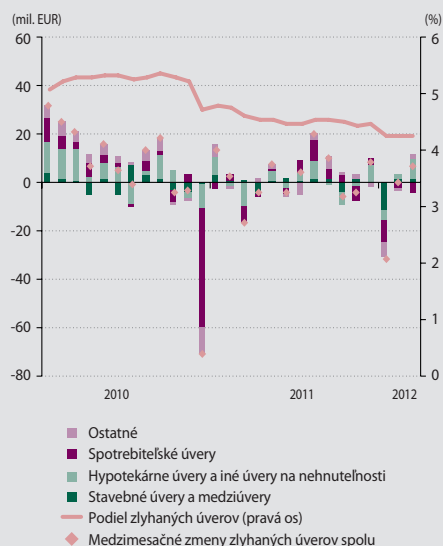
Priaznivým faktorom z hľadiska kreditného rizika domácností v roku 2011 bol pokračujúci trend refinancovania úverov pri nižších úrokových sadzbách. Zároveň väčšina nových úverov poskytnutých v roku 2011 mala fixáciu úrokových sadzieb v rozpätí od jedného do piatich rokov. Zmierňoval sa tak negatívny vplyv prípadného ďalšieho rastu úrokových sadzieb na úverové zaťaženie domácností. Rozdiel medzi úrokovými sadzbami na nové a existujúce úvery však v prvom polroku 2012 zanikol. Dôvodom bol rast úrokových sadzieb na úvery na nehnuteľnosti v porovnaní s koncom roka 2011, čo bolo do veľkej miery ovplyvnené nárastom kreditného rizika v sektore domácností.<sup>29</sup>

**Znižovanie podielu zlyhaných úverov podnikom sa v polovici roka 2011 zastavilo a v prvom štvrtroku 2012 sa zastavil aj trend poklesu mier zlyhania úverov.**

V druhej polovici roka 2011 sa zastavil pokles podielu zlyhaných úverov a do konca roka ich podiel mierne vzrástol.<sup>30</sup> Odhliadnuc od relatívne veľkých zmien v objeme zlyhaných úverov (najmä vo veľkoobchode a v službách) a následného čistenia portfólia, bola výsledná kvalita portfólia podnikových úverov v prvom štvrtroku 2012 stabilná (graf 48). Nepriaznivým faktorom je zastavenie trendového poklesu mier zlyhania úverov v prvom štvrtroku 2012. Z hľadiska výšky strát

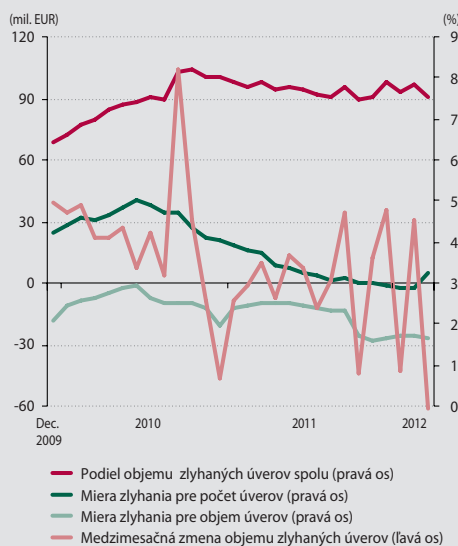
<sup>29</sup> Faktory ovplyvňujúce kreditné riziko domácností sú detailnejšie analyzované v časti 3.2.

<sup>30</sup> Hodnota ukazovateľa tak stále vysoko prevyšovala predkrízové hodnoty.

**Graf 47 Zlyhané úvery domácnostiam**


Zdroj: NBS.

Poznámka: Podiel zlyhaných úverov domácnostiam vyjadruje podiel zlyhaných úverov na celkových úveroch poskytnutých domácnostiam.

**Graf 48 Zlyhané úvery podnikom a miery zlyhania**


Zdroj: NBS.

Poznámka: Miery zlyhania sú vypočítané ako podiel počtu/objemu úverov, ktoré prešli z kategórie nezlyhané do kategórie zlyhané, ku počtu/objemu úverov v kategórii nezlyhané na začiatku obdobia.

z nesplácaných úverov je pozitívom, že miera krytia zlyhaných úverov opravnými položkami sa v poslednom období neznižovala, hoci mierne zaostávala za predkrízovými hodnotami.

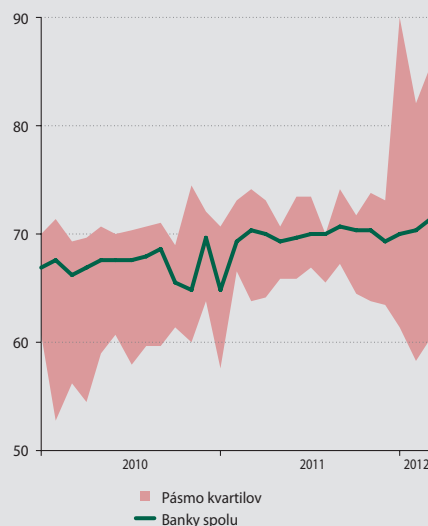
V prvom štvrtroku 2012 sa nepotvrdilo pokračovanie negatívnych tendencií vytvárajúcich podmienky pre kreditné riziko podnikov z konca roka 2011. Naopak, pokles úrokových sadzieb výrazne prispel k zníženiu úverového zaťaženia podnikov a rast tržieb podnikov sa mierne zrýchľoval.<sup>31</sup>

**Na rast kreditného rizika v prvom štvrtroku 2012 tlačila aj silná konkurencia.**

Pri klesajúcom dopyte po úveroch na nehnuteľnosti zo strany retailu sa niektoré banky snažili aj v prvom štvrtroku 2012 zvýšiť svoj podiel na trhu uvoľňovaním úverových štandardov. Vybrané banky pristúpili k výraznejšiemu zníženiu požiadaviek na zabezpečenie úveru, čo sa prejavilo na sektorovom náraste podielu objemu novoposkytnutých úverov k hodnote ich zabezpečenia (LTV) (graf 49). Zvyšovanie LTV v podmienkach klesajúcich cien nehnuteľností znamená, že cenou za snahu o nárast objemu poskytnutých úverov môže byť rast kreditného rizika. Hoci sa to priamo týka individuálnych bánk, z hľadiska sektora môže mať takéto správanie niektorých

bánk negatívny vplyv na nastavenie úverových štandardov v iných bankách.

**Najvýznamnejším trhovým rizikom je zmena kreditných prirážok štátnych dlhopisov v portfóliách bánk. Expozícia voči najrizikovejším krajinám poklesla, je však koncentrovaná.**

**Graf 49 Pomer výšky úveru k hodnote zabezpečenia (Loan-to-Value) (%)**


Zdroj: NBS.

<sup>31</sup> Faktory ovplyvňujúce kreditné riziko podnikov sú detailnejšie analyzované v časti 3.1.



Ako je zrejmé už z vyššie opísaného dopadu precenenia štátnych dlhopisov na reálnu hodnotu na hospodársky výsledok bankového sektora a primeranosť jeho vlastných zdrojov, zmeny kreditných prírážok štátnych dlhopisov predstavujú významné trhové riziko. Dôvodom je aj fakt, že túto časť rizika zmeny ceny dlhopisov nie je možné efektívne zaistiť pomocou úrokových swapov.

Portfólio dlhových cenných papierov preceňovaných na reálnu hodnotu proti zisku a strate predstavovalo 2 % aktív bankového sektora ku koncu roka 2011. V niektorých bankách bol tento podiel výrazne vyšší, čomu zodpovedal aj dopad precenenia portfólia na hospodársky výsledok. Tomuto portfóliu výrazne dominovali slovenské dlhové cenné papiere (asi 75 %).

Portfólio finančných nástrojov na predaj, v ktorom prípadné negatívne precenenia znižujú vlastný kapitál bánk, tvorilo 8 % bilančnej sumy sektora ku koncu roka 2011. Aj toto portfólio je na úrovni bankového sektora tvorené predovšetkým slovenskými dlhopismi s podielom až 85 %. V niektorých bankách sú v portfóliu na predaj aj cenné papiere, ktoré v roku 2011 zaznamenali relatívne výrazný pokles ceny. Priemerná dĺžka tohto portfólia sa počas druhého polroka 2011 výraznejšie nezmenila a zostala na úrovni 2,6 roka. Pri paralelnom náraste kreditných sprejadov o 100 b. b. by hodnota tohto portfólia klesla o 2,6 %, čo by spôsobilo pokles ukazovateľa primeranosti vlastných zdrojov približne o 0,3 p. b.

Celková priama expozícia bankového sektora voči rizikovejším krajinám EÚ v portfóliu cenných papierov (vrátane cenných papierov v portfóliu finančných nástrojov držaných do splatnosti) je relatívne nízka (menej ako 2 % aktív) a počas roka 2011 mierne klesla (tabuľka 3). Ich vyššia koncentrácia v individuálnych inštitúciách je rizikom pre tieto inštitúcie (ich akcionárov a veriteľov), no nie pre systém ako celok.

**Počas roka 2011 sa zrýchlil rast ukazovateľa úvery ku vkladom. Ukazovateľ likvidných aktív bol stabilný. Niektoré banky si zabezpečujú krátkodobú likviditu obchodmi s vlastnou finančnou skupinou.**

Ukazovateľ pomeru úverov klientov ku vkladom klientov (*loan-to-deposit ratio*) si aj v roku 2011 zachoval priaznivú hodnotu pod 100 % (graf 50). Počas roka sa však jeho rast mierne zrýchlil. Dôvodom bolo najmä spomalenie rastu, respektíve pokles vkladov podnikov v závere roka, ako aj nárast úverov nerezidentom sprevádzaný poklesom ich vkladov. Na rozdiel od rokov 2009 a 2010 úvery na bývanie v sektore domácností už nezvyšovali ukazovateľ úvery ku vkladom. Pokračovanie tohto trendu v dlhodobom horizonte by mohlo viesť k nedostatku domácich zdrojov pre financovanie úverov a zvýšilo by závislosť bánk od finančných trhov, resp. materských bánk.

Hodnota ukazovateľa likvidných aktív sa počas roka 2011 takmer nemenila (graf 51).<sup>32</sup> Aj naďalej platilo, že retailové banky vo všeobecnosti dosa-

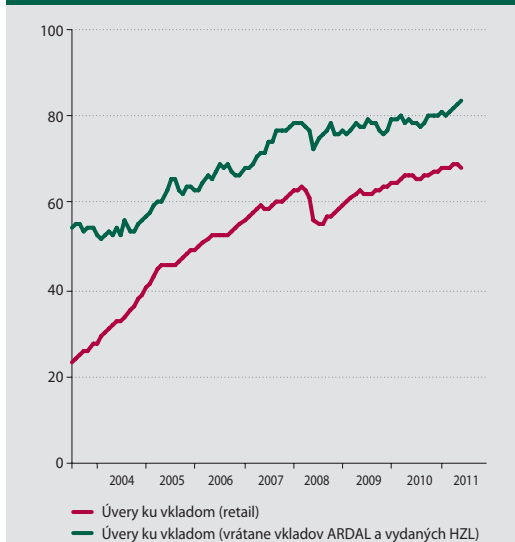
**Tabuľka 3 Podiel investícií do dlhových cenných papierov vybraných krajín na celkových aktívach (%)**

		Grécko	Maďarsko	Írsko	Taliansko	Španielsko	Portugalsko
Banky	XII.10	1,1	0,6	0,2	0,2	0,1	0,1
	XII.11	0,4	0,6	0,3	0,1	0,1	
Fondy DDS	XII.10	0,1	0,9	0,6	0,8	0,8	
	XII.11		0,5	0,2	0,9	1,3	
Fondy DSS	XII.10		0,3	2,1	1,9		0,4
	XII.11		0,3	0,1	0,6	0,9	
Podielové fondy	XII.10	0,2	1,4	0,3	0,5	0,1	0,1
	XII.11	0,1	1,4	0,1	0,4	0,1	
Poistovne	XII.10	0,1	0,1	0,2	2,6	0,2	
	XII.11		0,2	0,2	2,4		
Unit-linked	XII.10			0,3			
	XII.11		0,1	0,3	1,2		

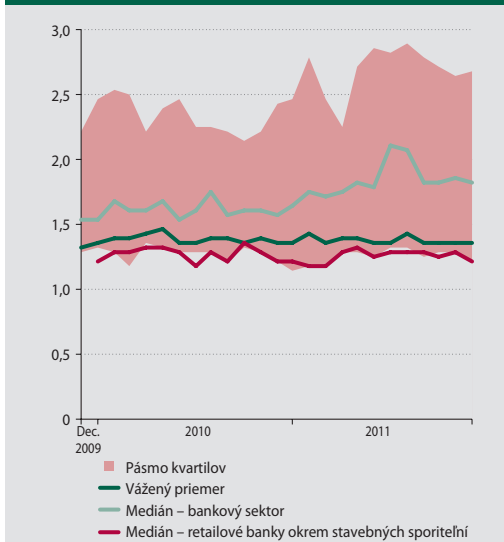
Zdroj: NBS.

Poznámka: Podiel dlhových cenných papierov emitovaných príslušným štátom alebo inštitúciami so sídlom v tomto štáte na celkových aktívach, resp. NAV. Prázdne bunky v tabuľke znamenajú, že príslušné hodnoty sú nulové alebo zanedbateľné.

<sup>32</sup> Ukazovateľ likvidných aktív je definovaný ako podiel likvidných aktív voči volatílnym pasívam v horizonte 1 mesiaca. Jeho hodnota by nemala klesnúť pod 100 % (resp. 1).

**Graf 50 Ukazovatele dlhodobej likvidity bankového sektora (%)**


Zdroj: NBS.

**Graf 51 Ukazovateľ likvidných aktív bankového sektora**


Zdroj: NBS.

hovali nižšie hodnoty. Medzibankové obchody sa v dôsledku krízy výrazne orientujú na vlastnú finančnú skupinu.

## 4.2 VÝVOJ A RIZIKÁ V SEKTORE POISŤOVNÍ

*Ziskovosť poisťovní sa v roku 2011 vyvíjala priaznivo. Zisk sektora ťahal technický výsledok v životnom aj neživotnom poistení.*

Sektor poisťovní dosiahol v roku 2011 zisk 193 mil. €, čo je druhá najvyššia hodnota v sledovanej histórii (v roku 2007 bol zisk sektora len o 5 mil. € vyšší). Ku koncu roka 2011 medziročný nárast zisku predstavoval 44 %, pričom k polovici roka to bolo až 71 %. Hlavným zdrojom zvýšenej ziskovosti bol technický výsledok v životnom aj v neživotnom poistení. Technický výsledok dosiahol 127 mil. € (v porovnaní so stratou 75 mil. € v roku 2010), čo je najvyššia hodnota v histórii. Nárast technického výsledku tak viac než kompenzoval pokles finančného výsledku o 106 mil. €.

K zlepšeniu technického výsledku prispelo najmä zníženie škodovosti v poistení majetku, nárast zaslúženého poistného v životnom poistení a pokles deficitnej rezervy na základe testu dostatočnosti rezerv.<sup>33</sup> K technickému výsledku

prispelo výrazne aj zníženie rastu rezervy na unit-linked produkty o 95 mil. €, tento vývoj bol však takmer úplne kompenzovaný poklesom finančného výsledku z aktív kryjúcich unit-linked rezervu. Prepad finančného výsledku spôsobilo takmer výlučne unit-linked poistenie.

*Technické rezervy sektora klesli. Aktíva pokrývali technické rezervy dostatočne.*

Prvýkrát v sledovanej histórii poklesli celkové technické rezervy sektora poisťovní. Ku koncu roka 2011 dosiahli 4,64 mld. €. Pokles bol spôsobený znížením rezervy na poistné plnenia v neživotnom poistení medziročne o 9 % (67 mil. €) a výrazne (takmer o 21 mil. €, resp. 25 %) klesla aj rezerva na záväzok voči Slovenskej kancelárii poisťovateľov (SKP). Aktíva kryjúce technické rezervy okrem rezervy na záväzky z finančného umiestnenia v mene poistených dosiahli ku koncu roka 2011 hodnotu 4,3 mld. € a pokrývali technické rezervy na 114,7 %.

*Z trhových rizík sú aktíva poisťovní vystavené najmä úrokovému riziku a riziku zmeny kreditných prirážok. Unit-linked aktíva sú vo väčšej miere vystavené aj akciovému riziku.*

Dlhopisy, ktoré majú poisťovne vo svojom investičnom portfóliu, sú vystavené všeobecnému úrokovému riziku a riziku protistrany.

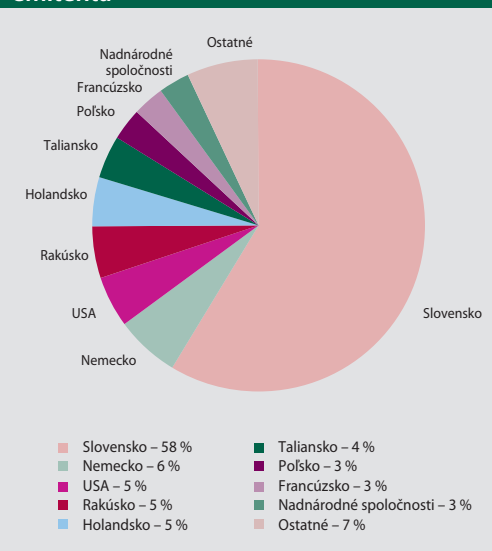
<sup>33</sup> Škodovosť v poistení majetku klesla zo 75 % v roku 2010 na 31,4 % v roku 2011 vďaka poklesu nahlásených škôd. Deficitná rezerva vytvorená na základe testu dostatočnosti rezerv klesla o 25 mil. €, t. j. medziročne o 55 %.

Týka sa to tej časti portfólia, ktoré poisťovne preceňujú na reálnu hodnotu. Dopady týchto dvoch rizík sú rôzne. V prípade nárastu bezrizikovej úrokovej miery je negatívny dopad na ocenenie aktív do istej miery kompenzovaný znížením hodnoty rezerv, keďže pri výpočte jej hodnoty sa ako diskontná sadzba používa bezriziková úroková miera. Naopak, pri poklese hodnoty dlhopisov z dôvodu nárastu rizika protistrany, ktoré je vyjadrené nárastom kreditných prírážok ich emitentov, táto kompenzácia nenastáva.

V takomto prípade – vzhľadom za to, že až 97 % dlhových cenných papierov oceňovaných na reálnu hodnotu je vykazovaných v portfóliu finančných nástrojov na predaj – môže byť vlastné imanie poisťovní výrazne znehodnotenú. Toto riziko je v prípade poisťovní vyššie než u ostatných sektorov kvôli vysokej durácii a zostatkovej splatnosti portfólia dlhových cenných papierov (tabuľka 4). Najvýraznejší dopad na negatívne precenenie časti portfólia dlhových cenných papierov oceňovanej v reálnej hodnote by mal prípadný nárast kreditných prírážok na slovenské dlhopisy (graf 52).

Z tabuľky 4 vyplýva, že relatívne vysokým trhovým rizikám sú vystavené aktíva poisťovní investované v mene poistených (unit-linked aktíva), pričom tieto investície sú vystavené najmä akciovému a úrokovému riziku. Treba však poukázať

**Graf 52 Štruktúra portfólia dlhových cenných papierov preceňovaných na reálnu hodnotu v poisťovniach podľa krajín emitenta**



Zdroj: NBS.

Poznámky: Podiely sú uvedené na celkovom objeme portfólia dlhových cenných papierov preceňovaných na reálnu hodnotu k 31. decembru 2011. V položke „Ostatné“ sú zahrnuté dlhové cenné papiere emitované krajinami s podielom menším ako 1,5 % na celkovom portfóliu dlhových cenných papierov preceňovaných na reálnu hodnotu.

na postupný pokles priemernej durácie dlhového portfólia z 5,9 v roku 2009 na 4,5. Hlavným dôvodom je postupný pokles priemernej zostatkovej splatnosti portfólia.

**Tabuľka 4 Podiel akciových, devízových a úrokových pozícií v jednotlivých sektoroch finančného trhu (%)**

		Banky	Poisťovne	Fondy DSS	Fondy DDS	Podielové fondy	Unit-linked aktíva
Akcie a podielové listy	XII.10	0,2	2,7	0,1	20,3	19,1	81,2
	XII.11	0,3	3,0	0,0	16,7	15,3	78,6
Devízové pozície	XII.10	0,5	1,5	0,1	12,2	11,2	13,9
	XII.11		1,7	0,2	15,3	13,9	13,0
Dlhové cenné papiere	XII.10	26,5	68,2	68,5	66,0	46,3	17,4
	XII.11	24,4	71,4	71,2	59,2	45,6	20,1
Durácia dlhových cenných papierov	XII.10	3,0	6,1	0,4	3,2	1,2	5,5
	XII.11	3,1	5,9	0,5	2,8	1,2	4,5
Durácia celého portfólia (v rokoch)	XII.10	1,0	5,7	0,4	2,1	0,6	1,0
	XII.11	0,9	5,3	0,4	1,5	0,6	0,8
Zostatková splatnosť dlhových cenných papierov (v rokoch)	XII.10	4,1	8,2	0,8	4,2	2,1	5,7
	XII.11	4,0	7,9	1,0	4,0	2,0	5,0

Zdroj: NBS.

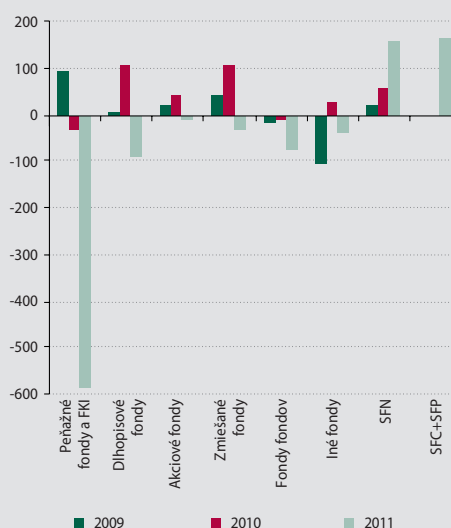
Poznámka: Hodnoty sú v percentách z objemu aktív, resp. NAV a vyjadrujú aktívami vážený priemer za danú skupinu inštitúcií. Devízové pozície boli vypočítané ako súčet absolútnych hodnôt pozícií za jednotlivé inštitúcie. Akciové pozície nezahŕňujú majetkové podiely v dcérskych a pridružených spoločnostiach.

### 4.3 VÝVOJ A RIZIKÁ V SEKTORE KOLEKTÍVNEHO INVESTOVANIA

Na čistú hodnotu aktív spravovaných vo fondoch kolektívneho investovania mala v roku 2011 negatívny vplyv najmä redemcia podielov, ale aj výkonnosť podielových fondov. V štruktúre investícií tuzemských fondov došlo v roku 2011 k väčšej zmene len v akciových a realitných fondoch.

Ku koncu roku 2008 poklesla v reakcii na bankrot investičnej banky Lehman Brothers a stupňujúce sa obavy z kolapsu globálneho finančného sektora vplyvom masívnych redemcií čistá hodnota aktív vo fondoch kolektívneho investovania medziročne o 1,58 mld. €. Podobný scenár, aj keď zďaleka nie v takom rozsahu, sa zopakoval aj v roku 2011. Podielníci konfrontovaní so správami o prehlbujúcej sa dlhovej kríze v eurozóne a následným prepadom akciových trhov pristúpili v obave o hodnotu svojich úspor vo fondoch kolektívneho investovania k redemcii svojich podielov počnúc augustom 2011. Odlev zdrojov zodpovedal za 90 % poklesu čistej hodnoty aktív v celkovej výške 655 mil. € (graf 53 a 54). Zdroje získané z odpredajov podielov (takmer výlučne domácimi klienti prevažne ukladali na termínované vklady v bankách.

**Graf 54 Čisté predaje tuzemských podielových fondov podľa kategórií (mil. EUR)**



Zdroj: NBS.

Poznámka: FKI = fondy krátkodobých investícií, SFN = špeciálne fondy nehnuteľností, SFC = špeciálne fondy cenných papierov, SFP = špeciálne fondy profesionálnych investorov.

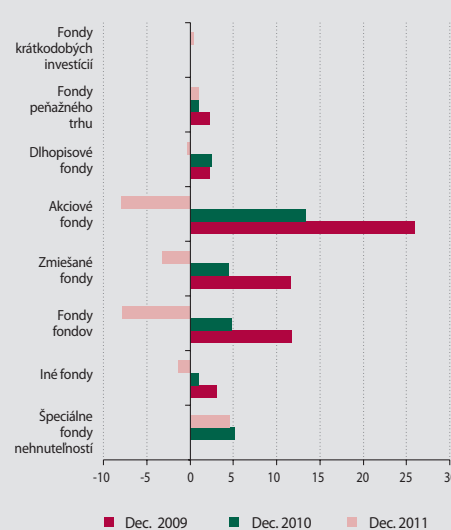
Negatívny vplyv na čistú hodnotu aktív mala v roku 2011 aj výkonnosť podielových fondov (graf 55). Dôvodom bola vysoká volatilita a klesajúce ceny aktív na finančných trhoch. Najhoršie obstáli fondy s expozíciou voči akciovým trhom,

**Graf 53 Vývoj čistej hodnoty aktív podielových fondov predávaných v SR (mld. EUR)**



Zdroj: NBS, SASS.

**Graf 55 Priemerná ročná výkonnosť podielových fondov podľa kategórií (tuzemské fondy, % p. a.)**

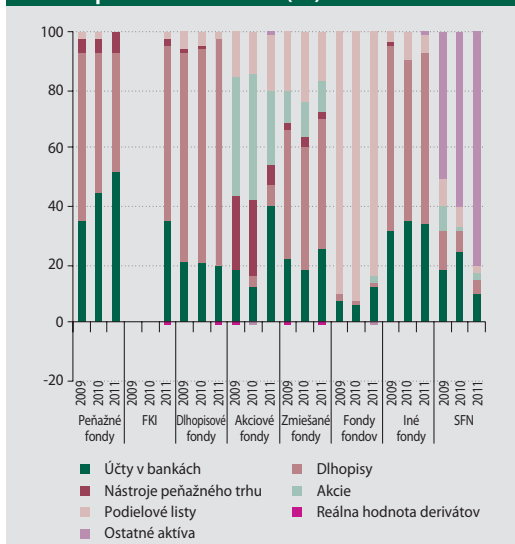


Zdroj: NBS.

Poznámka: Priemer vážený čistou hodnotou majetku.



**Graf 56 Štruktúra majetku tuzemských podielových fondov podľa kategórií ku koncu príslušného roka (%)**



Zdroj: NBS.

Poznámka: FKI = fondy krátkodobých investícií, SFN = špeciálne fondy nehnuteľností.

teda akciové fondy (-8 %) a fondy fondov (-7,9 %) a v menšej miere zmiešané fondy (-3,2 %).

Z hľadiska rizikovosti je dôležitá štruktúra majetku fondov (graf 56). V štruktúre portfólií tuzemských podielových fondov došlo v roku 2011 len k dvom významnejším zmenám – strojnásobil sa podiel vkladov v bankách v akciových fondoch na úkor investícií do podielových listov a akcií a realitné fondy ďalej zvyšovali svoje vystavenie voči profilovým triedam aktív ako sú investície do majetkových účastí realitných spoločností.

**Sektor kolektívneho investovania je vystavený najmä akciovému riziku (akciové fondy a fondy fondov) a v menšej miere riziku nárastu kreditných prírážok (dlhopisové fondy). Obdobia väčších turbulencií na finančných trhoch sú spojené s rizikom zvýšených redemcií podielov z fondov.**

Ako sme už vyššie uviedli, pokles akciových trhov v treťom štvrtroku 2011 sa negatívne odrazil na výkonnosti fondov s vyšším zastúpením akcií v ich majetku. Okrem akciového rizika je sektor kolektívneho investovania výraznejšie vystavený aj riziku nárastu kreditných prírážok. Toto riziko – najmä vo forme poklesu cien slovenských

dlhopisov a dlhopisov stredoeurópskych krajín (Poľsko, Slovinsko, Česká republika) – prevláda v dlhopisových fondoch.<sup>34</sup> Pre sektor ako celok je úrokové riziko menej významné než akciové riziko, najmä z dôvodu relatívne nízkej durácie portfólií fondov (tabuľka 4).

Ako opätovne potvrdil vývoj v druhom polroku 2011, fondy kolektívneho investovania sú vystavené nárastu redemcií pri vyššej volatilitate finančných trhov. Toto riziko pre NAV fondov zvyšuje aj konkurencia bánk na domácom trhu retailových vkladov, kde banky v snahe zvýšiť podiel primárnych zdrojov ponúkajú atraktívnejšie úročenie vkladových produktov.

#### 4.4 VÝVOJ A RIZIKÁ V SEKTORE DŮCHODKOVÉHO SPORENIA

##### II. PILIER

**Turbulentný vývoj na finančných trhoch neovplyvnil sektor starobného dôchodkového sporenia. Objem spravovaného majetku pokračoval v lineárnom raste.**

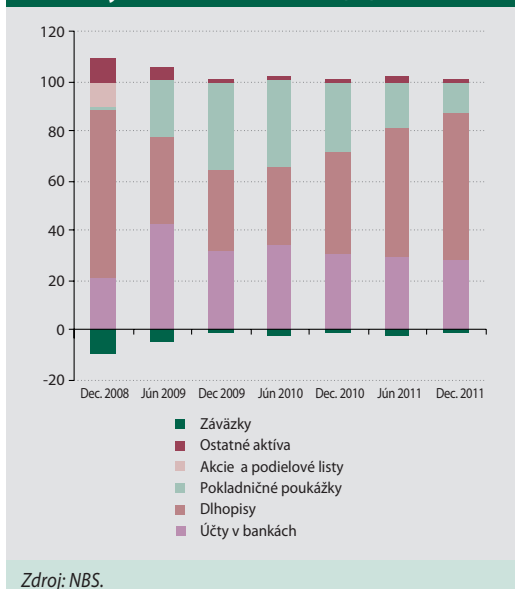
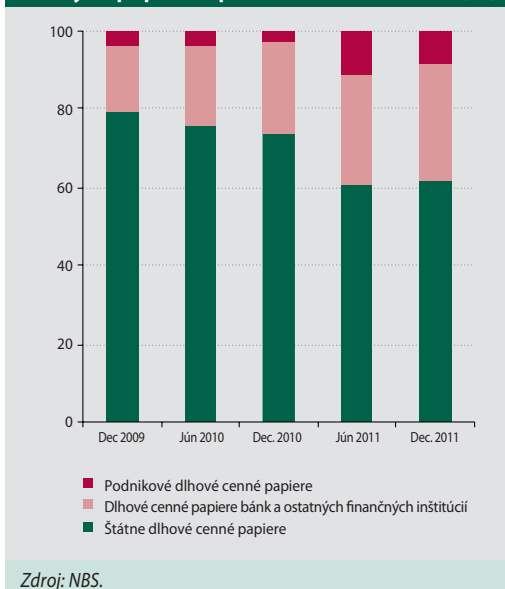
Dôchodkové fondy II. piliera dôchodkového zabezpečenia (sektor starobného dôchodkového sporenia) neboli v druhom polroku 2011 zasiahnuté zvýšenými turbulenciami na finančných trhoch v súvislosti s prehĺbením dlhovej krízy v eurozóne. Jedným dôvodom je povinná účasť sporiteľov, čo zabezpečuje stabilitu zdrojov pre fondy dôchodkových správcovkých spoločností (DSS) a príjmov DSS z odplát za správu majetku vo fondoch. Druhým dôvodom je veľmi konzervatívne investovanie tohto majetku vo všetkých dôchodkových fondoch (graf 57 a 58).<sup>35</sup> Nárast čistej hodnoty aktív za rok 2011 o 874 mil. € bol najvyšší v celej histórii fungovania systému.<sup>36</sup> Podiel pravidelných príspevkov sporiteľov na tomto náraste dosiahol až 97 %. Počet sporiteľov narástol o 8 tisíc, čo je o niečo viac ako v roku 2010.

**Lineárne rastúci trend aktuálnej hodnoty dôchodkovej jednotky ostal zachovaný. Zvýšená volatilita na európskych dlhopisových trhoch sa prejavila len jej malým vychýlením smerom dole na konci roka 2011. Medziročná výkonnosť v sektore sa počas roka mierne zlepšila.**

<sup>34</sup> Pokles cien dlhopisov uvedených krajín predstavovalo až 90 % celkového negatívneho premenenia dlhopisového portfólia týchto fondov.

<sup>35</sup> Na stabilný vývoj v sektore starobného dôchodkového sporenia mala vplyv aj legislatívna stabilita v roku 2011. Došlo síce k novelizácii zákona o starobnom dôchodkovom sporení, no účinnosť ustanovení ovplyvňujúcich nastavenie systému bola odložená k 1. aprílu 2012.

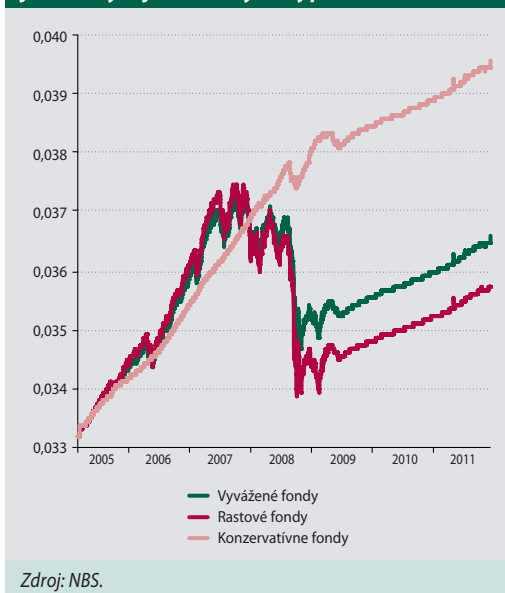
<sup>36</sup> Objem aktív vo fondoch DSS ku koncu roka 2011 dosiahol 4,6 mld. € (graf 37).

**Graf 57 Štruktúra majetku fondov podľa základných druhov investícií (%)**

**Graf 58 Štruktúra portfólia dlhových cenných papierov podľa druhu emitenta (%)**


Aktuálne hodnoty dôchodkovej jednotky pokračovali počas roka 2011 v lineárne rastúcom trende posledného roku a pol (graf 59). Zvýšená volatilita na európskych dlhopisových trhoch len ku koncu roka spôsobila malé vychýlenie z tohto trendu smerom nadol. Dôvodom bolo negatívne precenenie dlhových cenných papierov v majetku fondov – medzi nimi aj slovenských štátnych dlhopisov, ktoré sú významnou súčasťou majetku všetkých fondov (graf 60).

Pod vplyvom nárastu investícií fondov do bankových a podnikových dlhopisov a postupne sa zvyšujúcich úrokových sadzieb na bankových vkladoch mierne rástla medziročná výkonnosť fondov (tabuľka 5).

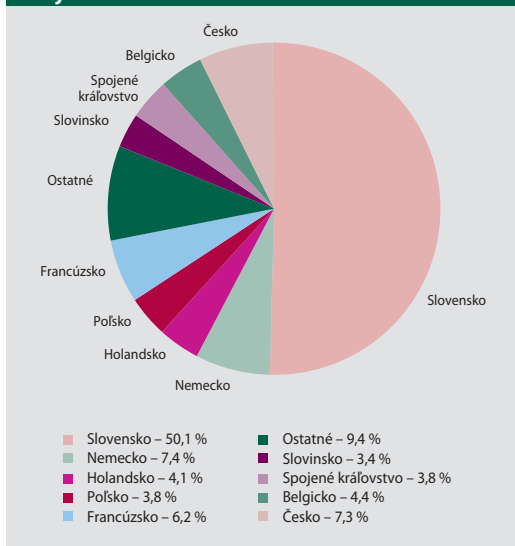
**Najväčším, avšak v porovnaní s inými sektormi pomerne nízkym, rizikom pre fondy DSS je riziko znehodnotenia dlhopisového portfólia z dôvodu**

**Graf 59 Aktuálna hodnota dôchodkovej jednotky v jednotlivých typoch fondov**

**Tabuľka 5 Porovnanie ročnej výnosnosti dôchodkových fondov k 31.12.2010 a k 31.12.2011 (%)**

	Min		Vážený priemer		Max	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011
Konzervatívne fondy	0,8	1,2	1,2	1,5	1,9	2,1
Vyvážené fondy	0,8	1,1	1,2	1,5	1,9	2,1
Rastové fondy	0,8	1,1	1,2	1,4	1,9	2,1

Zdroj: NBS.

Poznámka: Priemerná ročná výnosnosť dôchodkových fondov je vypočítaná ako vážený priemer percentuálnych medziročných zmien denných hodnôt dôchodkových jednotiek príslušných dôchodkových fondov.

**Graf 60 Štruktúra portfólia dlhových cenných papierov vo fondoch DSS podľa krajiny emitenta**


Zdroj: NBS.

Poznámky: Podiely sú uvedené na celkovom objeme portfólia dlhových cenných papierov k 31. decembru 2011. V položke „Ostatné“ sú zahrnuté dlhové cenné papiere emitované krajinami s podielom menším ako 1,5 % na celkovom portfóliu dlhových cenných papierov.

**rastu rizika protistrany. Nízkej rizikivosti fondov však zodpovedá aj ich nízka výnosnosť pre dôchodkových sporetelov.**

Ako z vyššie uvedeného textu o výkonnosti fondov vyplýva, najväčším rizikom v portfóliach fondov DSS je riziko nárastu kreditných príražok. Taktiež je zrejmé, že toto riziko je v porovnaní s inými sektormi finančného trhu nízke. Dôvodom je najmä trvalo veľmi nízka durácia, ale aj pomerne nízka zostatková splatnosť dlhopisového portfólia v týchto fondoch (tabuľka 4). Zároveň, ako to ukazuje tabuľka 3, expozície fondov voči rizikovejším štátom boli ku koncu roka 2011 na nízkej úrovni. Keďže ale dlhová kríza štátov v eurozóne mala v roku 2011 tendenciu prerásť do systémovej udalosti (zasiahnuté boli takmer všetky dlhopisy), prípadná opätovná eskalácia krízy by mohla viesť k výraznejším stratám vo fondoch.

Konzervatívnej investičnej stratégii fondov, ktorá je navyše totožná pre všetky 3 typy fondov z hľadiska rizikovo-výnosového profilu, zodpovedá len minimálne nominálne zhodnotenie dôchodkových úspor sporetelov (tabuľka 5).<sup>37</sup>

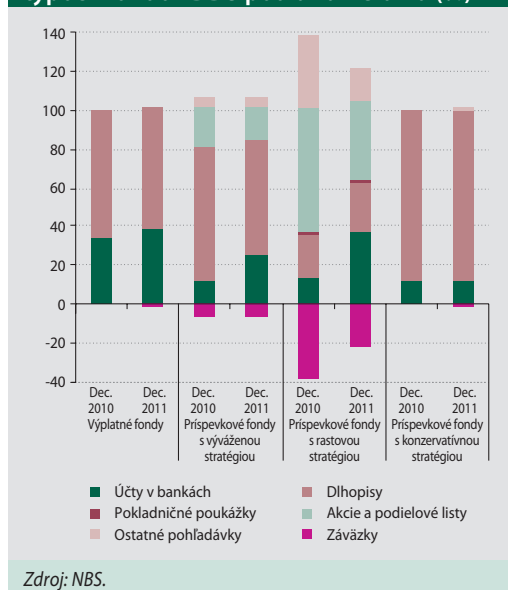
Existuje preto riziko, že dôchodkoví sporetelia budú v čase odchodu do dôchodku disponovať relatívne nízkym objemom zdrojov na výplatu starobných dôchodkov.

### III. PILIER

**Turbulencie na finančných trhoch v druhom polroku 2011 sa v sektore doplnkového dôchodkového sporenia (III. pilier) prejavili výraznejším spomalením rastu objemu spravovaného majetku a zhoršením výkonnosti fondov.**

Sektor doplnkového dôchodkového sporenia narástol v roku 2011 o 30 mil. € a ku koncu roka spravovali doplnkové dôchodkové spoločnosti (DDS) takmer 1,2 mld. €. Tempo prírastku čistej hodnoty aktív bolo v porovnaní s predošlými rokmi asi len tretinové, najmä z dôvodu znehodnotenia akcií, podielových listov a niektorých ďalších finančných nástrojov v druhom polroku 2011 vo fondoch, ktoré boli voči týmto cenným papierom vystavené (graf 61).

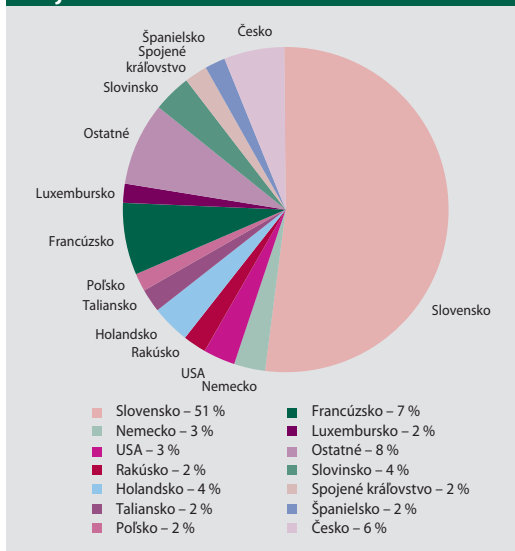
K poslednému dňu roka 2011 bola výkonnosť príspevkových fondov na úrovni -2,8 %. Negatívny vývoj dôchodkových jednotiek v druhom polroku kopíroval pokles cien širokého spektra aktív na finančných trhoch. Prejavilo sa to primárne pri rastových a vyvážených fondoch, kde z ôs-

**Graf 61 Štruktúra majetku fondov podľa základných druhov investícií v jednotlivých typoch fondov DDS podľa zamerania (%)**


Zdroj: NBS.

<sup>37</sup> Od 1. apríla 2012 na základe novej zákona o starobnom dôchodkovom sporení z roku 2011 došlo k premenovaniu jednotlivých fondov na dlhopisové, zmiešané a akciové. Zároveň novela predpisuje minimálne a maximálne zastúpenie rôznych finančných nástrojov pre jednotlivé typy fondov, tak aby to zodpovedalo ich diferencovanému rizikovo-výnosovému profilu. Vznikol aj nový pasívne radený indexový fond, výnosnosť ktorého je naviazaná na trhový index. Zmiešané a akciové fondy stratili garanciu v podobe povinnosti DSS vyrovnávať prípadné straty vo fondoch z vlastných zdrojov.

**Graf 62 Štruktúra portfólia dlhových cenných papierov vo fondoch DDS podľa krajiny emitenta**



Zdroj: NBS.

Poznámky: Podiely sú uvedené na celkovom objeme portfólia dlhových cenných papierov k 31. decembru 2011. V položke „Ostatné“ sú zahrnuté dlhové cenné papiere emitované krajinami s podielom menším ako 1,5 % na celkovom portfóliu dlhových cenných papierov.

mich takýchto fondov až sedem zaznamenalo za kalendárny rok 2011 zápornú výkonnosť. Najhoršia z nich bola až vo výške bezmála -12 %. Dva konzervatívne fondy, podobne ako všetky štyri výplatné, obstáli lepšie z hľadiska uchovávaní hodnoty a v celom sledovanom období si udržovali kladnú výkonnosť. Koncoročný priemer za výplatné fondy však tiež klesol na 0,5 %, čo je len o málo viac ako tretina nominálneho zhodnotenia za kalendárny rok 2010.

**Vystavenie fondov DDS voči akciovému riziku a riziku nárastu kreditných prírážok bolo významné.**

Ako vyplýva aj z pohľadu na štruktúru majetku fondov a dopadu poklesu akciových trhov v lete 2011 a negatívneho vývoja na dlhopisových trhoch v novembri 2011 na výkonnosť fondov, najvýznamnejšími rizikami sektora doplnkového dôchodkového sporenia boli akciové riziko a riziko nárastu kreditných prírážok. Akciovému riziku boli v relatívne veľkej miere vystavené najmä rastové a akciové fondy, ktoré zaznamenali počas prepadu cien akcií na prelome júla a augusta pokles aktuálnej hodnoty dôchodkovej

jednotky o 7 % až 11 %. Hodnota dlhopisového portfólia počas novembra 2011 klesla v sektore pomerne výrazne, a to o 2 %. Najväčší podiel na tomto poklese mali kvôli vysokému podielu slovenské dlhopisy (graf 62). V porovnaní so sektorom starobného dôchodkového sporenia (fondy DSS) a sektorom kolektívneho investovania bolo riziko nárastu kreditných prírážok v sektore doplnkového dôchodkového sporenia vyššie, a to z dôvodu podstatne vyššej dĺžky dlhopisového portfólia (tabuľka 4). Vystavenie voči krajinám, ktoré počas roka 2011 zaznamenali výraznejší nárast kreditných prírážok, bolo pomerne nízke (tabuľka 3), no koncentrované hlavne v dvoch fondoch jednej DDS.<sup>38</sup>

#### 4.5 MAKROSTRESOVÉ TESTOVANIE FINANČNÉHO SEKTORA<sup>39</sup>

*Bankový sektor ako celok vykazoval dobrú odolnosť voči negatívnemu vývoju v reálnej ekonomike a na finančných trhoch. Len niekoľko individuálnych bánk by v závislosti od aplikovaného scenára nespĺnilo ku koncu testovaného obdobia minimálnu primeranosť vlastných zdrojov. Odolnosť sektora bola podporená jeho silnou východiskovou kapitálovou pozíciou a schopnosťou generovať čisté úrokové príjmy aj v podmienkach nepriaznivého vývoja. Kreditné riziko podnikov ostáva dominantným rizikom pre sektor ako celok.*

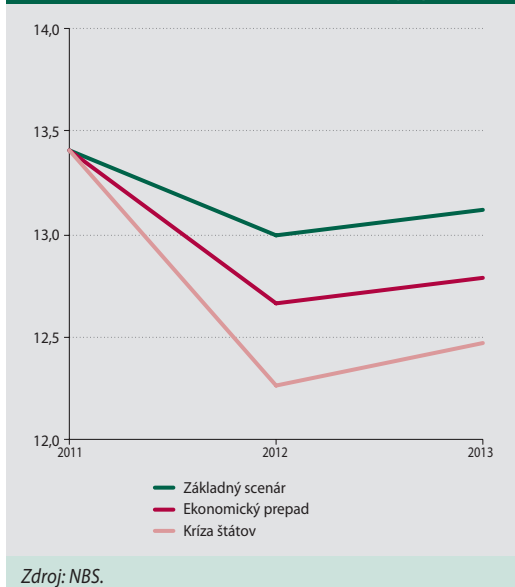
Bankový sektor ku koncu roka 2011 vykazoval dobrú odolnosť voči negatívnemu vývoju v reálnej ekonomike a na finančných trhoch. Sektor ako celok by si v celom horizonte stresového testovania udržal primeranosť vlastných zdrojov nad referenčnou hranicou 9 % (graf 63), no niektoré banky by v závislosti od scenára skončili ku koncu testovaného obdobia pod touto hranicou. Ku koncu roka 2013 by celková dodatočná potreba kapitálu predstavovala 36 mil. € (0,7 % vlastných zdrojov sektora) v Základnom scenári (tabuľka 6), ktorý vychádza z oficiálnej predikcie Národnej banky Slovenska. Pri prvom stresovom scenári „Ekonomický prepád“ by bola dodatočná potreba kapitálu 105 mil. € (2,2 % vlastných zdrojov sektora). Druhý, negatívnejší stresový scenár „Kríza štátov“ by vygeneroval dodatočnú potrebu kapitálu v objeme 159 mil. € (3,5 % vlastných zdrojov sektora).

Pomerne priaznivý výsledok stresového testovania bankového sektora je daný najmä dvoma sku-

<sup>38</sup> Išlo o 11 %, resp. 16 % celkovej čistej hodnoty aktív k 31.12.2011 a rozhodujúcu časť z toho tvorili dlhopisy španielskych a talianskych emitentov.

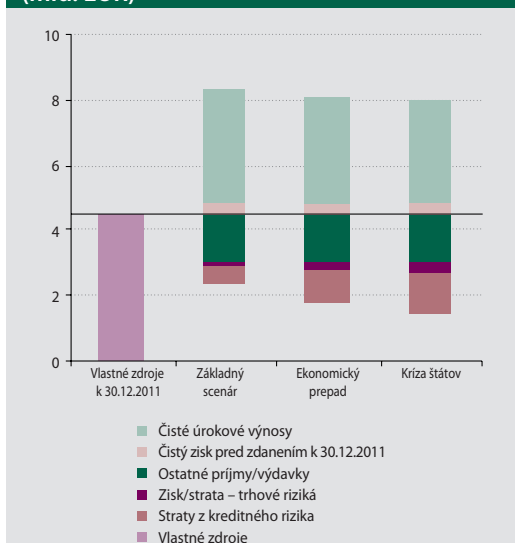
<sup>39</sup> Výsledky stresového testovania nie je možné chápať ako predikciu budúceho vývoja v slovenskom finančnom sektore. Stresové testovanie umožňuje predovšetkým porovnanie odolnosti testovaných spoločností a sektorov voči jednotlivým rizikám. Podrobný popis scenárov, predpokladov a parametrov stresového testovania je v Analýze slovenského finančného sektora za rok 2011.

**Graf 63 Vývoj ukazovateľa kapitálovej primeranosti bankového sektora v závislosti od zvoleného scenára (%)**



točnosťami: priaznivou primeranosťou vlastných zdrojov na konci roka 2011 a predpokladanou schopnosťou generovať čisté úrokové výnosy aj počas obdobia výraznejšieho stresu (graf 64).

**Graf 64 Vývoj najdôležitejších faktorov ovplyvňujúcich výšku vlastných zdrojov (mld. EUR)**



*Zdroj: NBS.  
Poznámky: Údaje vyjadrujú odhady k 31.12.2013. V druhom až štvrtom stĺpci sú príspevky jednotlivých položiek ziskovosti k zvýšeniu/zníženiu vlastných zdrojov. Ostatné príjmy/výdavky sú tvorené najmä všeobecnými prevádzkovými nákladmi, ktoré znižujú objem zisku.*

Po aplikácii jednotlivých scenárov stresového testovania by kumulované straty z portfólia podnikových úverov boli najvyššie. Význam kreditného rizika domácností pre bankový sektor ako celok je o niečo nižší, no vo viacerých bankách by straty z portfólia úverov domácnostiam prevyšovali straty z portfólia podnikových úverov. Relatívne nižší objem strát sektora z precenenia cenných papierov je daný tým, že na reálnu hodnotu sa preceňujú iba dlhové cenné papiere účtované mimo portfólia cenných papierov držaných do splatnosti, pričom práve toto portfólio v sektore dominuje.

*Stresové scenáre mali na fondy DSS malý vplyv. V prípade fondov DDS sa ako najvýznamnejšie potvrdilo akciové riziko. Pri stresovom testovaní sektora kolektívneho investovania sa prejavil veľký podiel menej rizikových fondov. Viacerým poisťovniam hrozia straty v prípade zvýšenia poisťných rizík v kombinácii s prehĺbením dlhovej krízy.*

Stresové testovanie potvrdilo, že fondy DSS nie sú výraznejšie vystavené voči rizikám, ktoré sú predmetom stresových scenárov. Dôvodom je konzervatívne nastavenie investičných stratégií.

Fondy DDS by boli stresovými scenármi pomerne výrazne negatívne ovplyvnené. Pri aplikácii stresových scenárov sa v najväčšej miere prejavilo akciové riziko, t. j. najvýraznejšie straty by zaznamenali fondy s vyšším podielom akciových investícií.

Aj v sektore kolektívneho investovania stresové testovanie potvrdilo ako najväčšie riziko akciové riziko. Celkovo by však boli dopady scenárov na jednotlivé fondy značne heterogénne a množstvo fondov rôzneho zamerania (najmä peňažné a dlhopisové fondy) by vykázalo po aplikácii stresových scenárov zisk.

Úrokové výnosy z dlhových cenných papierov dokázali čiastočne pokryť straty z precenenia aktív, ktoré boli simulované v stresových scenároch pre sektor poisťovní. Straty by boli spôsobené najmä predpokladaným systémovým vplyvom dlhovej krízy na nárast kreditných prirážok dlhopisov vrátane dlhopisov emitovaných menej rizikovými štátmi (napr. Slovenskom). V kombinácii s vysokými stratami na technickom účte by tento



Tabuľka 6 Parametre a predpoklady stresového testovania

		Základný scenár		Scenár 1 „Ekonomický prepád“		Scenár 2 „Križa štátov“		
		2012	2013	2012	2013	2012	2013	
Základné predpoklady	Medziročná zmena zahraničného dopytu	4,9 %	7,0 %	-16,2 %	1,2 %	-22,0 %	-3,4 %	
	Medziročná zmena výmenného kurzu USD/EUR <sup>1)</sup>	0 %	0 %	-20 %	0 %	-30 %	0 %	
	Medziročná zmena výmenných kurzov CHF, JPY, GBP, DKK, CAD, HRK, LVL voči EUR <sup>1)</sup>	0 %	0 %	-20 %	0 %	-30 %	0 %	
	Medziročná zmena výmenných kurzov ostatných mien voči EUR <sup>1)</sup>	0 %	0 %	20 %	0 %	30 %	0 %	
	Medziročná zmena cien akcií <sup>2)</sup>	0 %	5 %	-30 %	0 %	-50 %	0 %	
	Medziročná zmena základnej sadzby ECB	25 b.b.	25 b.b.	0 b.b.	0 b.b.	0 b.b.	0 b.b.	
	Medziročná zmena 3-mesačného EURIBORu	-25 b.b.	27 b.b.	-7 b.b.	1 b.b.	22 b.b.	-1 b.b.	
	Medziročná zmena 1-ročnej EUR diskontnej sadzby	-6 b.b.	28 b.b.	46 b.b.	2 b.b.	95 b.b.	4 b.b.	
	Medziročná zmena 2-ročnej EUR diskontnej sadzby	44 b.b.	27 b.b.	63 b.b.	7 b.b.	86 b.b.	11 b.b.	
	Medziročná zmena 5-ročnej EUR diskontnej sadzby	83 b.b.	35 b.b.	78 b.b.	14 b.b.	75 b.b.	17 b.b.	
	Medziročná zmena indexu iTraxx Senior Financials <sup>3)</sup>	0 b.b.	0 b.b.	nárast o 150 %	0 b.b.	nárast o 200 %	0 b.b.	
	Nárast 5-ročných kreditných spreadov GR	Čiastočný default						
	Nárast 5-ročných kreditných spreadov PT <sup>4)</sup>	0 b.b.	0 b.b.	300 b.b.	0 b.b.	500 b.b.	0 b.b.	
	Nárast 5-ročných kreditných spreadov HU, ES, IT, IE <sup>4)</sup>	0 b.b.	0 b.b.	150 b.b.	0 b.b.	300 b.b.	0 b.b.	
	Nárast 5-ročných kreditných spreadov BE, SK, SI <sup>4)</sup>	0 b.b.	0 b.b.	110 b.b.	0 b.b.	210 b.b.	0 b.b.	
	Nárast 5-ročných kreditných spreadov PL, CZ <sup>4)</sup>	0 b.b.	0 b.b.	50 b.b.	0 b.b.	150 b.b.	0 b.b.	
	Nárast 5-ročných kreditných spreadov FR, AT <sup>4)</sup>	0 b.b.	0 b.b.	0 b.b.	0 b.b.	100 b.b.	0 b.b.	
	Nárast 5-ročných kreditných spreadov DE, FI, NL, GB, CH, US, JP <sup>4)</sup>	0 b.b.	0 b.b.	0 b.b.	0 b.b.	50 b.b.	0 b.b.	
	Nárast sklonu krivky kreditných spreadov <sup>4), 5)</sup>	0 b.b.	0 b.b.	nárast na max. z roku 2011	0 b.b.	nárast na max. z roku 2011	0 b.b.	
	Makroekonomické veličiny odhadnuté na základe modelu	Medziročný rast HDP	2,3 %	3,5 %	-3,5 %	-2,8 %	-5,4 %	-4,7 %
Inflácia (HICP)		2,7 %	1,5 %	4,7 %	4,0 %	4,6 %	3,4 %	
Nezamestnanosť		12,7 %	12,0 %	13,8 %	15,3 %	14,1 %	16,4 %	
Poistné riziká	Neživotné poistenie	Priemerná škodovosť	Priemerná škodovosť	Maximálna škodovosť + 5 p.b.	Priemerná škodovosť	Maximálna škodovosť + 5 p.b.	Priemerná škodovosť	
	Životné poistenie – pripoistenie	Zhodný s vývojom v 2011	Zhodný s vývojom v 2011	Max. škodovosť + 10 p.b. alebo priemer trhu	Zhodný s vývojom v 2011	Max. škodovosť + 10 p.b. alebo priemer trhu.	Zhodný s vývojom v 2011	
	Životné poistenie – riziko smrti	Zhodný s vývojom v 2011	Zhodný s vývojom v 2011	Úmrtnosť + 10 %	Úmrtnosť + 20 %	Úmrtnosť + 10 %	Úmrtnosť + 20 %	
Premenné pre kreditné riziko odhadnuté pomocou makroekonomických veličín	Ročná pravdepodobnosť zlyhania	Necitlivé odvetvia	1,6 %	1,4 %	2,2 %	2,6 %	2,4 %	2,8 %
		Mierne citlivé odvetvia	2,4 %	2,4 %	3,0 %	4,3 %	3,1 %	5,0 %
		Citlivé odvetvia	5,8 %	5,5 %	6,7 %	10,7 %	6,7 %	11,7 %
		Podiel zlyhaných úverov domácnostiam	5,9 %	5,6 %	7,2 %	8,6 %	8,7 %	10,3 %

Zdroj: NBS.

1) V prípade stresových scenárov je pokles rovnomerne rozložený počas celého roka 2012.

2) V prípade Scenára 2 je pokles o 30 % za prvý štvrtrok a pokles o ďalších 20 % v nasledujúcich troch štvrtrokoch.

3) V prípade Scenára 2 sa predpokladá nárast počas prvého štvrtroka.

4) Predpokladá sa, že celý nárast kreditných spreadov nastane počas prvého štvrtroka. Nárast kreditných spreadov vyjadruje dodatočný nárast oproti diskontným sadzbám.

5) Nárast sklonu krivky kreditných spreadov je vyjadrený ako nárast rozdielu medzi 1-ročným kreditným spreadom a 5-ročným kreditným spreadom.



vývoj predstavoval potenciálne riziko pre poisťný sektor. V Základnom scenári by 9 poisťovní skončilo v strate. V Scenároch 1a 2 by stratu dosiahlo 16 poisťovní (v druhom scenári bola celková strata vyššia). Výpočty však nezohľadňujú precene-

nie záväzkov poisťovní vzhľadom na nedostatok dát potrebných k tomuto výpočtu. Potenciálne zníženie záväzkov v dôsledku nárastu bezrizikových sadzieb by zmiernilo dopad jednotlivých scenárov.



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA  
EUROSYSTEM



# PRÍLOHY

**PREZENTOVANÉ NÁZORY  
A VÝSLEDKY V PRÍLOHÁCH  
SÚ NÁZORMI AUTOROV  
A NEVYJADRUJÚ OFICIÁLNE  
STANOVISKO NÁRODNEJ  
BANKY SLOVENSKA**







# 1 ZADLŽENOSŤ VYSPELÝCH KRAJÍN A JEJ VPLYV NA HOSPODÁRSKY RAST

TOMÁŠ TÓZSÉR<sup>40</sup>

## Úvod

Celková zadlženosť nefinančných sektorov (domácností, nefinančných podnikov a vládneho sektora) priemyselne vyspelých krajín výrazne narástla. Podľa prepočtov BIS priemerná hodnota agregátneho dlhu týchto sektorov v podiele na HDP za vzorku 18 vyspelých krajín kontinuálne rástla zo 165 % v roku 1980 na 320 % v roku 2010.<sup>41</sup> Cieľom tejto prílohy je zhodnotiť dôsledky výrazného nárastu zadlženosti vyspelých krajín na ich hospodársky rast, na účinnosť ich proticyklických politík, a tým nepriamo aj na podmienky finančnej stability na Slovensku.

## 1.1 MOŽNÉ DÔVODY ROZDIELNEHO VÝVOJA ZADLŽENOSTI VYSPELÝCH A ROZVÍJAJÚCICH SA KRAJÍN

Súkromný a verejný dlh vyspelých krajín je vysoký a stále rastie. V reálnom vyjadrení za obdobie 30 rokov pred rokom 2010 sa dlh nefinančných podnikov približne strojnásobil, vládny dlh narástol 4,5-násobne a dlh domácností 6-násobne.<sup>42</sup> K tomuto vývoju vo vyspelých krajinách prispelo viacero faktorov. Dostupnosť úverov podporili liberalizácia v sektore finančného sprostredkovania a následné finančné inovácie. Rôzne vládne politiky podpory vlastného bývania v niektorých krajinách prispeli k značnému nárastu zadlženosti domácností. V podnikovej sfére daňovo uznané úrokové náklady tiež podnecovali rast zadlženia. Stabilné makroekonomické podmienky od polovice 80. rokov až do začiatku súčasnej krízy zvýšili dopyt súkromného sektora po úveroch. Banky boli súčasne ochotné požičovať viac, čo spätne podporovalo pozitívny výhľad pre budúce príjmy a viedlo k poklesu rizikových prirážok v cenách zdrojov.

Pohodlné financovanie rastúcich dlhov vyspelých krajín umožnil aj trendový pokles dlhodobých úrokových sadzieb, ktorý začal v polovici 90. rokov. Tento pokles bol vysvetľovaný štruktú-

rálnymi zmenami v globálnej ekonomike, najmä prebytkom úspor nad investíciami vo viacerých rozvíjajúcich sa krajinách,<sup>43</sup> ale aj nízkymi inflačnými očakávaniami vďaka vysokej dôveryhodnosti centrálnych bánk a zapojeniu sa ázijských krajín do svetového obchodu. Celkovú zadlženosť niektorých vyspelých krajín podporila aj slabá disciplína ich rozpočtových politík, keď vlády dostatočne nevyužili obdobia priaznivého vývoja hospodárstva na konsolidáciu verejných financií. V čase krízy a ekonomickej recesie sa tak ich verejné financie veľmi rýchlo dostali na neudržateľnú trajektóriu.

Vývoj zadlženosti rozvíjajúcich sa krajín (meranej podielom dlhu nefinančných sektorov na HDP) bol výrazne odlišný. Od roku 1995, keď sa stali dostupnými konzistentné údaje za tieto krajiny, zadlženosť rozvíjajúcich sa krajín sa príliš nemennila a zostala relatívne mierna, na úrovni okolo 100 % HDP (vzorka 21 krajín).<sup>44</sup> Relatívne nízku a stabilnú úroveň zadlženia v rozvíjajúcich sa ekonomikách môžeme pripísať nižšej tolerancii dlhu v týchto krajinách. Tá historicky súvisí s vyšším podielom dlhov denominovaných v zahraničných menách a s ich relatívne kratšou dobou splatnosti. Tieto charakteristiky zadlženosti rozvíjajúcich sa krajín ich robili zraniteľnými voči externým šokom (v podobe náhleho nárastu averzie investorov k riziku) a výrazne znižovali účinnosť ich vlastných stabilizačných (fiškálnych a menových) politík.

Za posledných desať rokov však rozvíjajúce sa krajiny vo všeobecnosti dosiahli značný pokrok, vďaka ktorému sa stali odolnejšími voči vonkajším šokom. Prejavilo sa to aj počas poslednej krízy. Pokroku v štruktúre dlhu (nárast podielu dlhu v lokálnych menách a priemernej splatnosti dlhu) predchádzalo zlepšenie makroekonomických politík (vyššia disciplína, pokles vládneho zadlženia a inflácie). Mnohé krajiny zrealizovali štrukturálne reformy a reformované inštitúcie podporili prílev stabilných zdrojov zo zahraničia a zvýšili potenciálny produkt. Finančnú stabili-

40 Prezentované názory sú názormi autora a nevyjadrujú oficiálne stanovisko Národnej banky Slovenska. 41 BIS (2011).

42 Vzorka 16 krajín OECD vrátane USA (jednoduché priemery) podľa BIS (2011).

43 Proti tejto, v literatúre často udávanej, príčine poklesu svetových úrokových sadzieb argumentujú Borio a Disyatat (2011, s. 20). Autori ako príčiny zdôrazňujú menovopolitické a finančné podmienky.

44 BIS (2011).



tu viacerých rozvíjajúcich sa krajín (najmä v Ázii a Južnej Amerike) podporil aj výrazný rast devízových rezerv a domácich úspor, čo znížilo ich závislosť na zahraničnom financovaní.<sup>45</sup>

## 1.2 PRÍNOSY A RIZIKÁ TVORBY DLHU

Dlh umožňuje efektívnu alokáciu spotreby v čase. Rozpočtovo obmedzené ekonomické subjekty môžu vďaka dlhu investovať do ziskových investičných príležitostí. Dlh tak môže prispievať k rastu blahobytu a potenciálu ekonomiky. Finančné krízy – vrátane súčasnej – však ukazujú, že ak zadlženosť presiahne určitú úroveň, dlh môže znižovať blahobyt a brzdiť hospodársky rast.<sup>46</sup> Každý dlžník sa totiž vystavuje riziku neočakávaných zmien príjmov a úrokových sadzieb.

Stanovenie udržateľnej miery zadlženia je problematické vzhľadom na fakt, že výsledok je ovplyvnený vstupnými predpokladmi použitých modelov.<sup>47</sup> Dôkazom sú opakujúce sa finančné krízy, ktoré sú v zásade výsledkom podhodnotenia finančných rizík dlžníkmi aj veriteľmi. Podľa Minského teórie (1986) sú špekulatívne investičné bubliny a následné finančné krízy inherentné kapitalistickej ekonomike. Každé obdobie prosperity, ktoré je spojené so špekulatívnym nárastom dlhu ako prostriedku pre znásobenie príjmov a bohatstva, nevyhnutne vedie k finančnej nestabilite, pretože po istom čase (tzv. minského moment) dlžníci nedokážu zo svojich príjmov obsluhovať úroky ani istinu dlhu. Hoci vypočítať udržateľnú mieru zadlženia je problematické, je zrejmé, že s rastúcim zadlžením daného subjektu alebo sektora rastie aj jeho citlivosť na negatívne šoky. Pri vysokom pomere dlhu k príjmu stačí relatívne mierny šok do príjmov a/alebo úrokových sadzieb a schopnosť (aj ochota) splácať záväzky sa podstatne oslabí.

Vysoké zadlženie štátov oslabuje ich potenciál reagovať na bežný ekonomický cyklus alebo bilančnú recesiu stabilizačnými (proticyklickými) politikami. Rýchly rast dlhu súkromného sektora vo vzťahu k jeho príjmom je obvykle sprevádzaný vznikom cenovej bubliny na trhoch aktív (finančných alebo realitných). Prasknutie cenovej bubliny (vplyvom zhoršenia schopnosti dlžníkov uhrádzať svoje záväzky) vedie k prepadu cien aktív, ale hodnota záväzkov ostáva nezme-

nená. Súkromný sektor sa následne snaží túto svoju bilančnú nerovnováhu riešiť zvýšením úspor a znižovaním dlhu. Tento proces vedie k poklesu agregátneho dopytu a hospodárskej recesii (tzv. bilančná recesia).<sup>48</sup> Za daných podmienok je aj účinnosť menovej expanzie zo strany centrálnych bánk výrazne obmedzená, pretože subjekty s negatívnym imaním si nie sú ochotné požičať ani pri extrémne nízkych úrokových sadzbách. Zároveň banky, ktoré samy majú bilančné problémy, nie sú ochotné požičať subjektom s oslabenými bilanciami (banky obmedzujú ponuku peňazí). Náprava bilancii súkromného sektora je tak jedinou cestou k oživeniu ekonomického rastu.

Za podmienok znižovania finančnej páky súkromného sektora súčasná agresívna fiškálna konsolidácia (trhmi vynútená alebo dobrovoľná) zvyšuje deflačné tlaky v ekonomike. Náprava súkromných bilancii sa spomaľuje a môže sa stať dlhodobou záležitosťou, čoho príkladom je „stratená dekáda“ Japonska (1996 – 2006) po prasknutí realitnej bubliny v roku 1990.<sup>49</sup> Zároveň štát, ktorý prekročil svoju kritickú úroveň zadlženia – nedokáže generovať dostatočné príjmy na krytie rastúcich nákladov zadlženia – ocitá sa v dlhovej špirále.<sup>50</sup> Konsolidácia verejných financií sa stáva ekonomicky a/alebo politicky neúnosnou a spravidla vedie k vyhláseniu štátneho bankrotu.

## 1.3 SÚČASNÁ KRÍZA VO SVETLE MINULÝCH FINANČNÝCH KRÍZ

Predošlá časť ilustruje aké riziká pre ekonomický rast a finančnú stabilitu sú spojené s existenciou vysokého zadlženia súkromného a zároveň verejného sektora, t. j. so stavom, ktorý je v súčasnosti charakteristický pre vyspelé krajiny.

Uvedené poznatky podporuje aj dlhá história finančných kríz, ktorú výborne dokumentuje práca Reinhart a Rogoff (2009). Spomínaná práca napr. identifikuje historicky rovnaké tendencie vedúce k vzniku vážnych systémových finančných kríz vo vyspelých krajinách po 2. svetovej vojne: rast cien aktív (akcií a nehnuteľností), rast zadlženia (súkromného a vládneho), veľké a pretrvávajúce deficity bežných účtov sprevádzané intenzívnym prílevom kapitálu a spomaľujúci sa hospodársky rast. Aj následky his-

45 Samozrejme skupina rozvíjajúcich sa krajín nie je homogénna a niektoré krajiny sa stále nevyrovnanali so svojimi štrukturálnymi problémami a vysokou zadlženosťou.

46 Cecchetti, Mohanty a Zampolli (2011) skúmaním na vzorke 18 krajín OECD za obdobie 1980 až 2010 dospeli k záveru, že pre vládny dlh je takouto hraničnou úrovňou 85 % HDP, pre podnikový dlh 90 % HDP a pre dlh domácností 85 % HDP.

47 Udržateľnú mieru zadlženia je možné skúmať aj z hľadiska minulých skúseností (empiricky), napr. Reinhart a Rogoff (2010) pre verejný sektor a Juselius a Kim (2011) pre súkromný sektor. Takýto výskum je užitočný ako podklad odporúčaní pre konkrétne politiky.

48 Koo (2011).

49 Tamtiež.

50 Stanoveniu kritickej úrovne vládneho zadlženia krajín EÚ sa venuje výskumná štúdia NBS Hajnovič, Zeman, Žilinský (2011).

toricky významných finančných kríz zdieľajú tri charakteristiky: hlboký a dlhotrvajúci prepád trhov aktív, veľký pokles produkcie a zamestnanosti a explózia štátneho dlhu. Autori tiež zistili, že nástup a následky bankových kríz vo vyspelých a rozvíjajúcich sa krajinách sú prekvapivo do veľkej miery totožné – podobný je najmä vývoj v cenách nehnuteľností, akcií, nezamestnanosti, verejných príjmov a dlhov. V povojnovom období sa v rámci týchto dvoch skupín krajín príliš nelíši ani frekvencia výskytu a trvanie bankových kríz.

Historické poznatky o finančných krízach sú užitočné pre vytvorenie hrubého rámca úvah o súčasnej epizóde finančnej nestability a jej ďalšej trajektórii. Napríklad úspešný proces znižovania zadlženosti zaznamenali Švédsko a Fínsko po bankových krízach na začiatku 90-tych rokov. Tento proces prebiehal v dvoch fázach. V prvej fáze finančné inštitúcie, domácnosti a podniky výrazne znížili svoje zadlženie v priebehu niekoľkých rokov, čo bolo sprevádzané stagnáciou hospodárstva a rastom vládneho zadlženia. V druhej fáze došlo k naštartovaniu rastu a postupnému (mnohoročnému) poklesu vládneho dlhu. V súlade s historickými skúsenosťami je proces vyrovnávania sa s nadmernými dlhmi, ktorý začal v roku 2008, zdĺhavý. Uvedeným krajinám však pomohlo znehodnotenie ich mien, čo podporilo ich export, relatívne nízka počiatková úroveň zadlženia a hospodársky boom v iných krajinách alebo regiónoch sveta.

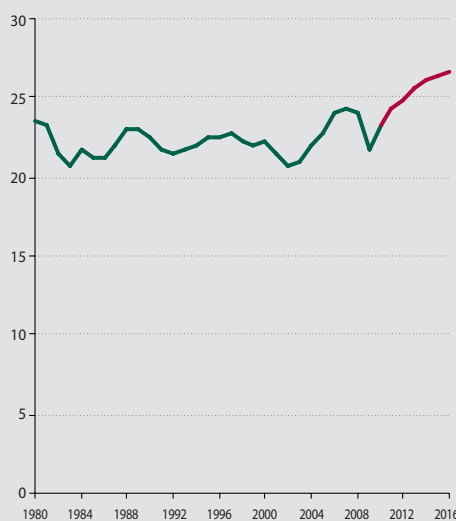
V porovnaní so situáciou vo Švédsku a Fínsku a všeobecne povojnovými finančnými krízami, ktoré mali skôr národný (prípadne regionálny) rozsah, súčasná kríza je globálneho charakteru. V súčasnosti je pre jednotlivé krajiny výrazne ťažšie „vyrásť“ zo svojich nadmerných dlhov prostredníctvom vyšších exportov. Rýchle globálne hospodárske oživenie na udržateľnejšom základe brzdí aj fakt, že veľký pokrok vo finančnej a hospodárskej integrácii sveta nesprevádza dostatočne efektívna globálna koordinácia politik a reforiem na národných úrovniach. Národné politiky, ktoré dosahujú svoje limity pri podpore ekonomického rastu, idú často proti potrebnému kvalitatívnemu zmierneniu nerovnováh (medzi krajinami s prebytkom a krajinami s nedostatkom úspor) vo svetovej ekonomike („rebalancing“).

#### 1.4 VÝHLAD NA HOSPODÁRSKY RAST VYSPELÝCH KRAJÍN Z HĽADISKA ICH DLHOVÉHO BREMENA – GLOBÁLNE A NÁRODNÉ FAKTORY

Svetové úspory boli podľa MMF na historicky najvyššej úrovni v roku 2007 (24 % svetového HDP), keď vypukla finančná kríza. K ich prudkému prepadu pod 22 % HDP v roku 2009 došlo z dôvodu, že krajiny s vonkajším deficitom stratili schopnosť ďalej kumulovať dlhy, čo viedlo k prepadu svetového dopytu. Krajiny s prebytkom úspor nedokázali kompenzovať tento prepád dostatočným rastom spotreby a/alebo investícií, čo globálnu ekonomiku nasmerovalo v roku 2009 do recesie. Verejnými zdrojmi stimulované investície podporili ekonomické oživenie a v roku 2011 svetové úspory opäť dosiahli svoju maximálnu úroveň.

Keďže úspory sa z definície musia rovnať investíciám, historicky jedinečná koordinovaná fiškálna konsolidácia vo vyspelých krajinách (rast úspor) musí byť sprevádzaná rastom svetových investícií. Tieto sú však na historicky najvyššej úrovni (v pomere k HDP). Zásoba kapitálu dosahuje vysokú a ekonomicky neopodstatnenú úroveň v Číne a Japonsku.<sup>51</sup> V Nemecku zatiaľ absentujú politiky na podporu domáceho dopytu. Dumas

Graf 65 Hrubé národné úspory (% svetového HDP)



Zdroj: MMF, *World Economic Outlook Database*, september 2011.

Poznámka: Údaje za roky 2011 až 2016 sú prognózy.

51 Reading (2012).

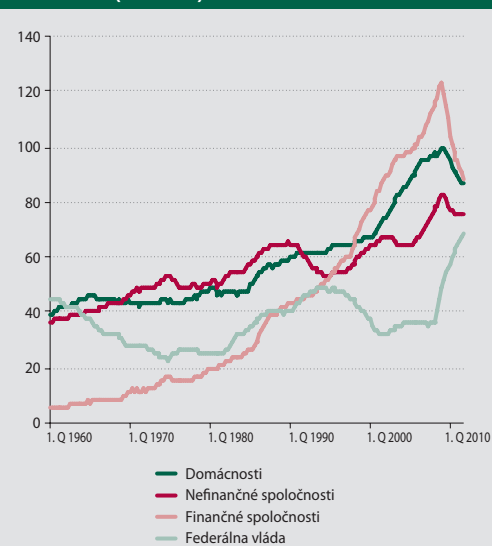
(2012) a niektorí ďalší ekonómovia (na rozdiel od MMF – graf 65) preto nevidia dôvod pre ďalší rast investícií v ekonomicky významných krajinách s prebytkom úspor. Globálne sprísňovanie fiškálnych politík teda povedie k spomaleniu hospodárskeho rastu, čo zároveň oddiali naštartovanie investícií vo vyspelých krajinách.

Na problém výhľadu pre hospodársky rast vyspelých krajín sa pozrieme aj z perspektívy ich úspešnosti pri odbúravaní nadmerných dlhov. Náprava bilancii výrazne obmedzuje miery rastu vyspelých ekonomík už od roku 2008. Proces znižovania dlhov začal v bankových sektoroch, následne sa rozšíril na domácnosti a podniky a snahy sa zintenzívňujú už aj vo verejnom sektore. Z tabuľky 7 však vyplýva, že pokles celkovej finančnej páky zatiaľ s výnimkou zopár krajín nebol príliš úspešný.

#### SPOJENÉ ŠTÁTY AMERICKÉ

Spojené štáty Americké (USA) sú jednou z mála krajín, ktoré od roku 2008 zaznamenali pokles celkového dlhu k HDP (tabuľka 7). Svoje zadĺženie úspešne znižuje súkromný sektor: hrubý dlh finančného sektora sa vo 4. štvrtroku 2011 v pomere k HDP vrátil na úroveň z roku 2001 (zo svojej maximálnej úrovne poklesol o 35 percentuálnych bodov), zadĺženie domácností sa vrátilo na úroveň roka 2004 (pokles o 13 percentuálnych bodov) a mierne klesol aj dlh nefinančných spoločností pred intenzívnym rastom bubliny na reálnom trhu v roku 2003, t. j. okolo 110 % disponibilného príjmu, pri zachovaní doterajšieho tempa znižovania dlhu (1 % z príjmu za kvartál z maxi-

**Graf 66 Hrubý dlh USA v členení podľa sektorov (% HDP)**



Zdroj: Federal Reserve System – flow of funds accounts, US BEA.  
Poznámka: Posledný údaj je za 4. štvrtrok 2011.

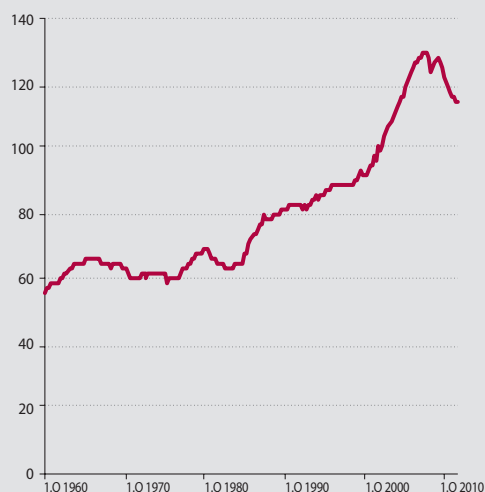
Keďže odhadnúť udržateľnú úroveň zadĺženia nie je ľahké, nie je ani možné presne predpovedať pokiaľ by ešte malo znižovanie zadĺženia pokračovať. Pri pohľade napr. na historický vývoj miery zadĺženia domácností USA by sa dalo predpokladať, že znižovanie zadĺženia musí ešte chvíľu pokračovať (graf 67). Ak hypoteticky za udržateľnú zvolíme úroveň zadĺženia domácností pred intenzívnym rastom bubliny na reálnom trhu v roku 2003, t. j. okolo 110 % disponibilného príjmu, pri zachovaní doterajšieho tempa znižovania dlhu (1 % z príjmu za kvartál z maxi-

**Tabuľka 7 Zmena celkového dlhu v podiele na HDP (percentuálne body)**

	2000 – 2008	2008 – 2. Q 2011
Japonsko	37	39
Spojené kráľovstvo	177	20
Španielsko	145	26
Francúzsko	89	35
Taliansko	68	12
Južná Kórea	91	-16
USA	75	-16
Nemecko	7	1
Austrália	77	-14
Kanada	39	17

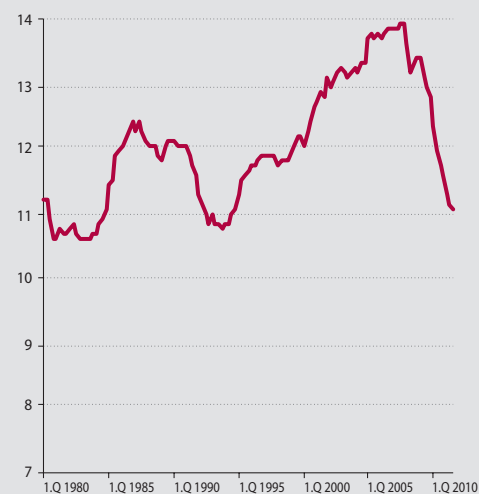
Zdroj: McKinsey Global Institute.

Poznámka: Celkový dlh zahŕňa úvery a dlhopisy domácností, podnikov, finančných inštitúcií a vlád.

**Graf 67 Dlž domácností USA  
(% disponibilného príjmu)**


Zdroj: Federal Reserve System, US BEA, výpočty NBS.  
Poznámka: Posledný údaj je za 4. štvrtrok 2011.

málnej úrovne 130 % v 3. štvrtroku 2007 na 113 % v 4. štvrtroku 2011) by domácnosti mohli ukončiť znižovanie svojej zadlženosti ku koncu roka 2012. Ak zohľadníme v súčasnosti nízke náklady na obsluhu dlhu, udržateľnou môže byť aj vyššia miera zadlženia domácností. Vidieť to aj na grafe 68 – náklady na obsluhu dlhu sa vrátili k histo-

**Graf 68 Náklady na obsluhu dlhu domácností USA (% disponibilného príjmu)**


Zdroj: Federal Reserve System, US BEA, výpočty NBS.  
Poznámka: Posledný údaj je za 3. štvrtrok 2011.

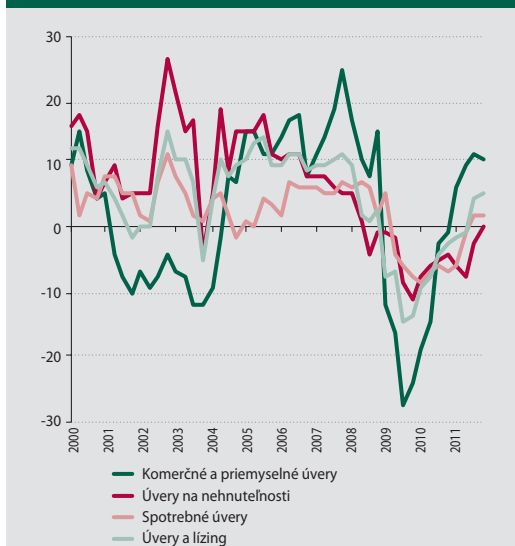
rickým úrovňam aj vďaka nízkym sadzbám, čo môže tiež signalizovať blízke ukončenie procesu znižovania zadlženosti.

Nefinančné spoločnosti mali relatívne zdravú finančnú pozíciu aj pred krízou. Napriek tomu pristúpili k agresívnej reštrukturalizácii, čo podporilo ich ziskovosť. Z hľadiska finančných tokov sa dostali do veľkých prebytkov. Americké banky najviac pokročili v ozdravovaní svojich bilancií (graf 69) a súdiac podľa zrýchľujúceho sa rastu úverov (graf 70) sú ochotnejšie požičiavať. Z uvedeného by sa dalo usudzovať, že ekonomika USA je na dobrej ceste k svojmu krehkému zotaveniu cestou oživenia domáceho dopytu (spotreby a investícií).

Rozbiehajúcu sa hospodársku aktivitu však môže vážne ohroziť príliš agresívna fiškálna konsolidácia, ktorej výraznejší rozbeh sa očakáva po prezidentských voľbách na jeseň 2012. Stabilizujúco by pôsobila existencia dôveryhodného strednodobého plánu pre fiškálnu konsolidáciu. Jeho vznik však blokuje neschopnosť dvoch hlavných politických táborov dosiahnuť dohodu o vecnej náplni tohto plánu. Tempo ekonomického oživenia bude brzdiť stále slabý trh nehnuteľností. Ten je zaťažený veľkým množstvom nehnuteľností, hodnota ktorých je nižšia ako úvery, ktoré ich financovali. Existujú aj externé riziká pre oživenie

**Graf 69 Porovnanie finančnej páky bánk (pomer celkových aktív k akcionárskemu kapitálu)**


Zdroj: Bank of England: Financial Stability Report, december 2011.

**Graf 70 Objem úverov komerčných bánk USA (medziročná zmena v %)**


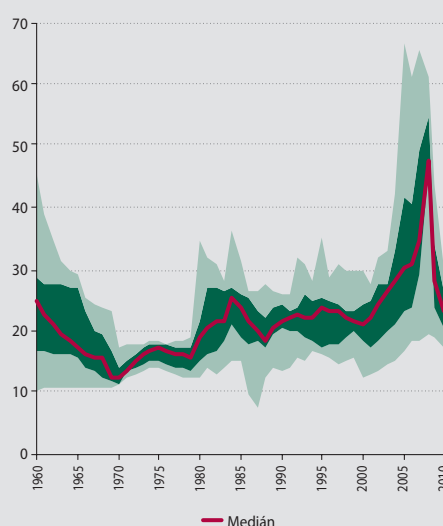
Zdroj: Federal Reserve System.

rastu hospodárstva USA: dopytovú stránku ekonomiky môže cez pokles hodnoty finančných aktív negatívne ovplyvniť prípadná materializácia systémových rizík v eurozóne a cez pokles reálnych príjmov výraznejší rast cien komodít.

### SPOJENÉ KRÁĽOVSTVO

Proces znižovania finančnej páky v Európe napreduje výrazne pomalšie než v USA. Celkový dlh Spojeného kráľovstva (UK) dosiahol 507 % HDP v polovici roka 2011, t. j. nárast o 20 percentuálnych bodov oproti koncu roka 2008 (tabuľka 8).

Kým banky po roku 2008 ozdravovali svoje bilancie zvyšovaním vlastného kapitálu a znížením objemu aktív (graf 71), zadlženosť vo zvyšku finančného sektora rástla (tabuľka 8). Ten je ako

**Graf 71 Finančná páka bankového sektora UK (pomer celkových aktív k akcionárskemu kapitálu)**


Zdroj: Bank of England: Financial Stability Report, december 2011.

Poznámka: Graf okrem historického vývoja mediánovej hodnoty finančnej páky pre vzorku finančných skupín poskytujúcich bankové služby v UK v roku 2011 zobrazuje aj medzikvartilové rozpätie a rozpätie medzi minimálnou a maximálnou hodnotou.

celok navyše značne vystavený rizikám strát z pôžičiek zraniteľným krajinám eurozóne (najmä Írsku a Španielsku). Domácnosti znížili svoju zadlženosť v pomere k disponibilným príjmom o približne 15 percentuálnych bodov (graf 72). Ich zadlženosť však ostáva vysoká, čo indikuje zvýšenú citlivosť na rast úrokových sadzieb. Úrad pre rozpočtovú zodpovednosť neočakáva ďalší pokles zadlženosti domácností, a to najmä z dôvodu predpokladaného slabého rastu disponibilných príjmov.<sup>52</sup>

Doterajší pokles zadlženosti domácností nebol podporený poklesom objemu ich dlhu – ten od roku 2008 podľa štatistiky finančných účtov

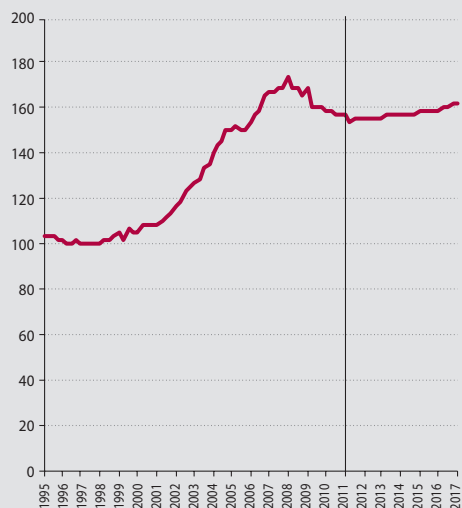
**Tabuľka 8 UK – zmena dlhu v podiele na HDP (percentuálne body)**

	4. Q 2000 – 4. Q 2008	4. Q 2008 – 2. Q 2011
Vláda	11	28
Finančné inštitúcie	87	11
Nefinančné podniky	45	-14
Domácnosti	34	-5
Celkový dlh	177	20

Zdroj: McKinsey Global Institute.

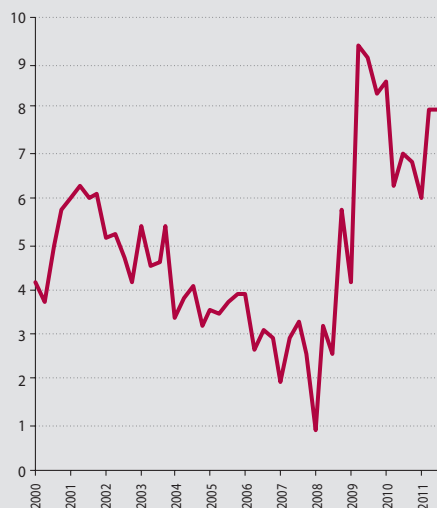
Poznámka: Celkový dlh zahŕňa všetky úvery a cenné papiere s fixným výnosom, nezahŕňa cenné papiere kryté aktívami (ABS).

52 Office for Budget Responsibility (2011).

**Graf 72 Podiel dlhu na disponibilnom príjme domácností UK (štvrťročné údaje, %)**


Zdroj: Office for Budget Responsibility: Economic and Fiscal Outlook, november 2011.

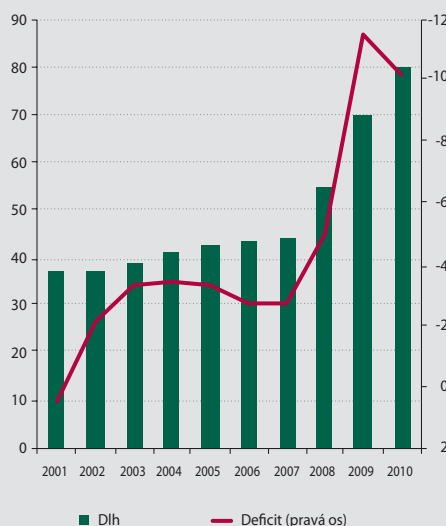
Poznámka: Údaje za roky 2011 až 2017 sú prognózami Úradu pre rozpočtovú zodpovednosť.

**Graf 73 Miera úspor domácností UK (%)**


Zdroj: Office for National Statistics.

OECD mierne rástol. Ani bankový sektor zatiaľ nezaznamenal výraznejší nárast zlyhaných úverov – miera odpisov hypotekárnych úverov je na nízkej úrovni.<sup>53</sup> Pre porovnanie, v USA bol pokles dlhu domácností o 584 mld. \$ medzi 4. štvrťrokom 2008 a 2. štvrťrokom 2011 z 88 % spôsobený defaultom na dlhy.<sup>54</sup> Sčasti to môže odrážať vyššiu mieru ústretovosti bánk UK voči dlžníkom v oneskorení so splátkami (týmto môžu banky skrývať problémy s vlastnou solventnosťou), ale môže to naznačovať aj pozitívny vplyv distribúcie dlhu v rámci sektora domácností UK na výšku udržateľnej miery zadlženia. K rozdielu v miere defaultov domácností na svoje dlhy medzi USA na jednej strane a UK, ale aj iným krajinami, na druhej strane môže významne prispievať aj legislatíva v niektorých štátoch USA. Tá umožňuje dlžníkovi prestať splácať hypotéku bez toho, aby veriteľská banka mohla uspokojiť svoju pohľadávku z iných aktív než bol dohodnutý kolaterál alebo príjmov dlžníka.

Domácnosti sa výrazným rastom miery úspor (graf 73) od roku 2008 dostali z čistej dlžníckej pozície do čistej veriteľskej pozície voči zvyšku ekonomiky. Výsledná klesajúca (v roku 2009 záporná) dynamika HDP a pôsobenie automatických stabilizátorov viedlo k značnému nárastu deficitu vlády a rastu verejného dlhu (graf 74). Na

**Graf 74 Vývoj vládneho dlhu a rozpočtového schodku UK (% HDP)**


Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Na grafe je zobrazený konsolidovaný hrubý dlh verejnej správy a rozpočtový schodok (inverzná pravá os), ako je vyjadrený pre potreby EDP.

rýchlo sa zužujúci fiškálny priestor vláda reagovala konsolidačným úsilím počnúc rokom 2010.

Z uvedeného vyplýva, že výhľad pre výraznejšie oživenie dynamiky rastu UK v najbližších niekoľ-

<sup>53</sup> Bank of England (2011), s. 30, graf 2.27.

<sup>54</sup> McKinsey Global Institute (2012), s. 19.

kých rokoch nie je z pohľadu veľkosti dlhového bremena príliš priaznivý. Domácnosti ostávajú zaťažené veľkým objemom dlhov a s tým spojenými rizikami. Neistota ohľadom ich budúcich príjmov je vysoká. Bankový sektor pokročil v ozdravovaní svojej bilancie cez pokles finančnej páky, no naďalej čelí zvýšeným rizikám z eurozóny, domáceho trhu komerčných nehnuteľností a zložitým podmienkam financovania sa prostredníctvom trhov. Fiškálna konsolidácia bude naďalej mať na ekonomiku tlmiaci efekt. Hoci kurz libry v reálnom vyjadrení oslabil od začiatku krízy, vývoj v externom prostredí (najdôležitejšie exportné trhy sú eurozóna a USA) výraznejšiemu rastu exportov nepraje.

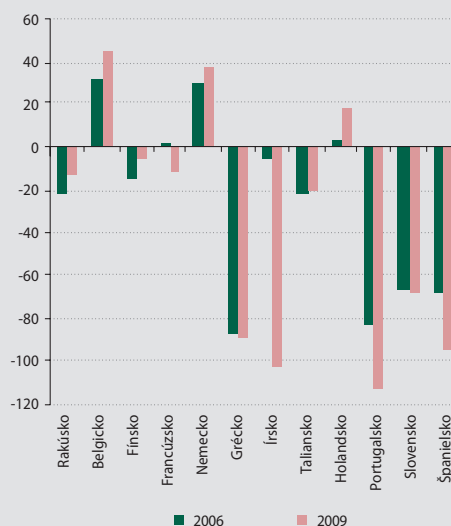
### EUROZÓNA

Eurozóna sa vyznačuje veľkými štrukturálnymi nerovnováhami medzi jednotlivými jej členskými krajinami.<sup>55</sup> Ich sprievodným znakom je výrazná ekonomická a finančná heterogenosť v rámci eurozóny. Na jednej strane sú neudržateľné dlhy súkromných a verejných sektorov v tzv. periférnych krajinách eurozóny. To, že sa tieto dlhy – do veľkej miery financované krajinami eurozóny s prebytkami zdrojov (graf 75) – stali neudržateľnými, súvisí s nepriaznivým výhľadom pre determinanty takého tempa hospodárskeho rastu periférnych krajín eurozóny, ktorý by zabezpečil návratnosť investícií do dlhov týchto krajín.

Prílev kapitálu totiž vo viacerých prípadoch v dostatočnej miere nesmeroval do investícií zvyšujúcich produktivitu a tým aj budúcu schopnosť splácať tieto dlhy. Výhľad pre rast ekonomík problémových krajín eurozóny zhoršuje aj dlhodobý pokles ich relatívnej nákladovej konkurencieschopnosti (graf 76). Kombinácia nízkeho rastu produktivity a neflexibilných trhov práce v podmienkach menovej únie viedla k rýchlejšiemu rastu jednotkových nákladov práce v porovnaní so zvyškom eurozóny. Prejavilo sa to klesajúcim podielom týchto krajín na svetových exportných trhoch.

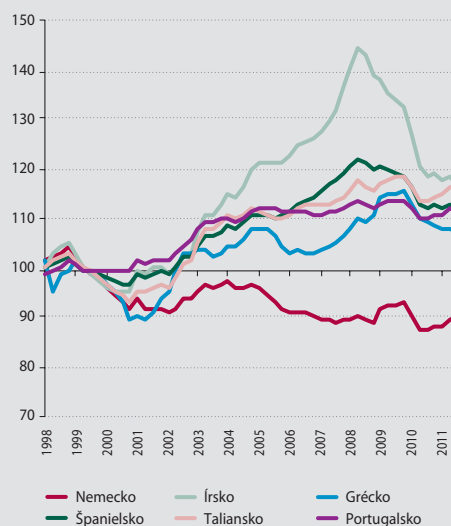
Sprievodným javom laxných úverových podmienok a zhoršujúcej sa konkurencieschopnosti bol rast deficitov na bežných účtoch periférnych krajín. Na druhej strane, skupina vysoko konkurencieschopných a flexibilných (z hľadiska fungovania trhu práce) krajín eurozóny dosahuje prebytky na svojich bežných účtoch.

**Graf 75 Čistá medzinárodná investičná pozícia vybraných krajín eurozóny (% HDP)**



Zdroj: MMF.

**Graf 76 Vývoj reálneho efektívneho výmenného kurzu vybraných krajín eurozóny (index, 1999 = 100)**



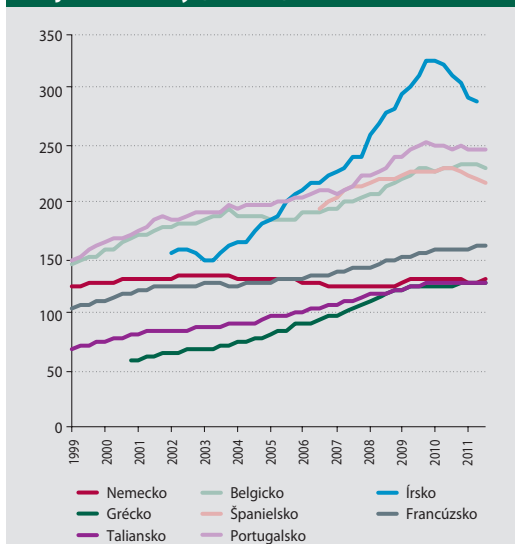
Zdroj: Eurostat.

Poznámky: Ako deflátor sú použité jednotkové náklady práce. Na základe 36 obchodných partnerov. Rast indexu predstavuje zhoršujúcu sa konkurencieschopnosť.

Obavy investorov ohľadom udržateľnosti vládnych dlhov v periférnych krajinách eurozóny do veľkej miery súvisia so súkromným sektorom, ktorý je finančne veľmi zraniteľný (graf 77). Vlády problémových krajín – okrem Grécka pred krízou vykazovali relatívne zdravý stav svojich

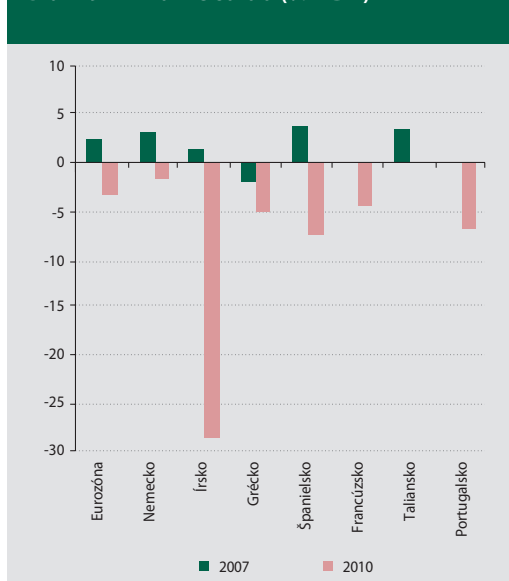
<sup>55</sup> Zaujímavá diskusia o problematike finančnej stability eurozóny (menovej únie) je napr. v Giavazzi a Spaventa (2011).



**Graf 77 Dlh súkromného sektora vybraných krajín eurozóny (% HDP)**


Zdroj: Eurostat.

Poznámky: Dlh súkromného sektora zahŕňa úvery a cenné papiere okrem akcií. Súkromný sektor predstavujú domácnosti, nefinančné spoločnosti a neziskové inštitúcie slúžiace domácnostiam.

**Graf 79 Primárne saldo (% HDP)**


Zdroj: Eurostat.

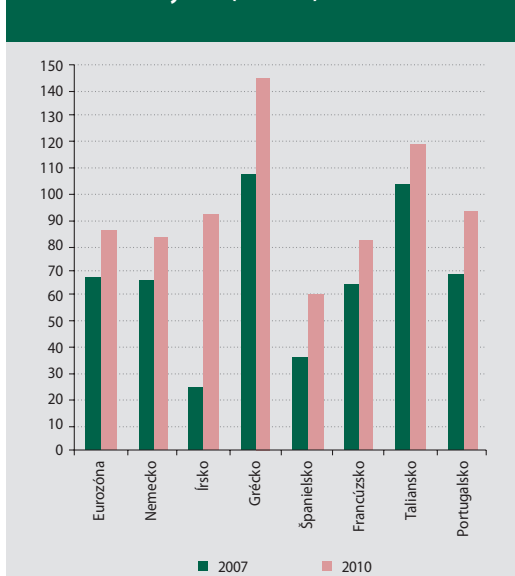
Poznámka: Na grafe je zobrazené primárne saldo verejnej správy vybraných krajín eurozóny.

financií (grafy 78 a 79) – už nemajú kapacitu prebrať súkromné dlhy (napr. nesolventných bánk). Tlak investorov na fiškálnu konsolidáciu podmienky pre ekonomický rast a nápravu súkromných bilancii ešte zhoršuje. Uvedené podmienky pre eurozónu ako celok ďalej zhoršuje

súbežná fiškálna konsolidácia aj v tzv. krajinách jadra eurozóny.

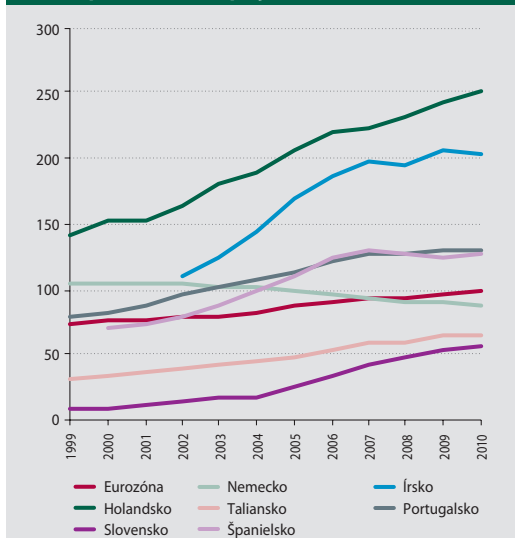
Dôkazom toho je zatiaľ slabý pokrok v znižovaní zadĺženia súkromného sektora eurozóny. Dlh domácností eurozóny bol v 3. štvrtroku 2011 na úrovni 99,8 % ich disponibilného príjmu. Túto úroveň zadĺženia si domácnosti držali od konca roka 2010 (graf 80). Pokles zadĺženia nefinančných korporácií eurozóny začal v polovici roka 2009. Podľa ECB v prvom štvrtroku 2009 dosiahol pomer dlhu k celkovým aktívam podnikov svoje maximum na úrovni 29,5 %. Postupný pokles zadĺženia sa zastavil v treťom štvrtroku 2011, keď pomer dlhu k aktívam nefinančných korporácií vzrástol na 27,3 % (z 26,7 % v druhom štvrtroku 2011). Ako je vidieť na grafoch 80 a 81, priemerné hodnoty za eurozónu zakrývajú výraznú heterogenitu medzi jednotlivými krajinami eurozóny v zadĺžení domácností a podnikov.

Podľa ECB bankový sektor eurozóny znižoval svoju finančnú páku od roku 2008 z hodnoty okolo 30 (pomer celkových aktív k akcionárskemu kapitálu) na hodnotu 20 v roku 2010. V prípade tzv. veľkých a komplexných bankových skupín dosahovala finančná páka hodnotu takmer 40 v roku 2008 a klesla k úrovni 25 v druhom štvrtroku

**Graf 78 Vládny dlh (% HDP)**


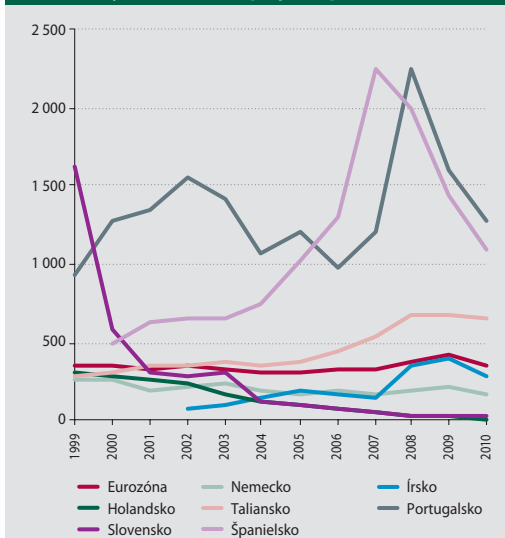
Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Na grafe je zobrazený hrubý konsolidovaný dlh všeobecnej vlády vybraných krajín eurozóny.

**Graf 80 Zadlženosť domácností eurozóny (% disponibilného príjmu)**


Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Na grafe je zobrazený hrubý dlh domácností v pomere k ich disponibilnému príjmu.

**Graf 81 Zadlženosť nefinančných korporácií eurozóny (% čistého príjmu po zdanení)**


Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Na grafe je zobrazený podiel hlavných finančných záväzkov podnikov a čistých podnikateľských príjmov bez bežných daní z príjmov a bohatstva.

2011. V treťom štvrtroku 2011 sa klesajúci trend finančnej páky bankového sektora eurozóny zastavil. Keďže finančná páka európskych bánk je v medzinárodnom porovnaní stále relatívne vysoká (graf 69), bude potrebný jej ďalší pokles. MMF (2012) odhaduje pokles aktív európskych bánk na úrovni 2 bil. € v najbližších dvoch rokoch (7 % celkových aktív sektora).

Nové operácie ECB (dve objemovo neobmedzené pôžičky 3-ročných zdrojov a zníženie požiadaviek na kvalitu zabezpečenia pôžičiek z Eurosystemu) by celkový očakávaný pokles finančnej páky sektora nemali obmedziť; môžu ho však spomaliť. Hlavnými faktormi ďalšieho poklesu finančnej páky (a celkového poklesu aktív) európskych bánk sú: nové regulačné požiadavky na likviditu a kapitálovú primeranosť (Bazilej III a požiadavky EBA),<sup>56</sup> napätie na finančných trhoch (problematickejší prístup bánk k dlhovým a akciovým zdrojom) a menej priaznivý výhľad pre ziskovosť. Výsledky BLS (*bank lending survey*) z januára 2012 potvrdili, že banky znižovali objem rizikovo vážených aktív v predchádzajúcich 6 mesiacoch s cieľom byť v súlade s novými požiadavkami regulácie. Banky zároveň v prieskume uviedli úmysel pokračovať v znižovaní rizikovo vážených aktív v nasledujúcich šiestich mesiacoch.

Potreba ďalšieho výrazného zmenšenia zadlženosti súkromným sektorom (firmy, domácnosti, banky) v periférnych ale aj niektorých jadrových krajinách eurozóny a koordinovaná fiškálna konsolidácia v celej menovej únii budú v strednodobom horizonte s vysokou pravdepodobnosťou negatívne vplyvať na dynamiku hospodárskeho rastu eurozóny.

## ZHRNUTIE A ZÁVER

Kumulácia dlhu po určitú hranicu má pozitívny vplyv na hospodársky rast a blahobyt. Od istej úrovne zadlženosti má dlh opačný efekt. Empirický prístup k stanoveniu tejto hranice môže dávať len veľmi indikatívne výsledky<sup>57</sup>, ktoré sú však použiteľné ako odporúčania pre politiky. Objektívne však platí, že vysoká zadlženosť (vo vzťahu k príjmom) zvyšuje citlivosť dlžníkov na negatívne šoky do ich príjmov.

Pre vyspelé krajiny je v súčasnosti charakteristická vysoká zadlženosť súkromného a súčasne aj verejného sektora. Tento stav v kombinácii s pretrvávajúcimi príznakmi bilančnej recesie vo viacerých vyspelých ekonomikách od prepuknutia finančnej krízy v roku 2007 (znehodnotené finančné a reálne investície) znižuje účinnosť proticyklických politík (fiškálnej a menovej). Pre

<sup>56</sup> Požiadavka EBA (z októbra 2011) na 9 %-nú primeranosť jadrového Tier 1 kapitálu do júna 2012 pri zohľadnení trhovej hodnoty celého bankového portfólia štátnych cenných papierov. Podrobnejšie informácie sú na: <http://www.eba.europa.eu/capitalexercise/2011/2011-EU-Capital-Exercise.aspx>

<sup>57</sup> Stanovenie udržateľnej miery zadlženosti pomocou prístupov merania finančných rizík je vždy ovplyvnené vstupnými predpokladmi používaných modelov a nedokonalosťou samotných modelov.



obnovenie vyššej dynamiky rastu týchto ekonomík je potrebná náprava bilancií súkromných a verejných subjektov. V prípade nefinančných korporácií, bánk a domácností je podstatou tejto nápravy zmenšenie finančnej páky – znižovanie dlhu a rast vlastných zdrojov, resp. úspor. Štáty súčasne pristupujú ku konsolidácii verejných rozpočtov. V západnom svete však tieto procesy prebiehajú veľmi pomaly a v mnohých prípadoch sú len na začiatku.

Dôležitým rozdielom oproti minulosti je okrem miery zadĺženia aj dnešná značná finančná a ekonomická prepojenosť krajín a vzájomná závislosť ekonomík. Kým finančné krízy v minulosti mali skôr lokálny alebo regionálny charakter, súčasná kríza je globálna. Znamená to, že jednotlivé krajiny dnes nemôžu tak jednoducho ako v minulosti „vyrásť“ zo svojich dlhov prostredníctvom exportu. Zároveň, kým ešte v 90-tych rokoch väčšina krajín mala nejaký typ plávajúceho výmenného kurzu, v súčasnosti krajiny reprezentujúce asi 2/3 tvorby svetového HDP sú súčasťou dvoch veľkých menových blokov – eurozóny a novej dolárovej oblasti (Reading, 2012).<sup>58</sup> Výsledkom nie sú len globálne nerovnováhy – v rámci týchto oblastí sú na jednej strane krajiny vysoko zadĺžené a na druhej krajiny s prebytkom úspor – ale oslabený je aj prirodzený nápravný mechanizmus, ktorý by rýchlejšie podporil hospodársky rast a tým aj pokles zadĺženosti.

Za daných podmienok nie je strednodobý výhľad pre dynamiku rastu globálnej ekonomiky príliš povzbudivý. Naopak, ak sa pozrieme na vysoké súkromné a verejné dlhy vyspelých krajín a na doteraz mizivý alebo žiaden pokrok v znižovaní ich celkovej finančnej páky, riziká pre oživenie rastu sú skôr na zápornej strane. Normou pre tempá rastu vyspelých ekonomík v strednodobom horizonte budú nízke kladné a v niektorých prípadoch, kde ponuková strana ekonomík trpí vážnymi štrukturálnymi nedostatkami, pravdepodobne aj záporné hodnoty.

V dlhšom horizonte asi najpravdepodobnejším zdrojom globálneho oživenia – za podmienky obnovenia investorskej dôvery – je podnikový sektor niektorých vyspelých krajín (USA, UK, Nemecko a sever Európy), ktorý vykazuje vysoké finančné prebytky, najmä ak tieto zdroje budú smerovať do produktívnych investícií. Pozitívny scenár pre riešenie problému udržateľ-

ného obnovenia globálneho hospodárskeho rastu si však vyžaduje realizáciu štrukturálnych reforiem v deficitných, ale aj „prebytkových“ krajinách a efektívnejšiu formu globálnej koordinácie politík. Toto však predstavuje zložitý problém (Rajan, 2011 alebo Borio a Disyatat, 2011).

Zadĺženosť domácností a podnikov na Slovensku je výrazne pod priemerom eurozóny (grafy 80 a 81), no v prípade domácností rastie veľmi rýchlo. Banky budú musieť pristupovať čoraz obozretnejšie k úverovaniu týchto segmentov reálnej ekonomiky, aby sa v budúcnosti predišlo akumulácii makroekonomických nerovnováh a súvisiacich rizík.<sup>59</sup> Bankový sektor by mal svoje aktivity rozvíjať tak, aby ostala zachovaná jeho priaznivá pozícia z hľadiska finančnej páky a likvidity. Slabý globálny hospodársky rast je hrozbou predovšetkým pre rozpočet verejnej správy. Vláda by preto mala vyvinúť značné úsilie pri napĺňaní plánu fiškálnej konsolidácie. Toto úsilie by zároveň malo byť sprevádzané reformami a opatreniami na podporu hospodárskeho rastu a dlhodobej udržateľnosti fiškálnej pozície.

#### Literatúra:

Bank of England: Financial stability report. [www.bankofengland.co.uk](http://www.bankofengland.co.uk), december 2011.

BIS: Indebtedness, risks and growth. *Nepublikovaný podklad pre stretnutie guvernérov centrálnych bánk*, november 2011.

Borio, C., Disyatat, P.: Global imbalances and the financial crisis: Link or no link? *BIS Working Papers No. 346*, máj 2011.

Cecchetti, S. G., Mohanty, M. S., Zampolli, F.: The real effects of debt. *BIS Working Papers No. 352*, september 2011.

Dumas, C.: Before the American phoenix – the ashes. In: *Full storm ahead. World economic forum special report*. Lombard Street Research, január 2012.

Giovazzi, F., Spaventa, L.: Why the current account may matter in a monetary union: lessons from the financial crisis in the euro area. In: *Beblavý, M., Cobham, D., Ódor, L.: The euro area and the financial crisis. Národná banka Slovenska a Cambridge University Press* (2011).

Hajnovič, F., Zeman, J., Žilinský, J.: Konsolidačné úsilie vlády a kritická hranica vládneho zadĺženia v EÚ a na Slovensku. *Výskumná štúdia Národnej banky Slovenska*, MIMEO.

Juselius, M., Kim, M.: Sustainable financial obligations and crisis cycles. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1831262](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1831262), máj 2011.

Koo, R. C.: The world in balance sheet recession: causes, cure, and politics. *Real-world economic review no. 58*, <http://www.paecon.net/PAEReview/>, 2011.

58 Autorom označenia NDA (new dollar area) je Brian Reading. Ekonomovia Deutsche Bank zaviedli pomenovanie Bretton Woods 2. Túto oblasť tvoria krajiny s menou zafixovanou alebo administratívne riadenou („dirty float“) voči americkému doláru: Čína, Hongkong, Taiwan, Malajzia, Singapur, Južná Kórea, Japonsko a Rusko. NDA vrátane USA tvorí okolo polovice svetového HDP.

59 Príloha 2 detailnejšie hodnotí podmienky finančnej stability Slovenska z hľadiska makroekonomických nerovnováh.



- Medzinárodný menový fond: *Global financial stability report*, apríl 2012.
- McKinsey Global Institute: Debt and deleveraging: Uneven progress on the path to growth. *McKinsey and Company*, január 2012.
- Office for Budget Responsibility: Economic and fiscal outlook. <http://budgetresponsibility.independent.gov.uk/>, november 2011.
- Perkins, D.: Goldilocks is (still) dead. *Lombard Street Research*, 10. februára 2012.
- Rajan, R. G.: Fault lines: How hidden fractures still threaten the world economy. *Princeton University Press*, 2010.
- Reading, B.: How and why will the global savings glut end? *Lombard Street Research*, 8. február 2012.
- Reinhart, C. M., Rogoff, K. S.: Growth in time of debt. *NBER Working Paper Series No. 15639*, január 2010.
- Reinhart, C. M., Rogoff, K. S.: This time is different. *Princeton University Press*, 2009.

## 2 MAKROEKONOMICKÉ NEROVNOVÁHY V KRAJINÁCH EUROZÓNY A POZÍCIA SLOVENSKA

ANNA STRACHOTOVÁ<sup>60</sup>

Finančná a hospodárska kríza významne zasiahla krajiny EÚ a zvýraznila riziká, ktoré makroekonomické nerovnováhy znamenajú pre finančnú stabilitu. Mala výrazný dopad aj na fungovanie eurozóny. Na agregovanej úrovni sa síce pozícia eurozóny voči zahraničiu mohla javiť stabilne, zakrývala však značné rozdiely v pozícii členských krajín. Vytvorenie menovej únie prinieslo konvergenciu vývoja len v niektorých smeroch, dlhodobo existujúce rozdiely sa aj v menovej únii zachovali a v niektorých smeroch sa aj výrazne prehĺbili.<sup>61</sup>

Nárast makroekonomických nerovnováh, znamenajúci vážne problémy viacerých krajín EÚ a negatívne reakcie trhu, motivovali európske orgány k posilneniu dohľadu nad fungovaním verejných financií a vytvoreniu nového postupu monitorovania a predchádzania nárastu vonkajších a vnútorných nerovnováh. Táto príloha sa venuje stručnému prehľadu vývoja nerovnováh v krajinách eurozóny, dizajnu postupu v prípade makroekonomických nerovnováh a možným problémom s jeho aplikáciou. Posudzuje tiež silné a slabšie stránky slovenskej ekonomiky, ktorej celkové hodnotenie v rámci tejto procedúry v roku 2012 vyznelo vcelku pozitívne.

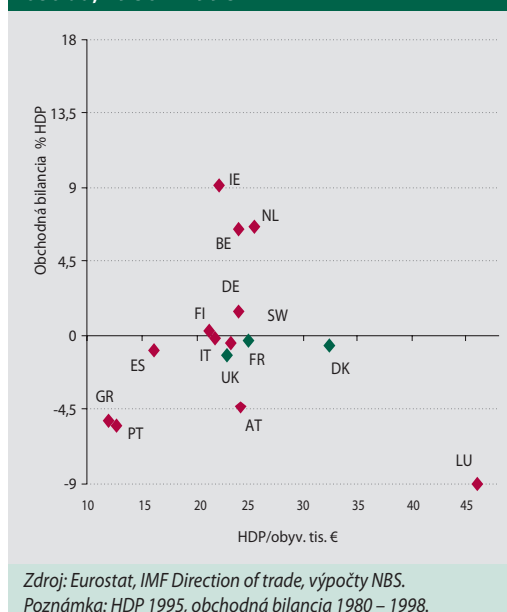
### 2.1 NEROVNOVÁHY V KRAJINÁCH EUROZÓNY

Za existenciou súčasných nerovnováh sú dlhodobé rozdiely v štruktúre ekonomík, ktoré sa po vzniku eurozóny v niektorých krajinách ešte prehĺbili. Z hľadiska vonkajších nerovnováh, reprezentovaných deficitmi a prebytkami bilancie bežného účtu v rámci skupiny 15 "starých" členských krajín EÚ dlhodobo existoval trend, keď čistý export nasledoval rozdiely v príjmovej úrovni krajín (HDP na osobu). Z rozvinutejších, kapitálovo bohatých krajín (Nemecko, Francúzsko, Belgicko, Holandsko, Fínsko, Rakúsko) smerovali čisté obchodné toky do krajín s HDP na osobu pod priemerom EÚ (Grécko, Portugalsko, Španielsko).

Tento trend bol zreteľný pred vznikom eurozóny a po jej vytvorení sa ešte zintenzívnil (Ahearne, von Hagen, Schmitz 2007). Obchodné toky medzi krajinami EÚ, ktoré do eurozóny nevstúpili, sa takto intenzívne nerozvíjali.

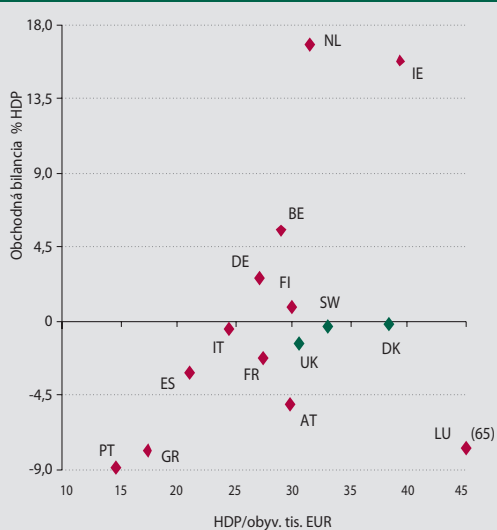
Vznikom eurozóny sa integrovali finančné trhy, čo znamenalo tiež intenzívnejší pohyb kapitálu (ktorý nemusel byť nutne spojený s pohybom tovarov a služieb). Viaceré štúdie ukázali, že aj bilaterálna držba dlhových a majetkových cenných papierov sa v rámci krajín eurozóny zvýšila signifikantne viac ako v prípade krajín EÚ, ktoré do eurozóny nevstúpili (Lane, 2006), (Lane, Milesi-Ferreti, 2007). Investori v eurozóne znižovali preferenciu držať domáce cenné papiere (home bias) a vo svojom portfóliu zvyšovali držby cenných papierov ostatných krajín eurozóny, pričom nastal intenzívnejší pohyb finančných zdrojov smerom od bohatších krajín ku chudobnejším. Vznik eurozóny znamenal prehĺbenie dlžníckych/veriteľských pozícií krajín.

Graf 82 Čistý export v rámci EÚ 15 a HDP na osobu, 1980 – 1998



60 Prezentované názory sú názormi autora a nevyjadrujú oficiálne stanovisko Národnej banky Slovenska.

61 Dosiahnutá konvergencia a pretrvávajúce disproporcie za 10 rokov existencie eurozóny sú podrobne analyzované v EK (2008).

**Graf 83 Čistý export v rámci EÚ 15 a HDP na osobu, 1999 – 2009**


Zdroj: Eurostat, IMF Direction of trade, výpočty NBS.  
Poznámka: HDP 2005, obchodná bilancia 1999 – 2009.

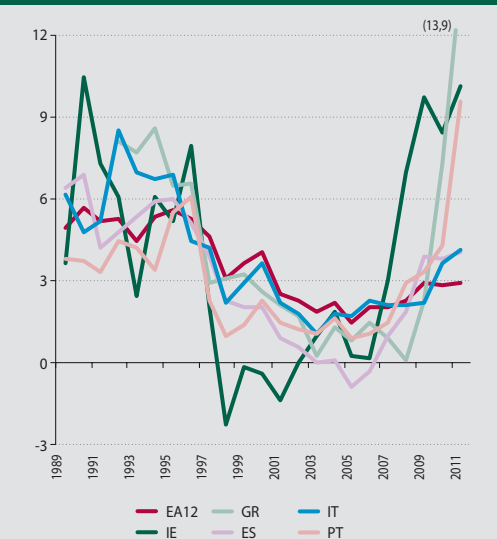
Krajiny s nižším ratingom (investičným ohodnotením) ako Írsko, Portugalsko, Španielsko a Grécko zaznamenali so vstupom do eurozóny výrazný pokles úrokových sadziieb. Pokles rizikovej prémie, spolu s pohybom reálnych úrokových sadziieb nadol vzhľadom na pretrvávanie vyššej inflácie, v ich prípade znamenal prudké zníženie nákladov financovania.

Ľahká dostupnosť lacných zdrojov financovania sa premietala do nárastu zadĺženia verejného sektora. Zníženie nákladov financovania a dopyt po vládnych cenných papieroch denominovaných v eure spolu s daňovými príjmami cyklického charakteru<sup>62</sup> motivovali k nižšej fiškálnej prísnosti. Nasvedčuje tomu aj skutočnosť, že dostupné financovanie sa využívalo na refinancovanie verejného dlhu, pričom poklesol tlak na znižovanie istiny dlhu.

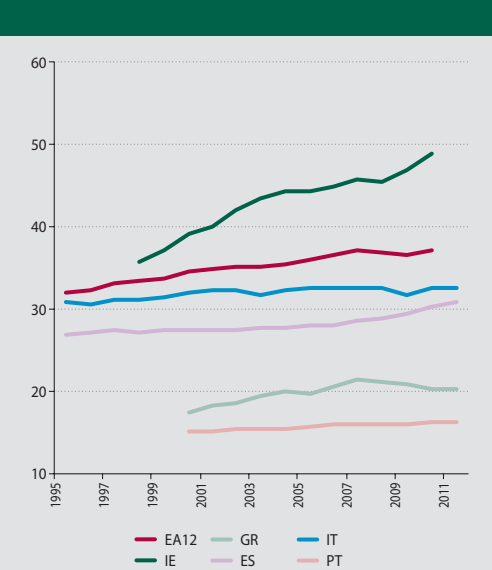
Málo pozornosti sa venovalo skutočnosti, že v súkromnom sektore tieto zdroje smerovali do menej produktívnej časti ekonomiky – neobchodovateľného sektora – najmä do nehnuteľností a stavebníctva, kde vytvárali tlak na rast cien. Prudký rast cien nehnuteľností (spolu s rastom cien iných aktív) znamenal vytváranie cenových bublín.

Nerovnováhy na bežnom účte sprevádzali dlhodobé rozdiely v konkurencieschopnosti krajín eurozóny. Vyššia inflácia v menej výkonných ekonomikách erodovala konkurenčnú schopnosť ich exportérov, pretrvávali tiež rozdiely v produktivite práce.

Hlavné prejavy nerovnováh, načrtnuté v predchádzajúcom texte, boli v jednotlivých krajinách rôzne kombinované. Kým Írsko si zachovalo exportnú výkonnosť, problémom bol vznik bubli-

**Graf 84 Dlhodobé reálne úrokové sadzby (%)**


Zdroj: Ameco.  
Poznámka: Cenový index – deflátor HDP.

**Graf 85 Reálna produktivita práce (EUR/hod.)**


Zdroj: Eurostat.

<sup>62</sup> Daňové príjmy súvisiace s rastúcim domácim dopytom a rastúcimi cenami aktív, ktoré v období recesie a nízkeho rastu výrazne klesajú a sťažujú tým možnosti konsolidácie.

ny cien aktív a zadlženosť v bankovom sektore, v Španielsku sa nerovnováhy prejavovali v strate konkurenčnej schopnosti a raste cien aktív, v Grécku bol neudržateľný vývoj vo verejných financiách a vysoký rast súkromnej spotreby. V Portugalsku boli problémy vo verejných financiách sprevádzané stratou konkurenčnej schopnosti.

Rýchly rast úverov súkromného sektora a rast cien nehnuteľností založený na nadmerne optimistických očakávaniach sa rozbehol aj vo viacerých prebytkových krajinách (Belgicko, Holandsko, Luxembursko, neskôr Fínsko).

Rozvoj finančného trhu v eurozóne prebiehal v rovnakom čase, ako sa diali zmeny medzinárodného finančného systému prostredníctvom finančných inovácií, najmä na trhu sekuritizácie aktív. Krajiny eurozóny s rozvinutým finančným sektorom (zároveň aj s prebytkami v obchode v rámci eurozóny) pôsobili voči ostatným krajinám eurozóny ako finanční sprostredkovatelia (Waysard, Ross, K. and de Guzman 2010). Okrem vlastných zdrojov získavali ďalšie finančné zdroje v zahraničí (t. j. mimo eurozóny) a smerovali ich do deficitných krajín.

Obrat, ktorý nastal na medzinárodných finančných trhoch v rokoch 2007 a znefunkčnenie medzinárodných trhov s likviditou v roku 2008 sa preliadol do Európy prostredníctvom komplexnej previazanosti finančných inštitúcií a znamenal ukončenie úverového boomu a spustenie hospodárskej recesie.

Hospodárska kríza v Európe a pokles obchodu na globálnej úrovni priniesli korekcie vo vývoji bežného účtu v ekonomikách eurozóny. V deficitných krajinách došlo k výraznému poklesu domáceho dopytu, ktorý významne prispel k poklesu čistého vývozu v prebytkových krajinách. Proces korekcie bol vo väčšine krajín sprevádzaný výrazným nárastom nezamestnanosti.

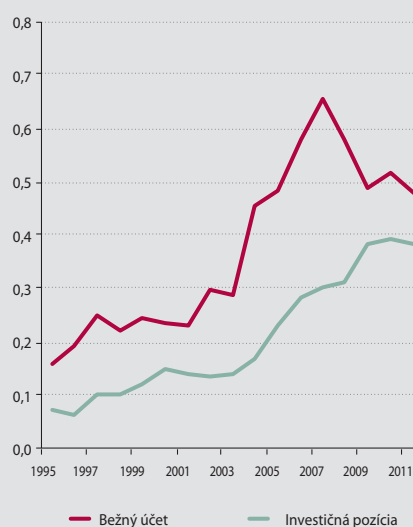
Tento vývoj by zdanlivo mohol naznačovať, že nastalo znižovanie vonkajších nerovnováh. Existujúce nerovnováhy sa však preniesli do štruktúry financovania kapitálového účtu platobnej bilancie. Vývoj vonkajších nerovnováh ilustruje graf 86. Zvyšovanie nerovnováh sa prejavovalo nárastom rozptylu bilancií bežného účtu v rámci krajín eurozóny. Vrcholilo v roku 2007 s nasledu-

júcou korekciou. Podobne sa zvyšoval rozptyl čistej investičnej pozície<sup>63</sup>. Narastal po roku 1997 s výrazným zrýchľovaním od roku 2003. Kým rozdiely v bilancii bežného účtu do roku 2011 poklesli, v kumulovanej dlžnickej a veriteľskej pozícii krajín naďalej pretrvávajú.

Z hľadiska financovania teda problém nerovnováhy naďalej existuje. Súvisí s tým, ako od rozvinutia finančnej a hospodárskej krízy nastal reverzný pohyb privátneho kapitálu z periférnych krajín eurozóny späť smerom do financujúcich krajín jadra (Nemecko, Belgicko, Holandsko). Výrazný nedostatok financovania zo súkromných zdrojov bol nahradzaný likviditou z ECB, čím sa zvyšuje dlžnícka pozícia (národných centrálnych bánk) najmä krajín s vysokou potrebou financovania (Írsko, Grécko, Portugalsko, od konca roku 2011 aj Taliansko a Španielsko). Vďaka tejto možnosti financovania sa eurozóna vyhla extrémnym výkyvom a finančné toky z centrálnej banky napomáhali stabilizovať (prakticky suplovali) finančné trhy a udržali ekonomickú aktivitu (Bornhors, Mody 2012, Merler, Pisany-Ferry, 2012).

Výhľady pre normalizáciu sú v súčasnosti veľmi neisté, situácia v bankovom sektore si zrejme bude vyžadovať dlhší čas, kým sa obnoví ob-

**Graf 86 Rozptyl bilancie bežného účtu a medzinárodnej investičnej pozície krajín eurozóny**

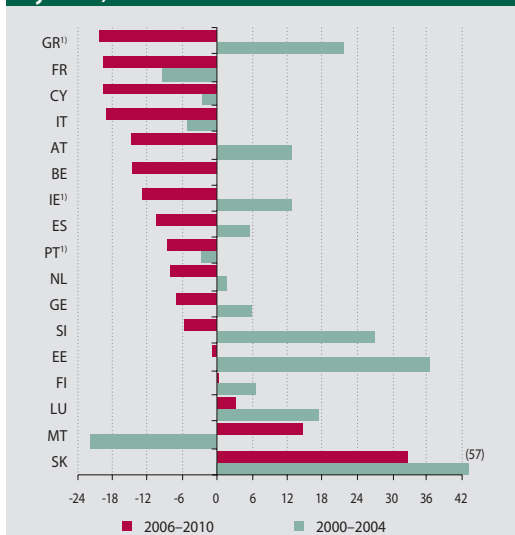


Zdroj: Eurostat, výpočty NBS.

Poznámka: Bilancia BÚ a čistá medzinárodná investičná pozícia 17 krajín v pomere k agregovanému HDP eurozóny.

63 Čistá medzinárodná investičná pozícia vypovedá o veriteľskej resp. dlžnickej pozícii ekonomiky voči zahraničí.

**Graf 87 Konkurenčná schopnosť (5-ročná percentuálna zmena trhového podielu vývozu)**



Zdroj: Eurostat.

1) Krajiny, ktoré v rámci procedúry makroekonomických nerovnováh nie sú hodnotené.

chodovanie na medzibankovom trhu<sup>64</sup>. Koncom roka 2011 sa situácia ďalej skomplikovala vyhovením dlhových problémov suverénnych krajín (ako implicitných garantov stability korporátneho sektora).

Interpretácie vývoja nerovnováh v krajinách eurozóny sa časom menili. V prvých rokoch existencie eurozóny sa nerovnováhy (konkrétne rozdiely v bilancii bežného účtu) pokladali za prejav konvergencie a prirodzený výsledok vzniku hospodárskej a menovej únie, kde integrácia trhov znamenala odstránenie bariér pre voľný pohyb tovarov, služieb a kapitálu – odbúranie konverzných nákladov, rizikovej prirážky a odstránenie kurzového rizika (Blanchard, Giavazzi, 2002).

Rast deficitu bežného účtu môže mať opodstatnenie, ak sú splnené predpoklady pre konvergenciu – t. j. investície vedú k rastu produkčného potenciálu ekonomiky, a ten, po určitom čase, začne naakumulovaný deficit „rozpušťať“ rastom exportnej výkonnosti. Takýto scenár „dobrého“ deficitu sa však nenaplnil. Ďalší vývoj s prehlbovaním nerovnováh medzi skupinami krajín eurozóny ukázal, že tento druh nerovnováhy nebol tak neškodný, ako sa predpokladalo, ale v skutočnosti viedol ku strate

schopnosti investorov primerane posudzovať riziká. Kým pred vznikom eurozóny dochádzalo ku konvergencii aspoň v niektorých krajinách<sup>65</sup>, rast v predkrízovom období, založený na neudržateľných podmienkach a zvrátený následným prudkým prepadom zrelativizoval dosiahnutý stupeň konvergencie.

V súčasnosti sa presadzuje názor, že príčina vzniku a rozvoja nerovnováh – na globálnej úrovni<sup>66</sup> aj v rámci eurozóny – v posledných zhruba desiatich rokoch pramení vo finančnej globalizácii a vo fungovaní medzinárodného finančného systému, kde „inovácie“ spolu s trendom ku znižovaniu regulácie aktivít finančného sektora viedli k neobmedzenému a nekontrolovateľnému rastu zdrojov financovania (Borio, Disyatat, 2011) a rozvoju neregulovanej časti finančného sektora, ktorý má možnosť nezodpovedného správania na úkor iných (*free ridingu*).

## 2.2 OPATRENIA NA ÚROVNI EÚ PROTI NÁRASTU NEROVNOVÁH

Nárast nerovnováh<sup>67</sup>, vážne problémy viacerých krajín EÚ, aj zlyhanie fiškálneho dohľadu motivovali Európsku komisiu k vytvoreniu balíka korekčných opatrení. Pakt stability a rastu bol posilnený súborom nových pravidiel ekonomického a fiškálneho dohľadu (tzv. Six Pack, schválený Európskym parlamentom v októbri 2011). Opatrenia majú ambíciu posilniť fiškálnu disciplínu, odhaliť a napraviť rizikový hospodársky vývoj, napomôcť stabilizácii európskej ekonomiky a predchádzať ďalšej kríze v EÚ. Vzniknutá situácia podnietila tiež iniciatívy na reformu finančnej regulácie v EÚ, ktoré viedli ku vzniku nového európskeho rámca pre finančný dohľad.<sup>68</sup>

V novom nástroji hospodárskeho riadenia – makroekonomickom dohľade európskych orgánov na zdroje nerovnováh v členských krajinách – sa nerovnováha definuje ako akýkoľvek trend vedúci k vzniku makroekonomického vývoja, ktorý nepriaznivo ovplyvňuje alebo by mohol nepriaznivo ovplyvniť riadne fungovanie hospodárstva členského štátu alebo hospodárskej a menovej únie alebo Únie ako celku; „nadmerné nerovnováhy“ znamenajú vážne nerovnováhy vrátane nerovnováh, ktoré ohrozujú riadne fungovanie hospodárskej a menovej únie alebo predstavujú takéto riziko.<sup>69</sup>

64 Financovanie Grécka, Írska a Portugalska je závislé okrem zdrojov ECB od finančnej pomoci od EÚ a MMF, keďže prakticky nemôžu získať trhové financovanie za primerané náklady.

65 V Španielsku a Grécku. Portugalsko konvergovalo len do roku 2002 a Írsko dosiahlo úroveň priemeru EÚ 15 ešte pred vznikom eurozóny.

66 Rast nerovnováh na globálnej úrovni bol pripisovaný najmä rastu úspor v rozvíjajúcich sa ekonomikách, Borio a Disyatat s týmto názorom silne polemizujú.

67 Zníženie nerovnováh na globálnej úrovni je aj agendou skupiny G20. Veľké európske ekonomiky – Francúzsko a Spojené kráľovstvo ako krajiny s externým deficitom a Nemecko ako krajina s výrazným prebytkom – sa zaviazali svoju pozíciu (nerovnováhu) skorigovať pod dohľadom MMF.

68 Podrobnejšie diskutované v prílohe Správy o finančnej stabilite za prvý polrok 2010: Nový európsky rámec na ochranu finančnej stability.

69 Legislatívne uznesenie Európskeho parlamentu z 28. septembra 2011 o návrhu nariadenia Európskeho parlamentu a Rady o prevencii a náprave makroekonomických nerovnováh. MEMO/11/898.





Dohľad nad makroekonomickými nerovnováhami sa prakticky odštartoval prvou ročnou správou o mechanizme varovania (*Alert Mechanism Report*), ktorá bola zverejnená vo februári 2012. Úlohou mechanizmu varovania je tvoriť skrining, ktorý by napomohol Komisii s identifikáciou členských krajín, v ktorých existujú nerovnováhy a objavujú sa riziká. Systém varovania je založený na ekonomickom interpretovaní hodnotiacej tabuľky tvorenej 10-timi indikátormi<sup>70</sup>, ktoré pokrývajú hlav-

né zdroje makroekonomických nerovnováh (Box 1). Hodnotiacia tabuľka má slúžiť ako systém skorého varovania, na základe ktorého sa po detailnej analýze zhodnotí, či potenciálne nerovnováhy sú problematické alebo stabilitu krajiny/eurozóny neohrozujú. EK zdôrazňuje, že pri hodnotení krajín sa zohľadňujú aj ďalšie relevantné informácie. Okrem historického vývoja sa zohľadňuje aj najaktuálnejší vývoj (v prvom hodnotení do roku 2010) a výhľad do budúcnosti

**Box 1****HODNOTIACA TABUĽKA****VONKAJŠIE NEROVNOVÁHY A KONKURENCIESCHOPNOSŤ**

- 3-ročný priemer salda bežného účtu ako % HDP s hraničnými hodnotami -4/+5 % HDP
- Čistá medzinárodná investičná pozícia ako % HDP s hraničnou hodnotou -35 %
- 3-ročná percentuálna zmena reálneho efektívneho výmenného kurzu s deflátormi HICP, voči 35 krajinám, s hraničnými hodnotami -/+ 5 %
- 5-ročná percentuálna zmena v podieloch vývozného trhu s hraničnou hodnotou -6 %
- 3-ročná zmena indexu nominálnych ULC s hraničnou hodnotou +9 %

**VNÚTORNÉ NEROVNOVÁHY**

- medziročná zmena v cenách nehnuteľností s hraničnou hodnotou 6 %
- Rast úverov v súkromnom sektore s hraničnou hodnotou 15 % HDP
- Dlh súkromného sektora s hraničnou hodnotou 160 % HDP
- Dlh verejného sektora s hraničnou hodnotou 60 % HDP
- 3-ročný priemer nezamestnanosti s hraničnou hodnotou 10 %

Zdroj: Správa o mechanizme varovania EK 2012.

V prvej ročnej správe Mechanizmu varovania Komisia navrhla 12 členských štátov EÚ, ktorých makroekonomickú situáciu je potrebné hlbšie analyzovať, či sú vystavené rizikám z nerovnováh. Ide o **Belgicko, Cyprus, Fínsko, Francúzsko, Španielsko, Taliansko, Slovinsko**<sup>71</sup>, ako aj krajiny mimo eurozóny – Bulharsko, Dánsko, Maďarsko, Švédsko a Spojené kráľovstvo. V následných detailných analýzach týchto krajín sa potom majú odhaliť príčiny súčasného stavu. Na základe hĺbkového preskúmania sa bude posudzovať, či nerovnováhy existujú (alebo nie) a či sú alebo nie sú škodlivé. Komisia v prípade potreby vydá odporúčania pre hospodárske politiky na nápravu situácie. Ak Komisia usúdi, že ide o závažné makroekonomické nerovnováhy, môže spustiť nápravnú zložku – Postup v prípade nadmerných nerovnováh<sup>72</sup>.

Slovensko sa nachádza v skupine krajín, ktoré boli zhodnotené vcelku pozitívne a hĺbková analýza sa v tomto roku nevyžaduje. Slovensko a ostatní členovia EÚ obdržia odporúčania pre fiškálnu a makroekonomickú politiku v rámci európskeho semestra.

**2.3 VÝVOJ V SR**

V prvom hodnotení krajín EK nezaradila Slovensko medzi krajiny, v ktorých by bolo potrebné preskúmať existenciu nerovnováh. Z nových členských krajín eurozóny boli potenciálne problémy indikované v prípade Cypru a Slovinska. Nasledujúca časť sumarizuje oblasti, v ktorých je pozícia Slovenska pomerne silná a problematickejšie aspekty, kde

70 Skladba indikátorov nie je konečná, môže sa meniť. EK avizovala, že tabuľka bude doplnená najmä o indikátory hodnotiace bankový a finančný systém krajín.

71 Grécko, Írsko, Portugalsko (a Rumunsko) sú v rámci programu finančnej pomoci EK a MMF už pod zvýšeným ekonomickým dohľadom, v rámci procedúry preto hodnotené neboli.

72 Výsledky hĺbkového preskúmania krajín boli zverejnené 30.5.2012. Analýzy Komisie potvrdili, že 12 členských krajín EÚ čelí makroekonomickým nerovnováham, ktoré je potrebné korigovať a monitorovať. Komisia konštatovala tiež, že prebieha náprava nerovnováh, ako naznačuje pokles deficitov bežného účtu, konvergencia jednotkových nákladov práce, pokles úverov a korekcie cien bývania. Vo viacerých prípadoch sú akumulované nerovnováhy naďalej výzvou, najmä zadlženosť súkromného a verejného sektora. Komisia však v prípade žiadnej krajiny nenavrhol začať Postup pri nadmerných nerovnováhach.

by mohol existovať potenciál na rozvoj nerovnováh.

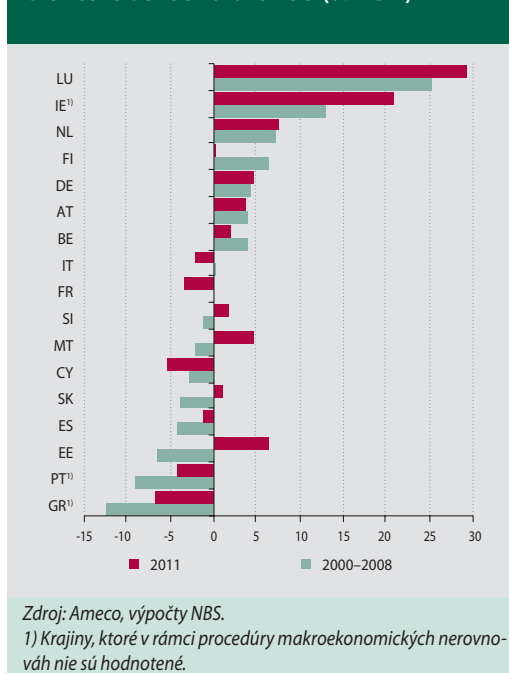
### VONKAJŠIA ROVNOVÁHA

Externá pozícia SR mala v poslednom období tendenciu sa zlepšovať. Silnou stránkou Slovenska je jeho rastúca exportná výkonnosť. V SR má priemyselná výroba pomerne vysoký podiel na tvorbe HDP (cca 35 %) s výrazným podielom dopravných prostriedkov po ktorých je dopyt v rozvíjajúcich sa ekonomikách, čo prispieva k obnove rastu po kríze v roku 2009. Slovensko dlhodobo patrí medzi krajiny, ktoré si udržiavajú prebytkovú obchodnú bilanciu voči ostatným členom eurozóny (graf 88). Celkový deficit obchodnej bilancie SR s tovarmi a službami (graf 89) bol podmienený deficitom voči zvyšku sveta.

Rast čistého exportu SR sa premieta do poklesu deficitu bežného účtu. Od recesie v roku 2009 deficit bežného účtu poklesol. Prispelo k tomu zlepšenie bilancie tovarov a služieb. Súčasný nižší rast ekonomiky ako pred krízou sa prejavil v nižšej miere ziskovosti investícií, čo sa premietlo do zníženia deficitu bilancie výnosov (nižšia výplata dividend zahraničným investorom).

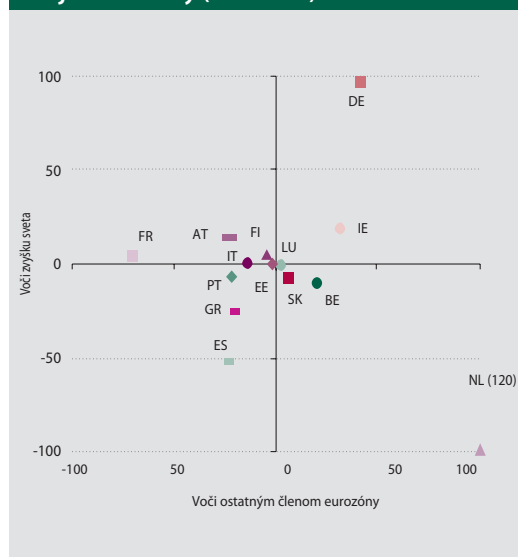
Premietnutie zlepšenia vývoja obchodnej bilancie (ako tokovej veličiny) do vývoja čistej investičnej pozície (ako stavovej veličiny) si bude

Graf 89 Obchodná bilancia (% HDP)



vyžadovať dlhodobejšie udržanie nastúpeného trendu. V súčasnosti je rozmer negatívnej čistej investičnej pozície SR pomerne vysoký (graf 90) a presahuje hraničné hodnoty hodnotiacej tabuľky (-35 % HDP). V hodnotení EK však zrejme bola zohľadnená priaznivejšia štruktúra tohto indikátora s pomerne výrazným podielom majetkovej zložky. Bez komponentu priamych zahraničných investícií je negatívna čistá investičná pozícia SR na úrovni 9 % HDP.

Graf 88 Dekompozícia obchodnej bilancie krajín eurozóny (mld. EUR)

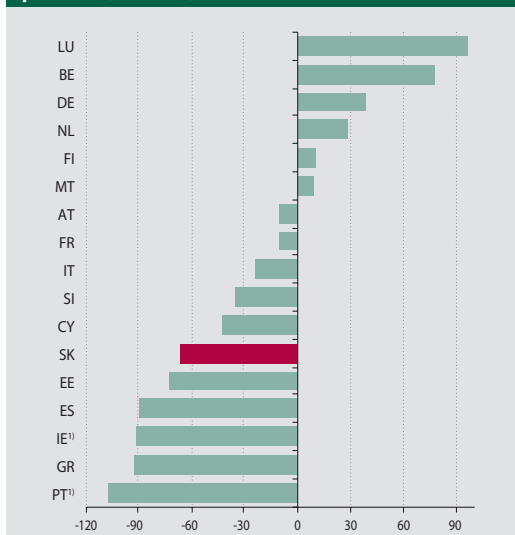


Zdroj: IMF DOTS, Eurostat.  
Poznámka: V priemere za obdobie 2008 – 2011.

### KONKURENCIESCHOPNOSŤ SR

Slovensko patrí medzi najviac otvorené ekonomiky v eurozóne s podielom vývozu a dovozu na HDP na úrovni 190 %. Vo vývoze dominuje tovarová zložka, podiel služieb na vývoze patrí medzi najnižšie (10 %). Trhový podiel na svetovom obchode sa dynamicky zvyšoval, v posledných rokoch sa rast spomaľuje (graf 87). Úlohu zohrávajú taktiež necenové faktory, Slovensko má výhodu v kapitálovo intenzívnych tovaroch. Pozitívom je posun k výrobe tovarov s vyššou pridanou hodnotou.

Vývoj indikátorov konkurencieschopnosti v hodnotiacej tabuľke EK by mohli naznačovať znižovanie konkurenčnej schopnosti. Reálny efektívny výmenný kurz na báze deflátoru HICP cien rástol v hodnotenom období pomerne rýchlo (graf 91), je to však podmienené tým, že trojročná zmena

**Graf 90 Čistá medzinárodná investičná pozícia (% HDP)**


Zdroj: Eurostat rok 2010.

1) Krajiny, ktoré v rámci procedúry makroekonomických nerovnováh nie sú hodnotené.

**Graf 91 Reálny kurz a bežný účet**


Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Reálny kurz na báze HICP, 3-ročná zmena, bežný účet – priemer za 3 roky.

zahŕňa nominálnu revaluáciu slovenskej koruny v rámci ERM II pred vstupom do eurozóny. Rast jednotkových nákladov práce bol sústredený viac v neobchodovateľnom sektore, jednotkové náklady práce v exportných odvetviach rástli pomalšie. Krajina zaznamenávala rýchly rast produktivity práce.

Hodnotiť konkurencieschopnosť možno aj na základe modelov odhadujúcich rovnovážny výmenný kurz. Okrem kratších epizód, keď bol rovnovážny kurz nadhodnotený, sa kurz pohyboval v rámci rovnovážneho pásma, takže by nemal vyvolávať nerovnováhu v ekonomike. Po zafixovaní nominálneho kurzu slovenskej koruny k euru došlo k dočasnému nadhodnoteniu reálneho kurzu v roku 2009, vzhľadom na zhoršenie vývoja ekonomických fundamentov v súvislosti s dopadom finančnej krízy na reálnu ekonomiku SR. Reálny kurz sa však už v nasledujúcom roku vrátil na svoju rovnovážnu úroveň dôsledkom záporného inflačného diferenciálu oproti relevantným obchodným partnerom Slovenska (Gylánik, 2012). Podobne sa v aktualizácii (Zeman, 2004) konštatuje, že reálny efektívny kurz slovenskej meny (na báze cien priemyselnej výroby) na konci roku 2011 bol podhodnotený oproti rovnovážnemu, hlavne vplyvom rýchlejšieho rastu produktivity u nás než v zahraničí.

Babecký, Bulíř a Šmídková (2011) tiež v prípade Slovenska indikovali vychýlenie od rovnováhy na konci roka 2009. Na základe simulácií modelu s perspektívou obdobia 2010 – 2014 sa však konštatuje, že môže prebiehať udržateľné posilňovanie reálneho kurzu, t. j. čistý export je dostatočný na zabezpečenie obsluhy zahraničného dlhu.

De Broeck, Guscina a Mehrez (2011) sledovali vývoj konkurencieschopnosti Slovenska na základe jednotkových nákladov práce (ULC) na dezagregovanej úrovni. Autori došli k záveru, že vo väčšine odvetví priemyselnej výroby bola krajina v období 2000 – 2007 konkurencieschopná, ULC boli nižšie ako korešpondujúce sektorové (odvetvové) normy a konkurencieschopnosť sa vo väčšine odvetví zvyšovala.

Apreciujúca trajektória rovnovážneho kurzu súvisí s nominálnou konvergenciou domácej ekonomiky, ktorá je podložená vývojom makroekonomických fundamentov. Reálna apreciacia by teda mala prebiehať naďalej bez ohrozenia ekonomickej rovnováhy.

#### DOMÁCE PROSTREDIE

V súvislosti s finančnou krízou sa nerovnováhy výrazne nerozvinuli, vzhľadom na nižší stupeň vystavenia sa domáceho finančného sektora ri-



zиковým aktívam a malému rozsahu finančného trhu. Na rozdiel od iných krajín regiónu sa úverovanie financované zdrojmi zo zahraničia v SR nepresadilo. SR zaznamenala v súvislosti s optimizmom okolo vstupu do EÚ od roku 2004 úverový boom. Tento však štartoval z veľmi nízkej úrovne, zadlženosť súkromného sektora je tak v porovnaní s ostatnými krajinami eurozóny nízka. Zadlženosť je však potrebné hodnotiť taktiež vo vzťahu k príjmom zadlžených subjektov.

Oproti krajinám eurozóny bola aj miera rastu cien nehnuteľností a stavebná aktivita v tomto sektore nižšia. Aj keď činnosti v oblasti nehnuteľností znamenali pre bankový sektor nárast zlyhaných úverov, dokázal sa s ním vysporiadať.

V domácom prostredí existujú aj indície existencie možných nerovnováh. Miera nezamestnanosti je dlhodobo veľmi nepriaznivá. Problém má aj štrukturálny charakter, keďže v SR je vysoký podiel dlhodobo nezamestnaných. Je potrebné zohľadniť liberálnu legislatívu pracovného trhu, v porovnaní s krajinami eurozóny, ktorá sa podpísala pod nárast nezamestnanosti od rozvinutia krízy. Potenciálnym rizikom je vývoj zadlženia verejného sektora. Verejný dlh doteraz nebol stabilizovaný. V minulosti bolo znižovanie dlhového pomeru dosahované vplyvom rastu ekonomiky, podporené príspevkom zosúladenia dlhu a deficitu ku konsolidácii (príjmy z privatizácie a vplyvom štátnej pokladnice). Manažment verejných financií nemá skúsenosť s dosiahnutím primárnych prebytkov.

## 2.4 PRÍNOSY A OTVORENÉ OTÁZKY SÚVISIACE S FUNGOVANÍM PROCEDÚRY MAKROEKONOMICKÝCH NEROVNOVÁH

Iniciatíva EK nebola odbornou verejnosťou prijímaná jednoznačne pozitívne. V prospech Procedúry hovoria poznatky, ktoré zistili vzťah medzi narastaním vonkajších nerovnováh a nevhodnými štrukturálnymi politikami (Furceti, Guichard, Rusticelli, 2011). Procedúra makroekonomických nerovnováh by v tomto smere mohla čiastočne napomôcť, najmä v oblastiach, kde sú opatrenia v kompetencii národných autorít (nastavenia podmienok trhu práce a trhov produktov). Ku štrukturálnym politikám, ktoré ovplyvňujú vznik vonkajších nerovnováh, sa radia aj liberalizácia

bežného a kapitálového účtu a stupeň finančnej integrácie, teda oblasti, kde v súčasnosti nemajú národné autority k dispozícii dostatočné nástroje, aby vplyv liberalizácie kompenzovali.

Nerovnováhy ale nemusia pochádzať iba z domácich príčin. Existujú opozičné hlasy, ktoré argumentujú, že monitorovanie by sa malo zamerať hlavne na predchádzanie nekontrolovateľného rastu úverov v ekonomike (Giavazzi, Spaventa, 2011). Nie je pritom rozhodujúce, v ktorom sektore je rast úverov sústredený, keďže finančná kríza ukázala, ako môžu byť problémy s nadmerným zadlžením prelievané zo súkromného do verejného sektora (ako implicitného garanta najväčších súkromných dlžníkov). Problémom nerovnováh je zrejme viac finančný sektor a vysoko volatilné pohyby kapitálu (portfóliové investície, medzibankové operácie) ako reálny pohyb tovarov a služieb, ktorý je podstatne stabilnejší. Opatrenia by mali preto viac smerovať na finančné trhy a inštitúcie.

Vzhľadom na súvislosti, keď úverové zdroje, spôsobujúce nerovnováhy, pochádzali zo zahraničia, vynára sa potreba medzinárodnej iniciatívy, koordinácie finančného dohľadu a regulácie. Prvým krokom v tomto smere bolo vytvorenie spoločného regulátora na úrovni EÚ. Aby sa regulovanej časti finančného sektora zamedzila možnosť regulačnej arbitráže (*regulatory arbitrage*), bude zrejme potrebná koordinácia finančného dohľadu aj na vyššej úrovni, základom čoho môžu byť iniciatívy skupiny G20. Otvorenou otázkou ostáva pôsobenie neregulovanej časti finančného sektora, ktorá má možnosť nezodpovedného správania na úkor iných (*free riding*).

V súvislosti s procedúrou nadmerných nerovnováh sa otvára otázka zosilnenia integrácie krajín a hrozba určitého obmedzenia suverenity krajín, ktorú právomoci EK pri procedúre nadmerných nerovnováh zakladajú. Zrejme až prax ukáže, či Komisia môže pod hrozbou sankcií prinútiť členské krajiny aby prijali špecifické štrukturálne reformy, napr. v liberalizácii trhu práce, trhov tovarov a služieb, alebo špecifické daňové opatrenia (napr. nehnuteľnosti). Viaceré oblasti ani nie je možné ovplyvňovať nástrojmi hospodárskej politiky priamo. Otázne je tiež, ako dlho bude trvať, kým sa prijaté opatrenia prejavia, časový posun môže byť dlhý a nepredvídateľný. V tomto smere bude citlivé najmä posudzovanie plnenia odpo-



rúcaní krajinami, ktoré sa dostanú do Procedúry nadmerných nerovnováh.

Druhý okruh otvorených otázok súvisí so zvolenými indikátormi, na základe ktorých sa krajiny hodnotia. Aj keď EK zdôrazňuje, že pri posudzovaní existencie nerovnováh v krajine sa nejedná o mechanické interpretovanie hodnotiacej tabuľky a hraničné hodnoty sú indikatívne, existuje riziko, že môže dôjsť ku skresleniu hodnotenia. Ak je napríklad čistá investičná pozícia krajiny vyrovnaná, môžu existovať nesúlady v štruktúre aktív a pasív z hľadiska splatnosti, menovej štruktúry alebo z hľadiska protistrany. V prípade, že krajina bude zasiahnutá šokom, môžu takéto nesúlady znamenať riziko pre finančnú stabilitu. Podobne rôzne indikátory reálneho efektívneho výmenného kurzu voči rôznym skupinám obchodných partnerov môžu dať pomerne rozdielne informácie o konkurenčnej pozícii krajiny (Bayoumi, Harmsen, Turunen, 2011).

Určitý problém sa skrýva aj v spôsobe vykazovania dát platobnej bilancie, ktoré sú základom pre hodnotenie konkurenčnej pozície. Údaje sú konštruované na rezidentskom princípe (za danú krajinu sa vykazujú operácie subjektov, ktoré v danej krajine pôsobia, sú jej rezidentmi). Globalizácia však znamená rastúci počet spoločností, ktoré pôsobia na nadnárodnom základe. Podniky v čoraz vyššej miere prenášajú časti svojho výrobného procesu do zahraničia, vznikajú tak často veľmi komplexné prepojenia medzistupňov výroby medzi rôznymi krajinami. Štatistické skreslenie, ktoré vzniká priradením celkovej hodnoty tovarov poslednej z krajín vo výrobnom reťazci môže zakrývať skutočný ekonomický rozmer bilaterálnych obchodných nerovnováh. Najmä v prípade krajín a odvetví, ktoré rozvíjajú tento obchodný model (Eurostat 2009), sa môže výrazne meniť pohľad napr. na ich trhovú podiel vývozu a konkurencieschopnosť, vykazované na rezidentskom princípe. Podobne aj konvencia, že ako obchodný partner je vykazovaná prvá krajina pri vykládke tovaru (pri vývoze) a posledná krajina pri nakládke (pri dovoze) môže skresľovať reálne objemy obchodu<sup>73</sup>. Takéto distorcie môžu prípadne viesť k nesprávnemu ohodnoteniu situácie. A pokiaľ krajina na základe skresleného hodnotenia dostane odporúčania na nápravu nerovnováh, tie môžu byť nevhodné a v závere aj neúčinné.

Lepšie by zrejme bolo tieto činnosti zachytávať na národnom princípe (na úrovni „materskej“ spoločnosti) a registrovať aktivity na nadnárodnom princípe. Štatistika v tomto smere zatiaľ zaostáva. Inou možnosťou, iniciovanou WTO a OECD, je vykazovanie obchodu na základe pridanej hodnoty, ktoré by mohlo lepšie zachytiť prínos obchodu k tvorbe domácej pridanej hodnoty, príjmov a zamestnanosti (WTO, 2011).

V predchádzajúcich častiach sme sa snažili poukázať na význam finančného sektora pri narastaní nerovnováh. V hodnotiacej tabuľke boli pri prvom hodnotení pomerne málo zastúpené indikátory finančného sektora. (Aj keď má byť tabuľka o tieto indikátory od budúceho roku rozšírená.) Vplyvu vývoja na kapitálovom účte sa venovalo menej pozornosti, pritom je oveľa volatilnejší ako toky registrované na bežnom účte a môže mať na krajinu destabilizačný vplyv. Vzhľadom na význam vzájomných prepojení krajín EÚ (či systémovo významných finančných inštitúcií) prostredníctvom finančných tokov je potrebné sledovať bilaterálne finančné pozície. Tento druh informácií nie je v súčasnosti v prípade viacerých krajín dostatočne štatisticky pokrytý (Waysard, Ross, de Guzman, 2010).

## ZÁVER

Z hľadiska existencie makroekonomických nerovnováh Slovensko v súčasnosti nepatrí medzi rizikové ekonomiky. V prípade SR akumulácia finančných pasív v minulosti začala byť kompenzovaná prebytkami v zahraničnom obchode. Možno uvažovať o tom, že základná téza o konvergencii sa naplňuje. Slovensko má výhodu v raste exportnej výkonnosti, ktorá v súčasnosti vonkajšiu pozíciu stabilizuje. V hodnotení konkurencieschopnosti má Slovensko výhodu rastúceho trhového podielu exportu, ktorý spomedzi ekonomík eurozóny zaznamenal najvyšší prírastok. Dynamický rast indikátorov efektívneho výmenného kurzu by mohol byť vnímaný ako signál problematického vývoja, je však podložený vývojom makroekonomických fundamentov. Dlhodobým problémom je vysoká miera nezamestnanosti. Aj napriek nej bola krajina schopná dynamického rastu. Podmienky na trhu práce sú však oproti krajinám eurozóny výrazne pružnejšie – tak z hľadiska možnosti prepúšťania pracovníkov, ako aj pružnosti miezd. Potenciálnym rizikom je vývoj zadĺženia

<sup>73</sup> Takto vzniká napr. vysoký objem dovozu a vývozu v prípade Holandska, ktorému patrí najvýznamnejší európsky obchodný prístav, tzv. Rotterdam efekt.



verejného sektora, keďže rast verejného dlhu doteraz nebol stabilizovaný.

Snahu EÚ zvýšiť disciplínu členských krajín možno chápať a podporovať. Úpravy štrukturálnych politík by mohli napomôcť eliminovať makroekonomické nerovnováhy. Situáciu v EÚ aj eurozóne je potrebné posudzovať v súvislosti s vývojom nerovnováh na globálnej úrovni. Vzhľadom na výrazné finančné prepojenia – medzi rozvinutými krajinami či finančnými inštitúciami – však môžu byť opatrenia účinné zrejme len za predpokladu, že budú koordinované na nadnárodnej úrovni.

#### Literatúra:

- Ahearne, A., von Hagen, J., Schmitz, B.: Internal and External Current Account Balances in the Euro Area, 2007.
- Babetsky J., Bulíř A., Šmídková, K.: Sustainable Real Exchange Rates in the New EU Member States: What did the Great Recession Change? IMF WP/10/198, 2010.
- Bayoumi T., Harmsen, R., o Turunen J.: Euro Area Export Performance and competitiveness, IMF WP/11/140, 2011.
- Blanchard, O., Giavazzi, F.: Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein-Horioka Puzzle, Brooking Papers on Economic Activity, 2002.
- Borio, C., Disyat, P.: Global imbalances and the financial crisis: Link or no link? BIS Working Papers No. 346, máj 2011.
- Bornhorst, F., Mody, A.: "TARGET imbalances: Financing the capital-account reversal in Europe", VoxEU.org, 7. marec 2012.
- De Broeck, M., Guscina A., Mehrez G.: External competitiveness: A new approach with an application to Slovakia, IMF, 2011, nepublikované.
- European Commission: EMU 10: Successes and Challenges after 10 years of Economic and Monetary Union. 2008.
- European Commission: Scoreboard for the surveillance of macroeconomic imbalances, Occasional Paper 2012.
- European Commission: Quarterly Report on the Euro Area 2012/1
- Alajääskö, P., : Statistics in focus 4/2009, International Sourcing in Europe, Eurostat, 2009.
- Giavazzi, F., Spaventa, L.: The European Commission's proposals: Empty and useless, VoxEU.org, 2010.
- Furceri, D., Guichard, S., Russell, E.: Medium-Term Determinants of International Investment Positions: The Role of Structural Policies," OECD Economics Department Working Papers , 2011.
- Gylánik, M.: Odhad rovnovážneho reálneho efektívneho výmenného kurzu pre slovenskú ekonomiku, NBS, 2012. [http://www.nbs.sk/\\_img/Documents/\\_Publikacie/MU/2012/EREER\\_032012.pdf](http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/MU/2012/EREER_032012.pdf)
- Lane, P.: Global Bond Portfolios of Euro, International Journal of Central Banking, 2, pp. 1–23, 2006.
- Lane, P., Milesi-Ferretti, G.-M.: The International Equity Holdings of Euro Area Investors, in Robert Anderton and Filippo di Mauro (eds.), The External Dimension of the Euro Area, Assessing the Linkages (Cambridge: Cambridge University Press), 2007.
- Lane, P.: International Financial integration and the external position of euroarea countries, OECD 2011.
- Merler, S., Pisany-Ferry J.: Sudden stops in the Eurozone, Bruegel Policy Contribution, 2012.
- Waysand, C., Ross, K., de Guzman, G.: European Financial Linkages: A New Look at Imbalances, IMF Working Paper 10/295, 2011.
- WTO, OECD: Trade in value-added: Concepts, Methodologies and Challenges, 2011.
- Zeman, J.: Rovnovážny reálny výmenný kurz slovenskej koruny, Ekonomický časopis 52/2004, 2004.



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA  
EUROSYSTEM



# SKRATKY



## SKRATKY

AFS	Available for Sales – portfólio cenných papierov určených na predaj
CDS	Credit Default Swap – swap kreditného zlyhania
CPI	Consumer Price Index – index spotrebiteľských cien
DDS	doplňková dôchodková spoločnosť
DSS	dôchodková správcovská spoločnosť
D/E	pomer zadlženosti voči vlastnému imaniu
EBA	European Banking Authority – Európsky orgán pre bankovníctvo
ECB	Európska centrálna banka
EFSSF	European Financial Stability Facility – Európsky fond finančnej stability
EÚ	Európska únia
Fed	Federálny rezervný systém
HDP	hrubý domáci produkt
HTM	Hold to Maturity – portfólio cenných papierov držaných do splatnosti
HZL	hypotekárne záložné listy
KI	kolektívne investovanie
KZAM	klasifikácia zamestnaní
LTRO	Long Term Refinancing Operations – dlhodobé refinančné operácie ECB
MMF	Medzinárodný menový fond
NAV	Net Asset Value – čistá hodnota aktív
OECD	Organizácia pre hospodársku spoluprácu a rozvoj
PFI	peňažné finančné inštitúcie
PMI	Purchasing Managers Index – index nákupných manažérov
PVZ	primeranosť vlastných zdrojov
ROA	Return on Assets – výnosnosť aktív
ROE	Return on Equity – výnosnosť kapitálu
SASS	Slovenská asociácia správcovských spoločností
ŠÚ SR	Štatistický úrad Slovenskej republiky
THK	tvorba hrubého kapitálu
THFK	tvorba hrubého fixného kapitálu
UR+	Univerzálny register plus





NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA  
EUROSYSTEM



# ZOZNAM GRAFOV, TABULIEK A BOXOV



## ZOZNAM GRAFOV

Graf 1	Vývoj prognóz rastu svetového HDP na roky 2012 a 2013	8	Graf 37	Objem aktív a spravovaného majetku vo finančnom sektore	30
Graf 2	Vývoj exportu Nemecka	9	Graf 38	Rentabilita vlastných zdrojov (ROE) vo finančnom sektore	30
Graf 3	Vývoj akciových indexov	9	Graf 39	Indikátor prejaveneho napätia v ekonomike a finančnom systéme Slovenska	30
Graf 4	Implikovaná volatilita na akciových trhoch meraná indexom VIX	10	Graf 40	Rozloženie ROE v bankovom sektore	31
Graf 5	Výnosy z dlhodobých štátnych dlhopisov vybraných krajín eurozóny	10	Graf 41	Vybrané položky ziskovosti bankového sektora	31
Graf 6	Výnosy z dlhodobých štátnych dlhopisov vybraných krajín eurozóny	10	Graf 42	Náklady na znehodnotenie pohľadávok a zmeny v objeme zlyhaných úverov	32
Graf 7	Spready na medzibankovom trhu eurozóny	11	Graf 43	Medziročné zmeny objemu poskytnutých úverov podnikom podľa odvetví	32
Graf 8	Menovopolitické operácie Eurosystemu	11	Graf 44	Vývoj objemu portfólia cenných papierov bankového sektora	32
Graf 9	Zmeny CDS prémie – vlády	12	Graf 45	Vývoj štruktúry ziskovosti bankového sektora	33
Graf 10	Zmeny CDS prémie – banky	12	Graf 46	Kapitálová pozícia bánk podľa krajín – Tier 1 vlastný kapitál v pomere k rizikovo váženým aktívam ku koncu roka 2010	34
Graf 11	Finančná páka bánk	13	Graf 47	Zlyhané úvery domácnostiam	35
Graf 12	Pomer úverov ku vkladom	13	Graf 48	Zlyhané úvery podnikom a miery zlyhania	35
Graf 13	Transakcie menových a finančných inštitúcií eurozóny okrem Eurosystemu	14	Graf 49	Pomer výšky úveru k hodnote zabezpečenia	35
Graf 14	Pohľadávky z úverov zahraničných bánk voči vybraným krajinám regiónu východnej Európy	14	Graf 50	Ukazovatele dlhobovej likvidity bankového sektora	37
Graf 15	Hrubý dlh sektorov	18	Graf 51	Ukazovateľ likvidných aktív bankového sektora	37
Graf 16	Miera zadlženia	18	Graf 52	Štruktúra portfólia dlhových cenných papierov preceňovaných na reálnu hodnotu v poisťovniach podľa krajín emitenta	38
Graf 17	Vývoj HDP	18	Graf 53	Vývoj čistej hodnoty aktív podielových fondov predávaných v SR	39
Graf 18	Produktivita práce a mzdy	19	Graf 54	Čisté predaje tuzemských podielových fondov podľa kategórií	39
Graf 19	Financovanie bežného účtu	19	Graf 55	Priemerná ročná výkonnosť podielových fondov podľa kategórií	39
Graf 20	Vývoj položiek bežného účtu	19	Graf 56	Štruktúra majetku tuzemských podielových fondov podľa kategórií ku koncu príslušného roka	40
Graf 21	Deficit verejných financií	20	Graf 57	Štruktúra majetku fondov podľa základných druhov investícií	41
Graf 22	Dlh voči rozpočtovým príjmom	20			
Graf 23	Vplyvy na vývoj dlhového pomeru	20			
Graf 24	Stav úverov	23			
Graf 25	Úrokové sadzby na nové úvery	23			
Graf 26	Produkcia, tržby a investície	24			
Graf 27	Konjunkturálne indikátory	24			
Graf 28	Medziročný rast tržieb v podnikovom sektore	24			
Graf 29	Financovanie podľa nástrojov	25			
Graf 30	Financovanie podľa sektorov	25			
Graf 31	Spotrebiteľská dôvera	25			
Graf 32	Zamestnanosť	26			
Graf 33	Miera úspor a investícií	26			
Graf 34	Disponibilný dôchodok	26			
Graf 35	Prírastky aktív domácností	27			
Graf 36	Schopnosť domácností splácať záväzky	27			



Graf 58	Štruktúra portfólia dlhových cenných papierov podľa druhu emitenta	41	Graf 73	Miera úspor domácností UK	54
Graf 59	Aktuálna hodnota dôchodkovej jednotky v jednotlivých typoch fondov	41	Graf 74	Vývoj vládneho dlhu a rozpočtového schodku UK	54
Graf 60	Štruktúra portfólia dlhových cenných papierov vo fondoch DSS podľa krajín emitenta	42	Graf 75	Čistá medzinárodná investičná pozícia vybraných krajín eurozóny	55
Graf 61	Štruktúra majetku fondov podľa základných druhov investícií v jednotlivých typoch fondov DDS podľa zamerania	42	Graf 76	Vývoj reálneho efektívneho výmenného kurzu vybraných krajín eurozóny	55
Graf 62	Štruktúra portfólia dlhových cenných papierov vo fondoch DDS podľa krajín emitenta	43	Graf 77	Dlh súkromného sektora vybraných krajín eurozóny	56
Graf 63	Vývoj ukazovateľa kapitálovej primeranosti bankového sektora v závislosti od zvoleného scenára	44	Graf 78	Vládny dlh	56
Graf 64	Vývoj najdôležitejších faktorov ovplyvňujúcich výšku vlastných zdrojov	44	Graf 79	Primárne saldo	56
Graf 65	Hrubé národné úspory	50	Graf 80	Zadlženosť domácností eurozóny	57
Graf 66	Hrubý dlh USA v členení podľa sektorov	51	Graf 81	Zadlženosť nefinančných korporácií eurozóny	57
Graf 67	Dlh domácností USA	52	Graf 82	Čistý export v rámci EÚ 15 a HDP na osobu, 1980 – 1998	60
Graf 68	Náklady na obsluhu dlhu domácností USA	52	Graf 83	Čistý export v rámci EÚ 15 a HDP na osobu, 1999 – 2009	61
Graf 69	Porovnanie finančnej páky bánk	52	Graf 84	Dlhodobé reálne úrokové sadzby	61
Graf 70	Objem úverov komerčných bánk USA	53	Graf 85	Reálna produktivita práce	61
Graf 71	Finančná páka bankového sektora UK	53	Graf 86	Rozptyl bilancie bežného účtu a medzinárodnej investičnej pozície krajín eurozóny	62
Graf 72	Podiel dlhu na disponibilnom príjme domácností UK	54	Graf 87	Konkurenčná schopnosť	63
			Graf 88	Dekompozícia obchodnej bilancie krajín eurozóny	65
			Graf 89	Obchodná bilancia	65
			Graf 90	Čistá medzinárodná investičná pozícia	66
			Graf 91	Reálny kurz a bežný účet	66

## ZOZNAM TABULIEK

Tabuľka 1	Svetová produkcia a objem svetového obchodu	8	Tabuľka 5	Porovnanie ročnej výnosnosti dôchodkových fondov k 31.12.2010 a k 31.12.2011	41
Tabuľka 2	Rast reálneho HDP	8	Tabuľka 6	Parametre a predpoklady stresového testovania	45
Tabuľka 3	Podiel investícií do dlhových cenných papierov vybraných krajín na celkových aktívach	36	Tabuľka 7	Zmena celkového dlhu v podiele na HDP	51
Tabuľka 4	Podiel akciových, devízových a úrokových pozícií v jednotlivých sektoroch finančného trhu	38	Tabuľka 8	UK – zmena dlhu v podiele na HDP	53

## ZOZNAM BOXOV

Box 1	Hodnotiaca tabuľka	64
-------	--------------------	----