



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM



SPRÁVA O FINANČNEJ STABILITE ZA PRVÝ POLROK 2011



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM



SPRÁVA
O FINANČNEJ STABILITE
ZA PRVÝ POLROK
2011

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

ZHRNUTIE	4		
1 VONKAJŠIE PODMIENKY PRE FINANČNÚ STABILITU	6		
1.1 Predpoklady pre finančnú stabilitu SR vyplývajúce z globálnej ekonomiky a finančných trhov	7		
1.2 Finančná pozícia bankového sektora eurozóny a jej vplyv na domáci bankový sektor	11		
2 VÝVOJ EKONOMIKY SR Z HĽADISKA VPLYVU NA FINANČNÚ STABILITU	14		
2.1 Celkový vývoj ekonomiky SR	15		
2.2 Strednodobé riziká z domáceho makroekonomického prostredia	18		
2.3 Vývoj v sektore nefinančných korporácií	19		
2.4 Vývoj v sektore domácností	21		
2.5 Strednodobé riziká v sektore nefinančných korporácií a domácností	22		
3 VÝVOJ A RIZIKÁ VO FINANČNOM SEKTORE	24		
3.1 Výkonnosť bankového sektora	25		
3.2 Riziká v bankovom sektore a ich krytie kapitálom	29		
3.3 Vývoj a riziká v sektore poisťovní	35		
3.4 Vývoj a riziká v sektore kolektívneho investovania	37		
3.5 Vývoj a riziká v druhom pilieri systému dôchodkového sporenia	38		
3.6 Makro stresové testovanie finančného sektora	39		
PRÍLOHY			
1 Indikátor prejaveneho napätia v ekonomike a finančnom prostredí	44		
2 Finančná pozícia nefinančných podnikov	51		
2.1 Charakteristika sektora podnikov	51		
2.2 Trendy vývoja finančných aktív a pasív na základe štvrtročných finančných účtov	54		
2.3 Zadlženosť a likvidita na úrovni odvetví	59		
SKRATKY	66		
ZOZNAM GRAFOV, TABULIEK A BOXOV	68		



ZHRNUTIE

Kým v priebehu roka 2010 a aj v prvom štvrtroku 2011 sa podmienky pre finančnú stabilitu na Slovensku zlepšovali, v priebehu druhého štvrtroka 2011 došlo k obratu. Situácia v exteriornom prostredí sa začala komplikovať, keď sa výhľad pre rast svetovej ekonomiky zhoršil a došlo k prehodnoteniu jeho prognóz pre roky 2011 a 2012 smerom nadol. Následný intenzívnejší rast obáv investorov o udržateľnosť verejných dlhových viacerých vyspelých krajín sa v priebehu leta a jesene 2011 sústredil najmä na riziká suverénnych štátov eurozóny. Rozšírenie a prehĺbenie dlhovej krízy v eurozóne v konečnom dôsledku ďalej zhoršilo výhľad pre výkonnosť kľúčových ekonomík dôležitých pre Slovensko z hľadiska exportu.

V priebehu prvého polroka 2011 bol hospodársky vývoj na Slovensku priaznivý, no stav ekonomiky bol naďalej poznačený zvýšeným napätím v exteriornom prostredí. Hoci príjmová situácia domácností (z hľadiska rastu ich reálnych príjmov) sa príliš nezlepšila, pozitívny bol vplyv zlepšenia situácie na trhu práce. Na finančnú pozíciu niektorých zadlžených domácností priaznivo vplývala aj možnosť refinancovania ich dlhových nových úvermi s nižšími úrokovými sadzbami. Väčšina odvetví podnikového sektora zaznamenala v prvom polroku 2011 pozitívne výsledky, aj keď len málo odvetví vykázalo úroveň tržieb vyššiu ako v predkrízovom období. Konsolidácia verejných financií prebiehala v súlade s plánom. Tieto priaznivé zmeny v domácich podmienkach pre finančnú stabilitu sa odzrkadlili aj v bankovom sektore. Ten v prvom polroku 2011 dosiahol značný medziročný nárast čistého zisku, ku ktorému prispeli najmä nižšie náklady bánk na zlyhané úvery a medziročný rast úrokových príjmov v dôsledku rastu úverov klientom. Rast ziskovosti bankového sektora je vo všeobecnosti pozitívnym faktorom pre finančnú stabilitu, keďže vytvára podmienky pre kapitálové posilnenie bánk. Hoci bankový sektor ponechal vo vlastných zdrojoch asi 50% zisku za rok 2010, na raste kapitálovej primeranosti bankového sektora k 30. júnu 2011 sa to príliš neprejavilo z dôvodu zavedenia dvoch nových odpočítateľných položiek a rastu rizikovo vážených aktív.

Domáca finančná stabilita je determinovaná rizikami v exteriornom a internom prostredí a schopnosťou domácich ekonomických subjektov a finančných inštitúcií odolať materializácii týchto rizík. Vývoj v bezprostredne dôležitom exteriornom prostredí, t. j. v hospodárstve, v bankovom sektore a na finančných trhoch eurozóny, generuje počnúc druhým štvrtrokom 2011 čoraz silnejšie riziká pre domácu finančnú stabilitu. Vzhľadom na rozsah naakumulovaných makroekonomických nerovnováh v eurozóne je nie len v krátkodobom, ale aj v strednodobom horizonte potrebné rátať so sťaženými podmienkami pre sektory domácej ekonomiky.

V nadväznosti na tieto zhoršené podmienky v reálnej ekonomike SR rastie riziko nespĺnenia plánu vlády pre strednodobú fiškálnu konsolidáciu. Toto riziko, ktoré je posilnené aj politickou neistotou spôsobenou pádom vlády v októbri 2011, predstavuje zatiaľ relatívne malé, no bezprostredné riziko pre domácu finančnú stabilitu. Pozitívnym signálom v tomto smere je podpora vyjadrená naprieč relevantným politickým spektrom pre legislatívne sprísnenie podmienok hospodárenia štátu a zriadenie nezávislej fiškálnej rady. Domáci bankový sektor musí počítať s nárastom strát z kreditných a trhových rizík. Výsledky stresového testovania bankového sektora poukazujú na jeho dobrú odolnosť voči výraznejším stratám zo zlyhaných úverov podnikom a domácnostiam a z preceňovania cenných papierov v ich držbe. Najmä odhadovaná schopnosť bánk generovať úrokové výnosy (a výsledné zisky) aj v krízových podmienkach a dobrá východisková kapitálová pozícia bankového sektora dávajú pozitívny signál o odolnosti bankového sektora ako celku voči nepriaznivému vývoju.

Súčasná situácia je však v porovnaní s epizódou po bankrote Lehman Brothers v roku 2008 vážnejšia hlavne z dôvodu, že je spochybňovaná úverová kredibilita štátov. Pozícia viacerých krajín ako definitívnych garantov finančnej stability



v prípade materializácie neočakávaných systémových rizík je značne obmedzená. To isté platí pre akcieschopnosť centrálnych bánk vo vzťahu k ďalšej podpore podmienok pre ekonomic-

ké oživenie. Finančný sektor je tak vo zvýšenej miere odkázaný na vlastné opatrenia v bilanciách a na vlastný kapitálový vankúš pri posilnení svojej odolnosti voči systémovému riziku.



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM

KAPITOLA 1

VONKAJŠIE PODMIENKY PRE FINANČNÚ STABILITU

1

1 VONKAJŠIE PODMIENKY PRE FINANČNÚ STABILITU

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

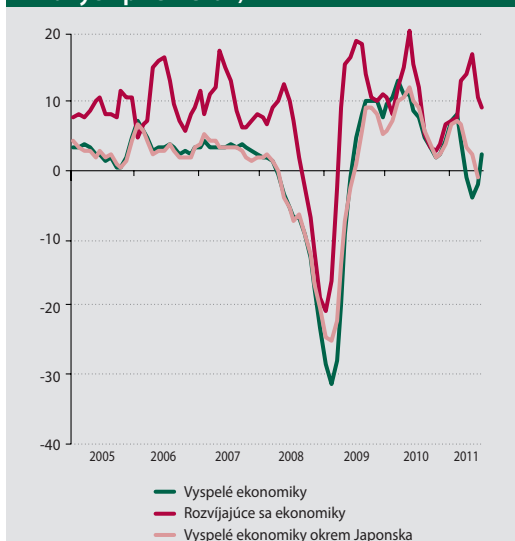
Podmienky pre domácu finančnú stabilitu v externom prostredí sa najmä ku koncu prvého polroka 2011 výraznejšie zhoršovali. Výhľad pre výkonnosť kľúčových ekonomík (dôležitých pre Slovensko z hľadiska exportu) sa zhoršil.

Spomalenie hospodárskej výkonnosti kľúčových ekonomík sveta – dôležitých aj z pohľadu ekonomickej výkonnosti a finančnej stability Slovenska – bolo v prvom polroku 2011 do veľkej miery spôsobené neočakávanými faktormi v podobe silného zemetrasenia a tsunami v Japonsku a revolúcií a občianskych revolt v Líbii a ďalších arabských krajinách. Prírodná katastrofa v Japonsku mala okrem iného za následok prerušenie globálneho zásobovania pre rôzne priemyselné odvetvia, najmä automobilový priemysel, a tlak na rast cien energií. Pod rast cien ropy sa podpísali aj spomínané ozbrojené konflikty v arabských krajinách. Tieto dočasné faktory mali negatívny vplyv na priemyselnú produkciu (graf 1) a spot-

rebiteľské správanie, no ich pôsobenie slabne. Naopak, vplyv niektorých už dlhšie prítomných negatívnych faktorov sa aj pod vplyvom spomínaných dočasných faktorov zintenzívnil, čo viedlo k zhoršeniu výhľadu pre globálny ekonomický rast v druhej polovici roka 2011 a v roku 2012 (graf 2).

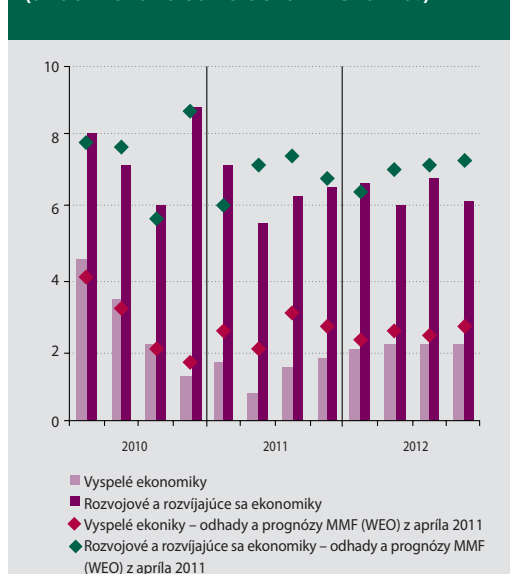
Hospodárska aktivita USA bola v prvom polroku 2011 slabá. Spomalil sa rast spotreby najmä vplyvom vysokých cien ropy a neistoty ohľadom vývoja na trhu práce. Výrazne sa zhoršoval aj výhľad pre rast HDP v ďalšom období, a to nie len vplyvom vývoja v externom prostredí, ale aj pre negatívne pôsobenie viacerých interných faktorov. Výkonnosť ekonomiky USA v roku 2012 nepriaznivo ovplyvní ukončenie fiškálnych stimulov platných v roku 2011 a výrazné škrtky vo výdavkoch federálneho rozpočtu. Rast HDP budú tlmieť aj pretrvávajúce zlé spotrebiteľské nálady. Dôvodom je stále relatívne vysoká nezamestnanosť, slabý trh s nehnuteľnosťami a pokračujúca snaha domácností znížiť svoju vysokú zadlženosť.¹ V strednodobom horizonte bude dôležité, aby plán fiškálnej konsolidácie bol postavený na reálnych predpokladoch. Zároveň, aby sa prediš-

Graf 1 Priemyselná produkcia (anализovaná percentuálna zmena trojmesačných kľzavých priemerov)



Zdroj: MMF, World Economic Outlook, september 2011.

Graf 2 Očakávaný reálny rast HDP (anализovaná štvrtročná zmena v %)



Zdroj: MMF, World Economic Outlook, september 2011.

¹ Fed začiatkom novembra 2011 znížil svoj odhad z júna 2011 pre rast HDP v roku 2012 z 3,5 % na 2,7 %.

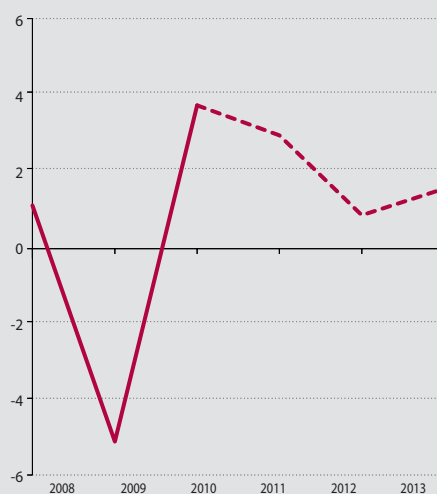
lo výraznému a náhlemu prepadu dôvery v ekonomike, realizácia tohto plánu by nemala byť predmetom podobného politického patu ako v prípade jeho schvalovania (spolu s navýšením dlhového stropu) v auguste 2011.

Rast HDP EÚ/eurozóny v prvom štvrtroku 2011 bol relatívne vysoký (tabuľka 1), čo do značnej miery súviselo s dobiehaním hospodárskej aktivity z dôvodu jej útlmu pre nepriaznivé poveriteľské podmienky vo viacerých krajinách v poslednom štvrtroku 2010. V druhom štvrtroku 2011 sa tempo rastu HDP výrazne spomalilo, keďže zvýšená aktivita v stavebníctve z predchádzajúceho štvrtroka sa nezachovala a ekonomiku EÚ/eurozóny zasiahli aj externé vplyvy v podobe vysokých cien ropy a následkov zemetrasenia v Japonsku. Zároveň vo viacerých krajinách pokračovalo utlmovanie fiškálnych stimulov. Indikátory PMI (index nákupných manažérov) naznačujú veľmi slabú výkonnosť ekonomiky eurozóny v druhom polroku 2011, pričom pravdepodobnosť poklesu HDP vo 4. štvrtroku 2011 je relatívne vysoká. Podobne existujú výrazné riziká pre hospodársky rast v roku 2012. Hlavným dôvodom je eskalácia dlhovej krízy v lete 2011, keď sa obavy investorov o udržateľnosť verejných financií preniesli z tzv. periférnych krajín (Grécko, Portugalsko, Írsko) na ekonomicky významnejšie štáty (Taliansko, Španielsko, Belgicko). Zároveň sa dlhová kríza čoraz viac prelieva do bankového sektora, o čom svedčia značné problémy s trhovým financovaním sa bánk eurozóny. Dlhová kríza v eurozóne tak nabrala systémový charakter. Pre strednodobý výhľad sa stala rozhodujúcou miera adekvátnosti reakcie politik (rozsahu potrebných opatrení a ich načasovania) na systémové riziko (viď aj box 1).

Najvýznamnejším obchodným partnerom Slovenska je Nemecko, kam v roku 2010 smerova-

lo asi 20 % celkového exportu. Z toho dôvodu je kondícia nemeckého hospodárstva dôležitým faktorom výkonnosti domácej ekonomiky. Nemecká ekonomika sa nachádza v relatívne dobrom stave, o čom svedčia napr. zdravý rast priemyselnej produkcie, rekordne nízka nezamestnanosť a odolná spotrebiteľská dôvera.² V druhej polovici roka 2011 by mali v ekonomike pokračovať pozitívne tendencie s príspevom najmä domáceho dopytu, no pri slabnúcim zahraničnom dopyte. V roku 2012 sa však už na výrazne exportne orientovanej ekonomike Nemecka silnejšie prejaví slabnúci zahraničný dopyt po kapitálových statkoch (graf 3). Dôvodom je očakávaný hospodársky útlm USA a Číny a recesia ekonomík južnej Európy vplyvom úsporných opatrení. Hlavným determinantom strednodobého výhľadu bude ďalší priebeh a najmä prístup k riešeniu dlhovej krízy v eurozóne.

Graf 3 Medziročná zmena HDP Nemecka (stále ceny, %)



Zdroj: European Commission: European Economic Forecast, november 2011.

Poznámka: Prerušovaná čiara naznačuje prognózané údaje.

Tabuľka 1 Rast reálneho HDP (%)

	Zmena oproti predchádzajúcemu štvrtroku						Medziročná zmena		
	2010		2011				2011	2012	2013
	3.Q	4.Q	1.Q	2.Q	3.Q	4.Q			
Eurozóna	0,4	0,3	0,8	0,2	0,2	-0,1	1,5	0,5	1,3
EÚ	0,5	0,2	0,7	0,2	0,2	0,0	1,6	0,6	1,5

Zdroj: Eurostat, European Commission: European Economic Forecast, november 2011.

Poznámky: Na základe sezónne očistených dát. Údaje kurzivou sú prognózy.

² Miera nezamestnanosti bola v Nemecku v septembri 2011 na úrovni 6,9 %.

Ďalším exportným trhom, ktorého podmienky bezprostredne a významne ovplyvňujú hospodársky vývoj na Slovensku a následne aj podmienky pre domácu finančnú stabilitu je skupina ekonomík Česka, Maďarska a Poľska.³ Prvé dve krajiny majú z hľadiska svojej štruktúry podobnú (veľmi otvorenú) ekonomiku ako Slovensko a sú vystavené zhodným externým vplyvom, najmä vývoju v eurozóne a konkrétne v Nemecku. Hospodárska výkonnosť týchto krajín v najbližšom období bude preto negatívne ovplyvnená najmä zhoršujúcim sa výhľadom pre globálnu ekonomiku a ekonomiky ich najvýznamnejších obchodných partnerov. Zároveň bude domáci dopyt týchto krajín pod tlakom prebiehajúcich fiškálnych úsporných opatrení. Poľská ekonomika je uzavretejšia a má lepšiu schopnosť odolávať zhoršeným externým podmienkam (prejavilo sa to aj na jej výkonnosti v druhom a treťom štvrtroku 2011). Napriek tomu sa pokračujúca kríza vládnych dlhov v eurozóne a slabší zahraničný dopyt prejavia v roku 2012 na spomalení rastu HDP (graf 4). Negatívne sa na raste ekonomiky (ale pravdepodobne až po roku 2012) odrazia aj opatrenia novej poľskej vlády Donalda Tuska, ktorá musí predstaviť nový strednodobý plán fiškálnej konsolidácie.⁴ Región ako celok je tiež vo všeobecnosti veľmi citlivý na nárast averzie investorov voči rizikám. Pravdepodobnosť

náhleho výpredaja rizikovejších aktív regiónu je v terajších podmienkach negatívneho výhľadu pre globálny rast a zintenzívňujúcej sa dlhovej krízy v eurozóne vysoká.⁵ Vzhľadom na relatívne vysokú zadlženosť je najcitlivejšou krajinou regiónu z tohto hľadiska Maďarsko (graf 5). Výrazné znehodnotenie mien Poľska a Maďarska zároveň generuje riziká pre bankové sektory týchto krajín, kde vyše 60 % portfólia úverov domácnostiam je denominovaných v cudzích menách, najmä švajčiarskom franku a v eure. Na tieto riziká lokálne banky reagovali výrazným nárastom tvorby opravných položiek a rezerv (a krátkodobým prepadosť ziskovosti). Vládne opatrenia smerovali skôr na zmiernenie záťaže zadlžených domácností (v Maďarsku výraznejšie na úkor bánk).

Podmienky na finančných trhoch sa tiež výrazne skomplikovali pod vplyvom zintenzívnenia dlhovej krízy v eurozóne a zhoršenia očakávaní pre výkonnosť globálnej ekonomiky. V ďalšom období je pravdepodobné zosilnenie nepriaznivej spätnej väzby medzi finančnými trhmi a reálnou ekonomikou a náprava bilancií nebude napredovať želaným tempom.

Vývoj na finančných trhoch v prvom polroku 2011 bol veľmi silno ovplyvnený predovšetkým dvo-

Graf 4 Medziročná zmena HDP (stále ceny, %)



Zdroj: European Commission: European Economic Forecast, november 2011.
Poznámka: Prerušované čiary naznačujú prognózované údaje.

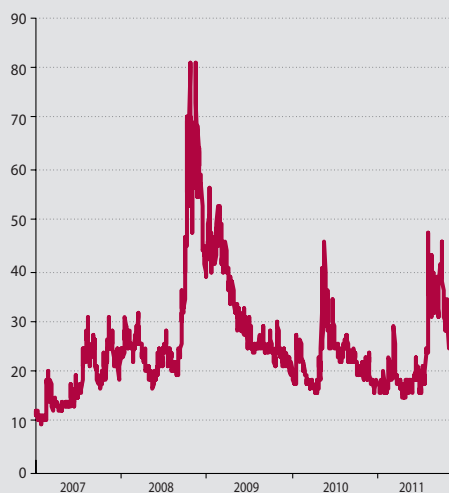
Graf 5 Vývoj kurzov mien krajín regiónu V4 voči euru (denné údaje, index 30. 12. 2005 = 100)



Zdroj: Eurostat.
Poznámky: Slovensko prijalo euro od 1. januára 2009, konverzný kurz bol stanovený 8. júla 2008. Posledný údaj je za 31. október 2011.

- Do tejto skupiny krajín smerovalo v roku 2010 takmer 30 % slovenského exportu.
- Vítazom parlamentných volieb z 9. októbra 2011 je liberálna Občianska platforma Donalda Tuska. Pôvodný plán fiškálnej konsolidácie – rozpočtový deficit pod 3 % HDP v roku 2012 – sa s veľkou pravdepodobnosťou nepodarí splniť.
- Dôkazom toho je aj výrazný prepád lokálnych akciových trhov a výmenných kurzov dotknutých krajín počnúc júlom 2011.

Graf 6 Implikovaná volatilita na akciových trhoch meraná indexom VIX (denné údaje)



Zdroj: CBOE.

Poznámka: VIX je index volatility, ktorý meria implikovanú volatilitu akciových trhov z cien opcií na index S&P 500. 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. Posledný údaj je za 31. október 2011.

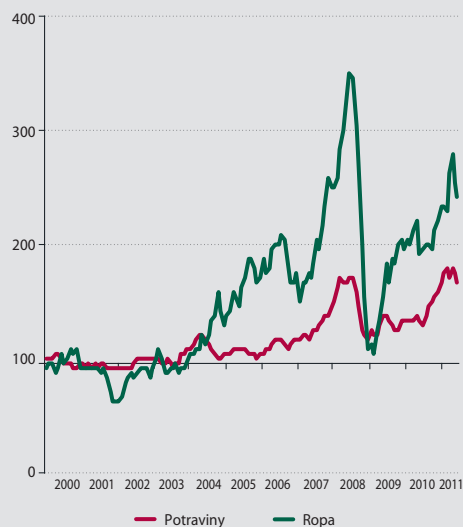
ma (navzájom pozitívne korelovanými) faktormi: výhľadom pre výkonnosť globálnej ekonomiky a dianím v eurozóne.⁶ Nárast obáv investorov o rast globálnej ekonomiky a pokles vnímaných

inflačných rizík súvisel so sériou nepriaznivých údajov z USA. Akciové trhy reagovali poklesom zo svojich aprílových maxim a nárastom volatility (graf 6). Presun investorov na dlhopisové trhy viedol k poklesu výnosov na vládne dlhopisy. Pokles zaznamenali aj ceny komodít (graf 7).

V máji 2011 sa na trhy vrátili aj obavy z udržateľnosti dlhovej pozície niektorých krajín eurozóny. Dôvodom boli horšie očakávania investorov pre rast globálnej ekonomiky a ich nespokojnosť s prístupom politikov eurozóny k riešeniu dlhovej krízy. Úrokové rozpätia na grécke vládne dlhopisy dosiahli nové maximá (graf 8). Zároveň sa trhy začali opätovne obávať prenosu šokov z vládnych dlhopisov na banky a bankové sektory kľúčových krajín eurozóny. V priebehu leta 2011 dlhová kríza v eurozóne nabrala na intenzite. Finančné trhy neupokojila ani dohoda krajín EÚ z 21. júla 2011 o nových opatreniach na riešenie dlhovej krízy. Naopak, investori začali požadovať výrazne vyššie rizikové prirážky na dlhopisy Španielska, Talianska a Belgicka a v menšej miere aj na dlhopisy Francúzska. Súčasne narastá napätie na medzibankovom trhu v eurozóne, čo dokumentuje vývoj spreadov na medzibankovom trhu (graf 9).

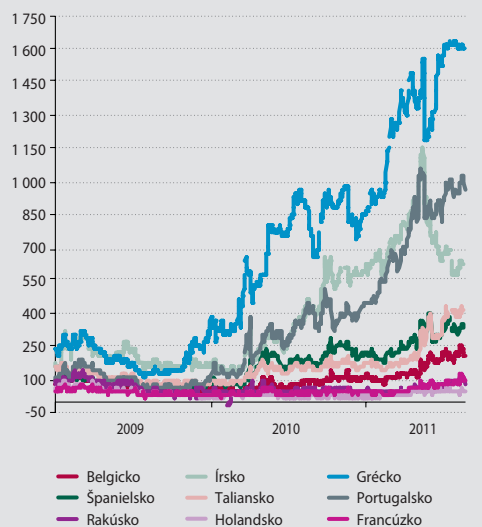
V prvom polroku 2011 sa začali stupňovať aj obavy trhov v súvislosti s dlhovou pozíciou USA a Ja-

Graf 7 Svetové ceny komodít (index, rok 2000 = 100, v reálnom vyjadrení na základe CPI deflátora USA)



Zdroj: MMF: World Economic Outlook, september 2011.
Poznámka: Posledný údaj je za jún 2011.

Graf 8 Rozpätia výnosov vládnych dlhopisy vybraných krajín voči výnosom nemeckých vládnych dlhopisov (bázické body)



Zdroj: Eurostat, výpočty NBS.
Poznámka: Posledné údaje sú za 28. október 2011.

6 Marcové devastačné zemetrasenie a tsunami v Japonsku viedli k dočasnému stiahnutiu sa investorov z rizikovejších aktív.

Graf 9 Spready na medzibankovom trhu (bázické body)


Zdroj: EURIBOR-EBF.

Poznámka: Graf znázorňuje rozdiel medzi 3-mesačným EURIBOR-om (referenčná sadzba za ktorú sa požičiavajú 3-mesačné eurové zdroje na medzibankovom trhu eurozóny) a 3-mesačnou swapovou sadzbou. Čím je toto rozpätie väčšie, tým je vnímané riziko defaultu protistrany na medzibankovom trhu vyššie. Posledný údaj je za 31. október 2011.

ponska. Investori vnímali citlivo najmä politický pat v USA v súvislosti s rozhodovaním o spôsobe uskutočnenia fiškálnej konsolidácie a odobratie najvyššej ratingovej známky pre úverovú dôveryhodnosť USA zo strany jednej ratingovej agentúry.

Uvedený nepriaznivý vývoj na finančných trhoch pravdepodobne nepodporí v ďalšom období podmienky v reálnej ekonomike vyspelých krajín cez normalizáciu úverových podmienok bánk. Naopak, ak sa obavy investorov z udržateľnosti dlhovej pozície dotknutých krajín vystupňujú do tej miery, že výsledkom bude materializácia vyššie popísaných systémových rizík, strata spotrebiteľskej a firemnej dôvery bude mať vážny negatívny dopad na globálnu ekonomiku.

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

Podľa ECB k trom najväznejším rizikám pre bankový sektor eurozóny patria vzájomné pôsobenie a možná nákaza medzi bankovým sektorom,

verejnými financiami a reálnou ekonomikou, riziká pre trhové financovanie sa bánk spojené s vysokou volatilitou cien zdrojov a v prípade niektorých krajín eurozóny riziká strát z dôvodu slabých alebo padajúcich trhov s komerčnými a rezidenčnými nehnuteľnosťami.⁷ Odhady dopadu realizácie týchto rizík na bankový sektor eurozóny sa výrazne líšia, čo len podporuje neistotu investorov a veriteľov.

Riziko nákazy medzi bankovým sektorom a verejnými financiami sa v prvom polroku a v priebehu leta 2011 rozšírilo z pôvodných troch krajín, ktoré prijali finančnú pomoc z EÚ a od MMF (Grécko, Írsko, Portugalsko) na ďalšie krajiny (Taliansko, Španielsko, Belgicko a Francúzsko). Hlavným dôvodom sú slabé vyhliadky pre ekonomický rast a štrukturálne nedostatky ekonomík týchto krajín generovať dostatočne vysoké tempá rastu pre zabezpečenie udržateľnosti ich zadĺženia. Na výkonnosť dotknutých ekonomík však zároveň negatívne pôsobí slabý bankový sektor. Spolu s rastúcimi rizikami štátov sa zhoršujú aj podmienky pre trhové financovanie sa bánk, pričom banky s vyšším vystavením voči problémovým krajinám majú prístup na peňažné trhy prakticky zablokovaný. Na rast nákladov financovania sa bánk pritom tlačí aj vyššia potreba zdrojov zo strany štátov a zostrená konkurencia o primárne vklady. Charakter a rozsah porúch má systémový charakter a na trhoch pretrváva silné vnímanie systémového rizika. Naznačuje to potrebu urýchlenej reštrukturalizácie/rekapitalizácie slabých bánk.

Vo väčšine krajín eurozóny došlo najmä v priebehu roka 2010 k zlepšeniu situácie na trhoch s komerčnými nehnuteľnosťami. Napriek tomu kreditné riziká z úverov developerom vo vybraných krajinách ostávajú vysoké. Dôvodom je veľký objem týchto úverov a neisté vyhliadky pre trh komerčných nehnuteľností. Aj kreditné riziko z úverov domácnostiam je v niektorých krajinách vysoké vzhľadom na nepriaznivý výhľad pre príjmy domácností a riziko korekcie cien rezidenčných nehnuteľností v krajinách, kde pretrváva ich výrazné nadhodnotenie (Španielsko, Holandsko, Taliansko, Francúzsko, Belgicko). Bilancie bánk eurozóny zatažujú cez značné riziká z precenenia (valuation risks) a zdrojov financovania (funding risks) aj aktíva denominované v americkom dolári (najmä expozície cez komplexné finančné nástroje voči stále slabému trhu nehnuteľností v USA).

⁷ ECB: Financial Stability Review, jún 2011.



Odhady strát bankového sektora eurozóny vo vzťahu k uvedeným rizikám sa veľmi výrazne líšia v závislosti od použitých predpokladov a metód skúmania. Posledné odhady EBA pre 70 vybraných bánk, ktoré zohľadňuje aj výnosy z portfólií vládnych cenných papierov nízko rizikových krajín, hovoria o potrebe rekapitalizácie bánk na úrovni 106 mld. € (box 1). Podľa MMF bankám hrozia straty z precenenia expozícií voči vládnym dlhom šiestich najrizikovejších krajín eurozóny vo výške 200 mld. €. Merrill Lynch odhaduje straty z precenenia dlhopisov

6 rizikových krajín eurozóny pre vybraných 90 bánk eurozóny na úrovni 162 mld. €, z čoho odvodzujú výšku kapitálovej medzery (pri predpoklade 9% kapitálovej požiadavky na Core Tier 1 kapitál) až 413 mld. €. Podľa Morgan Stanley bankám eurozóny chýba kapitál v objeme 275 mld. €. Hoci tieto čísla sú výsledkom značne odlišných prístupov k meraniu, aj v renomovaných médiách sú prezentované tak, ako by popisovali rovnakú skutočnosť.⁸ Podporuje to neistotu a nedôveru investorov v prijaté riešenia.

Box 1**HLAVNÉ VÝSLEDKY SUMMITU EÚ Z OKTÓBRA 2011 NA STABILIZÁCIU DLHOVEJ KRÍZY ŠTÁTOV V EUROZÓNE**

Hlavnými závermi summitu krajín EÚ/eurozóny z konca októbra 2011 sú dohodnuté nové opatrenia pre riešenie dlhovej krízy v eurozóne a stabilizáciu európskeho bankového sektora. Analýza EBA (na základe júnových dát za banky a septembrových údajov o výnosoch štátnych dlhopisov) indikovala chýbajúcich 106 mld. € kapitálu v bankovom sektore EÚ vzhľadom na dohodnuté výnimočné zvýšenie požiadavky na najkvalitnejšie vlastné zdroje európskych bánk (Core Tier 1) na úroveň 9% rizikovo vážených aktív. Banky musia uvednú kapitálovú požiadavku dosiahnuť do júna 2012. Očakáva sa, že väčšinu chýbajúceho kapitálu banky získajú z interných zdrojov (zo ziskov a predaja aktív). Na summite došlo aj k dohode so súkromnými investormi o zníže-

ní nominálnej hodnoty gréckeho dlhu v rukách súkromných investorov (cca 200 mld. €) o 50%. Tretím najdôležitejším opatrením bola dohoda o posilnení EFSF („eurovalu“) pomocou pákového efektu. Bezprostredná reakcia finančných trhov na tieto opatrenia bola pozitívna. Dôležitejší bude efekt týchto opatrení na veľmi zložité podmienky financovania sa európskych bánk (hlavne vo vzťahu k potrebe refinancovať dlhodobé zdroje v objeme asi 440 mld. € maturujúce v roku 2012) a následne pre hospodársky rast v EÚ. Trhy budú pravdepodobne naďalej venovať zvýšenú pozornosť a citlivo reagovať na priebeh dôležitých štrukturálnych reforiem pre zlepšenie kapacity splácať štátne dlhy v rizikovejších krajinách eurozóny.

Na slovenský bankový sektor môže mať prípadná materializácia systémového rizika v bankovom systéme eurozóny negatívny dopad. Na jeho zmiernenie však príslušné domáce orgány disponujú dostatočnými právomocami a nástrojmi.⁹

Slovenský bankový sektor je z veľkej časti vo vlastníctve zahraničných bankových skupín, z ktorých väčšina má sídlo v krajinách eurozóny. Vzhľadom na zložitú situáciu v bankovom sektore eurozóny je namieste otázka, ako môže prípadné ďalšie zhoršenie tejto situácie ovplyvniť stabilitu domácich bánk. Najvýznam-

nejšie banky na Slovensku majú právnu formu akciových spoločností s vlastnou právnou subjektivitou a ako také podliehajú domácim zákonom a regulačným pravidlám pre vlastný kapitál, likviditu, majetkovú angažovanosť, výkazníctvo, prevádzku a i. Zároveň je činnosť domácich bánk pod dohľadom Národnej banky Slovenska, pričom tento dohľad je koordinovaný aj s orgánmi dohľadu pre zahraničné materské inštitúcie. Znamená to, že existujú efektívne nástroje, ktoré dokážu obmedziť riziko ohrozenia ktorejkoľvek domácej banky z titulu prípadného úpadku jej materskej spoločnosti.

⁸ Napríklad článok Barker, A. a Jenkins, P.: EU bank recap could be only €80bn. *Financial Times*, 19. október 2011.

⁹ K tejto téme, z perspektívy pripravovaného režimu pre riešenie krízovej situácie úverových inštitúcií na úrovni EÚ, bude publikovaný článok v decembrovom vydaní odborného časopisu *Biatec*.




V uplynulom období sme boli svedkami zhoršenia úverového hodnotenia významných talianskych bánk Intesa Sanpaolo a UniCredit zo strany ratingových agentúr. Tento pokles úverového ratingu sa automaticky premietol aj do poklesu úverového ratingu ich slovenských dcér. Znamená to, že finančná sila matky nepriamo ovplyvňuje finančnú silu dcéry. Tento vplyv je vo všeobecnosti o to väčší, o čo väčšia je závislosť dcéry na zdrojoch od matky. Významné slovenské banky disponujú dostatkom domácich zdrojov pre svoju úverovú činnosť (bližšie v kapitole 3).¹⁰

Hlavné riziká z externého prostredia pre domácu finančnú stabilitu:

- pokles zahraničného dopytu predovšetkým z dôvodu zvýšených kreditných rizík vybraných štátov eurozóny a ich negatívneho vplyvu na stabilitu bankového sektora,
- negatívny dopad zvýšeného systémového rizika v bankovom sektore eurozóny na úverovú aktivitu niektorých domácich bánk.

10 V tomto prípade však zníženie kreditného ratingu uvedených bánk súviselo so znížením ratingu krajiny – Talianska, a nie so zhoršením finančnej kondície týchto bánk.



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 sa v prvom polroku 2011 vyvíjali vcelku priaznivo. Ekonomia pokračovala v raste. V roku 2011 NBS očakáva rast ekonomickej aktivity, ktorý by mal byť vzhľadom na konsolidáciu verejných financií nižší ako v roku 2010. V prostredí očakávaného spomalenia rastu globálnej ekonomiky je aj výhľad rastu domácej ekonomiky pre rok 2012 revidovaný nadol.

Začiatkom roka vývoj konjunkturálnych indikátorov naznačoval zlepšenie krátkodobých výhľadov, podnikateľská a spotrebiteľská dôvera však ku koncu sledovaného obdobia klesala, čo naznačuje spomalenie ekonomiky. Rast ziskovosti podnikov sa prejavil obnovením investičného dopytu. Obnovila sa aj úverová aktivita v niekoľkých sektoroch nefinančných podnikov. Domácnosti na pomalý rast príjmov reagovali obmedzením spotreby a kumulovaním úspor vo forme finančných aktív, keď miera investícií stagnovala.

V reakcii na hospodársku krízu v korporátnom sektore nastalo hľadanie alternatív financovania, keď úverovanie z domáceho finančného sektora bolo nahrádzané financovaním z trhu alebo vyšším využívaním interných zdrojov. Pokračovanie tohto trendu by mohlo znamenať zmenu distribúcie úverového rizika v ekonomike. Zatiaľ nie je jednoznačné, či ide o dlhodobejší trend, alebo len krátkodobejšiu reakciu podnikov na nižšiu dostupnosť zdrojov v období recesie. Pokiaľ by proces disintermediácie pokračoval, potreba vyššieho využívania vlastných zdrojov financovania by mohla mať dopady aj na spomalenie rastu investícií.¹¹

Určité zlepšenie zaznamenal vývoj verejných financií, keď konsolidačné opatrenia priniesli pokles deficitu. Fiškálny výhľad je však vzhľadom na nestabilitu domácej politickej scény v krátkodobom horizonte menej priaznivý. Slovensko si v opakovanej kríze dôvery v suverénne štáty udržalo dôveru trhov, takže vývoj spreadov

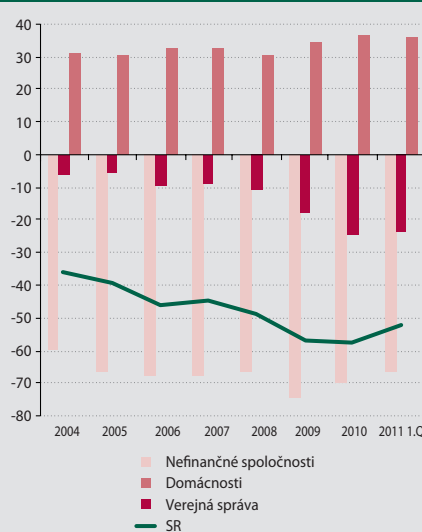
vládnych dlhopisov nebol výraznejšie negatívne ovplyvnený. Významné ratingové agentúry v tomto turbulentnom období nezmenili pohľad na Slovensko.

Vývoj čistého finančného bohatstva¹² inštitucionálnych sektorov ekonomiky (graf 10) naznačuje, že v prvom polroku 2011 pretrvával trend rastu zadlženia, podmienený negatívnym príspevkom sektora verejnej správy. Pozícia nefinančných podnikov sa mierne zlepšovala. Zadlženosť sektorov ekonomiky a ich finančná páka sa v roku 2011 zvýšila.

Zhoršenie finančnej pozície slovenských podnikov v súvislosti s globálnou ekonomickou krízou bolo spojené s rastom finančnej páky. Aj keď sa sektorová finančná páka zvýšila, ostáva výrazne pod priemerom eurozóny (100 % HDP v 2010).

Pokles čistého finančného bohatstva a zvyšovanie finančnej páky naznačujú znižovanie schopnosti sektora vyrovať sa s ekonomickými šokmi.

Graf 10 Čisté finančné bohatstvo (% HDP)



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Čisté finančné bohatstvo = finančné aktíva – pasíva.

¹¹ Finančná pozícia nefinančných podnikov je analyzovaná v prílohe 2.
¹² Čisté finančné bohatstvo = finančné aktíva mínus pasíva.

Graf 11 Sektorová finančná páka (%)


Zdroj: AMECO database, Eurostat, NBS.

1) Prognóza EK na rok 2011.

Poznámky: Domácnosti: pasíva/aktíva. Nefinančné spoločnosti: dlhové pasíva/aktíva. Verejná správa: pasíva/príjmy.

Rast ekonomiky SR pokračoval, aj keď bol naďalej nerovnomerný.

Reálny HDP vzrástol v prvom polroku 2011 medziročne o 3,4 %. V štruktúre rastu dominoval príspevok čistého exportu pri stagnácii domáceho dopytu. Domáci dopyt podporil najmä investič-

ný dopyt pri stagnácii spotrebiteľského dopytu a konečnej spotreby verejnej správy. Z minulého obdobia sa zachoval predstih rastu produktivity práce pred rastom reálnych miezd.

Rast cien sa podľa očakávaní zrýchlil.

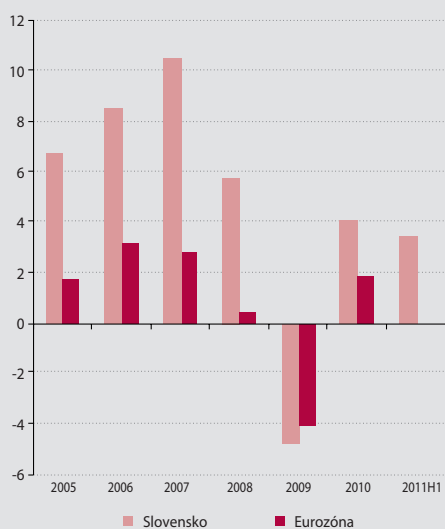
Predpoklady akcelerácie inflácie, súvisiace do veľkej miery s rastom cien komodít, najmä energií a potravín, ako aj vplyvom úpravy daní, sa naplnili. V prvom polroku 2011 sa miera inflácie zvyšovala až na úroveň 4 %. Inflácia sa – po dlhšom období poklesu – začala zvyšovať aj vo výrobnom sektore.

Posilnenie eura spolu s vyššou infláciou znamenalo oslabenie cenovej konkurencieschopnosti.

Cenová konkurencieschopnosť slovenského exportu, meraná indexom reálneho efektívneho kurzu, sa v prvom polroku 2011 medziročne znížila. Prispel k tomu kladný inflačný diferencál, keďže v SR bola vyššia miera inflácie ako v krajinách relevantných obchodných partnerov, ako aj nominálne posilnenie efektívneho kurzu.

Vonkajšia rovnováha sa vzhľadom na dynamický export zlepšila.

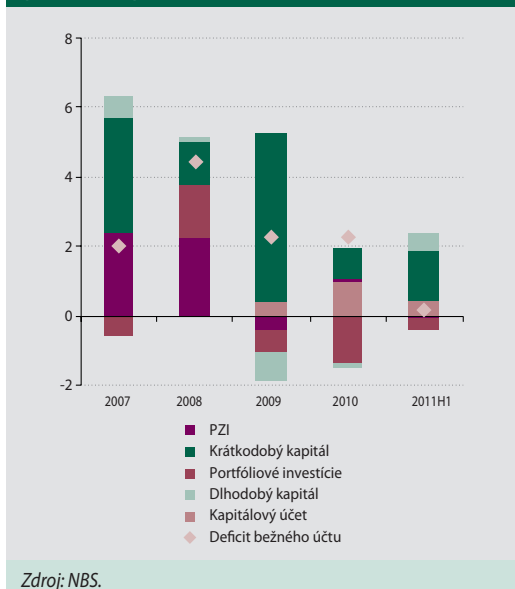
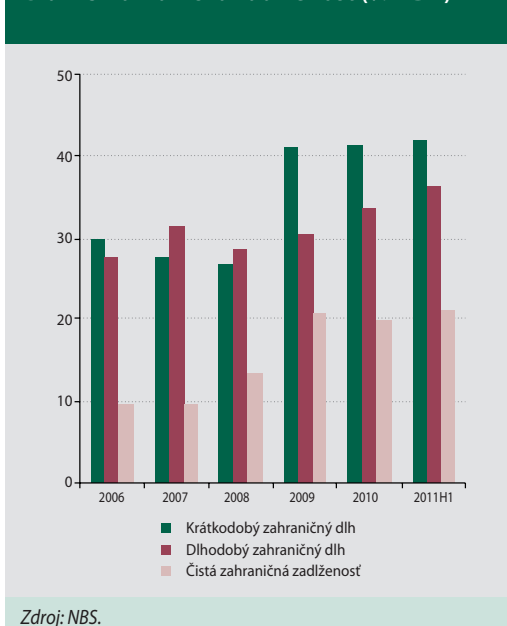
Deficit bežného účtu klesol na úroveň 0,5 % HDP. Prebytok obchodnej bilancie poklesol na 0,2 %

Graf 12 Vývoj HDP (medziročná zmena, %)


Zdroj: ŠÚ SR, Eurostat.

Graf 13 Vývoj produktivity práce a miezd (medziročná zmena, %)


Zdroj: ŠÚ SR.

Graf 14 Financovanie bežného účtu (mld. EUR)

Graf 15 Zahraničná zadlženosť (% HDP)


HDP pri raste objemu dovozu aj vývozu tovaru. Zlepšila sa bilancia služieb a bežných transferov. Vyššia ziskovosť podnikov sa premietla do opätovného nárastu odlevu výnosov zahraničnými investormi prostredníctvom bilancie výnosov.

Pretrváva trend rastu hrubej zadlženosti voči zahraničiu.

Hrubá zahraničná zadlženosť vzrástla na 52,7 mld. € (78,1 % HDP). Podiel krátkodobého dlhu na celkovom hrubom zahraničnom dlhu poklesol na 55,1 %. Podiel verejného sektora na krátkodobom dlhu ku koncu polroka 2011 poklesol (na 53 %) a vzrástol jeho podiel na dlhodobom dlhu (50 %). Dlžnícka pozícia SR voči zahraničiu sa v čistom vyjadrení mierne zvýšila.

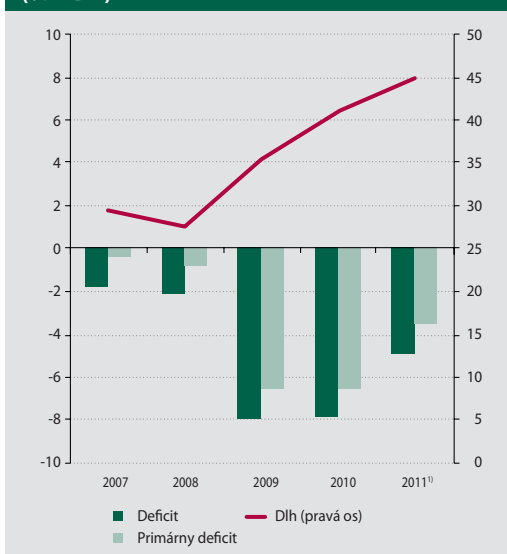
Konsolidácia rozpočtu priniesla prvé výsledky.

Deficit rozpočtu verejných financií dosiahol v prvom polroku 2011 úroveň 1,578 mld. €. Priaznivejší vývoj deficitu než sa očakávalo možno pripísať lepšiemu výberu daní, ako aj reštrikcii na strane výdavkov. V roku 2011 sa očakáva deficit vo výške 4,9 % HDP.

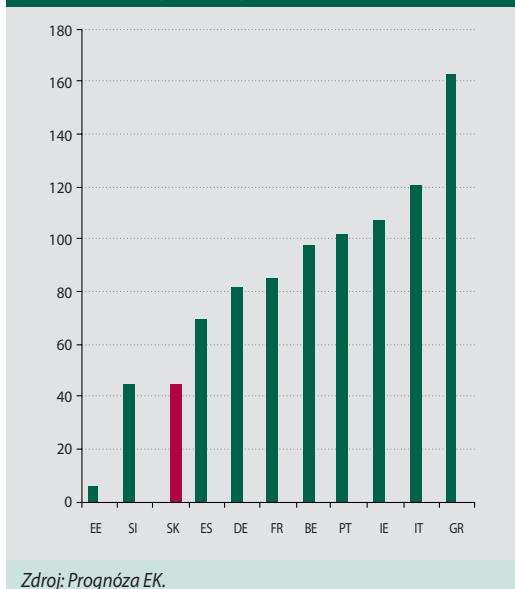
Cieľ dosiahnuť deficit na hranici 3 % HDP v roku 2013 deklaruje vláda ako naďalej platný, pokračovanie konsolidácie bude ale, vzhľadom na nestabilitu na politickej scéne, náročné.¹³ Rizikom napĺňania

konsolidačných zámerov je aj nízky rast ekonomiky vzhľadom na skutočnosť, že práve príspevok rastu HDP napomáhal SR v minulosti znižovať resp. udržiavať dlhový pomer na stabilnej úrovni.

V štruktúre financovania verejnej správy dominovalo financovanie dlhovými cennými papiermi, mierne vzrástlo financovanie krátkodobými úvermi.

Graf 16 Deficit a dlh verejných financií SR (% HDP)


¹³ V októbri 2011 bolo rozhodnuté o predčasných voľbách v marci 2012.

Graf 17 Dlh vybraných krajín eurozóny v roku 2011 (% HDP)


Pokračovanie krízy suverénnych štátov znamenalo rast nákladov financovania dlhu verejných financií.

Prehlbenie krízy najviac zadlžených ekonomík eurozóny znamenalo v prvom polroku rast nákladov financovania pre väčšinu krajín menovej únie. Výnosy nemeckých dlhopisov, ktoré sú naďalej vnímané ako bezpečná investícia, zaznamenávali od druhého štvrtroka pokles, čo sa pre-

mietlo do nárastu rizikovej prirážky na dlhopisy SR. Slovensko bolo vnímané ako krajina mimo ohrozenia, výnosy dlhopisov SR sa pohybovali mierne pod priemerom krajín eurozóny.

2.2 STREDNODOBÉ RIZIKÁ Z DOMÁCEHO MAKROEKONOMICKÉHO PROSTREDIA

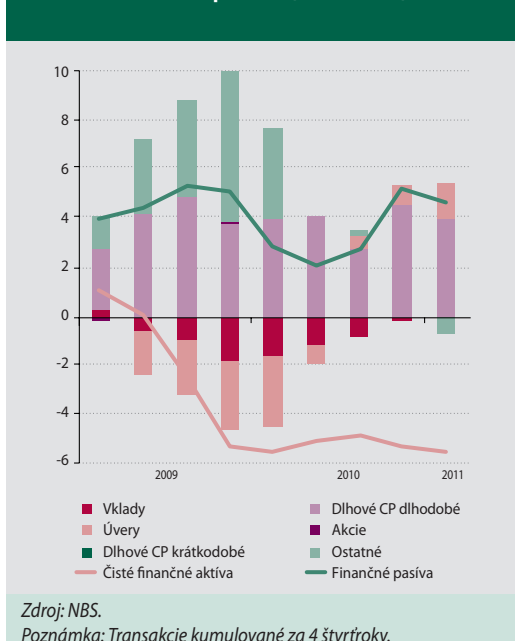
Napriek zlepšeniu vývoja makroekonomických indikátorov v prvom polroku 2011 pokladáme stav domácej ekonomiky z hľadiska finančnej stability naďalej za zraniteľný. Hlavné zdroje potenciálnych rizík pre finančnú stabilitu v domacom prostredí identifikované v predchádzajúcich správach pretrvávajú.

Riziká sú spojené najmä:

- s vývojom verejných financií,
- s pretrváváním neistoty okolo strednodobého rastu,
- s tým súvisiacim vývojom príjmov ekonomických sektorov.

Riziká z domáceho makroekonomického prostredia sú naďalej významné.

V prvom polroku 2011 pokračoval rast domácej ekonomiky, ktorý napomáhal stabilizovať

Graf 18 Finančné pasíva (mld. EUR)

Graf 19 Výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov


finančnú pozíciu sektorov ekonomiky. Toto stabilizovanie domáceho prostredia nebude mať pravdepodobne dlhodobejšie trvanie vzhľadom na prehlbovanie dlhovej krízy v eurozóne, ako aj rast neistoty vývoja v globálnej ekonomike, ktorý sa v nasledujúcom roku pravdepodobne bude premietat' aj do domáceho prostredia.

Vo fiškálnom sektore boli dosiahnuté prvé pozitívne výsledky konsolidácie. Do budúcnosti ale existuje riziko prerušenia kontinuity zavádzaných opatrení vzhľadom na zvýšenú politickú neistotu.¹⁴ Tieto okolnosti by mohli znamenať riziko nielen pre splnenie konsolidačného záväzku, ale pre celkovú udržateľnosť suverénnej dlhovej pozície SR.

2.3 VÝVOJ V SEKTORE NEFINANČNÝCH KORPORÁCIÍ

Financovanie nefinančných spoločností a domácností úvermi naďalej rástlo, prevládalo financovanie dlhodobými zdrojmi (graf 20). Financovanie finančných spoločností z domáceho bankového sektora po stagnácii opätovne vzrástlo (podrobnejšie v časti 3.2). Tento vývoj bol podmienený uplatňovaním prísnejších úverových štandardov bankami, ako aj nižším dopytom po úveroch vzhľadom na menej priaznivé

prostredie pre realizáciu investičných zámerov. Úvery domácnostiam vykázali aj v prvom polroku 2011 mierny rast. Z novoposkytnutých úverov domácnostiam rástli najmä úvery na bývanie a spotrebiteľské úvery.

Finančná pozícia podnikov hodnotená ich ziskovosťou sa zlepšovala.

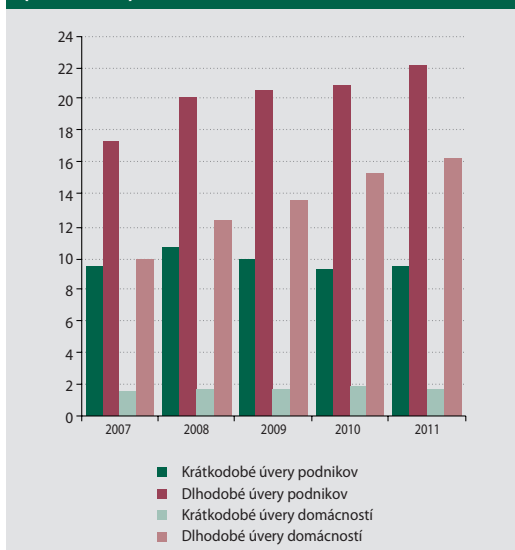
Finančná pozícia podnikov je ovplyvnená tvorbou ich ziskov. Zisková prirážka sektora nefinančných podnikov (kompenzácie/pridaná hodnota v s. c.) sa po prepade v roku 2009 opätovne zvyšovala. Vývoj ziskovej prirážky je podmienený kombináciou vplyvu vývoja reálnych miezd a produktivity práce. Rast ziskovej prirážky bol podmienený poklesom reálnych miezd pri zachovaní rastu produktivity (graf 21).

Zisky podnikov sa v prvom polroku 2011 zvyšovali, ťahané priemyslom, obchodom a činnosťami v oblasti nehnuteľností, v medzioročnom porovnaní vzrástli o 7,9% na 4 904 mil. €. Prístup podnikov k investovaniu a zadlžovaniu sa bol naďalej opatrný.

Indikátory podnikateľskej dôvery sa v prvom polroku postupne oslabovali.

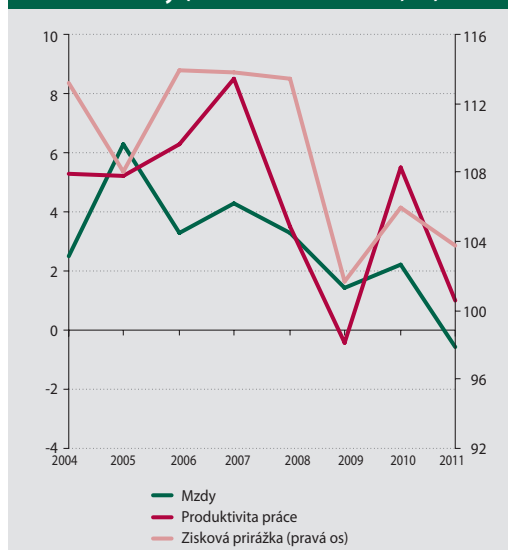
Pozitívny obrat v náladách vo väčšine odvetví, ktorý nastal v roku 2010, sa neudržal dlhodobejšie.

Graf 20 Stav úverov podľa splatnosti (mld. EUR)



Zdroj: NBS, Štvrťročné finančné účty.

Graf 21 Zisková prirážka, produktivita práce a reálne mzdy (medzioročná zmena, %)

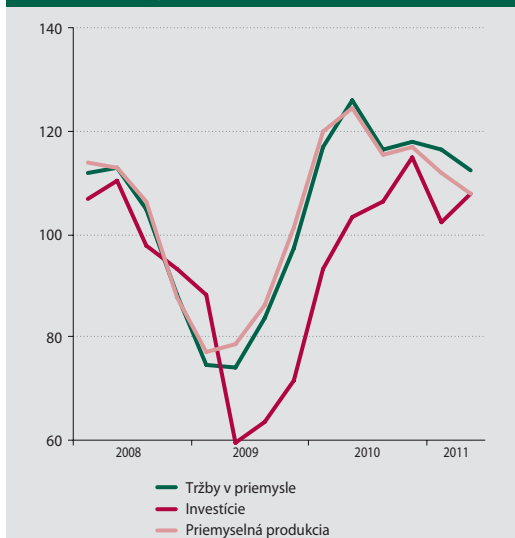


Zdroj: ŠÚ SR.

Poznámka: Zisková prirážka – index, rok 2000 = 100.

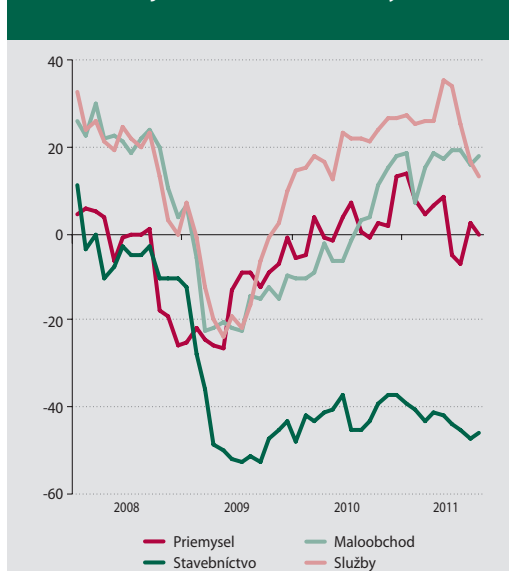
14 Nezhody v koalícii vyústili do predčasných volieb v marci 2012.

Graf 22 Produkcia, tržby a investície (index, ROMR = 100)



Zdroj: ŠÚ SR.

Graf 23 Konjunkturálne indikátory (saldo)



Zdroj: Eurostat.

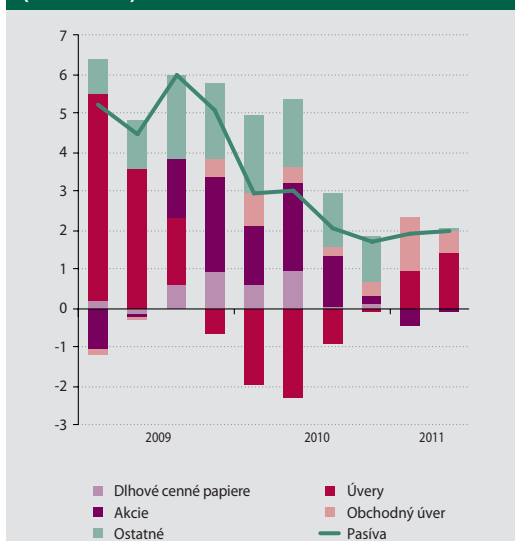
Okrem odvetvia služieb, kde sa dôvera zvýšila nad hladinu dosiahnutú v roku 2010, sa nálady v ostatných odvetviach menili opätovne smerom nadol.

Zadlženosť nefinančných spoločností mierne poklesla

V prvom polroku 2011 nefinančné podniky znížili svoju zadlženosť, keď finančné pasíva vzrástli

pomalšie ako finančné aktíva. V štruktúre financovania opätovne rástol význam financovania úvermi. Emisia akcií sa mierne znížila. 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, pričom obchodné úvery prijaté zo zahraničia poklesli.

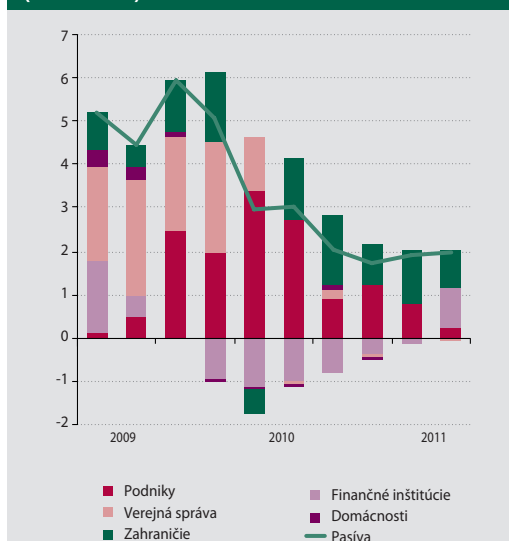
Graf 24 Financovanie podľa nástrojov (mld. EUR)



Zdroj: NBS.

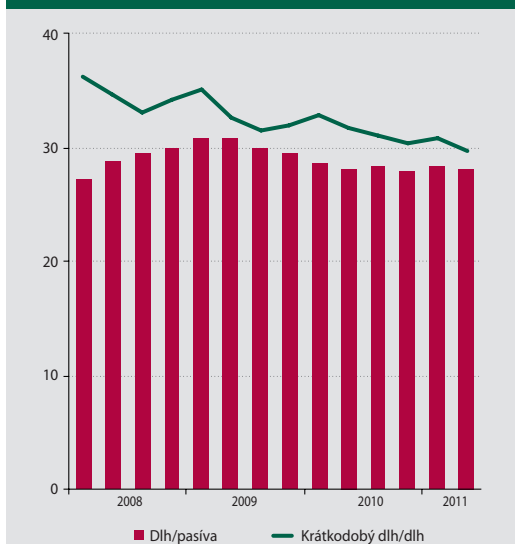
Poznámka: Transakcie kumulované za 4 štvrťroky.

Graf 25 Financovanie podľa sektorov (mld. EUR)



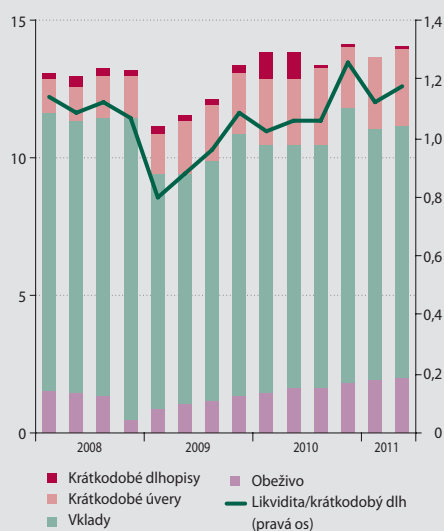
Zdroj: NBS.

Poznámka: Transakcie kumulované za 4 štvrťroky.

Graf 26 Štruktúra dlhu (%)


Zdroj: NBS.

Poznámka: Dlh – bez ostatných záväzkov.

Graf 27 Stav likvidných aktív (mld. EUR)


Zdroj: NBS.

Na strane finančných aktív udržiavali podniky dostatočný objem likvidity (obeživo, vklady, krátkodobý dlh a krátkodobé cenné papiere), ktorá pokrývala objem krátkodobého dlhu (podľa originálnej splatnosti).

2.4 VÝVOJ V SEKTORE DOMÁCNOSTÍ

Ekonomická situácia domácností bola naďalej menej priaznivá.

Situácia na trhu práce sa v prvom polroku 2011 pozvoľna konsolidovala, miera nezamestnanosti sa udržiavala nad úrovňou 13% a mierne rástla aj celková zamestnanosť. Z hľadiska kreditného rizika domácností môžu byť problematické zmeny v štruktúre nezamestnaných smerom k vyšším príjmovým skupinám, vzhľadom na koncentráciu záväzkov voči bankám práve v stredných a vyšších príjmových skupinách obyvateľstva (podrobnejšie v časti 3.2).

Vývoj disponibilných príjmov sa zlepšil, keď sa zvyšovali najmä príjmy z práce a podnikania, významné pre obsluhu záväzkov domácností, rástli tiež sociálne dávky. Nižšia spotreba domácností znamenala opätovný rast miery úspor domácností, ktorá prevyšovala investičnú akti-

Graf 28 Miera úspor a investícií (%)


Zdroj: ŠÚ SR.

1) Anualizované.

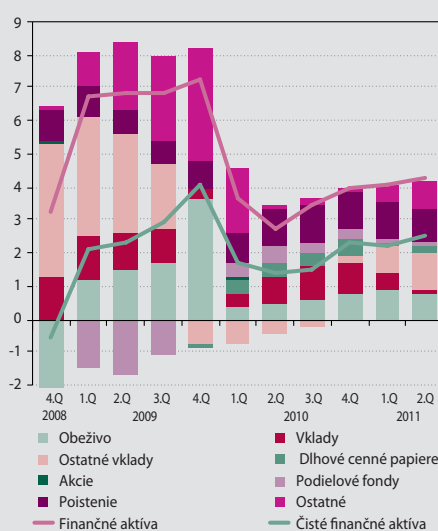
Poznámka: HDD – hrubý disponibilný dôchodok.

vitú domácností. Úspory domácností alokovali do finančných aktív. Rástli najmä termínované vklady, pričom domácnosti najmä na konci polroka presúvali prostriedky z rizikovejších nástrojov.

Graf 29 Trh práce – nezamestnanosť a miera voľných pracovných miest (%)


Zdroj: ŠÚ SR.

Poznámka: Miera voľných pracovných miest = počet voľných miest / (počet obsadených miest + počet voľných miest).

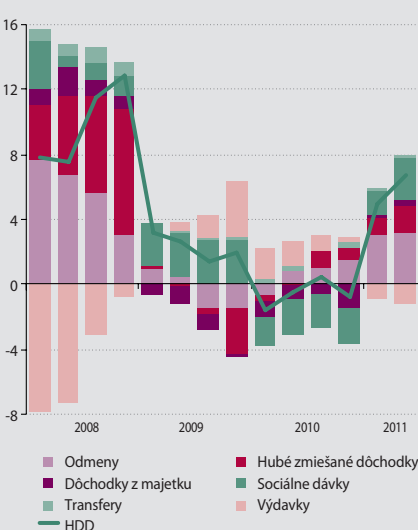
Graf 31 Aktíva domácností (mld. EUR)


Zdroj: NBS.

Poznámka: Transakcie kumulované za 4 štvrtroky.

Vyššia akumulácia finančných aktív ako rast záväzkov znamenala, že čisté finančné aktíva domácností naďalej rástli (graf 31).

Schopnosť domácností priebežne splácať dlhy (pasíva) vo vzťahu k disponibilným príjmom

Graf 30 Disponibilný príjem (medziročné zmeny, %)


Zdroj: ŠÚ SR.

bola na agregátnej úrovni dostatočná. Kapacita domácností vyrovať sa s neočakávanými finančnými výdavkami je však pomerne obmedzená. Zo štatistického zisťovania SILC vyplýva, že približne dve tretiny domácností by mali problém znášať neočakávané výdavky. Bolo by to problémom nielen pre nízkopríjmové domácnosti. Schopnosť platiť zvyčajné výdavky je podstatne lepšia, keďže uhrádzanie bežných výdavkov predstavuje finančný stres len pre tretinu domácností. V skupine nízkopríjmových domácností má viac než polovica z nich ťažkosti so splácaním bežných záväzkov.

2.5 STREDNODOBÉ RIZIKÁ V SEKTORE NEFINANČNÝCH KORPORÁCIÍ A DOMÁCNOSTÍ

Finančná pozícia podnikov a domácností na agregátnej úrovni v prvom polroku 2011 vykázala isté zlepšenie, keď sa čisté finančné bohatstvo obidvoch sektorov mierne zvýšilo. Do budúcnosti však naďalej pretrvávajú neistoty ohľadom dlhodobšej perspektívy, ako to naznačuje vývoj indikátorov dôvery.



Tabuľka 2 Schopnosť platiť zvyčajné a neočakávané výdavky (podiel domácností v %)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Schopnosť platiť zvyčajné výdavky						
S veľkými ťažkosťami	12,5	12,4	10,7	11,6	11,1	11,5
S ťažkosťami	18,0	22,5	19,9	23,4	20,5	20,4
Domácnosti pod 60% mediánu						
S veľkými ťažkosťami	26,1	31,0	36,3	38,4	36,5	36,5
S ťažkosťami	21,2	28,5	29,2	27,2	24,6	25,9
Neschopnosť platiť neočakávané finančné výdavky						
Pod 60% mediánu	72,8	71,3	75,8	67,2 ¹⁾	68,3	71,8
Nad 60% mediánu	57,2	46,1	39,4	35,0 ¹⁾	32,1	33,6

Zdroj: Eurostat.

1) Metodologická zmena.

Strednodobé riziká súvisia najmä

- s neistou perspektívou finančnej pozície nefinančných podnikov,
- s pretrváváním napätia v rozpočtoch zadlžených domácností,
- so slabým spotrebiteľským dopytom vzhľadom na stagnáciu príjmov domácností.

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

Sektor nefinančných spoločností v prvom polroku pokračoval v obnove tvorby ziskov, najmä v časti ekonomiky orientovanej na export. Pretr-

vávajúci útlm domáceho dopytu môže negatívne ovplyvňovať tvorbu ziskov v odvetviach, ktoré sú od neho závislé.

Zadlženosť domácností ďalej narastala, ale bilancia sektora domácností nepredstavovala pre finančnú stabilitu zdroj rizík. Situácia na trhu práce a nepriaznivý vývoj príjmov domácností môže oslabovať bilanciu sektora. Opätovný rast úspor naznačuje opatrný prístup domácností k realizácii nových investícií. Pretrvávajúce nízkeho rastu príjmov bude pravdepodobne naďalej tmiť spotrebiteľský dopyt. Možnosť refinancovania úverov s kratšími fixáciami úrokovej sadzby umožnila časti dlžníkov využiť výhodnejšie podmienky financovania a nezvyšovať tak náklady na obsluhu dlhu.



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM

KAPITOLA 3

VÝVOJ A RIZIKÁ VO FINANČNOM SEKTORE

3

3 VÝVOJ A RIZIKÁ VO FINANČNOM SEKTORE

Pokračovanie celkovo pozitívneho vývoja slovenského hospodárstva a stále relatívne uvoľnené menové podmienky v prvom polroku 2011 sa odrazili na ďalšom zlepšení finančnej pozície bankového sektora. Ziskovosť zvyšku finančného sektora sa tiež vyvíjala priaznivo, no vo väčšine segmentov ešte zaostávala za jej hodnotami z predkrízového obdobia (graf 32). Zhoršujúci sa vývoj v globálnom prostredí bude v krátkodobom a strednodobom horizonte negatívne pôsobiť na kľúčových aktérov domáceho ekonomického prostredia. Prejaví sa to aj na raste rizík v slovenskom finančnom sektore. Výsledky stresového testovania bankového sektora však indikujú jeho dobrú odolnosť voči takémuto scenáru vývoja.

3.1 VÝKONNOSŤ BANKOVÉHO SEKTORA

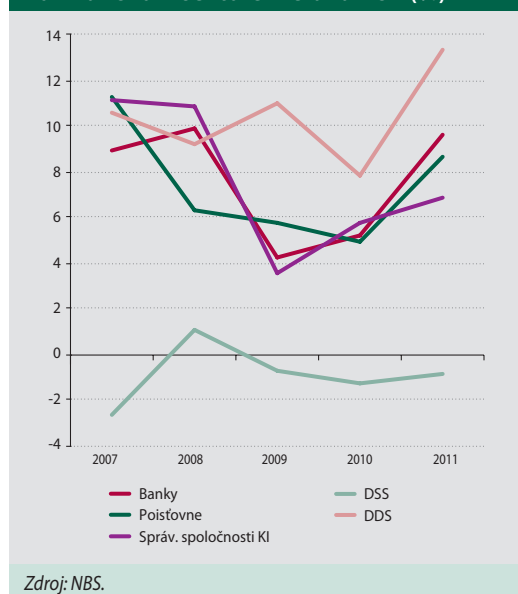
Význam sektora domácností pre banky v prvom polroku 2011 ďalej rástol. Rástli najmä nové úvery na bývanie, z ktorých veľká časť stále slúžila na refinancovanie starých úverov pri výhodnejších úrokových podmienkach. Výraznejšie rástli aj nové úvery novým klientom. Okrem výhodných sadziieb k tomu prispel aj

pokračujúci pokles cien nehnuteľností na bývanie.

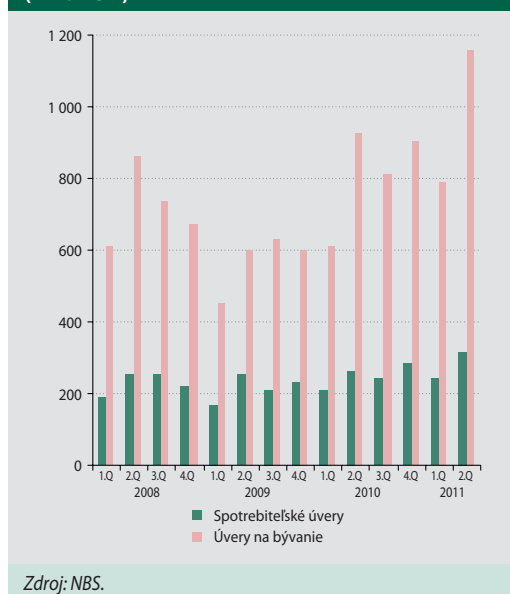
Rastový trend pri financovaní domácností bankami pokračoval aj v prvom polroku 2011. Týkalo sa to najmä úverov na bývanie, no vo vybraných bankách rástli aj nové spotrebiteľské úvery (graf 33). Veľkú časť nových úverov na bývanie banky poskytli klientom na refinancovanie starých úverov za výhodnejších podmienok. Potvrďuje to aj nízky prírastok stavu úverov na bývanie v porovnaní s prírastkom nových úverov (graf 34). Z hľadiska finančnej stability ide o pozitívny (aj keď len dočasný) jav,¹⁵ keďže domácnosti takto znižujú svoje zaťaženie úverovými splátkami (graf 35). Súčasný nárast podielu úverov s dlhšou dobou fixácie úrokových sadziieb (od roku 2010) prispel k zníženiu stále vysokej citlivosti domácností na prípadný rast úrokových sadziieb.

V prvom štvrtroku 2011 úrokové sadzby na nové úvery na bývanie buď stagnovali, alebo rástli v reakcii bánk na nárast trhových sadziieb. V druhom štvrtroku trhové sadzby pokračovali v raste, no sadzby pri dlhších fixáciách skôr stagnovali. Dôvodom je konkurenčný tlak vy-

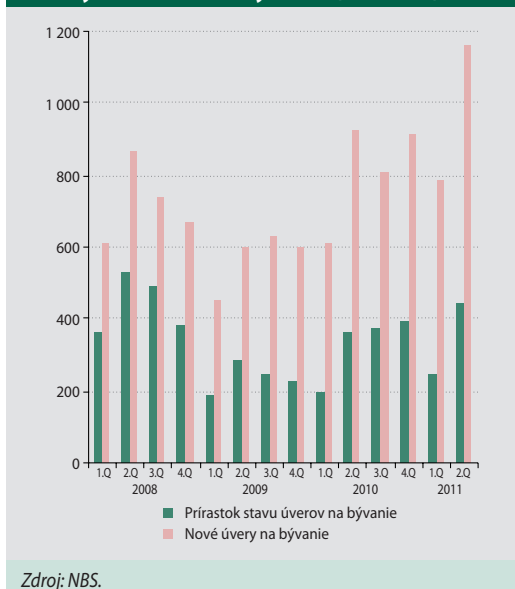
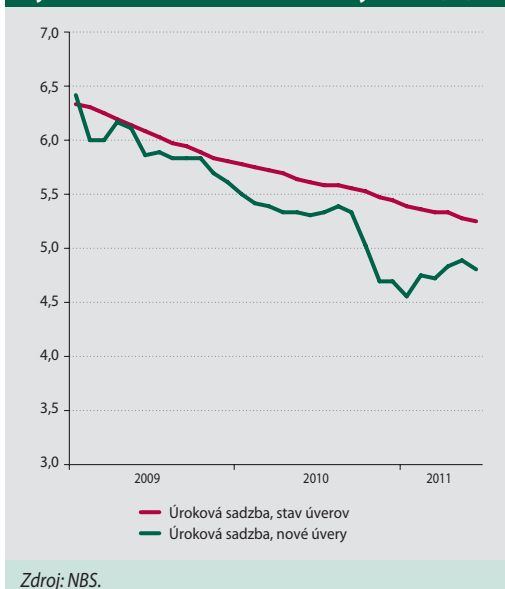
Graf 32 Rentabilita vlastných zdrojov vo finančnom sektore meraná ROE (%)



Graf 33 Nové úvery domácnostiam (mil. EUR)



¹⁵ Priaznivý rozdiel medzi výškou úrokových sadziieb na nové úvery a zo stavu úverov bude s vysokou pravdepodobnosťou klesať, čo obmedzí priestor na refinancovanie starých úverov.

Graf 34 Porovnanie prírastkov stavu úverov a nových úverov na bývanie (mil. EUR)

Graf 35 Úroková sadzba na nové úvery na bývanie a zo stavu úverov na bývanie (%)


plývajúci zo snahy vybraných bánk (znovu) získať podiel na trhu.

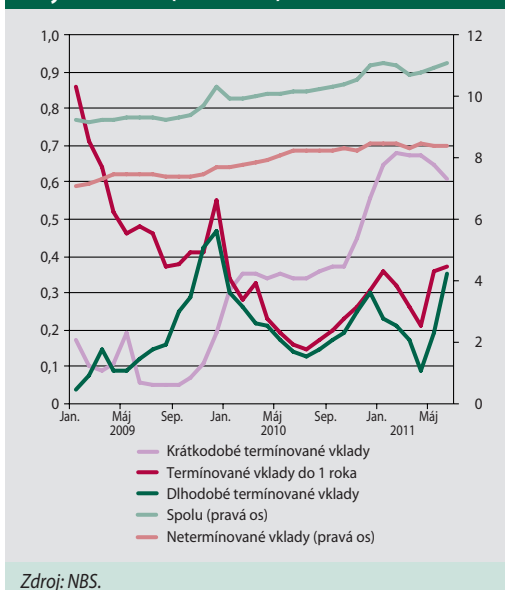
Spomínaný pokles sadzieb a stále priaznivé cenové podmienky na trhu s rezidenčnými nehnuteľnosťami podporili aj rast nových úverov na bývanie novým klientom.

Rastúci význam domácností pre banky sa prejavil aj v pasívach bankového sektora. V prvom polroku 2011 rástol objem vkladov domácností, najmä tých s dlhšou dobou viazanosti. Prispeľo k tomu aj zvyšovanie sadzieb na tieto vklady vplyvom konkurencie.

Dlhodobý trend rastu celkového objemu vkladov obyvateľstva v bankovom sektore pokračoval aj v prvom polroku 2011 (graf 36). Po poklese v prvom štvrtroku 2011 opätovne rastúce úrokové sadzby na termínované vklady oživilo záujem obyvateľstva o tieto produkty, čo sa odrazilo na zvýšení ich podielu na celkovom objeme vkladov.

Konkurenčný boj medzi bankami o primárne vklady sa v prvom polroku 2011 zintenzívnil. Veľké banky reagovali nárastom úrokových sadzieb na termínované vklady na výrazné zvýšenie týchto sadzieb ešte koncom roka 2009 zo strany niektorých menších a stredne veľkých bánk (graf 37). Prejavilo sa to okamžite v náraste podielu veľkých bánk na nových vkladoch.

Nárast objemu retailových vkladov oproti druhému polroku 2010 prispel k stagnácii čistých úrokových príjmov bankového sektora v prvom polroku 2011. Tie rástli najmä v druhom polroku 2010. Na druhej strane silná báza domácich zdrojov v pasívach bánk aj v podobe vkladov obyvateľstva a nárast podielu vkladov s dlhšou lehotou viazanosti podporuje stabilný rast domáceho bankového sektora.

Graf 36 Nové termínované vklady obyvateľstva (mln. EUR)


Graf 37 Priemerné úrokové sadzby na termínované vklady s viazanosťou od 1 do 2 rokov (%)


Zdroj: NBS.

Úvery podnikom boli v prvom polroku 2011 ovplyvnené stále slabým dopytom podnikov po úveroch na jednej strane a pretrvávajúcim opatrným prístupom bánk k úverovaniu podnikov na strane druhej. Celkové úvery medziročne v prvom polroku 2011 po dlhšej dobe rástli, no išlo o rast len vo vybraných bankách a smerovali len

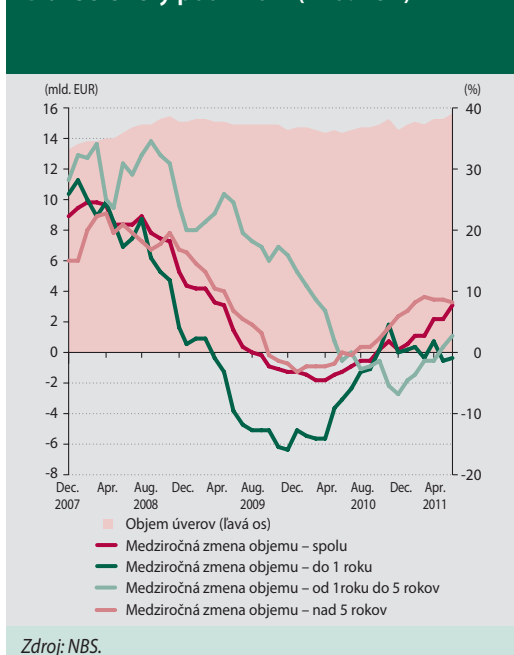
do niektorých odvetví. Podnikové vklady v bankách stagnovali.

Slabý dopyt domácich podnikov po úveroch je v súlade s vývojom vo väčšine ostatných krajín eurozóny. Hlavnými faktormi sú pretrvávajúce slabé tržby podnikov v porovnaní s ich úrovňou pred krízou, vysoká neistota v súvislosti s budúcim ekonomickým vývojom a do istej miery aj prebiehajúci proces znižovania pomeru cudzích zdrojov k vlastným zdrojom podnikov (*deleveraging*).

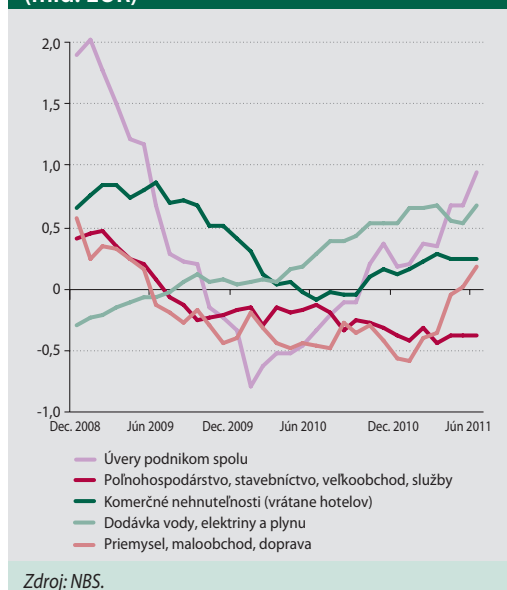
Banky sa v prvom polroku 2011 správali pri úverovaní podnikov naďalej opatrne, o čom svedčí stále prísne nastavenie úverových štandardov. Hlavným dôvodom bol najmä neistý výhľad pre vývoj v reálnej ekonomike.

Celkové úvery podnikom vykazovali v prvom polroku medziročný rast (7,6%) po relatívne dlhom období negatívneho vývoja (graf 38). Nešlo však o plošný rast úverov z hľadiska odvetví (graf 39) alebo financujúcich bánk, preto treba tento vývoj hodnotiť opatrne.

Slabý rast úverov aj vkladov domáceho podnikového sektora znižuje význam podnikov pre banky (na strane ich aktív aj pasív), najmä v prospech domácností.

Graf 38 Úvery podnikom (mld. EUR)


Zdroj: NBS.

Graf 39 Medziročné zmeny objemu úverov podnikom vo vybraných kategóriách (mld. EUR)


Zdroj: NBS.

V prvom polroku 2011 mierne rástol objem bankami nakúpených štátnych dlhopisov vybraných krajín. Poklesol objem investícií do gréckych štátnych dlhopisov. Banky emitujú najmä hypotekárne záložné listy (HZL).

Až 80% z objemu cenných papierov v majetku bánk predstavovali k 30. júnu 2011 slovenské štátne dlhopisy. Banky nakupujú štátne dlhopisy najmä do portfólií nástrojov držaných do splatnosti (HTM) a na predaj (AFS), t. j. za účelom dlhodobejšej investície. V objeme investícií do zahraničných štátnych dlhopisov nastali výraznejšie zmeny najmä v prvom štvrtroku 2011 – rástli investície do dlhopisov niektorých rizikovejších krajín a poklesol objem gréckych štátnych dlhopisov z dôvodu splatnosti emisie a odpredaja (graf 40). Počas prvého polroka 2011 pokračoval trend poklesu investícií do dlhopisov domácich bánk.

Až 90% z celkových bankami emitovaných dlhopisov tvoria HZL. Počas prvého polroka emitovalo HZL 5 bánk v celkovom objeme 368,5 mil. €. Hlavným dôvodom týchto emisií bola blížiacia sa splatnosť starých emisií, no zvyšoval sa aj význam rastúceho objemu hypotekárnych úverov. V uvedenom období iné dlhopisy ako HZL emitovali len 2 banky v objeme 24 mil. €.

Graf 40 Investície bánk do dlhopisov emitovaných nerezidentmi (%)



Zdroj: NBS.

Poznámka: Údaje na zvislej osi vyjadrujú podiel dlhopisov nerezidentov na celkovom objeme dlhopisov v HTM a AFS portfóliách bánk.

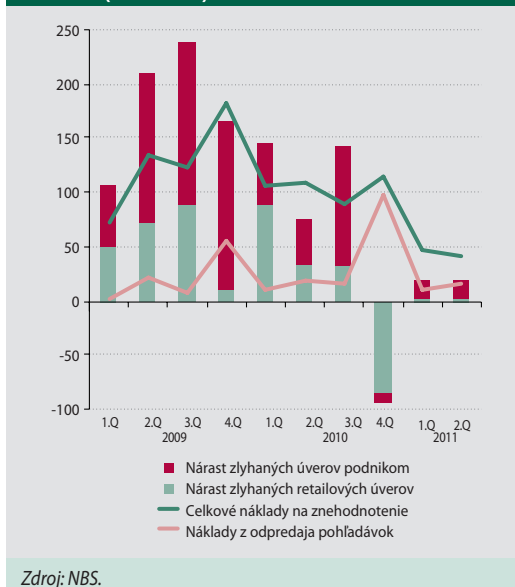
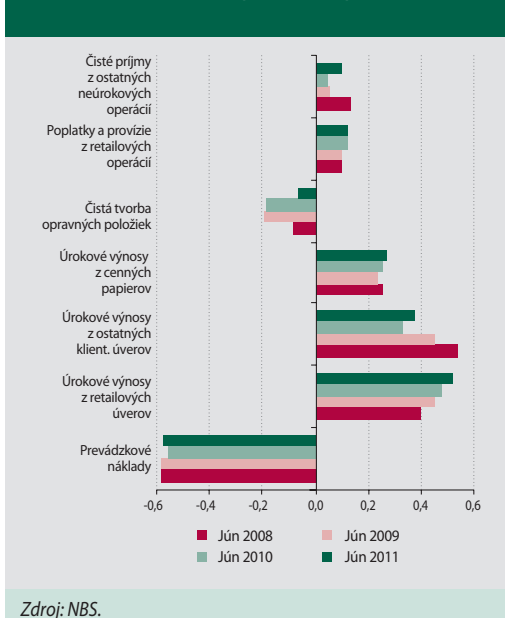
V rámci medzibankových operácií súviseli najvýznamnejšie zmeny s ukončením niektorých neštandardných operácií ECB. Objemovo najväčšiu a najvolatilnejšiu časť medzibankových obchodov tvorili naďalej operácie so zahraničnými bankami, čo naznačuje obmedzený kanál finančnej náklady cez vzájomné prepojenia domácich bánk.

Maturita neštandardných ročných dlhodobých refinančných operácií (LTRO) ECB v septembri 2010 a následne trojmesačných LTRO v decembri 2010 spôsobila najväčšiu zmenu v medzibankových aktívach a pasívach. Pokles týchto zdrojov od ECB v jednej banke viedol k prepadu ich objemu v celom sektore o vyše 80%.

Výrazný podiel operácií v rámci vlastnej skupiny, ktorý predstavoval v prvom polroku 2011 zhruba 80% tak na aktívnej, ako aj na pasívnej strane, znamená nízke vzájomné prepojenie bánk na domácom trhu. Systémové riziko v podobe dominového efektu bankrotu jednej alebo viacerých bánk na domácom trhu je tak obmedzené. Aj keď objem úverov a vkladov zahraničných bánk sa počas prvého polroka pohyboval takmer paralelne, tento vývoj bol spôsobený rôznymi bankami na aktívnej a pasívnej strane.

Výkonnosť bankového sektora v prvom polroku 2011 predstavuje priaznivý faktor pre finančnú stabilitu. Čistý zisk bankového sektora v uvedenom období medziročne vzrástol. Tento priaznivý vývoj bol ovplyvnený najmä poklesom nákladov na zlyhané úvery, čo súviselo s celkovo priaznivým domácim ekonomickým vývojom v danom období. K nárastu zisku prispel aj medziročný rast úrokových príjmov v dôsledku rastu úverov domácnostiam.

Čistý zisk bankového sektora za prvý polrok 2011 dosiahol 431 mil. €, čo predstavuje medziročný nárast až o 79%. Bez jednorazových vplyvov (mimoriadne výnosy z majetkových cenných papierov a výnosy z predaja dcérskej spoločnosti) bol medziročný nárast zisku na úrovni 53%, čo je tiež pomerne významná hodnota. K nárastu zisku prispel najmä pokles nákladov na tvorbu opravných položiek a rezerv, medziročne až o 56%, z dôvodu značného zmiernenia nárastu zlyhaných úverov (graf 41). Nárast zisku podporilo aj medziročné zvýšenie čistých úrokových príjmov z retailových transakcií. Vo všeobecnosti, ale najmä v podmienkach zvýšených rizík, je schopnosť bánk dosahovať zisky pozitívnym faktorom pre

Graf 41 Náklady na znehodnotenie pohľadávok a zmeny v objeme zlyhaných úverov (mil. EUR)

Graf 42 Vybrané položky ziskovosti bankového sektora (mld. EUR)


stabilitu domáceho bankového sektora za predpokladu, že banky svoje zisky použijú primárne na posilnenie svojej kapitálovej pozície.

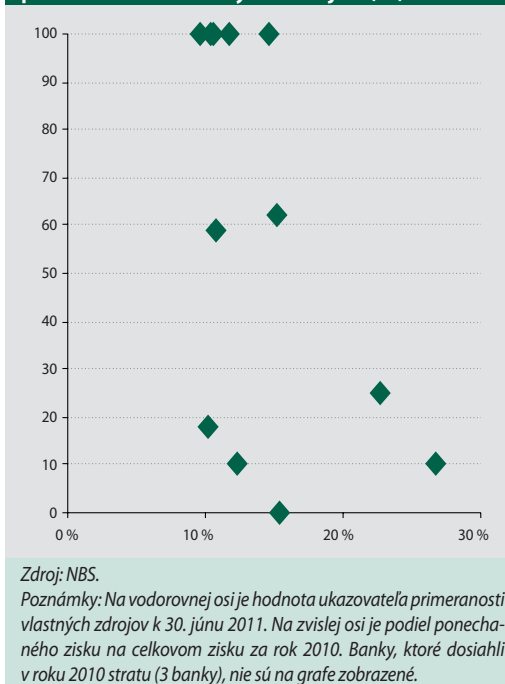
Bankový sektor pri miernom raste prevádzkových nákladov v prvom polroku 2011 (graf 42) a pri rastúcich prevádzkových príjmoch naďalej zvyšoval efektívnosť svojej prevádzky. Ukazovateľ prevádzkovej efektívnosti (*cost-to-income*) na úrovni sektora na konci prvého polroka 2011 poklesol pod úroveň 50 %.

3.2 RIZIKÁ V BANKOVOM SEKTORE A ICH KRYTIE KAPITÁLOM

Časť (asi 50 %) zisku bánk za rok 2010 ponechaná vo vlastných zdrojoch bola z hľadiska vývoja primeranosti vlastných zdrojov (PVZ) v prvom polroku 2011 do značnej miery neutralizovaná zmenou regulácie – zavedením dvoch nových odpočítateľných položiek.

Ukazovateľ PVZ bankového sektora dosiahol k 30. júnu 2011 hodnotu 12,7% (na konci roka 2010 to bolo 12,6%). Najnižšia hodnota v sektore bola na úrovni 9,7% v prípade malej banky. Banky aj v prvom polroku 2011, podobne ako v minulých rokoch, ponechali v priemere približne polovicu zisku vytvoreného v roku 2010 vo

vlastných zdrojoch (graf 43). Objem ponechaného zisku bol na úrovni 269 mil. €. Okrem tejto sumy celkové vlastné zdroje bankového sektora mierne vzrástli aj vďaka navýšeniu podriadených dlhov (o 3 %).

Graf 43 Podiel ponechaného zisku na celkovom zisku a aktuálna hodnota ukazovateľa primeranosti vlastných zdrojov (%)


Zavedenie dvoch nových odpočítateľných položiek a rast rizikovo vážených aktív mali na kapitálovú primeranosť sektora negatívny vplyv.¹⁶ Tieto veličiny takmer pokryli rast vlastných zdrojov z ponechaného zisku.¹⁷ Vzhľadom na očakávaný rast rizík, ktorým bude bankový sektor v strednodobom horizonte čeliť, je potrebné, aby výnimočná ziskovosť bankového sektora (slovenský bankový sektor spolu s českým a poľským sektorom patrí k najziskovejším v rámci EÚ) sa výraznejšie odzrkadlila aj na budovaní jeho kapitálového vankúša.

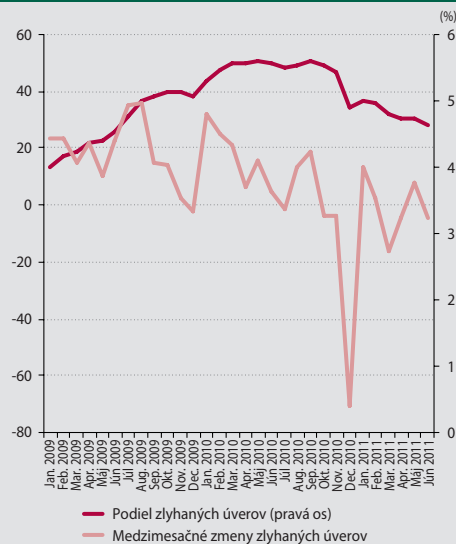
KREDITNÉ RIZIKO DOMÁCNOSTÍ

Počas prvého polroka 2011 došlo k zmierneniu kreditného rizika domácností v bankovom sektore. Domácnostiam pomáhali najmä nízke sadzby a krátka fixácia úrokových sadzieb. V dlhšom horizonte však prevažujúca krátka fixácia úrokových sadzieb pri úveroch na bývanie predstavuje zvýšené kreditné riziko domácností pre banky.

Schopnosť domácností uhrádzať svoje záväzky bankám sa v prvom polroku 2011 skôr zlepšovala. Prejavilo sa to poklesom podielu zlyhaných úverov vo väčšine bánk (najmä tých väčších) a takmer pri všetkých kategóriách úverov domácností (graf 44, tabuľka 3).¹⁸ Domácnostiam v tomto období pomáhali predovšetkým nízke úrokové sadzby a krátke fixácie sadzieb pri existujúcich úveroch, čo domácnostiam umožnilo refinancovať staré úvery novými pri výhodnejších podmienkach, resp. došlo k zníženiu zaťaženia domácností úverovými splátkami.

Spomínaná krátka fixácia úrokových sadzieb v celkovej zásobe úverov domácností na bývanie výrazne dominuje. Banky sa tak zbavili čas-

Graf 44 Zlyhané úvery domácnostiam (mil. EUR)



Zdroj: NBS.

Poznámka: Na pravej osi je podiel zlyhaných úverov domácnostiam na celkovom objeme úverov domácnostiam.

ti trhového rizika zo zmien úrokových sadzieb. Nezabavili sa však kreditného rizika domácností, ktoré je v takomto prípade spojené s rastom úrokových sadzieb. Citlivosť sektora na takéto scenár („Ponuková inflácia“) dokazujú aj výsledky stresového testovania (kapitola 3.8).

Zmeny v štruktúre nezamestnaných smerom k vyšším príjmovým skupinám môžu z hľadiska kreditného rizika domácností naznačovať skôr negatívny vývoj. Hoci trendy v zamestnanosti v prvom štvrtroku 2011 boli pozitívne, zvýšené riziká v globálnom prostredí nie sú pre domáci trh práce priaznivým faktorom.

Kým pred krízou výrazne dominovali v štruktúre evidovaných nezamestnaných nižšie príjmové skupiny, od začiatku krízy rastie podiel stredných

16 Prvou odpočítateľnou položkou je záporný rozdiel medzi tvorbou opravných položiek a výškou očakávanej straty pre banky, ktoré na výpočet kapitálovej požiadavky na krytie kreditného rizika svojho portfólia alebo jeho časti uplatňujú štandardizovaný prístup. Táto odpočítateľná položka bola zavedená od 1. januára 2011. K celkovému poklesu hodnoty ukazovateľa primeranosti vlastných zdrojov prispela 0,2 percentuálneho bodu. Druhá odpočítateľná položka, ktorú predstavujú záporné oceňovacie rozdiely z dlhových cenných papierov účtovaných v portfóliu finančných nástrojov na predaj, bola zavedená od 31. mája 2011 a jej vplyv na zníženie hodnoty ukazovateľa primeranosti vlastných zdrojov predstavoval 0,3 percentuálneho bodu.

17 Okrem zavedenia uvedených odpočítateľných položiek malo na zmenu ukazovateľa PVZ negatívny vplyv aj zvýšenie požiadavky na vlastné zdroje od začiatku roka 2011 o 14 mil. €, t. j. o 0,5 %.

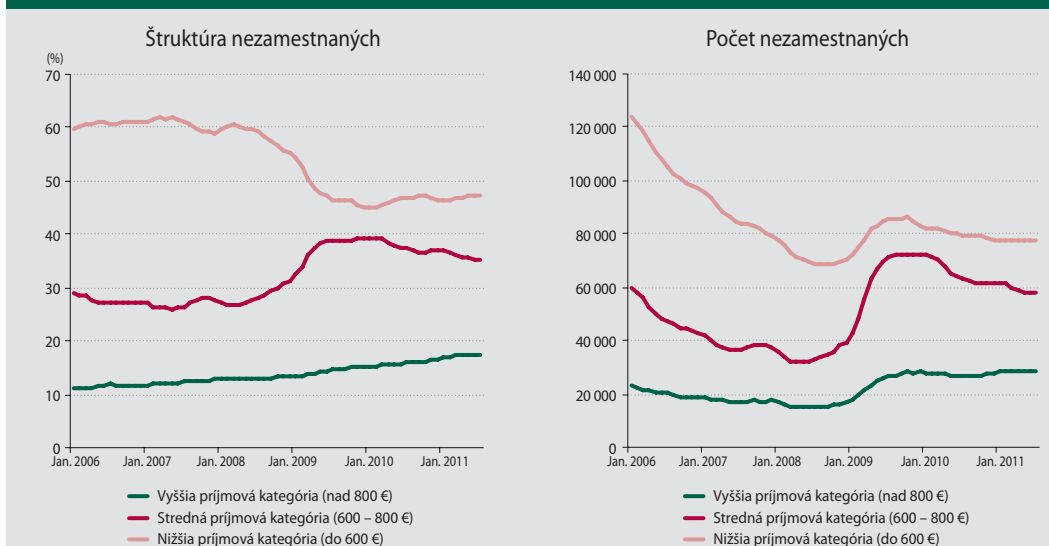
18 Viaceré stredne veľké a menšie banky zaznamenali skôr zhoršovanie kvality úverových portfólií. Najvyššiu mieru zlyhávania vykazovali úvery poskytnuté v roku 2008, ktoré patria v portfóliách retailových úverov k najrizikovejším.

Tabuľka 3 Podiel zlyhaných úverov domácnostiam (%)

	Jún 2010	December 2010	Jún 2011
Prečerpania na bežných účtoch	9,70	9,10	8,81
Spotrebiteľské úvery	12,77	10,08	9,89
Hypotekárne úvery	3,14	2,79	2,76
Stavebné úvery	1,61	1,57	1,58
Medziúvery	6,07	6,20	6,45
Iné úvery na nehnuteľnosti	3,59	3,24	2,75

Zdroj: NBS.

Poznámka: Údaje vyjadrujú podiel zlyhaných úverov v rámci jednotlivých kategórií.

Graf 45 Nezamestnanosť podľa príjmových kategórií


Zdroj: Ústredie práce, sociálnych vecí a rodiny, NBS.

Poznámky: Údaje na ľavom grafe vyjadrujú podiel jednotlivých príjmových kategórií na celkovom počte evidovaných nezamestnaných zaradených podľa KZAM. Údaje na pravom grafe vyjadrujú počet nezamestnaných podľa KZAM.

a vyšších príjmových skupín (graf 45). Pritom záväzky voči bankám sú koncentrované práve v stredných a vyšších príjmových skupinách obyvateľstva. Navyše, kým pri nižších príjmových kategóriách sa už v súčasnosti stav nezamestnaných priblížil predkrízovým úrovňam, v prípade stredných a vyšších príjmových kategórií je stav nezamestnaných výrazne vyšší ako pred začiatkom krízy (graf 45). Naznačuje to, že veľa domácností s úverom má stále oslabenú finančnú pozíciu a uhrádzanie záväzkov bankám majú sťažené.

V prvom štvrtroku 2011 rástla zamestnanosť vo väčšine odvetví. Celková zamestnanosť je však stále pod predkrízovou úrovňou. Ďalší vývoj na trhu tak bude výrazne ovplyvňovať schopnosť domácností uhrádzať záväzky bankám. Vo svetle zhoršených vyhliadok pre svetovú ekonomiku v krátkom aj strednom časovom horizonte, sú riziká pre vývoj na domácom trhu práce skôr na zápornej strane.

Kreditné riziko domácností môže v ďalšom období negatívne ovplyvniť aj prípadné pretrvávanie relatívne vyššej miery inflácie a nárast úrokových sadzieb. Hoci inflačné riziká sú skôr smerom nadol, prípadný slabší než očakávaný vývoj produkcie ekonomiky môže nepriaznivo vplývať na reálne mzdy. Prípadný nárast úrokových sadzieb

predstavuje významný faktor rastu kreditného rizika domácností.

Na kreditné riziko domácností v prvom polroku 2011 negatívne vplývala rastúca inflácia. Prejavilo sa to najmä na poklese reálnych príjmov domácností vo väčšine sektorov (graf 46). Inflácia

Graf 46 Index reálnych miezd vo vybraných podnikových sektoroch (index, ROMR = 100)


Zdroj: NBS.

zároveň presiahla zhodnotenie väčšiny finančných aktív domácností. Rastúca inflácia sa v uvedenom období zatiaľ výraznejšie neprejavila na objeme zlyhaných úverov. V ďalšom období (v rokoch 2012 a 2013) NBS prognózuje spomalenie inflácie a aj riziká pre očakávaný vývoj inflácie sú smerom nadol, no výsledný efekt na reálne príjmy domácností je otázný vzhľadom na riziká smerom nadol pre vývoj produkcie a príjmov.

Vzhľadom na pretrvávajúcu vysokú citlivosť domácností na zmenu úrokových sadzieb by ich prípadný rast viedol k nárastu zaťaženia domácností úverovými splátkami, čo by sa prejavilo nárastom zlyhaných úverov najmä v prípade nízkopríjmových domácností. Riziko predstavuje výraznejší nárast trhových sadzieb (čo vzhľadom na komplikovanú situáciu v bankovom sektore eurozóny nie je možné vylúčiť), ktorý sa premietne aj do klientskych sadzieb. Pozitívom je, že nízkopríjmové skupiny majú najmenší podiel na celkovom objeme úverov na bývanie (približne 10%).

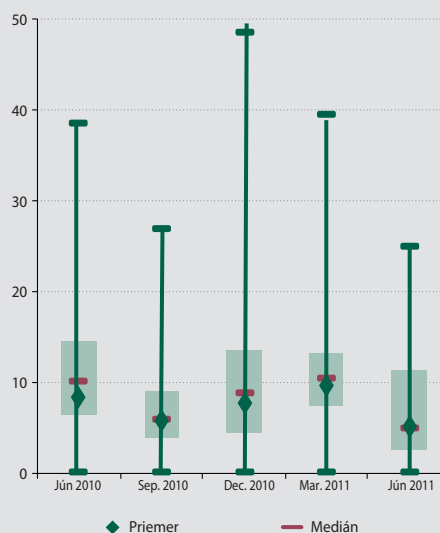
KREDITNÉ RIZIKO V SEKTORE NEFINANČNÝCH SPOLOČNOSTÍ

Väčšina odvetví podnikového sektora zaznamenala pozitívne výsledky v prvom polroku 2011. Pretrvávala však vysoká neistota v súvislosti s ďalším vývojom, ktorá sa ku koncu sledovaného obdobia výrazne zvýšila. Objem zlyhaných úverov bol vysoký, mierne klesal len ich podiel na celkových úveroch podnikom.

Pre schopnosť nefinančných spoločností uhrádzať svoje záväzky bankám bolo v prvom polroku 2011 pozitívne, že vo väčšine odvetví pokračoval rast tržieb. Lepšia výkonnosť podnikového sektora sa prejavila na vývoji ukazovateľa úvery v riziku, ktorý sa znížil vo väčšine bánk (graf 47). Napriek rastu tržieb však ich úroveň v mnohých odvetviach stále nedosahuje predkrízové hodnoty (graf 48). Nízka úroveň tržieb zvyšuje citlivosť podnikov na prípadné ekonomické šoky alebo nárast úrokových sadzieb. Pozitívnym v tomto kontexte je zníženie podielu cudzích zdrojov na celkových záväzkoch podnikového sektora, ktoré v posledných dvoch rokoch nastalo v súvislosti s posilnením jeho kapitálovej pozície.

Očakávané zhoršenie hospodárskeho vývoja na konci polroka 2011 indikovali aj konjunkturálne ukazovatele. Ich vývoj odrážal obavy z oslabenia domáceho a zahraničného dopytu. Nárast obáv

Graf 47 Ukazovateľ úvery v riziku (%)



Zdroj: NBS.

Poznámky: V grafe sú zobrazené hodnoty maximum, minimum, horný a dolný kvartil, medián a priemer. Ukazovateľ vyjadruje podiel úverov podnikom na celkových úveroch podnikom, ktoré zaznamenali pokles tržieb v danom štvrtroku o viac ako 30% a zároveň zaznamenali v danom štvrtroku stratu. Porovnávacím obdobím je júl 2007 až jún 2008.

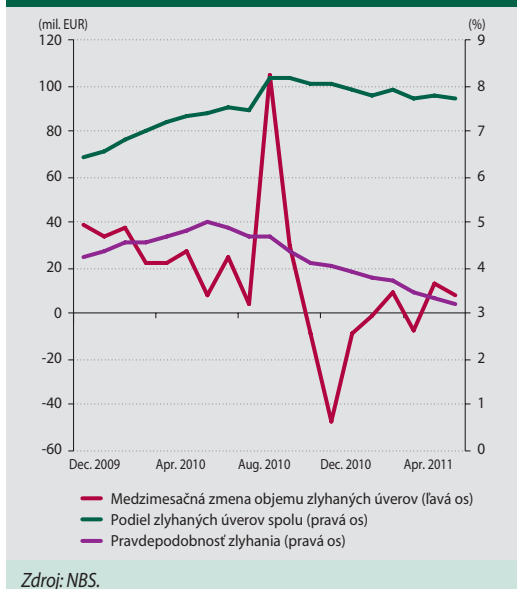
pramení z vysokej miery prepojenia medzi výkonnosťou domácich podnikov a zahraničných trhov.

Aj keď podiel zlyhaných úverov v prvom polroku 2011 mierne klesal, ostáva vysoko nad predkrízovými úrovňami.

Graf 48 Úroveň tržieb vo vybraných podnikových sektoroch (jún 2008 = 100%) (%)



Zdroj: ŠÚ SR, NBS.

Graf 49 Kvalita portfólia úverov podnikom


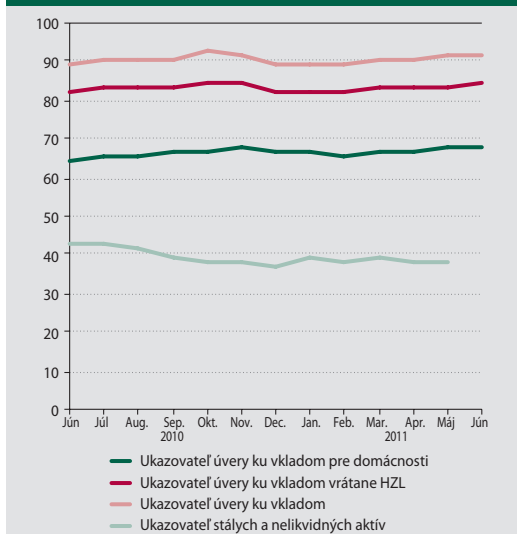
zovými hodnotami (graf 49). Mierne spomalenie miery zlyhania je výsledkom zvýšenej aktivity v podnikovom sektore, nízkych úrokových sadziieb a relatívne robustnejších úverových portfólií v dôsledku zlyhania viacerých slabších firiem už v roku 2009. Objem zlyhaných úverov podnikom zostal v prvom polroku 2011 na vy-

sokej úrovni. Najvyšší prírastok zlyhaných úverov zaznamenali odvetvia vybraných trhových služieb a veľkoobchodu, pričom veľkosť agregátnej expozície bánk voči obojm odvetviám je významná. Aj odvetvie komerčných nehnuteľností ostáva významným zdrojom kreditného rizika v bankovom sektore, hoci tu podiel zlyhaných úverov nie je najvyšší (9%). Dôvodom je veľkosť a koncentrácia úverov v tomto odvetví a vlastnosti daného trhu (veľmi nízka likvidita a slabá transparentnosť).

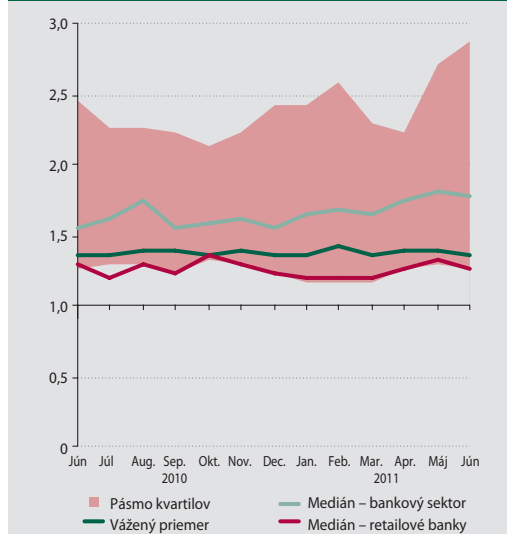
RIZIKO LIKVIDITY

Pretrvával prebytok domácich zdrojov nad objemom úverov v bankovom sektore, čo je pozitívny faktor jeho dlhodobej stability. V krátkodobej likvidite sektora nenastali výrazné zmeny.

Rastúce portfólio podnikových úverov vplývalo na zrýchlenie rastu ukazovateľa *loan-to-deposit ratio* v prvom polroku 2011 (graf 50). Dlhodobý trend rastu tohto ukazovateľa je z hľadiska podmienok pre stabilitu bankového sektora nepriaznivý, hoci jeho aktuálna hodnota pod 100% naznačuje priaznivú dlhodobú likvidnú pozíciu sektora ako celku. Schopnosť bánk čeliť nepriaznivému vývoju v oblasti likvidity v horizonte jedného mesiaca sa v priebehu prvého polroka

Graf 50 Ukazovateľ úvery ku vkladom (%)


Poznámka: Čím nižšia je hodnota ukazovateľa, tým vyššia je miera financovania úverov vkladmi od klientov a tým menej sú banky závislé na volatilnejších zdrojoch z finančných trhov.

Graf 51 Ukazovateľ likvidných aktív


Poznámka: Ukazovateľ je definovaný ako podiel likvidných aktív k volatilným pasívam v horizonte jedného mesiaca. Jeho úroveň by nemala klesnúť pod 1.

19 Krátkodobá likvidita je monitorovaná ukazovateľom likvidných aktív. Ten je definovaný ako podiel likvidných aktív voči volatilným pasívam v horizonte jedného mesiaca. Jeho úroveň by nemala klesnúť pod 1.



2011 zlepšovala, k čomu prispeli najmä pobočky zahraničných bánk (graf 51).¹⁹

TRHOVÉ RIZIKÁ

Bankový sektor ako celok mal nízke vystavenie voči devízovému a akciovému riziku. Nemenilo sa významne ani vystavenie sektora voči úrokovému riziku.

Vystavenie voči devízovému riziku zostalo aj počas prvého polroka 2011 na nízkej úrovni. Vo väčšine bánk nepresahovala čistá devízová pozícia k poslednému dňu jednotlivých mesiacov 10 % vlastných zdrojov.

Relatívne nízke vystavenie mal bankový sektor ako celok aj voči akciovému riziku. Podiel investícií do akcií a podielových listov predstavuje len 3 % vlastných zdrojov. Miera vystavenia voči tomuto riziku je koncentrovaná v niekoľkých menších bankách.

Priemerná durácia bilancie bankového sektora vrátane úrokových derivátov zostala na takmer nezmenenej úrovni jedného roka. Mierne vzrástlo riziko záporného precenenia finančných nástrojov držaných v obchodnej knihe v prípade nárastu úrokových sadzieb, stále však zostáva na nízkej úrovni. Banky preceňujú na reálnu hodnotu aj dlhové cenné papiere v celkovom objeme asi 9 % bilančnej sumy, ktoré sú účtované v portfóliu na predaj. Od 31. mája 2011 sa prípadné straty z precenenia týchto cenných papierov odpočítavajú od kapitálu. Riziko výrazných strát je však pomerne malé,

keďže priemerná durácia týchto cenných papierov je iba 2,8 roka. Pri paralelnom náraste úrokových sadzieb o 1 percentuálny bod by tak bankový sektor zaznamenal straty v objeme 0,26 % aktív.

Investície bankového sektora do dlhopisov krajín s vyššou mierou rizika zostali na nízkej úrovni, no v niektorých bankách existuje významnejšie riziko znehodnotenia vlastného kapitálu z dôvodu negatívneho precenenia týchto dlhopisov.

Celkové priame vystavenie bánk voči rizikovejším krajinám prostredníctvom dlhových cenných papierov zostalo v prvom polroku 2011 relatívne nízke (2,4 % aktív) a zároveň výrazne koncentrované v niektorých bankách. Zmeny v expozíciách voči konkrétnym krajinám neboli príliš veľké (tabuľka 4). Až 96 % týchto dlhových cenných papierov bolo vykazovaných v bankovej knihe. Z toho pomerne výrazná časť (32 %) však bola účtovaná v portfóliu finančných nástrojov na predaj, kde straty z precenenia dlhových cenných papierov sú od 31. mája 2011 z dôvodu obozretnosti odpočítateľnou položkou zo základných vlastných zdrojov. Vo vybraných bankách je preto riziko zníženia vlastného kapitálu pomerne vysoké.

Prehlbujúca sa dlhová kríza viacerých štátov eurozóny je najvýznamnejším zdrojom trhových rizík pre domáci finančný sektor, najmä individuálne inštitúcie. Systémový charakter krízy znamená, že pri ďalšej eskalácii napätia na finančných trhoch môže dôjsť k znehodnoteniu ďalších, doteraz relatívne bezpečných aktív.

Tabuľka 4 Podiel investícií do dlhových cenných papierov vybraných krajín na celkových aktívach/NAV (%)

		Grécko	Maďarsko	Írsko	Taliano	Španielsko	Portugalsko	Cyprus
Banky	XII.10	1,1	0,6	0,2	0,2	0,1	0,1	
	VI.11	0,9	0,6	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1
Fondy DDS	XII.10	0,1	0,9	0,6	0,8	0,8		
	VI.11	0,1	0,6	0,2	0,9	1,0		
Fondy DSS	XII.10		0,3	2,1	1,9		0,4	
	VI.11		0,9	0,1	0,1	0,9		0,2
Podielové fondy	XII.10	0,2	1,4	0,3	0,5	0,1	0,1	
	VI.11	0,1	1,5	0,3	0,4	0,1		0,1
Poistovne (okrem unit-linked)	XII.10	0,1	0,1	0,2	2,6	0,2		
	VI.11	0,1	0,2	0,2	2,5		0,1	0,2
Unit-linked	XII.10			0,3				
	VI.11			0,3				

Zdroj: NBS.

Poznámka: Prázdne bunky v tabuľke znamenajú, že príslušné hodnoty sú nulové alebo zanedbateľné.



Dlhová kríza štátov nemusí mať len priamy negatívny dopad na jednotlivé sektory finančného trhu cez investície do dlhopisov rizikovejších krajín (tabuľka 4). Tie sú na úrovni jednotlivých sektorov nízke, no ich vysoká koncentrácia znamená, že vybrané inštitúcie čelia výraznejším stratám, resp. znehodnoteniu portfólií v prípade materializácie kreditných rizík dotknutých štátov. Najmä v prípade neusporiadaného riešenia krízovej situácie finančne slabých krajín eurozóny hrozí, že dôjde k významnejšiemu nárastu kreditných spreadov aj v prípade solídnejších (menej rizikových) krajín vrátane Slovenska. Vývoj po páde Lehman Brothers v roku 2008 umožňuje vytvoriť si predstavu o možnom vývoji na trhoch s ďalšími finančnými aktívami. Nepriaznivý priamy dopad na domáci bankový sektor a ostatné sektory finančného trhu by v takomto prípade bol oveľa vyšší v závislosti od zloženia portfólií a výšky vystavení (tabuľka 5).

3.3 VÝVOJ A RIZIKÁ V SEKTORE POISŤOVNÍ

Ziskovosť poisťovní proti minulému roku výrazne rástla na celom poisťovnom trhu. Hlavnými faktormi boli zlepšenie škodovosti v neživotnom poistení a zníženie deficitnej rezervy na klasické životné poistenie.

V prvom polroku 2011 poisťovne vykázali najvyššiu ziskovosť za ostatných 5 rokov (tabuľka 6). Celkový zisk poisťovného sektora vzrástol medziročne o 71 % na 112 mil. €. Hlavným ťahúňom ziskovosti bol technický výsledok, ktorý sa prvýkrát od roku 2008 dostal do kladných čísel na hodnotu 48 mil. €. Zlepšenie nastalo v životnom aj neživotnom poistení, ako aj v aktívnom zaistení a všetky tri druhy poistenia boli ziskové. Hlavné dôvody zvýšenia ziskovosti boli výrazný pokles škodovosti v poistení majetku (na 39,30 %) a pokles deficitnej rezervy na životné poistenie (medziročne o 22 mil. €). Zlepšenie technického výsledku prevýšilo aj pokles finančného výsledku, ktorý sa medziročne prepadol o 28 %. Nižšiu výnosnosť zaznamenali predovšetkým bankové a podnikové dlhopisy, akcie a podielové listy. Stratu dosiahlo šesť malých poisťovní, no ich celková strata klesla o 45 %.

Solventnosť poisťovní v roku 2010 sa výrazne nemenila oproti roku 2009 a je dostatočná.²⁰

Ku koncu roka 2010 splnili všetky poisťovne podmienku, aby ich skutočná miera solventnosti (vlastné zdroje) bola vyššia ako požadovaná miera solventnosti a výška garančného fondu. Skutočná miera solventnosti vzrástla medziročne len minimálne (o 0,7 %) a priemerná marža solventnosti mierne klesla na hodnotu 3,55.²¹

Tabuľka 5 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
	VI.11	0,3	2,6	0,0	22,1	19,3	82,0
Devízové pozície (%)	XII.10	0,5	1,5	0,1	12,2	11,2	13,9
	VI.11	0,2	2,2	0,1	10,1	12,5	21,1
Dlhové cenné papiere (%)	XII.10	26,5	68,2	68,5	66,0	46,3	17,4
	VI.11	25,2	69,8	70,1	58,0	46,3	17,1
Durácia dlhových cenných papierov (roky)	XII.10	3,0	6,1	0,4	3,2	1,2	5,5
	VI.11	3,3	6,0	0,4	2,6	1,3	5,0
Durácia celého portfólia (roky)	XII.10	.	5,7	0,4	2,1	0,6	1,0
	VI.11	.	.	0,3	1,5	.	.
Zostatková splatnosť dlhových cenných papierov (roky)	XII.10	4,1	8,2	0,8	4,2	2,1	5,7
	VI.11	4,3	8,0	1,1	3,9	2,2	5,3

Zdroj: NBS.

Poznámky: Hodnoty sú v percentách z objemu aktív, resp. NAV a vyjadrujú aktívami vážený priemer za danú skupinu inštitúcií. Durácie a zostatkové splatnosti sú uvedené v rokoch.

²⁰ Poisťovne vykazujú solventnosť Národnej banky Slovenska jedenkrát ročne, ku koncu roka. Hodnotenie solventnosti je preto z auditovaných údajov k 31.12.2010.

²¹ Marža solventnosti je podiel skutočnej miery solventnosti k vyššej z hodnôt požadovanej miery solventnosti a garančného fondu.

Tabuľka 6 Rozdelenie ziskovosti jednotlivých poisťovní a vývoj celkového zisku poisťného sektora (%)

ROE	polrok 2007	polrok 2008	polrok 2009	polrok 2010	polrok 2011
Maximum	16,95	69,22	14,63	10,49	13,43
Tretí kvartil	8,89	7,36	6,41	5,99	8,47
Medián	3,84	3,89	2,29	2,55	6,12
Prvý kvartil	0,48	-2,74	-4,75	-3,56	-0,34
Minimum	-5,34	-33,06	-31,37	-41,26	-15,93
Vážený priemer	11,23	7,73	5,78	4,92	8,69
Medziročná zmena ziskovosti	11,43	-27,37	-12,01	-6,67	71,09

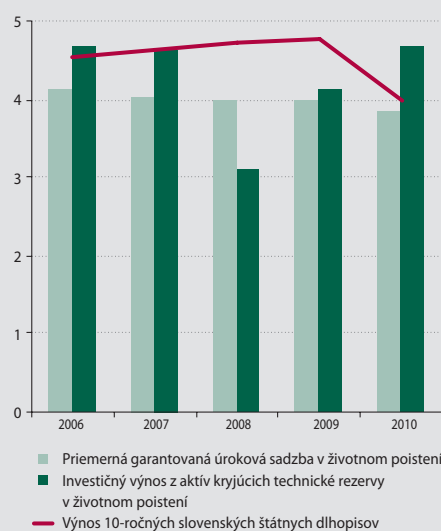
Zdroj: NBS.

Aktíva poisťovní sú vystavené najmä úrokovému riziku. Pretrvávajú riziko z nízkych úrokových sadzieb. Riziko protistrany pri zaistení je nízke. Prípadné ďalšie prehĺbenie krízy negatívne ovplyvní výkonnosť poisťovní.

Jedným z hlavných rizík v životnom poistení je naďalej riziko pretrvávajúcich nízkych úrokových sadzieb. V takomto prostredí je pre poisťovne náročné generovať výnos, ktorý by pokryl garantované úrokové sadzby v poisťných zmluvách. Poisťovne tak môžu byť nútené investovať do rizikovejších aktív a zvyšovať svoje vystavenie voči iným trhovým rizikám. Priemerná garantovaná úroková sadzba ku koncu roka 2010 mierne poklesla na 3,85 % p. a. S výnimkou roka 2008 sa poisťovníam darí dosahovať investičný výnos, ktorý túto vysokú sadzbu pokrýva a nebola zaznamenaná snaha investovať do rizikovejších aktív (graf 52).

Keďže dlhové cenné papiere tvoria až 70% aktív poisťovní kryjúcich technické rezervy (s výnimkou unit-linked produktov), pričom väčšinu z tohto objemu tvoria cenné papiere preceňované na reálnu hodnotu, poisťovne sú vystavené najmä riziku zmien úrokových sadzieb. Dopad výsledných zmien v hodnote aktív poisťovní na finančnú pozíciu poisťovní zmiernuje súčasné preceňovanie pasív. Hodnota dlhových cenných papierov v portfóliách poisťovní, ktoré nekryjú poisťné rezervy ani garančný fond je pomerne nízka (1,8% aktív).

Pre prípad vysokých škôd poisťovne očakávajú plnenia od zaistovateľa. Vo vzťahu poisťovne voči zaistovateľovi je prítomné riziko protistrany, t. j. riziko, že zaistovateľ nebude schopný toto plnenie poskytnúť. V životnom poistení je počet

Graf 52 Porovnanie garantovanej úrokovvej sadzby so skutočným výnosom (%)


Zdroj: NBS.

zaistovateľov malý, pre všetkých poisťovní sú to 1 až 3 subjekty. V neživotnom poistení pri malých poisťovniach je počet zaistovateľov v rozmedzí od 1 do 6, pričom zaistenie poskytujú najmä materské inštitúcie alebo veľkí renomovaní zaistovateľia. Pri veľkých poisťovniach je až okolo 50 zaistovateľov. Riziko protistrany pri zaistení tak môžeme považovať za nízke.

Prípadné prehĺbenie finančnej krízy v eurozóne s následným negatívnym dopadom na domácu reálnu ekonomiku môže poisťovne vystaviť zníženému dopytu po ich produktoch, odkupom a rušeniu poisťných zmlúv. Takýto vývoj by pravdepodobne nespôsobil priame finančné straty, keďže pri odkupoch a rušení zmlúv sú vysoké

pokuty, no došlo by k narušeniu biznis plánov poisťovní s dopadom na ich bilancie a výsledky hospodárenia.

3.4 VÝVOJ A RIZIKÁ V SEKTORE KOLEKTÍVNEHO INVESTOVANIA

Čistá hodnota aktív (NAV) fondov kolektívneho investovania v priebehu prvého polroka 2011 stagnovala. Rozloženie majetku podľa typu fondu ostáva konzervatívne. Medziročná výkonnosť všetkých kategórií fondov bola pozitívna.

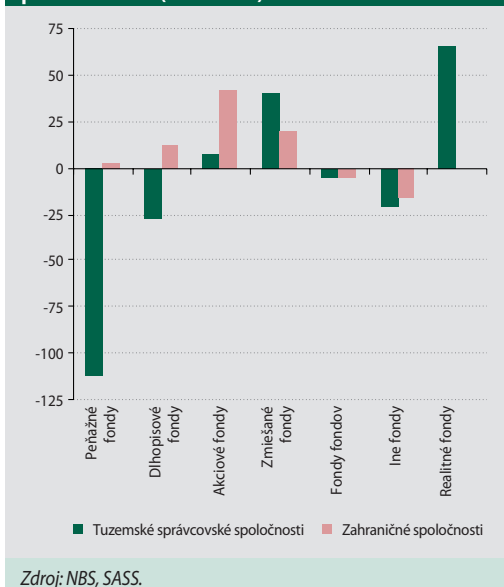
Ku koncu júna 2011 dosiahla čistá hodnota aktív spravovaných v sektore kolektívneho investovania 4,5 mld. €. Ide o prakticky totožnú hodnotu ako na konci roka 2010, pričom v prvom polroku 2011 bola dosiahnutá miernym rastom objemu spravovaných aktív v zahraničných podielových fondoch a poklesom čistej hodnoty aktív v tuzemských podielových fondoch (graf 53). Rozhodujúci vplyv na zníženie čistej hodnoty aktív v tuzemských podielových fondoch v sledovanom období mali podielové fondy peňažného trhu (graf 54). Za úbytkom čistej hodnoty aktív stoja redemácie podielových listov zo strany domácností. Pokračoval tak trend, ktorý bolo možné pozorovať od druhého štvrtroka 2010. Najpravdepodobnejším vysvetlením redemácií

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



Zdroj: NBS, SASS.

Graf 54 Zmena objemu spravovaných aktív v jednotlivých kategóriách fondov za prvý polrok 2011 (mil. EUR)



Zdroj: NBS, SASS.

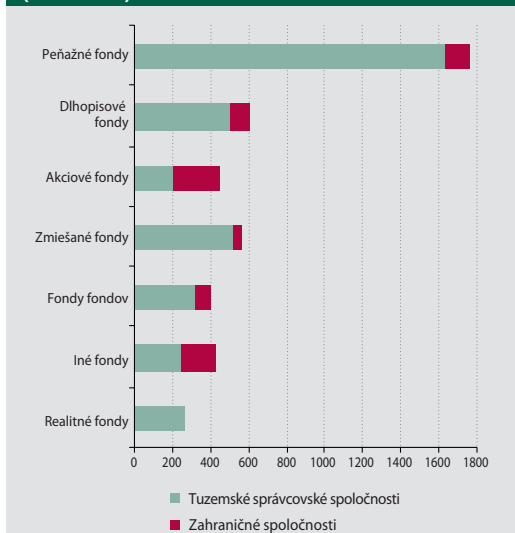
v peňažných fondoch je rast úrokových sadziieb na vklady retailu v bankách, čo mohlo motivovať domácnosti k presunu úspor z peňažných fondov na termínované bankové vklady. V menšej miere mohla na odliv prostriedkov z podielových fondov peňažného trhu vplyvať aj snaha konzervatívne zameraných podielnikov vyhnúť sa prípadným stratám vplyvom volatilnej situácie na finančných trhoch v priebehu prvého polroka 2011.²²

Rozloženie majetku do fondov v správe subjektov sektora kolektívneho investovania na Slovensku ostáva relatívne konzervatívne (graf 55).

Napriek tomu, že prvý polrok 2011 na finančných trhoch bol pomerne volatilný, všetky sledované kategórie podielových fondov dokázali ku koncu júna 2011 v priemere zabezpečiť kladnú nominálnu medziročnú výkonnosť (graf 56). Prepad hodnoty podielov, ktorý po páde Lehman Brothers utrpeli podielníci v akciových fondoch, fondoch fondov a zmiešaných fondoch, boli v prvom polroku 2011 prakticky eliminované, keď trojročná výkonnosť týchto fondov sa dostala do pásma ± 1 percentuálny bod okolo nuly.

Sektor kolektívneho investovania by bol negatívne zasiahnutý najmä nárastom turbulencií na akciových trhoch.

²² Zvýšenie turbulencií na finančných trhoch v mesiacoch júl a august 2011 priniesli výrazné zmeny aj pre sektor kolektívneho investovania. Kombinovaný efekt nárastu redemácií a znehodnotenia majetku v dôsledku výrazného prepadu akciových trhov predstavoval pokles objemu spravovaných aktív sektora o 350 mil. € (8 % z NAV na konci prvého polroka 2011). Zvýšené redemácie zasiahli všetky kategórie fondov okrem realitných, ktoré s čiastočným príspevom kladnej výkonnosti zaznamenali za uvedené dva mesiace nárast NAV o 20 %.

Graf 55 Čistá hodnota aktív podľa jednotlivých typov fondov k 30. 6. 2011 (mil. EUR)


Zdroj: NBS, SASS.

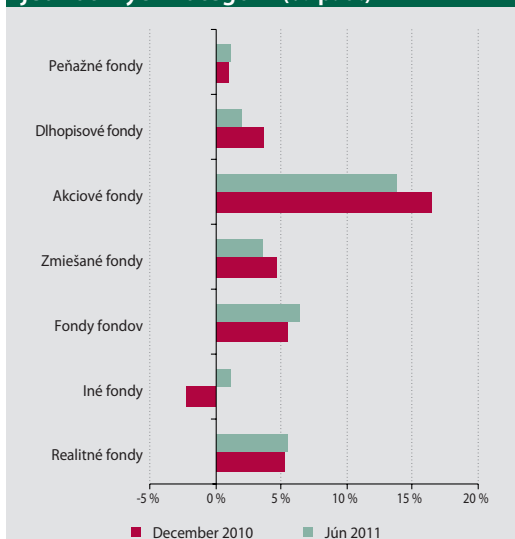
V prípade prehĺbenia krízy v eurozóne by bol sektor kolektívneho investovania zasiahnutý cez negatívny vývoj na finančných trhoch, predovšetkým akciových. Vyvolalo by to odliv zdrojov najmä z fondov s výraznejším podielom akciových zložky (viď poznámka pod čiarou 22). Priamy dopad rizika prípadného ďalšieho nárastu kre-

ditných spreadov krajín s vyššou mierou rizika by nebol významný, keďže podiel dlhopisov emitovaných týmito krajinami na celkovej čistej hodnote aktív je na úrovni 2,5%, z toho najvyšší podiel tvoria maďarské dlhopisy.

3.5 VÝVOJ A RIZIKÁ V DRUHOM PILIERI SYSTÉMU DÔCHODKOVÉHO SPORENIA

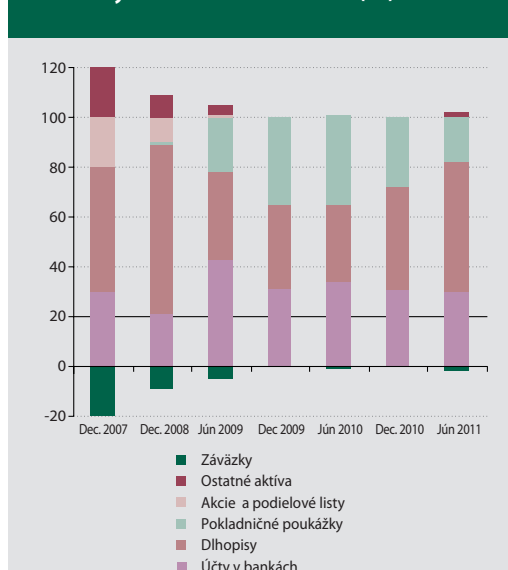
V prvom polroku 2011 nastali určité zmeny v štruktúre aktív fondov. Tá však naďalej ostáva veľmi konzervatívna. Pretrvávala vysoká koncentrácia bankových vkladov, ktoré sú umiestnené v malom počte bánk.

Celková čistá hodnota majetku v druhom pilieri dôchodkového sporenia sa dostala na úroveň 4,13 mld. €. Pokračoval veľmi pozvoľný proces zvyšovania zastúpenia konzervatívnych a vyvážených fondov na úkor stále dominantných rastových fondov. Počas prvého polroka 2011 zastúpenie dlhopisov v portfóliu rástlo na úkor pokladničných poukážok, no nič to nemenilo na veľmi konzervatívnom zložení majetku v dôchodkových fondoch (graf 57). Pretrvávala aj vysoká koncentrácia bankových vkladov na úrovni individuálnych fondov. Hoci riziko úpadku ktorejkoľvek z predmetných bánk možno považovať za minimálne, dopad takejto udalosti by spôso-

Graf 56 Priemerná ročná výkonnosť otvorených podielových fondov podľa jednotlivých kategórií (% p. a.)


Zdroj: NBS, SASS.

Poznámka: Priemer výkonnosti je vážený čistou hodnotou majetku.

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


Zdroj: NBS.

bil dotknutým fondom značné straty. Štruktúra zloženia majetku v troch typoch fondov ostala takmer totožná v rámci každej DSS, ale aj napriec jednotlivými DSS. Aj keď dôchodkové správcovské spoločnosti zo zákona ponúkajú tri typy fondov, reálne sporiteľ nemá možnosť zvoliť si špecifický rizikovo-výnosový profil podľa svojho uváženia.²³

Výraznejšie zmeny nastali v celkovej štruktúre portfólia dlhových cenných papierov. Vystavenie voči „periférnym“ krajinám EÚ výrazne pokleslo.

V súvislosti s úbytkom objemu pokladničných poukážok v majetku fondov sa podiel štátnych dlhových cenných papierov na celkovej štruktúre dlhových cenných papierov znížil z troch štvrtín na 61 %. Objem dlhopisov od korporátnych emitentov vzrástol niekoľkonásobne, pričom ich podiel sa zvýšil v priebehu prvého polroka 2011 z necelých troch percent na 11 %. Dôvodom takejto zmeny v štruktúre portfólia dlhových cenných papierov bola snaha DSS obstaráť do majetku fondov nástroje s vyššou výnosnosťou.

Vystavenie fondov druhého piliera dôchodkového sporenia voči dlhopisom z krajín najviac zasiahnutých krízou suverénnych štátov sa počas prvého polroka 2011 na sektorovej úrovni znížilo o viac ako polovicu. Na konci sledovaného obdobia tieto cenné papiere reprezentovali 2,2 % z celkových aktív sektora.²⁴ Najrizikovejšie cenné papiere (emitované Gréckom, Portugalskom a Írskom) tvorili iba 0,1 % NAV. Navyše ide o dlhopisy s krátkou zostatkovou dobou splatnosti (v priemere 5 mesiacov). Vystavenie fondov DSS voči úrokovému riziku je vo všeobecnosti pomerne nízke. Fondy investovali do dlhových cenných papierov s krátkou duráciou a väčšinou aj s relatívne krátkou dobou splatnosti. Pomerne krátka je aj priemerná doba viazanosti termínovaných účtov.

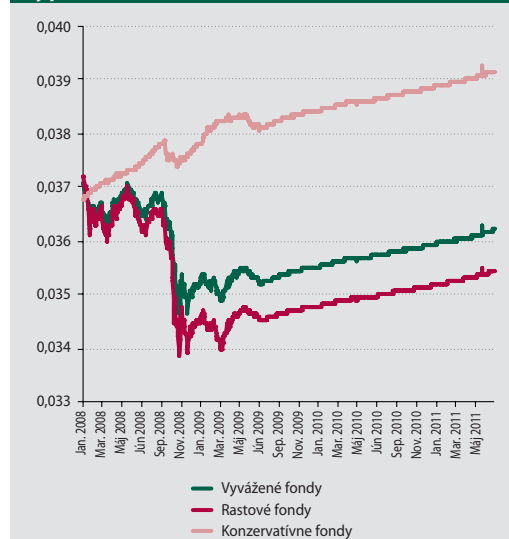
Medziročná výnosnosť dôchodkových fondov pokračovala v konštantnom priebehu.

Vývoj aktuálnej hodnoty dôchodkovej jednotky vo všetkých fondoch vykazoval nezmenený lineárny trend (graf 58). Takmer nulová volatilita hodnôt dôchodkových jednotiek vyplývala z absencie akciovej zložky a veľmi nízkej durácie dlhových nástrojov portfólií. Výsledkom je takmer konštantný priebeh medziročnej výkonnosti dôchodkových fondov (tabuľka 7).

3.6 MAKROSTRESOVÉ TESTOVANIE FINANČNÉHO SEKTORA²⁵

Odolnosť finančného sektora sa v porovnaní s koncom roka 2010 zvýšila. Dôvodom bolo najmä kapitálové posilnenie bankového sektora v priebehu prvého polroka 2011.

Graf 58 Vývoj aktuálnej hodnoty dôchodkovej jednotky v jednotlivých typoch fondov (EUR)



Zdroj: NBS.

Poznámka: Priemer vážený NAV fondov ku koncu mesiaca.

23 Koncom septembra 2011 NR SR schválila novelu zákona o starobnom dôchodkovom sporení, ktorá zavádza významné zmeny v druhom pilieri dôchodkového sporenia. Schválené zmeny by mali prispieť k nárastu diferenciácie rizikovo-výnosového profilu medzi pôvodnými tromi typmi dôchodkových fondov. Tieto budú nahradené akciovým, zmiešaným a dlhopisovým fondom. Príbudne aj pasívne spravovaný indexový fond. Garancie vo forme povinnosti DSS kompenzovať straty v hodnote fondu z vlastného majetku ostávajú len v dlhopisovom fonde. Jednotlivé typy fondov majú predpísaný rozsah vlastníctva rôznych finančných nástrojov, tak aby bol zabezpečený rozdielny rizikovo-výnosový profil fondov.

24 Vo fondoch jednej dôchodkovej správcovskej spoločnosti však vystavenie voči rizikovejším krajinám dosahovalo pomerne výrazné proporcie od 12 % do 16 %.

25 Stresové testovanie je nástroj na stanovenie citlivosti finančného sektora na možný nepriaznivý vývoj. Nerobí predikcie budúceho vývoja a pracuje s viacerými predpokladmi a zjednodušeniami. Jeho výsledky slúžia skôr na relatívne porovnanie než na absolútne vyčíslenie možných ziskov/strát pri jednotlivých scenároch. Blížšie informácie o modeloch použitých pri stresovom testovaní, ich predpokladoch a scenároch sú v Analýze slovenského finančného sektora za prvý polrok 2011, ktorá je dostupná na www.nbs.sk

Tabuľka 7 Ročná výnosnosť dôchodkových fondov k 30. 6. 2011 (%)

	Minimum	Vážený priemer	Maximum
Konzervatívne fondy	0,8	1,3	2,1
Vyvážené fondy	0,8	1,3	2,2
Rastové fondy	0,8	1,2	2,2

Zdroj: NBS.



Väčšina bánk v sektore by mala zvládnuť aj výrazné zhoršenie ekonomického prostredia doma a v zahraničí. Potreba dodatočného kapitálu na udržanie kapitálovej primeranosti každej banky nad stanovenou hranicou 8% tvorila v prípade jednotlivých scenárov pomerne malú časť vlastných zdrojov bankového sektora.

Bankový sektor ako celok opäť vykazoval dobrú odolnosť voči nepriaznivým makroekonomickým scenárom. Podobne ako v predchádzajúcich testoch, niektoré individuálne banky v závislosti od scenára nespĺnili minimálnu úroveň kapitálovej primeranosti. Aby tento limit na

úrovni 8% splnili všetky banky chýbalo v prípade „Základného scenára“ (vychádza z oficiálnej strednodobej predikcie NBS P2Q 2011) v sektore 41 mil. € vlastného kapitálu. Predstavuje to 0,9% vlastných zdrojov sektora ku koncu prvého polroka 2011. V prípade stresového scenára „Kríza štátov“ (vychádza z rizika neudržateľnosti verejných financií v niektorých členských štátoch eurozóny) by dodatočná kapitálová potreba predstavovala 88 mil. €, čo tvorí asi 2% vlastných zdrojov sektora ku koncu júna 2011. Stresový scenár „Ponuková inflácia“ (vychádza z vplyvu expanzívnej menovej politiky centrálnych bánk a nadmernej likvidity na finančných

Tabuľka 8 Nastavenie parametrov stresového testovania

		Základný scenár		Kríza štátov		Ponuková inflácia	
		2. polrok 2011 a 1. polrok 2012	2. polrok 2012 a 1. polrok 2013 ⁶⁾	2. polrok 2011 a 1. polrok 2012	2. polrok 2012 a 1. polrok 2013	2. polrok 2011 a 1. polrok 2012	2. polrok 2012 a 1. polrok 2013
Základné predpoklady	Medziročná zmena zahraničného dopytu						
	Medziročná zmena výmenného kurzu USD/EUR	0%	0%	-40%	25%	0%	0%
	Medziročná zmena výmenných kurzov CHF, JPY, GBP, DKK, CAD, HRK, LVL voči EUR	0%	0%	-40%	25%	0%	0%
	Medziročná zmena výmenných kurzov ostatných mien voči EUR	0%	0%	40%	-25%	30%	-10%
	Medziročná zmena cien akcií ¹⁾	-15%	10%	-65%	25%	-55%	30%
	Medziročná zmena základnej sadzby ECB	50 b.b.	50 b.b.	25 b.b.	175 b.b.	200 b.b.	-100 b.b.
	Medziročná zmena 3-mesačného EURIBOR-u	59 b.b.	67 b.b.	91 b.b.	5 b.b.	212 b.b.	138 b.b.
	Medziročná zmena indexu iTraxx	0 b.b.	0 b.b.	50 b.b.	0 b.b.	0 b.b.	0 b.b.
	Nárast kreditných spreadov GR ²⁾	1 000 b.b.	0 b.b.	1 000 b.b.	0 b.b.	1 000 b.b.	0 b.b.
	Nárast kreditných spreadov IE, PT ³⁾	0 b.b.	0 b.b.	500 b.b.	0 b.b.	0 b.b.	0 b.b.
Nárast kreditných spreadov ES, IT ⁴⁾	0 b.b.	0 b.b.	250 b.b.	0 b.b.	0 b.b.	0 b.b.	
Makroekonomické veličiny odhadnuté na základe modelu	Medziročný rast reálneho HDP	4,2%	5,11%	-5,7%	9,2%	-4,9%	7,2%
	Inflácia (HICP)	3,0%	2,6%	0,5%	1,3%	4,8%	-1,6%
	Nezamestnanosť	12,5%	11,6%	13,7%	14,1%	13,7%	14,1%
Premenné pre kreditné riziko odhadnuté pomocou makroekonomických veličín	Ročná pravdepodobnosť zlyhaní ⁵⁾	1,6%	1,7%	2,7%	1,7%	2,7%	3,4%
		3,0%	2,8%	4,3%	3,2%	3,4%	4,0%
		6,0%	5,4%	9,2%	9,1%	9,8%	12,88%
	Podiel zlyhaných úverov domácnostiam	5,0%	4,7%	8,0%	8,8%	9,2%	9,8%

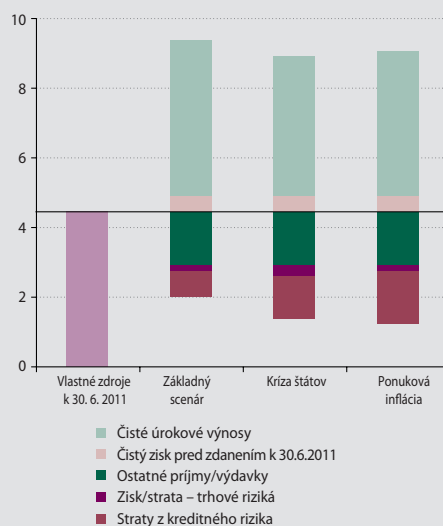
Zdroj: NBS, ECB.

Poznámky:

- 1) V prípade akciových indexov sa vo všetkých scenároch predpokladá v prvých dvoch mesiacoch (júl a august 2011) pokles o 25% s následným rastom tak, aby medziročná zmena zodpovedala hodnote uvedenej v tabuľke.
- 2) Vo všetkých troch scenároch sa predpokladá jednorazový nárast gréckych kreditných spreadov o 1 000 b. b. v júli 2011, ktorý približne zodpovedá poklesu hodnoty trojročných dlhopisov o 20%.
- 3) V scenári „Kríza štátov“ sa v prípade írskych a portugalských kreditných spreadov predpokladá rast o 1 000 b. b. počas druhého polroku 2011 a následný pokles o 500 b. b. v prvom polroku 2012.
- 4) V scenári „Kríza štátov“ sa v prípade španielskych a talianskych kreditných spreadov predpokladá rast o 500 b. b. počas druhého polroku 2011 a následný pokles o 250 b. b. v prvom polroku 2012.
- 5) Údaje za ročnú pravdepodobnosť zlyhaní pre podnikové úvery a podiely zlyhaných úverov domácnostiam sú uvedené ku koncu roka 2012 a 2013.
- 6) V druhom polroku 2013 sa predpokladá pokračovanie pozitívnych trendov z prvého polroku.

Graf 59 Simulované straty bankového sektora (mil. EUR)


Zdroj: NBS.

Graf 60 Vývoj najdôležitejších faktorov ovplyvňujúcich výšku vlastných zdrojov (mld. EUR)


Zdroj: NBS.

Poznámka: Údaje vyjadrujú odhady k 31.12.2011. V druhom až štvrtom stĺpci sú príspevky jednotlivých položiek ziskovosti k zvýšeniu/zníženiu vlastných zdrojov.

trhoch na rast špekulatívnych investícií do komodít, hlavne ropy) viedol k dodatočnej potrebe kapitálu v objeme 61 mil. €, resp. 1,4 % vlastných zdrojov sektora.

Banky vykazovali aj na konci prvého polroka 2011 najväčšiu citlivosť na možné straty z podnikových úverov. Čoraz väčšiu váhu majú aj straty z kreditného rizika domácností a trhových rizík.

Najvýraznejšie straty zaznamenali banky, podobne ako v predchádzajúcich analýzach, z portfólia podnikových úverov. Stagnácia tohto portfólia spolu s vyšším podielom dlhopisov na celkových aktívach a rastúcim portfóliom úverov poskytnutých domácnostiam však viedli k nárastu simulovaných strát aj z kreditného rizika domácností a z trhových rizík (graf 59).

Schopnosť domácností splácať úvery by sa výraznejšie znížila pri scenári „Ponuková inflácia“. Najväčšie straty z trhových rizík sektor zaznamenal v prípade scenára „Kríza štátov“.

Z výsledkov stresového testovania vyplýva, že domácnosti sú stále citlivé najmä na riziko rastu inflácie a s tým spojený rast úrokových sadzieb v kombinácii s možnou recesiou.

Straty z trhových rizík sú dané najmä stratami z precenenia dlhových cenných papierov pri realizácii úrokového rizika a rizika štátov. Z vlastnosti týchto rizík materializovať sa pomerne rýchlo a prudko vyplýva, že najväčšie straty by sektor zaznamenal na začiatku stresového obdobia (graf 59). Scenáre sú zároveň konštruované tak, že počas nasledujúcich dvoch rokov sa časť strát z trhových rizík vymaže (predpoklad šoku/recesie v tvare V).

Stresové testovanie potvrdilo okrajový význam devízového a akciového rizika pre bankový sektor. Tieto riziká však majú výraznejší vplyv vo vybraných bankách.

Schopnosť generovať zisk je dôležitým predpokladom zvládnutia možného budúceho negatívneho vývoja. Podstatným zdrojom rastu ziskovosti bánk sú najmä úrokové príjmy.

Odhadovaná schopnosť sektora generovať úrokové príjmy aj počas krízového obdobia do značnej miery pomáha bankám znižovať straty, resp. vykázať zisk na konci jednotlivých rokov (graf 60). Odolnosť bánk voči simulovaným scenárom podporila aj vysoká primeranosť vlastných zdrojov na začiatku časového



horizontu stresového testovania (koniec júna 2011).

Dopad stresových scenárov na výkonnosť fondov DSS nebol príliš významný. Výrazné simulované straty zaznamenali fondy DDS z dôvodu prítomnosti akciovej zložky v ich portfóliách. Vysoký podiel menej rizikových fondov v sektore kolektívneho investovania obmedzuje simulované straty. V poisťovniach bolo znehodnotenie aktív kompenzované úrokovými príjmami.

Vzhľadom na nízke vystavenie fondov DSS voči trhovým rizikám by uvedené stresové scenáre nespôsobili v týchto fondoch výrazné straty (0,2% hodnoty dôchodkovej jednotky v základnom scenári). Dôvodom je aj to, že tieto fondy majú zafixované svoje úrokové príjmy v priemere na dobu 4 mesiacov. Rast úrokových sadzieb, ktorý sa predpokladá v scenári „Ponuková inflácia“, sa na konci obdobia prejavil pozitívne na výkonnosti fondov.

Relatívne vysoký podiel investícií do akcií a podielových listov vo väčšine príspevkových fondov DDS v prípade oboch stresových scenárov by spôsobil pomerne výrazný pokles hodnoty dôchodkovej jednotky (až o 15%). Najvýraznejšie simulované straty fondy zaznamenali na konci prvého polroka 2012, čo je v súlade s predpokladaným vývojom akciových indexov v jednotlivých scenároch.²⁶

Keďže výrazná časť podielových fondov z hľadiska ich podielu na celkovom objeme NAV sú peňažné, resp. dlhopisové fondy, priemerné straty (priemer vážený čistou hodnotou aktív jednotlivých fondov) simulované pomocou stresových scenárov boli relatívne malé (do 6% NAV). Straty boli spôsobené najmä znehodnotením investícií do akcií a do podielových listov iných fondov. Z uvedeného dôvodu boli straty rozložené pomerne nerovnomerne podľa typu podielového fondu. Aj na základe skúseností z roku 2008 (ale potvrdzuje to aj vývoj v júli a auguste 2011) môžeme teda predpokladať, že najmä fondy s vysokým podielom akciovej zložky (akciové fondy a fondy fondov) dosiahnu výrazné straty a pravdepodobne budú čeliť zvýšeným redemáciám podielov v prípade ďalších turbulencií na finančných trhoch.

Výšku úrokových príjmov poisťovní ovplyvnili stresové scenáre len mierne, pretože ich portfóliá dlhových cenných papierov majú pomerne dlhú duráciu. Úrokové výnosy navyše čiastočne pokryli simulované straty z precenenia aktív. Z výsledkov stresového testovania vyplýva, že zvýšené riziko strát pre poisťovne súvisí s rizikom nárastu kreditných spreadov dlhopisov, vrátane dlhopisov emitovaných menej rizikovými štátmi – vrátane Slovenska, v prípade ďalšej eskalácie krízy štátov eurozóny. Dôvodom je, že slovenské štátne dlhopisy preceňované na reálnu hodnotu tvoria pomerne významnú časť portfólia aktív v poisťovniach.

²⁶ Vysokú rizikovosť fondov DDS potvrdzuje aj skutočný vývoj v mesiacoch júl a august 2011, keď príspevkové fondy DDS zaznamenali v dôsledku turbulencií na finančných trhoch straty v priemere až 2,1% (priemer vážený čistou hodnotou aktív).



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM



PRÍLOHY

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





1 INDIKÁTOR PREJAVENÉHO NAPÄTIA V EKONOMIKE A FINANČNOM PROSTREDÍ

MARIANNA ČERVENÁ²⁷

V správach o finančnej stabilite jednotlivých centrálnych bánk a medzinárodných inštitúcií ako je MMF a BIS sa čoraz častejšie kladie dôraz na systémové riziko. Tento posun sme mohli zaznamenať v posledných rokoch hlavne ako dôsledok stále pretrvávajúcej ekonomickej a finančnej krízy vo svete. Je preto prirodzené, že aj Národná banka Slovenska má snahu kvantifikovať možnú materializáciu tohto rizika v slovenskom finančnom systéme.

Pojem systémového rizika, tak ako aj samotná makroprudenciálna regulácia a dohľad, pod ktorú tento fenomén spadá, je relatívne novým pojmom v akademickej literatúre. Hoci bol tento pojem v oblasti tvorcov politiky zaužívaný už dlhšiu dobu, snahy o presnú špecifikáciu sa objavili až po vypuknutí krízy v roku 2007. Aj napriek snahám však stále neexistuje konsenzus, ako tento pojem definovať. V literatúre existuje niekoľko preferovaných definícií.

My budeme pracovať s prístupom De Bandt a Hartmann (2000) a De Bandt a kol. (2009). Systémové riziko definujú ako riziko rozšírenia tak závažnej finančnej nestability, ktorá naruší fungovanie finančného systému natoľko, že je možné pozorovať hmotné dopady na ekonomický rast a celkový blahobyt v krajine.

Autori štúdií rozlišujú medzi horizontálnym a vertikálnym pohľadom na systémové riziko. Kým prvý sa sústreďuje iba na samotný finančný systém, druhý berie do úvahy aj reálnu ekonomiku a interakciu medzi oboma. Systémové riziko sa prejavuje v troch formách. Nákaza sa vzťahuje na idiosynkratický problém, ktorý sa postupne (často sekvenčne) rozširuje.²⁸ Rozšírený šok je druhou formou systémového rizika. Tento šok simultánne negatívne ovplyvňuje celú škálu sprostredkovateľov a/alebo trhov. Poslednou formou je hromadenie nerovnováh vo finančnom systéme v čase, príkladom je bublina na realitných trhoch.

INDIKÁTORY NAPÄTIA

Indikátory napätia vo finančnom systéme sú základným konceptom na meranie aktuálneho napätia vo finančnom systéme resp. naakumulovaného systémového rizika. Na rozdiel od systémov skorého varovania, ktoré sme predstavili v prílohe správy o finančnej stabilite za rok 2009, sa nesnažia predpovedať krízy alebo nepokoj, ale podať komplexnú informáciu o stave (finančného) systéme. Teda dokážu nás informovať o nahromadených nerovnováhach v systéme, ako aj o materializácii šokov (pričom je zrejmé, že výskyt šokov nemožno predpovedať).

Vďaka svojej jednoduchosti a priamočiarosti sú užitočným nástrojom pre účely monitorovania a zabezpečovania finančnej stability. Pri správne skonštruovanom indikátore umožňujú všeobecný pohľad na systém z makro úrovne. Poskytujú nám možnosť porovnať úroveň napätia v čase, ako aj konfrontovať súčasnú úroveň napätia s predchádzajúcimi krízovými obdobiami, ak také boli pozorované. Pri vyhodnocovaní a interpretácii pozorovaní však treba byť opatrný. Zvýšené úrovne indikátora nás iba upozorňujú na potrebu zvýšenej obozretnosti a ďalšieho skúmania stavu (finančného) systému. Nehovorí o materializácii krízy.

V literatúre existuje viacero prístupov na vytváranie indikátorov napätia vo finančnom systéme. Vo všeobecnosti ich môžeme rozdeliť na základe toho, aké dáta boli použité a v druhom rade na základe metód použitých na agregáciu informácií obsiahnutých v týchto dátach.

Výber použitých dát závisí od štruktúry finančného trhu, pre ktorý je takýto indikátor tvorený, ako aj od jeho prepojenosti s reálnou ekonomikou, prípadne s inými krajinami, resp. trhmi. Konkrétne sa v literatúre často stretávame so štúdiami, ktoré používajú čisto trhové dáta, trhové dáta v kombinácii s bilančnými dátami, alebo

²⁷ Prezentované názory sú názormi autora a nevyjadrujú oficiálne stanovisko Národnej banky Slovenska.

²⁸ Príkladom môže byť pád banky, ktorý spôsobil pád inej banky, ktorá pôvodne vyzerala byť solventná.

iba bilančné dáta. V prípadoch, keď bol indikátor napätia tvorený pre ekonomiky s menej rozvinutým finančným sektorom, ktorý je úzko prepojený s reálnou ekonomikou, sa môžeme stretnúť s použitím makro údajov.

Metód na agregáciu existuje tiež viacero. Najjednoduchšou a zároveň často používanou je tzv. agregácia pomocou VE váh (variance-equal weights), ktorá agreguje normalizované dáta. Použité dáta sú v prvom kroku očistené tak, aby priemerná hodnota bola nulová, pričom v druhom kroku je ich rozptyl normalizovaný na jednotku. Myšlienka, ktorá sa skrýva za týmto postupom, spočíva v snahe eliminovať prehnaný vplyv časových radov s väčšou variabilitou na vývoj celkového indexu. Ďalšími, technicky náročnejšími metódami, sú napríklad faktorová analýza s využitím metódy hlavných komponentov, logit modely na určenie pravdepodobnosti napätia a SS reprezentácia (state-space representation). Vyčerpávajúci prehľad literatúry o indikátoroch napätia vo (finančnom) systéme je k dispozícii v článku Louzis a Vouldis (2011).

Indikátory napätia v ekonomike sú užitočným nástrojom na monitorovanie aktuálneho stavu finančného systému, prípadne ekonomiky ako takej. Ich výhoda spočíva v ich jednoduchosti a priamočiarosti. Sú ľahko uchopiteľné a nesú v sebe odkaz pre tvorcov politik. Sú tiež dobrým východiskom pri tvorbe systémov skorého varovania, pretože môžu slúžiť ako základný blok pri identifikácii krízových epizód v minulosti. Ich nevýhody spočívajú v určitej miere subjektivity pri výbere premenných, ktoré sú do modelu zahrnuté, a tiež v skutočnosti, že (finančný) systém sa v čase vyvíja, a teda sa môže stať, že niektoré jeho dôležité aspekty nebudú zahrnuté. Pri aktualizácii indikátora v čase zas môže dôjsť k jeho inkonzistencii. Je potrebné si uvedomovať, že tieto systémy nedokážu predpovedať, ale hovoria o aktuálnej hladine napätia v systéme.

STRUČNÁ CHARAKTERISTIKA EKONOMIKY A FINANČNÉHO SYSTÉMU SLOVENSKA

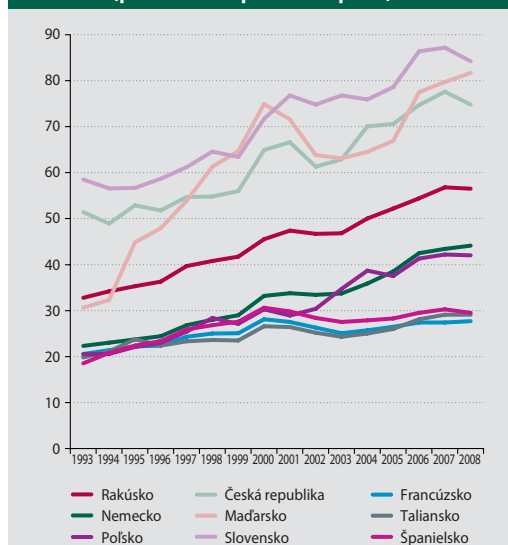
Slovenská ekonomika je malá otvorená ekonomika s relatívne plytkým kapitálovým trhom a malým množstvom finančných/nefinančných inštitúcií vedených na burze cenných papierov. Celková otvorenosť slovenskej ekonomiky (definovaná ako súčet dovozu a vývozu ako podiel na

HDP) predstavovala v roku 2010 až 163 %. Vysoké hodnoty otvorenosti pritom dosahuje dlhodobo. Podobne sú na tom aj naši dvaja susedia z Vyšehradskej štvorky (V4): Maďarsko s otvorenosťou ekonomiky 166 % HDP a Česko s ukazovateľom na úrovni 154 % HDP.

Pre porovnanie s inými krajinami je v grafe 61 zobrazený vývoj indikátora medzinárodného obchodu OECD, ktorý je definovaný ako priemer dovozu a vývozu jednotlivých krajín a vyjadrený ako pomer na HDP. Z grafu vidíme výrazné rozdiely medzi veľkými ekonomikami v Európe a malými postkomunistickými krajinami. Kým Slovensko, Maďarsko a Česká republika si dlhodobo udržiavajú vysokú úroveň otvorenosti (je dokonca možné pozorovať mierne rastúci trend), veľké krajiny ako Taliansko, Francúzsko a Španielsko spolu s Nemeckom a Poľskom môžeme považovať za dlhodobo menej otvorené ekonomiky. Rakúsko sa nachádza niekde uprostred.²⁹

V kontexte stability finančného systému môže byť táto vysoká otvorenosť slovenskej ekonomiky významným zdrojom potenciálnych nerovnováh. Túto skutočnosť potvrdzuje aj skúsenosť z predchádzajúcich rokov, keď Slovensko zaznamenalo jeden z najväčších poklesov HDP spomedzi európskych krajín, čo malo dopad aj na úverovanie podnikov a množstvo nespláca-

Graf 61 Medzinárodný obchod ako podiel na HDP (priemer import a export)



Zdroj: OECD, Factbook 2010.

²⁹ Čo sa týka našich najväčších obchodných partnerov, pri dovozoch v prvom polroku 2011 dominovali Nemecko, Rusko, Česká republika, Kórea, Čína, Poľsko a Maďarsko. Najviac sme vyvážali do Nemecka, Čiech, Poľska, Francúzska, Rakúska a Maďarska.



ných úverov, teda aj priamy dopad na finančný systém.

Ako sme už spomínali, Slovensko má malý kapitálový trh a ako dokumentuje tabuľka 9, finančnému systému dominujú banky. Tabuľka zobrazuje pomer aktív jednotlivých sektorov finančného systému Slovenska na celkových aktívach finančného systému. V tabuľke môžeme vidieť, že až takmer 71% aktív finančného sektora sa nachádza v bankách. V dôležitosti nasledujú poisťovne, dôchodkové správcovské spoločnosti a doplnkové dôchodkové spoločnosti. Pre posledné dva sektory sa predpokladá rastúca tendencia vo významnosti v prípade, že nebudú vykonané závažné legislatívne zmeny.

Banky na Slovensku sú konzervatívne a aj z tohto dôvodu neuprednostňujú výraznejšie straty po vypuknutí krízy a neskoršom páde Lehman Brothers. Pokles ich ziskovosti bol v roku 2009 podmienený najmä prechodom Slovenska na novú menu euro a s ním súvisiacim poklesom ziskovosti z devízových operácií a úrokových výnosov. V tomto období sa však začal objavovať aj mierny nárast tvorby opravných položiek.

Od vypuknutia pretrvávajúcej globálnej finančnej a ekonomickej krízy sme u nás nepozorovali bankovú alebo finančnú krízu. Z ekonomického hľadiska však o kríze môžeme hovoriť, keďže sme pocítili významnú recesiu zapríčinenú zníženým dopytom zo zahraničia, ktorá podmienila aj zvýšené deficity štátneho rozpočtu a tým aj zvyšovanie vládneho dlhu. Z historického hľadiska

môžeme konštatovať, že v súvislosti s čiastočnou liberalizáciou trhov Slovensko vykazovalo známky krízy v istej forme od začiatku 1991. Medzi jej prejavy okrem iného patrila nedostatočná kapitalizácia bánk a akumulácia zlyhaných úverov. Skutočná banková kríza však prepukla až na konci roku 1998 a bola vyriešená v roku 2002 ozdravením a privatizáciou bankového sektora. Za systémovú bankovú krízu považujeme obdobie od 4. Q 1998 do 1. Q 1999.

INDIKÁTOR PREJAVENÉHO NAPÄTIA V EKONOMIKE A FINANČNOM PROSTREDÍ SLOVENSKA

Pri konštrukcii indikátora prejaveneho napätia v Slovenskej ekonomike a finančnom systéme sme vychádzali zo zaužívaných praktík v iných centrálnych bankách, resp. poznatkov prezentovaných v akademickej literatúre a z vykonaných analýz zhrnutých v predchádzajúcej časti prílohy. Z vyššie uvedenej analýzy sa javí, že Slovenská ekonomika je výrazne prepojená a teda je potrebné sledovať viacero sektorov ekonomiky a ich prepojenia. Ak by sme sa pri konštrukcii indikátora napätia sústredili iba na finančné premenné, mohli by sme opomenúť dôležité aspekty fungovania ekonomiky a nevšimnúť si významné riziká pre finančnú stabilitu.

Pri výbere vhodných premenných na tvorbu indikátora prejaveneho napätia v ekonomike a finančnom systéme Slovenska sme sa sústredili na premenné popisujúce dianie v bankovom systéme a v reálnej ekonomike a navyše sme zahrnuli premenné zachytávajúce ekonomickú situáciu

Tabuľka 9 Aktíva slovenského finančného sektora

	Aktíva ¹ v mld. EUR	Podiel na celkových aktívach v %	Zmena oproti 12/2010 v %	Zmena oproti 06/2008 v %
Banky	55 779 017	70,8	1,9	-2,3
Poisťovne	6 512 975	8,3	1,2	17,5
Fondy KI	4 500 321	5,7	0,1	-16,2
OCP	2 221 382	2,8	1,0	16,8
DSS	4 130 682	5,2	11,1	110,2
DDS	1 182 147	1,5	3,2	35,1
Lízing	3 081 480	3,9	-0,3	-15,1
Faktoring	172 400	0,2	-0,2	-42,3
Splátkový predaj	1 168 116	1,5	3,4	10,8

Zdroj: NBS, Analýza Slovenského finančného sektora za prvý polrok 2011.

1) Pre fondy KI, OCP, DSS, DDS údaje vyjadrujú objem spravovaného majetku.

Poznámky: Údaje k 6/2011.

KI – kolektívne investovanie, OCP – obchodníci s cennými papiermi, DSS – dôchodkové správcovské spoločnosti, DDS – doplnkové dôchodkové spoločnosti. Druhý stĺpec vyjadruje podiel na celkových aktívach slovenského finančného sektora. Posledný stĺpec vyjadruje zmenu oproti predkrízovému obdobiu.



u nášho najväčšieho obchodného partnera. Tento výber korešponduje s vývojom v posledných rokoch ako v období krízy pozorovanej v deväťdesiatych rokoch minulého storočia.

Použitá data boli získané z rôznych zdrojov. Časť údajov bola získaná z údajov dostupných priamo v Národnej banke Slovenska (NBS). Konkrétne ide o bilančné data zbierané NBS na mesačnej báze za jednotlivé inštitúcie, pričom na analýzu boli použité agregované data za celý bankový sektor. Táto časť dát zároveň ohraničuje dĺžku vzorky, ktorá bola použitá pri tvorbe indikátora napätia, keďže dané údaje sú v konzistentnej forme dostupné až od roku 2004. Medzi ďalšie zdroje môžeme zaradiť oficiálne dostupné data z OECD, MMF a Eurostatu.

Výber premenných môžeme s ľahkosťou kategorizovať do niekoľkých skupín. V prvej kategórii sa nachádzajú **makro** premenné. Konkrétne sme do užšieho výberu zaradili HDP a jeho komponenty (konečná spotreba domácností a investície), resp. indikátor priemyselnej produkcie, nezamestnanosť, reálny efektívny výmenný kurz a úrokové miery (krátkodobú medzibankovú úrokovú mieru, úrokovú mieru na 10-ročných vládných dlhopisoch a ich spread, teda úrokový rozptyl).³⁰ Ďalej sú to **cenové** premenné ako CPI, ceny nehnuteľností a ceny akcií, pričom CPI

bol použitý na defláciu použitých premenných. Tretiu kategóriu tvoria **bankové** premenné. Sem môžeme zahrnúť kapitálovú primeranosť, bankovú ziskovosť; a to v podobe návratnosti kapitálu (ROE) a návratnosti aktív (ROA), ktoré sú v analýze použité v anualizovanej forme; úverovanie v ekonomike; konkrétne pôžičky domácnostiam a nefinančným korporáciám, ale aj podiel zlyhaných úverov na celkovom objeme poskytnutých úverov v oboch skupinách a nakoniec medzibankové pôžičky a depozity.

Výber premenných umožňuje vytvoriť dve verzie indikátora napätia – mesačnú aj štvrťročnú. Rozdiel medzi dvoma verziami spočíva najmä v tom, že pokiaľ mesačný indikátor má výhodu rýchlej dostupnosti a možnosti častej aktualizácie (indikátory nálad v ekonomike sú dostupné ešte pred ukončením referenčného obdobia, kým HDP je zverejňované s oneskorením 40 – 60 dní), štvrťročný index vyhladzuje krátkodobé výkyvy. Hlavne v nepokojných časoch poskytuje mesačný index lepší nástroj na monitorovanie aktuálneho vývoja.

Tabuľka 10 znázorňuje koreláciu medzi vybranými premennými so štvrťročnou frekvenciou. V tabuľke sú zvýraznené hodnoty korelácie vyššej ako 0,8 v absolútnej hodnote. V dátach môžeme pozorovať silnú koreláciu medzi finálnou spotre-

Tabuľka 10 Korelácia vybraných premenných, štvrťročná frekvencia

	HDP	C	I	U	Spread	SP	HP	aROE	aROA	CA	LHH	nLHH	LNFC
HDP	.												
C	0,72	.											
I	0,89	0,50	.										
U	-0,08	-0,57	0,14	.									
Spread	-0,82	-0,93	-0,67	0,42	.								
SP	0,68	0,72	0,57	-0,44	-0,69	.							
HP	0,85	0,88	0,69	-0,47	-0,90	0,77	.						
aROE	0,53	0,93	0,33	-0,69	-0,85	0,68	0,77	.					
aROA	0,50	0,87	0,36	-0,71	-0,79	0,74	0,72	0,97	.				
CA	0,50	0,17	0,55	0,63	-0,32	0,09	0,20	0,08	0,01	.			
LHH	0,59	0,88	0,42	-0,36	-0,89	0,51	0,74	0,87	0,76	0,40	.		
nLHH	-0,58	-0,92	-0,38	0,51	0,90	-0,65	-0,76	-0,95	-0,88	-0,28	-0,95	.	
LNFC	0,69	0,96	0,51	-0,60	-0,92	0,80	0,90	0,95	0,91	0,16	0,86	-0,93	.
nLNFC	-0,26	-0,75	0,05	0,88	0,61	-0,47	-0,64	-0,80	-0,73	0,33	-0,62	0,71	-0,77

Zdroj: Výpočty NBS.

Poznámky: HDP – hrubý domáci produkt, C – finálna spotreba domácností, I – investície, U – miera nezamestnanosti, Spread – rozdiel medzi dlhodobými a krátkodobými úrokovými mierami, SP – ceny akcií, HP – ceny nehnuteľností, aROE – anualizovaná rentabilita vlastného imania, aROA – anualizovaná rentabilita aktív, CA – kapitálová primeranosť, LHH – úvery domácnostiam, nLHH – podiel zlyhaných úverov domácností, LNFC – úvery nefinančným spoločnostiam, nLNFC – podiel zlyhaných úverov nefinančných spoločností.

Korelácia s medzibankovými pôžičkami a depozitmi nie je zobrazená, nakoľko neboli pozorované žiadne silné korelácie.

³⁰ Do tejto kategórie by mohli byť ešte zaradené dovoz a vývoz spolu s vládnym a súkromným dlhom.

bou domácností a množstvom bankových premenných a takisto aj silnú negatívnu koreláciu medzi spotrebou a spreadom v úrokových mierach. Takmer jednotkovú negatívnu koreláciu je možné pozorovať aj medzi spotrebou a zlyhanými úvermi domácností. To znamená, že znížená schopnosť domácností splácať svoje záväzky ide ruka v ruku so zníženou finálnou spotrebou. Za zmienku ďalej stojí aj vysoká korelácia medzi nezamestnanosťou v ekonomike a množstvom zlyhaných úverov nefinančných korporácií. Toto pozorovanie je v súlade s predpokladom, že počas zlých časov sa firmy (teda v časoch, keď nedokážu splácať svoje záväzky) zbavujú nadbytočnej pracovnej sily. Na druhej strane, dáta naznačujú, že v období 1. Q 2004 až 2. Q 2011 neexistuje žiadna korelácia medzi nezamestnanosťou a rastom reálneho HDP. Teda predpoklad, že rast HDP má za následok pokles nezamestnanosti, nie je touto základnou technikou potvrdený.³¹

Spready medzi dlhodobými a krátkodobými úrokovými mierami sú vo väčšine prípadov veľmi (negatívne) korelované s ostatnými skúmanými premennými. Pozorujeme, že v sledovanom období bolo možné s rastúcimi spreadmi pozorovať klesajúci rast HDP, úverovania (či už domácností alebo nefinančných spoločností), cien nehnuteľností a rentability a zároveň aj rast zlyhaných úverov. Rentabilita bánk je previazaná s rastom privátnej spotreby, rastom úverov poskytnutých v ekonomike a, prirodzene, negatívne s podielom zlyhaných úverov. Nakoniec, úvery poskytnuté v ekonomike sú najmä korelované so spotrebou domácností.

SAMOTNÝ INDIKÁTOR

V tejto časti si postupne predstavíme obe verzie vytvoreného indikátora prejaveneho napätia v Slovenskej ekonomike a finančnom systéme. Pri konštrukcii sme v tejto fáze zvolili jednoduchú metodológiu, ktorej výsledky budú v budúcnosti slúžiť ako benchmark resp. referenčná hodnota pri tvorbe komplexnejšieho indikátora napätia v slovenskej ekonomike a finančnom systéme. Aj z dôvodu voľby prístupu k vytváraniu indikátora v sebe nesú predstavené indikátory istú mieru subjektivity v súvislosti s voľbou zahrnutých premenných. Tejto subjektivity sme si vedomí a hoci možno voči voľbe premenných namietat, domnievame sa, že zvolené premenné dostatočne pokrývajú riziká, ktoré môžu mať negatívny vplyv na finančnú stabilitu slovenského finančného systému.

Ako už bolo naznačené v prechádzajúcich častiach prílohy, premenné vstupujúce do modelu sú reálne (teda očistené od vplyvu inflácie) a vo väčšine prípadov vyjadrené v medziročných rastoch. Jedinými výnimkami sú spready medzi dlhodobými a krátkodobými úrokovými mierami, miera nezamestnanosti (použité sezónne očistené dáta), kapitálová primeranosť a rentabilita bánk.

Pri zostrojení indikátora sme použili základnú metodológiu spomínanú v úvode prílohy. Konkrétne, dáta boli najskôr upravené tak, aby mali nulovú priemernú hodnotu. Následne boli agregované pomocou VE váh. Konkrétne:

$$I_t = \sum_{i=1}^N \frac{X_{i,t} - \overline{X}_i}{N\sigma_i},$$

kde N je počet premenných použitých pre daný indikátor, X_i je priemerná hodnota danej premennej $X_{i,t}$, σ_i je štandardná odchýlka premennej X_i .

Pre prípad štvrtročného indexu sme nakoniec použili nasledujúce premenné: rast HDP, rast HDP nášho najväčšieho obchodného partnera Nemecka, miera nezamestnanosti, spread medzi dlhodobými a krátkodobými úrokovými mierami, anualizovaná rentabilita bánk, rast úverov domácnostiam a nefinančným korporáciám, ako aj podiel zlyhaných úverov na celkovo poskytnutých úveroch v jednotlivých kategóriách. Ďalej je to krátkodobá medzibanková úroková miera a rast medzibankových úverov rezidentom. Rovnica dole zobrazuje zloženie indikátora, pričom jednotlivé premenné vstupujúce do nej sú normalizované (teda majú priemernú hodnotu nula a rozptyl jedna).

$$\text{Index} = \frac{1}{11} \left\{ \begin{array}{l} \text{HDP} \\ \text{HDP}_{DE} \\ \text{aROE} \\ \text{úvery domácnostiam} \\ \text{úvery firmám} \\ \text{medzibankové úvery} \end{array} \right\} + \frac{1}{11} \left\{ \begin{array}{l} \text{nezamestnanosť} \\ \text{spread} \\ \text{krátkodobá úroková miera} \\ \text{zlyhané úvery domácností} \\ \text{zlyhané úvery firmám} \end{array} \right\}$$

³¹ Treba podotknúť, že v korelačnej analýze sa nepozeralíme na časovú štruktúru a skúmame iba jednoduché korelácie.

V rovnici vidíme, že nie všetky premenné vstupujú do rovnice s rovnakým znamienkom. Premenné vstupujú tak, aby zohľadňovali príspevky k napätiu resp. nestabilite. Na ekonomiku a finančný systém majú nepriaznivý vplyv negatívne odchýlky HDP od dlhodobého priemeru, rastúca nezamestnanosť, zväčšujúci sa spread medzi dlhodobými a krátkodobými úrokovými mierami, klesajúca rentabilita bánk, zhoršená dostupnosť úverov (či už domácnostiam, nefinančným spoločnostiam alebo medzi bankami), ako aj vyšší podiel zlyhaných úverov a rastúce krátkodobé úrokové miery, ktoré hovoria o nedôvere medzi bankami.

V grafe 62 je znázornený vývoj štvrtročného indikátora prejaveneho napätia v slovenskej ekonomike a finančnom systéme, ktorý bol zostrojený na základe rovnice uvedenej vyššie. Na začiatku sledovaného obdobia pozorujeme prechod od úrovni, ktoré by mohli znamenať určitú mieru nestability ekonomiky a finančného systému do obdobia rastu a pozitívnych odchýlok od dlhodobých priemerov. Zlom nastáva koncom roku 2008, od kedy je možné sledovať rýchly prechod od pozitívnych odchýlok k výrazne negatívnym. V druhom štvrtroku roku 2009 až treťom štvrtroku 2010 pozorujeme maximálne zaznamenané hodnoty stresu v systéme, ktoré koncom roka 2010 a začiatkom roka 2011 mierne klesli. Na konci sledovaného ob-

dobia je zaznamenaný opätovný mierny nárast hodnôt indikátora.

Pri tvorbe mesačného indikátora sme zvolili obdobné premenné, pričom rast HDP sme nahradili indikátorom priemyselnej produkcie pre obe krajiny, Slovensko aj Nemecko. Ďalej sme zaradili sezónne očistenú mieru nezamestnanosti, spread medzi dlhodobými a krátkodobými úrokovými mierami, rentabilitu bánk, rast úverov domácnostiam a nefinančným spoločnostiam, podiel zlyhaných úverov na celkových úveroch jednotlivých segmentov, krátkodobé medzibankové úrokové miery a rast úverov medzi domácimi bankami.

$$Index = -\frac{1}{11} \left\{ \begin{array}{l} \text{priemyselná produkcia} \\ \text{priemerná produkcia}_{DE} \\ aROE \\ \text{úvery domácnostiam} \\ \text{úvery firmám} \\ \text{medzibankové úvery} \end{array} \right\}$$

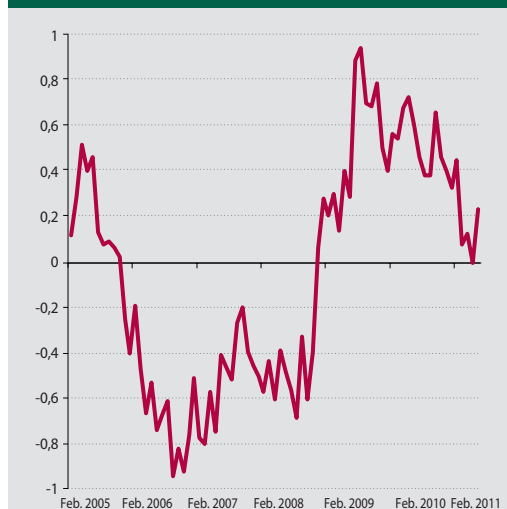
$$+ \frac{1}{11} \left\{ \begin{array}{l} \text{nezamestnanosť} \\ \text{spread} \\ \text{krátkodobá úroková miera} \\ \text{zlyhané úvery domácností} \\ \text{zlyhané úvery firiem} \end{array} \right\}$$

Graf 62 Štvrtročný indikátor napätia



Zdroj: Výpočty NBS.

Graf 63 Mesačný indikátor napätia



Zdroj: Výpočty NBS.



Rovnako ako v prípade štvrtročného indikátora, aj tentoraz sú premenné uvedené v rovnici normalizované a do rovnice vstupujú s ohľadom na svoj prínos k napätiu. Pokles indikátora priemyselnej produkcie v oboch krajinách indikuje napätie, tak ako aj rast nezamestnanosti, rastúce spready medzi úrokovými mierami, klesajúca rentabilita bánk, klesajúce úverovanie a rastúce krátkodobé medzibankové úrokové miery. Rastúci podiel zlyhaných úverov má tiež negatívne dôsledky.

Vývoj mesačného indikátora zobrazený v grafe 63 viac-menej kopíruje vývoj štvrtročného indikátora s istými odchýlkami. Ak si tento vývoj porovnáme dôkladnejšie, môžeme sledovať určitý časový posun v ich správaní. Najvýraznejšie je tento posun možné sledovať na konci skúmaného obdobia, kde mesačný indikátor jasne predstihuje vývoj zachytený štvrtročným indikátorom. Tento posun je spôsobený najmä použitím indikátora priemyselnej produkcie v mesačnej verzii indikátora. Indikátor priemyselnej produkcie je jediná premenná, ktorá má jemný charakter vedúceho (leading) indikátora a teda informácie obsiahnuté v tomto indikátore majú jemne predikčný charakter. Vedúci charakter sa však prejavuje iba pri napätí priamo súvisiacom s výkonom reálnej ekonomiky, resp. importovaným napätím z Nemecka, prípadne v prípadoch, keď sa už iná forma stresu prejavuje aj na výkone ekonomiky.

ZÁVER

V tejto prílohe sme predstavili indikátory napätia vo (finančnom) systéme, metodológiu ich konštrukcie a ich použitie. Slovensko je malá otvorená ekonomika, na stabilitu ktorej výrazne vplyva situácia v okolitých krajinách a u jej obchodných partnerov. Slovensko sa ďalej vyznačuje dominanciou bánk vo finančnom sektore, plytkým kapitálovým trhom a malým množstvom inštitúcií a podnikov vedených na burze cenných papierov. Navyše, z dôvodu konzistencie dát je skúmané obdobie relatívne krátke.

V sledovanom období bolo pozorované iba jedno krízové obdobie na konci vzorky, pričom neboli pozorované ďalšie závažné problémy, ktoré by mohli byť konfrontované so zostrojenými indikátormi napätia. Validácia prezentovaných indikátorov nie je preto dostatočná. Prezentované indikátory je potrebné vnímať ako nástroj, ktorý môže upozorniť na aktuálne problémy, ale jeho výkonnosť je limitovaná. V budúcnosti môže poslúžiť ako referenčná hodnota pri tvorbe komplexnejšieho indikátora, ktorý by bral do úvahy aj interakciu medzi jednotlivými premennými zachytávajúcimi stav ekonomiky a finančného systému. Nový indikátor by mal byť rozšírený na dlhšie časové obdobie a jeho funkčnosť následne otestovaná viac do hĺbky a konfrontovaná s krízou na konci 90-tych rokov 20. storočia a súčasnou globálnou ekonomickou a finančnou krízou.

Oba zostavené indikátory zachytávajú nástup krízového obdobia od konca roku 2008 s najväčším pozorovaným napätím začiatkom roku 2009, ktoré v čase mierne klesá, aj keď sa stále zdržuje na relatívne vysokých úrovniach. V druhom štvrtroku roku 2011 môžeme sledovať opätovný návrat k rastu stresu v ekonomike a finančnom systéme.

Literatúra

- D. Louzis a A. Vouldis (2011): A Financial Systemic Stress Index for Greece.
- D. Holló, M. Kremer a M. Lo Duca (2011): CISS – A Composite Indicator of Systemic Stress in the Financial System.
- O. De Bandt a P. Hartmann (2000): Systemic Risk: A Survey, ECB Working paper series, číslo 35.
- O. De Bandt, P. Hartmann a J.-L. Peydro (2009): Systemic Risk in Banking: An Update, Oxford Handbook of Banking, Oxford University Press.
- Špeciálna príloha FSR ČNB za rok 2006: Financial Stability Indicators: Advantages and Disadvantages of Their Use in the Assessment of Financial System Stability.
- FSR Latvia 2009: Financial stress Index of Latvian Banking Sector (box 4, strana 20).
- Správa o finančnej stabilite za rok 2009, www.nbs.sk, 2010.

2 FINANČNÁ POZÍCIA NEFINANČNÝCH PODNIKOV

ANNA STRACHOTOVÁ³²

V tomto príspevku zhodnotíme finančnú pozíciu a finančnú štruktúru slovenských podnikov. Zameriame sa najmä na likviditu, ktorá sa viaže na schopnosť podnikov obsluhovať svoje záväzky, ako aj zadlženosť a finančnú páku, keďže nadmerný rast akumulovaného dlhu môže signalizovať zvyšovanie rizika nesplácania pre veriteľov. Budeme sledovať vývoj od roku 2005 a zmeny, ktoré nastali v pozícii podnikov v súvislosti s recesiou na základe údajov štvrťročných finančných účtov³³, ktoré zachytávajú finančné transakcie a bilančnú pozíciu podnikového sektora. V časti 2.3 sú agregátne údaje doplnené informáciou o vývoji na úrovni odvetví a podľa veľkosti podnikov v období 2008 – 2010.

Negatívny dopad obmedzenia možnosti financovania počas recesie podniky kompenzovali zintenzívnením finančných vzťahov navzájom a zhoršením platobnej disciplíny. Podiel financovania domácimi finančnými inštitúciami sa v absolútnych objemoch mierne znížil, relatívny význam domáceho finančného sektora však výraznejšie neklesol. V roku 2011, po opätovnom raste ekonomiky, nastal nárast relatívneho po-

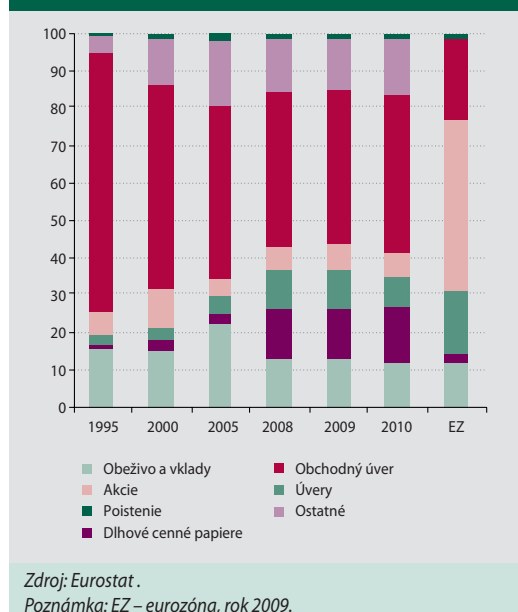
dielu bánk, podiel ostatných finančných inštitúcií na celkovom financovaní podnikového sektora ale mierne klesol.

Štruktúra bilancií inštitucionálnych sektorov ekonomiky – domácností, nefinančných korporácií, finančných korporácií a sektora verejnej správy – je významná pre finančnú stabilitu krajiny, jednak z hľadiska transmisie menovej politiky a tiež preto, aby dosahovaný rast bol udržateľný. Keďže bilancie sektorov sú navzájom prepojené (záväzky jedného sektora sú zároveň pohľadávkami iného sektora), riziká, ktoré vznikajú v ktoromkoľvek z inštitucionálnych sektorov, sa môžu prenášať do ostatných sektorov, často so závažnými dôsledkami.

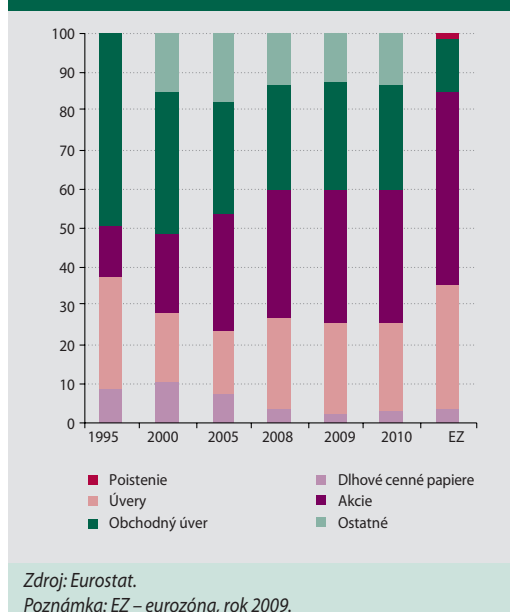
2.1 CHARAKTERISTIKA SEKTORA PODNIKOV

Podniky v SR pred rokom 2001 fungovali v neštandardných podmienkach, neporovnateľných so situáciou vo vyspelých ekonomikách, preto aj ich finančnú situáciu v tomto období možno považovať za neštandardnú. Po reštrukturalizácii

Graf 64 Štruktúra aktív (%)



Graf 65 Štruktúra financovania (%)



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

33 Princípy zostavovania štvrťročných finančných účtov a definície položiek účtov sú uvedené v práci NBS (2010).

bolo na Slovensku vytvorené pomerne stabilné prostredie, ktoré napomáhalo rozvoju investičnej aktivity a tvorbe interných zdrojov financovania.

Zmeny v štruktúre finančných aktív podnikov v uplynulých 15 rokoch ilustruje graf 64. V štruktúre aktív sa zvyšoval význam najmä dlhových cenných papierov. Podiel akcií na finančných aktívach je oproti eurozóne stále výrazne nižší. Vysoké zastúpenie obchodných úverov na strane aktív (ale aj pasív) naznačuje významné finančné prepojenia medzi podnikmi navzájom. Likvidita podnikov (vo forme hotovosti a vkladov) klesala k úrovni krajín eurozóny (cca 12% aktív). Zvyšovala sa držba alternatívnych likvidných aktív ako sú krátkodobé úvery a krátkodobé cenné papiere (graf 66).

V minulosti dominantný význam obchodných úverov v pasívach poklesol, aj keď v porovnaní s priemerom eurozóny je naďalej vysoký. Zvyšovalo sa financovanie formou emisie akcií a ostatných podielov, rástli pritom prevažne nekótované akcie, vzhľadom na absentujúci funkčný domáci kapitálový trh pre podnikové akcie a dlhopisy. Na význame postupne získavajú deriváty.

VÄZBY MEDZI FINANČNÝMI AKTÍVAMI A PASÍVAMI

Objem a štruktúra držby finančných aktív podnikov je motivovaná potrebou držať určitý objem

likvidity – krátkodobých finančných aktív, s ohľadom na splatnosť záväzkov firiem (finančných kontraktov) a ich menovú štruktúru. Likvidné aktíva predstavujú aj určitú rezervu na absorbovanie neočakávaných zmien vývoja transakcií.

Držba likvidity súvisí tiež s finančnými ohraničeniami, ktoré nútia najmä firmy s horšou dostupnosťou externého financovania (ako sú napr. malé podniky) z dôvodov obozretnosti držať viac likvidných aktív. Všeobecne vyššia úroveň likvidity znamená, že podniky sú lepšie vybavené, aby plnili svoje krátkodobé záväzky a implementovali investičné stratégie. V tomto smere sa likviditná pozícia slovenského podnikového sektora od roku 2001 zlepšovala (graf 66).

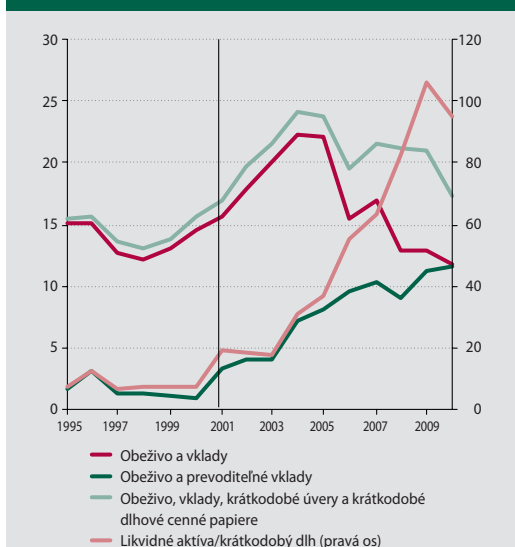
V období zvýšenej neistoty rastie aj špekulatívna motivácia, keď firmy zvažujú substitúciu medzi finančnými investíciami a alokáciou prostriedkov do reálnych investícií

Alokácia aktív do finančných a nefinančných investícií (graf 67) slúži aj ako proxy pre úroveň kolaterálov firiem (potrebných najmä pri dlhodobých úveroch).

FINANČNÁ PÁKA

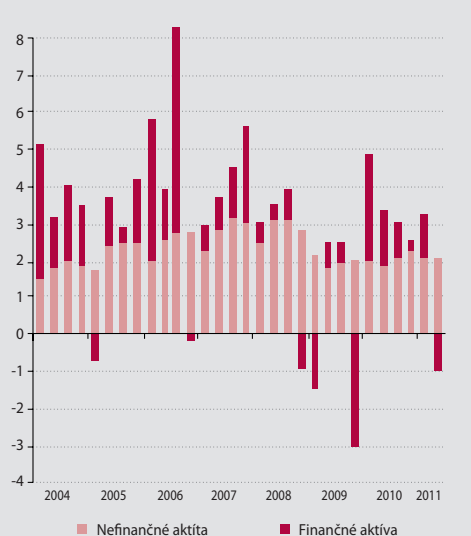
Pomer financovania podnikov dlhovými nástrojmi, majetkovými podielmi a obchodnými úvermi sa

Graf 66 Likvidné aktíva (% podiel)



Zdroj: Eurostat.

Graf 67 Finančné a nefinančné aktíva (toky) (mld. EUR)



Zdroj: Eurostat, ŠÚ SR.

Poznámka: Tvorba hrubého fixného kapitálu mil. EUR.

v súčasnosti priblížil k 30 % (graf 68). Pretrváva aj pomerne vysoké zastúpenie ostatných záväzkov, ktoré majú charakter oneskorených platieb a možno ich považovať za „vynútený“ obchodný úver.

Štruktúru financovania odráža pomer zadlženosti (cudžích zdrojov) voči vlastnému imaniu (pomer D/E). Pomer D/E je používaný ako meradlo finančnej páky, hovorí o rozsahu, v akom sú aktivity podniku financované inými ako vlastnými zdrojmi. Preferencia dlhového financovania pred vlastným imaním (akcie a ostatné podiely) v SR sa prejavuje relatívne vysokým, aj keď klesajúcim pomerom D/E v porovnaní s priemerom krajín eurozóny³⁴. Po roku 2005, keď sa zvýšila dynamika rastu úverov, dlh opäťovne získaval na význame (graf 69).

Všeobecne je vysoká úroveň finančnej páky potenciálnym zdrojom rizík pre podniky, ktorým pri vysokom zadlžení rastú náklady spojené s financovaním z externých zdrojov, keďže veritelia si vyššiu rizikovosť investície do podniku zohľadňujú v nákladoch financovania.

Vysoká finančná páka podnikov zvyšuje aj citlivosť firiem voči makroekonomickým šokom, môže obmedzovať ich schopnosť splácať svoje záväzky a negatívne ovplyvňovať investičné rozhodnutia. Zvýšenie pomeru D/E v čase recesie čiastočne vyplýva aj z toho, že akcie sú ocenené

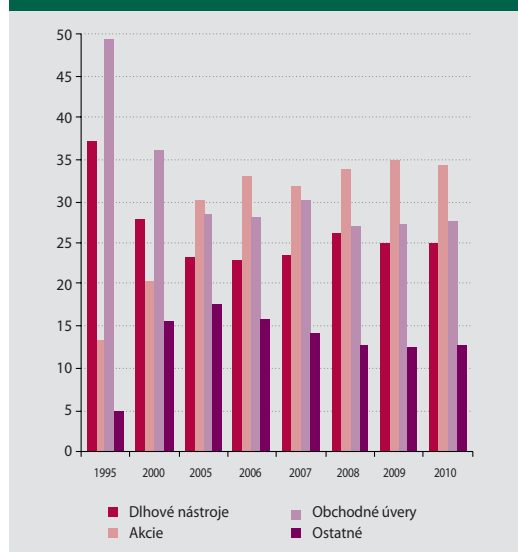
trhovými cenami, ktoré v čase nestability (poklesu na finančných trhoch) klesajú. Vo väčšine ekonomík eurozóny boli roky 2007 – 2008 spojené s výrazným negatívnym precenením akcií (Eurostat 2010). Na Slovensku bol vplyv na akcie podnikov – na agregátnej úrovni – pomerne nízky (v pomere k HDP), čo zrejme súvisí s prevahou nekótovaných akcií v štruktúre majetkových cenných papierov.

UDRŽATEĽNOSŤ POZÍCIE

Vysoký podiel krátkodobého dlhu naznačuje, že firmy sú viac vystavené riziku insolventie a riziku refinancovania v prípade, ak by vo vývoji úrokových sadzieb nastal šok. Problém nastáva, ak nemajú k dispozícii potrebné množstvo krátkodobých aktív na krytie úrokových splátok. V SR reštrukturalizácia bankového a podnikového sektora znamenala prechodne nižšiu dostupnosť dlhodobých zdrojov, čo sa prejavilo nárastom podielu krátkodobého dlhu na financovaní (graf 70), s tendenciou k zlepšeniu maturitnej štruktúry dlhu.

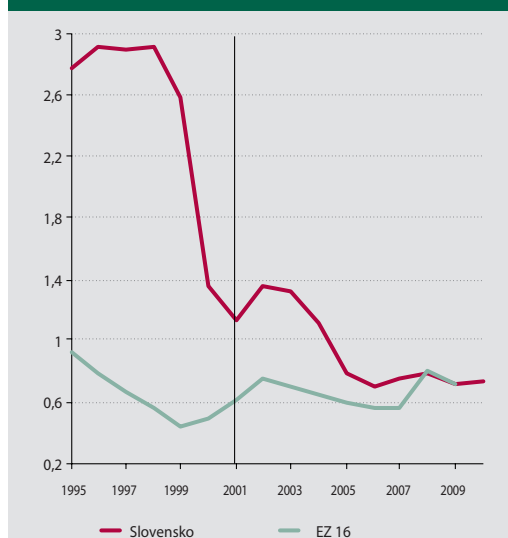
Indikátor dlh/finančné aktíva meria, aká časť finančných aktív je financovaná prostredníctvom dlhu. Rast tohto indikátora naznačuje rastúce riziko pre firmy, ak by veritelia žiadali napríklad predčasné splatenie dlhu. V SR bol dlh v pomere k aktívam nižší ako 100 %, čiže objem dlhu nepresahoval výšku finančných aktív. V medzinárodnom porovnaní

Graf 68 Financovanie podnikov (% pasív)



Zdroj: Eurostat.

Graf 69 Finančná páka (koeficient)

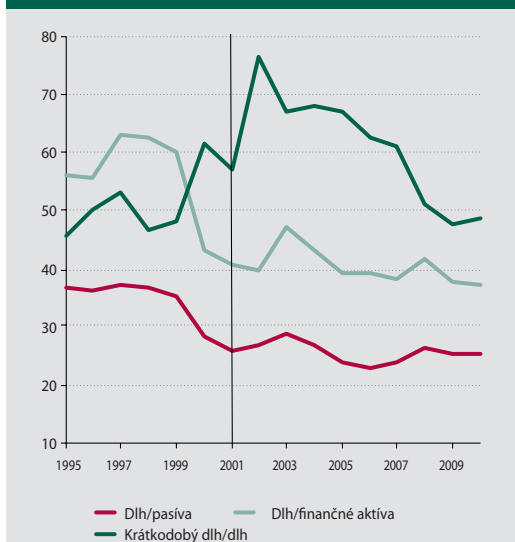


Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Dlh/majetkové cenné papiere.

34 Typické krajiny s bankovým systémom ako Rakúsko a Nemecko mávali pred finančnou krízou pomer D/E nad 1,1. V krajinách s dominantným financovaním prostredníctvom trhu ako Belgicko a Holandsko sa D/E pohybovalo na úrovni 0,6.

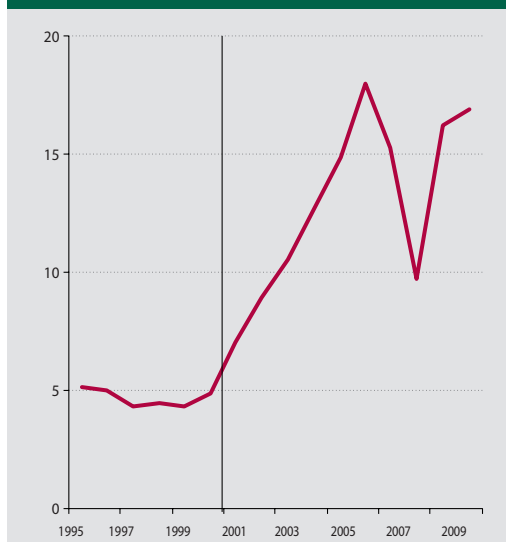
Graf 70 Dlhové indikátory (%)



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Dlh – bez obchodných úverov.

Graf 71 Úrokové krytie (koeficient)



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Hrubý prevádzkový prebytok/úroky platené.

je to pomerne nízka úroveň, pre krajiny OECD sa pohybuje väčšinou na úrovni 150 – 170 %.

O udržateľnosti aktuálnej úrovne dlhu vypovedá indikátor úrokového krytia (graf 71). Vývoj úrokového krytia, definovaného ako pomer zisku pred zdanením a úrokmi voči úrokovým výdavkom naznačuje, že po reštrukturalizácii v roku 2001 podniky generovali dostatočné príjmy na splácanie. Dynamickejšia rast úverovania od roku 2006 znamenal dočasné zhoršenie indikátora, ktoré bolo skorigované.

Úvery v cudzej mene neboli v SR pred rokom 2009 výraznejšie používané. Väčšina financovania v cudzej mene bola denominovaná v eure. Po vstupe do eurozóny tak kurzové riziko bolo do veľkej miery odstránené. Vzhľadom na orientáciu na krajiny eurozóny získali podniky možnosť emitovať v zahraničí dlh v domácej mene.

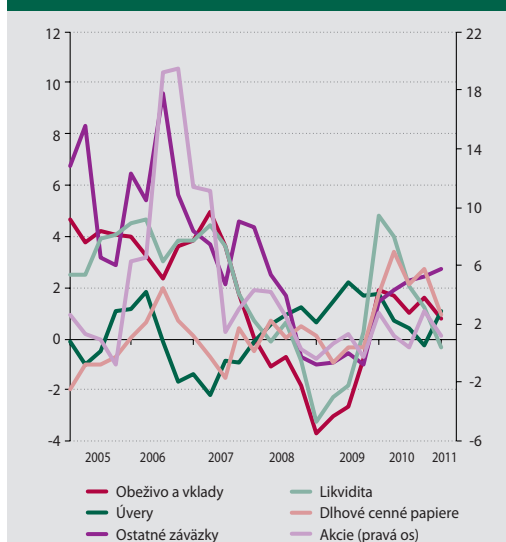
2.2 TRENDY VÝVOJA FINANČNÝCH AKTÍV A PASÍV NA ZÁKLADE ŠTVŔŤROČNÝCH FINANČNÝCH ÚČTOV

V tejto časti na základe makrofinančných indikátorov likvidity a zadlženosti, konštruovaných zo štvrtročných finančných účtov, odsledujeme krátkodobé správanie sektora nefinančných

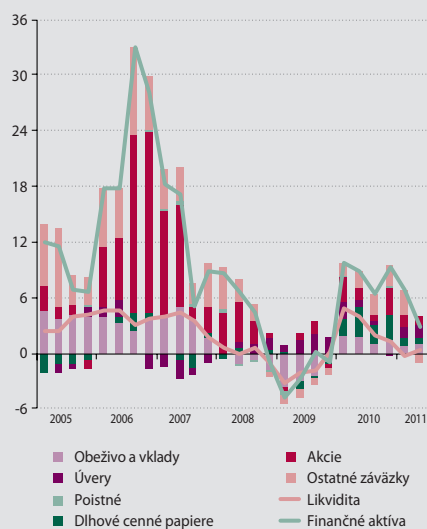
podnikov, jeho reakciu na vývoj ekonomiky na agregátnej úrovni a možné riziká, ktoré v tomto období vznikali.

Od roku 2005 finančné aktíva podnikov dynamicky rástli. Dominantný bol príspevok rastu majetkových cenných papierov a rast pohľadávok v rámci obchodných úverov (grafy 72, 73).

Graf 72 Medziročné zmeny aktív (%)



Zdroj: Eurostat.

Graf 73 Príspevky k rastu aktív (p. b.)


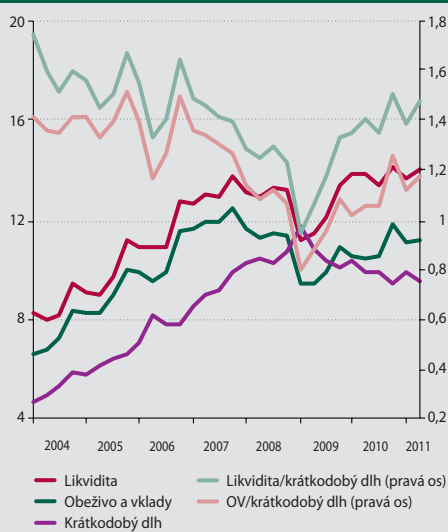
Zdroj: Eurostat.

Rástli taktiež likvidné aktíva – obeživo a vklady, ako aj širšie definované likvidné aktíva vrátane krátkodobých úverov a krátkodobých dlhových cenných papierov. V roku 2008 a začiatkom roku 2009 bol vývoj likvidných aktív čiastočne ovplyvnený zavedením eura, keď podniky substituovali medzi držbou obeživa a vkladov³⁵.

Výrazný pokles likvidity v roku 2009 zrejme súvisel s výpadkom tržieb podnikov vzhľadom na spomaľovanie ekonomickej aktivity v SR, keď už v posledných mesiacoch roku 2008 klesali tržby všetkých hlavných odvetvových skupín. Najvýraznejší medziročný prepád tržieb podnikov nastal začiatkom roka 2009, keď sa blížil k 25 % (Lalinský, 2009).

Od roku 2008 zároveň rástol objem poskytnutých úverov – medzi podnikmi navzájom aj voči zahraničiu (graf 75, tabuľka 12). Tento vývoj by bolo možné vysvetliť tým, že podniky, ktoré mali likvidné prostriedky, poskytovali úvery svojim obchodným partnerom/subdodávateľom, ktorí boli v horšej finančnej pozícii. V roku 2010 sa obnovil rast všetkých zložiek finančných aktív, aj keď viac rástli dlhodobé než likvidné aktíva.

Graf 74 ilustruje vývoj likviditnej pozície podnikov. Táto je meraná dvoma indikátormi. Užšia likvidita je definovaná ako obeživo a vklady v pomere ku krátkodobému dlhu. Širší indikátor likvidity zahŕňa aj krátkodobé úvery a krátkodobé dlhové cenné papiere. S výnimkou recesie v roku 2009 podniky držali taký objem krátkodobých finančných aktív, ktorý postačoval na krytie krátkodobého dlhu (pomer likvidita/krátkodobý dlh presahoval 1).

Graf 74 Dlh a likvidita (mld. EUR)


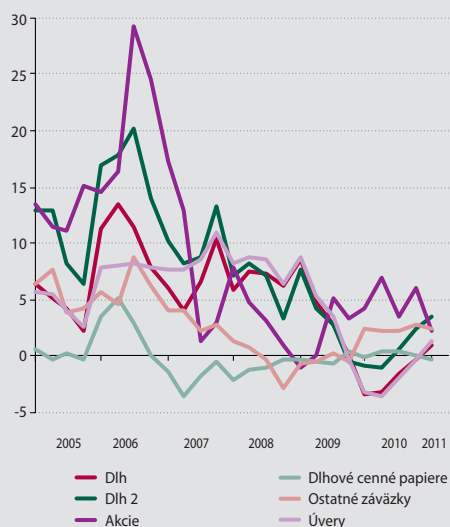
Zdroj: Eurostat.

 Poznámka: OV = obeživo a vklady, Likvidita = $OV + \text{krátkodobé dlhové CP} + \text{úvery}$.

Graf 75 Úvery poskytnuté (mld. EUR)

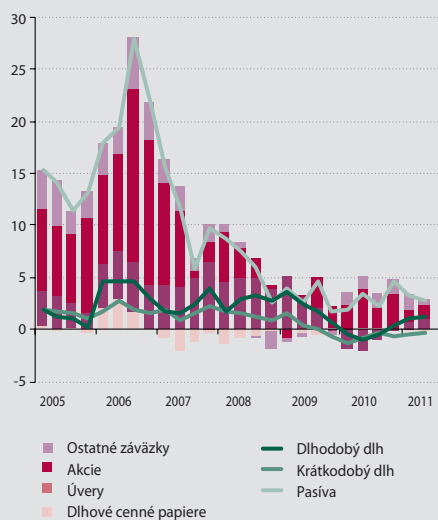

Zdroj: Eurostat.

35 Koncom roku 2008 podniky znížovali držbu obeživa a zvýšili objem vkladov, v prvom štvrtroku 2009 sa vklady opätovne premiestňovali do obeživa.

Graf 76 Medziročné zmeny pasív (%)


Zdroj: Eurostat.

Poznámka: DLh2 – dlhové cenné papiere, úvery, ostatné záväzky.

Graf 77 Príspevky k rastu pasív (p. b.)


Zdroj: Eurostat.

VÝVOJ PASÍV

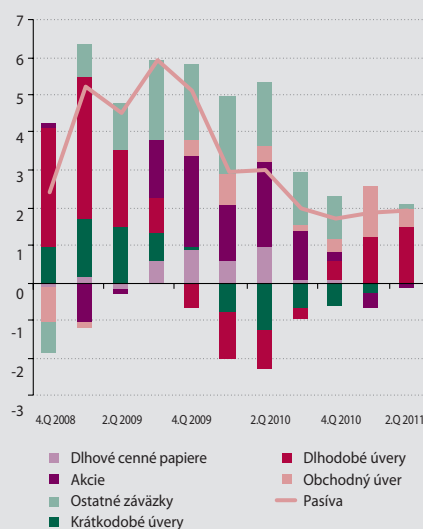
V reakcii na recesiu podniky zmenili správanie, aby sa prispôsobili zhoršenému ekonomickému prostrediu. Prírastok financovania z externých zdrojov kulminoval v roku 2006, potom sa postupne znižoval (graf 76).

Zmeny vo financovaní jednotlivými kategóriami nástrojov od roku 2008 (graf 78) znamenali vyššie financovanie majetkovými cennými papiermi pri poklese financovania dlhovými nástrojmi. Klesalo financovanie úvermi (najmä z finančného sektora) pri zvýšení financovania dlhovými cennými papiermi. Určitú vyrovnávaciu úlohu zohrávali ostatné záväzky. Výpadok financovania úvermi čiastočne nahrádzal obchodný úver (a preddavky), ale rástla najmä kategória Ostatné. Táto má charakter oneskorených platieb a ich rast naznačuje zhoršenie platobnej disciplíny podnikov v období recesie.

Obmedzovanie, resp. pokles úverov od väčšiny veriteľov (graf 79) znamenal, že ostatné formy financovania slúžili ako substitút úverovému financovaniu. Všeobecne sa predpokladá, že menšie firmy majú procyklickejší vývoj financovania ako väčšie firmy. V čase recesie majú vyššiu tendenciu využívať obchodné úvery (ku ktorým majú jednoduchší prístup ako k úverovému fi-

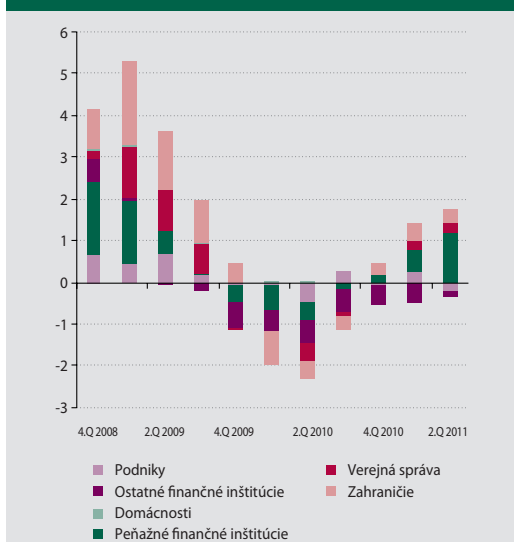
nancovaniu od bánk). Využívajú ho ako rezervu (*buffer*), ktorý znižuje negatívne dopady finančného obmedzenia a tak „vyhladzuje“ cyklický vplyv reálnej a finančnej aktivity v čase recesie.

Vývoj zadlženosti voči vlastnému imaniu (pomer D/E) bol ovplyvnený tým, ako podniky redukovali rast dlhov a zároveň zvyšovali emisiu akcií. V roku

Graf 78 Financovanie podnikov (mld. EUR)


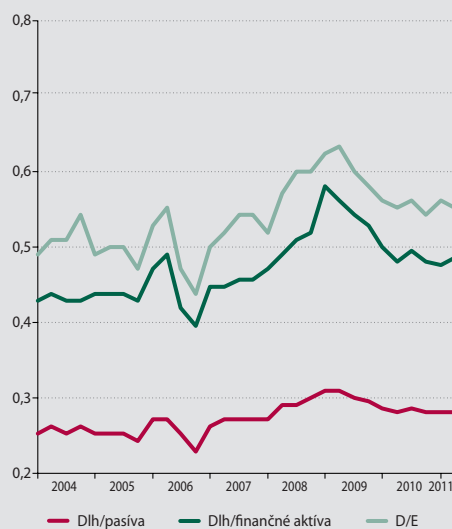
Zdroj: NBS.

Poznámka: Transakcie kumulované za 4 štvrťroky.

Graf 79 Úvery – podľa sektorov (mld. EUR)


Zdroj: NBS.

Poznámka: Transakcie kumulované za 4 štvrtroky.

Graf 80 Finančná páka (koeficient)


Zdroj: Eurostat.

2006 výrazná emisia akcií prispievala k zníženiu pomeru D/E. Dynamický nárast dlhového financovania sa premietol do nárastu indikátora a pokles úverov znamenal znižovanie D/E od 2009.

Zmena v podiele financovania medzi dlhom a majetkovými cennými papiermi prebiehala najmä vo veľkých a zahraničím vlastnených podnikoch. Na tento vývoj mali zrejme vplyv dopytové aj ponukové faktory – nižšia ponuka bánk aj nižší dopyt podnikov po úveroch. V prípade malých a stredných podnikov bol problém hlavne prístup k úverovým zdrojom, keď podiel neúspešných žiadostí o úvery v roku 2010 bol vyšší než v roku 2007 (Eurostat 2010).

Indikátor dlh/finančné aktíva meria, aká časť finančných aktív je financovaná prostredníctvom dlhu. Rast tohto indikátora naznačuje rastúce riziko pre firmy, ak by veritelia žiadali napríklad predčasné splatenie dlhu. V SR bol dlh v pomere k finančným aktívam aj v období recesie nižší ako 1, čiže dlh nepresiahol výšku finančných aktív.

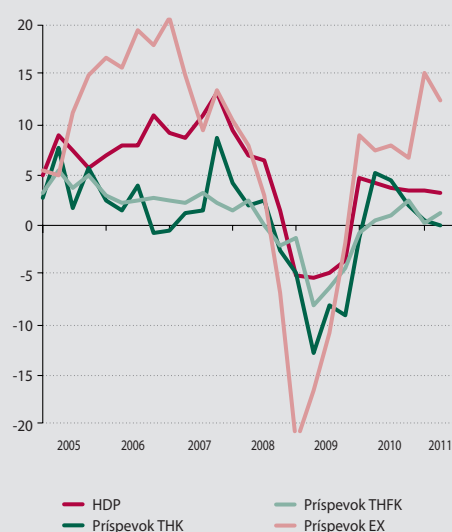
VZŤAH MEDZI ZMENOU ŠTRUKTÚRY FINANČNÝCH AKTÍV

A PASÍV A REÁLNOU EKONOMIKOU

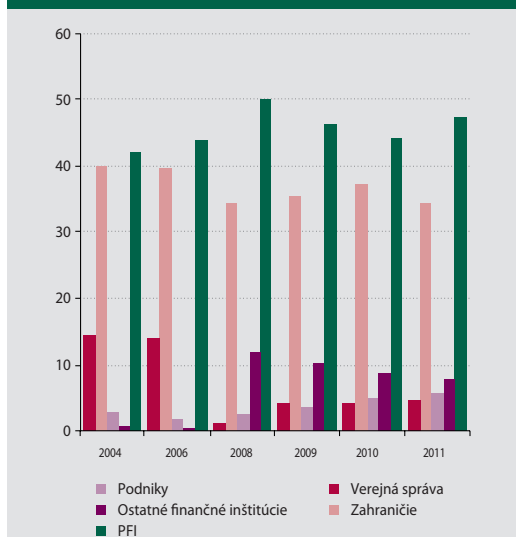
Interakcie medzi finančnou štruktúrou – finančnými tokmi a bilančnými indikátormi na jednej strane a cyklickým vývojom reálnej ekonomiky

– a ich intenzitu možno zhodnotiť pomocou historických korelácií.

Pri hodnotení vzťahu medzi finančnými aktívami a pasíva podnikov a reálnou ekonomikou treba mať na zreteli skutočnosť, že medzi nimi zrejme existuje endogenita. Rozhodnutia firiem

Graf 81 HDP a príspevky k rastu (p. b.)


Zdroj: ŠÚ SR.

Graf 82 Štruktúra dlhu – veritelia (%)


Zdroj: NBS.

Poznámka: Ostatné finančné inštitúcie – ostatní finanční sprostredkovatelia, finančné pomocné inštitúcie, penzijné fondy a poisťovacie spoločnosti.

o realizácii investičných zámerov vstupujú do vývoja makroveličín ako HDP a zároveň makroprostredie ovplyvňuje finančné výsledky podnikov.

V tabuľke 11 sú uvedené maximálne zistené korelácie medziročných zmien vybraných finančných nástrojov, indikátorov likvidity a finančnej páky s makroekonomickými premennými. Ako premenné charakterizujúce hospodársky cyklus sme zvolili medziročné zmeny HDP a príspevky tvorby hrubého fixného kapitálu (THFK) a exportu (EX) ku zmene HDP³⁶.

Najvyššiu mieru korelácie vykázal vzťah medzi zmenou úverov (oneskorenou o tri štvrtroky) a HDP. Úvery podnikom v SR vykazujú podobný procyklický vývoj ako v krajinách eurozóny (ECB 2011)³⁷.

Vysoké korelácie vykázala aj zmena ostatných záväzkov (s predstihom jedného štvrtroka), najmä s príspevkom exportu k rastu HDP. V rámci ostat-

Tabuľka 11 Korelácie vybraných finančných nástrojov a indikátorov (korelačné koeficienty)

	HDP	Príspevok THFK	Príspevok exportu	Príspevok THK
Δ (Úvery)	0,89	0,86	0,80	0,67
Δ(Krátkodobé úvery)	0,82	0,82	0,80	0,58
Δ(Dlhodobé úvery)	0,86	0,81	0,73	0,67
Δ(Dlh)	0,79	0,86	0,69	0,67
Δ(Ostatné záväzky)	0,76	0,76	0,81	0,56
Δ(Aktíva likvidné)	0,74	0,69	0,81	0,61
Δ(Aktíva)	0,72	0,62	0,81	0,51
Δ(Pasíva)	0,59	0,59	0,59	0,41
Δ(Majetkové cenné papiere)	0,51	0,56	0,68	0,36
Kótované akcie	0,24	0,15	0,01	0,14
Nekótované akcie	0,51	0,56	0,68	0,36
Δ(Deriváty)	0,39	0,47	0,17	0,37
Δ(Dlhové cenné papiere)	0,02	0,23	0,25	0,16
Krátkodobé	-0,25	-0,12	-0,18	0,05
Dlhodobé	-0,09	0,16	0,19	-0,01
Dlh/aktíva	-0,82	-0,81	-0,85	-0,67
Dlh/A-1	-0,78	-0,78	-0,76	-0,61
Likvidita/dlh	0,74	0,77	0,75	0,58
Likvidita/krátkodobý dlh	0,72	0,79	0,75	0,57
Pasíva/finančné aktíva	-0,73	-0,50	-0,77	-0,56
Dlh/pasíva	-0,72	-0,80	-0,75	-0,60
D/E	-0,71	-0,78	-0,77	-0,58

Zdroj: Výpočty NBS.

Poznámka: THFK – tvorba hrubého fixného kapitálu, THK – tvorba hrubého kapitálu.

36 V tabuľke 11 sú uvedené aj korelácie voči medziročnej zmene príspevku tvorby fixného kapitálu (TFK), ktoré sú však slabšie.

37 Analýza ECB (2011) za obdobie 1990-2010 uvádza korelácie medzi úvermi korporátnemu sektoru a HDP na úrovni 0,7 s oneskorením troch štvrtrokov.



ných záväzkov majú s vývojom exportu úzky súvis najmä obchodné úvery voči zahraničiu, podobne na strane aktív sú ostatné pohľadávky voči zahraničiu naviazané na vývoj importu (NBS, 2010). Predstih pred vývojom hospodárskeho cyklu zrejme súvisí s tým, že obchodné úvery majú vzťah k novým objednávkam a ich vývoj má charakter predstihového indikátora.

Výrazné korelácie s vývojom reálnej ekonomiky vykázal tiež dlh/finančné aktíva, likvidita/krátkodobý dlh, dlh/pasíva a pomer D/E. V prípade dlhových cenných papierov ale väzba na vývoj reálnej ekonomiky chýba. Vzhľadom na pomerne krátke analyzované obdobie bude potrebné stabilitu zistených korelácií odsledovať na budúcom vývoji.

VPLYV PRECENENÍ

Zmeny objemu aktív a pasív podnikov boli okrem finančných transakcií ovplyvnené aj zmenou cien niektorých trhových nástrojov (ktoré sú vo štvrtročných účtoch ohodnotené trhovými cenami). V súvislosti s krízou nastal aj určitý pokles trhovej hodnoty aktív – najmä akcií. Vplyvom precenenia finančných nástrojov nefinančných podnikov došlo k určitým záporným preceneniam. V porovnaní s krajinami EÚ, ktoré sa financujú v podstatne vyššej miere z trhu, však bol dopad záporných precenení podstatne nižší (Eurostat 2010).

V menšej miere nastal proces deleveragingu (graf 80), keď podniky redukovali predošlé vysoké úrovne dlhu naakumulované v období boomu. V porovnaní s vyspelými ekonomikami je však miera deleveragingu v SR pomerne nízka. *McKinsey Global Institute (2009) ako deleveraging hodnotí pokles dlhového pomeru aspoň o 10% v priebehu troch rokov. V tomto rozsahu deleveraging podnikového sektora v SR nenastal. Mierne*

sa však menila štruktúra veriteľov ako ilustruje tabuľka 12.

Proces disintermediácie možno taktiež hodnotiť ako obmedzený. Došlo k poklesu využívania zdrojov od ostatných finančných inštitúcií a v prípade financovania peňažnými finančnými inštitúciami sa pohyby, ktoré nastali medzi rokmi 2009 – 2010 v roku 2011 skorigovali, pri obnovení financovania dlhovými nástrojmi. Intenzívnejšie financovanie medzi podnikmi navzájom, evidentné od konca roku 2008, sa v prvom polroku 2011 zmiernilo (graf 82, tabuľka 13).

VÝVOJ V BILANCIÍ PODNIKOV V KONTEXTE TRENDOV V KRAJINÁCH EUROZÓNY

Podnikový sektor v SR mal v porovnaní s krajinami eurozóny pred krízou čisté finančné aktíva v pomere k HDP na pomerne vysokej úrovni³⁸. Reakcia bilancii podnikového sektora na krízu bola v iných ekonomikách výraznejšia. Popri skupine krajín, ktoré výrazne znižovali objem pasív voči finančným aktívam (Holandsko, Grécko, Belgicko, Fínsko) existovala aj druhá skupina (tvorená hlavne Estónskom, Portugalskom, Španielskom), v ktorej sa pozícia podnikového sektora zhoršovala alebo konsolidovala menej výrazne.

V kontexte vývoja v krajinách eurozóny tak pohyby v bilancii sektora nefinančných podnikov boli pomerne obmedzené. Slovensko nemožno priradiť ku krajinám, kde prebiehal výrazný proces deleveragingu.

2.3 ZADLŽENOSŤ A LIKVIDITA NA ÚROVNI ODVETVÍ

V tejto časti vývoj makroindikátorov skonfrontujeme s trendom vývoja menej agregovaných

Tabuľka 12 Podiely sektorov na financovaní dlhovými nástrojmi (%)

	2011	2010	2009	2008	2006	2004
Finančné inštitúcie	57,2	55,7	60,3	56,1	51,7	47,6
PFI	48,9	47,4	48,8	46,5	51,3	47,0
Ostatné finančné inštitúcie	8,2	8,3	11,5	9,5	0,3	0,6
Nefinančné podniky	3,8	4,5	3,5	5,6	2,0	2,8
Zahraničie	34,2	35,9	32,4	34,1	41,3	39,0
Verejná správa	4,4	3,4	3,4	3,8	4,8	10,5

Zdroj: NBS.

Poznámky: Štvrtročné finančné účty, 2004-2010 4. štvrtrok, 2011 prvý polrok. Dlhové nástroje – dlhové CP a úvery.

38 Nefinančné podniky pracujú prevažne s cudzími zdrojmi, preto sú väčšinou v pozícii netto dlžníka.



Tabuľka 13 Podiely sektorov na financovaní podnikov (%)						
	2011	2010	2009	2008	2006	2004
PFI						
Pasíva	14,0	13,5	14,9	13,8	12,2	12,5
Cenné papiere okrem akcií	32,6	24,2	52,6	14,4	27,5	31,6
Krátkodobé	17,3	14,4	1,0	0,0	0,9	0,8
Dlhodobé	27,2	18,9	39,3	22,8	23,3	33,5
Úvery	49,3	48,1	48,7	48,2	52,7	48,3
Krátkodobé	59,4	53,6	56,8	51,2	59,0	59,0
Dlhodobé	44,9	45,6	44,6	46,8	49,0	42,4
Ostatné finančné inštitúcie						
Pasíva	2,5	2,5	3,7	3,0	0,3	0,5
Cenné papiere okrem akcií	10,8	7,2	7,9	3,2	5,7	6,9
Úvery	8,2	8,3	11,6	9,9	0,0	0,0
Nefinančné podniky						
Pasíva	32,9	33,3	33,9	34,1	35,5	32,0
Cenné papiere okrem akcií	15,6	11,5	9,6	49,5	3,2	4,2
Krátkodobé	76,4	58,3	90,0	97,4	15,0	11,6
Dlhodobé	9,8	7,7	7,5	4,4	2,4	3,4
Úvery	3,6	4,3	3,4	3,3	2,0	2,6
Krátkodobé	6,4	9,4	7,4	7,3	3,5	4,8
Dlhodobé	2,3	2,1	1,4	1,4	1,0	1,5
Akcie a ostatné podiely	35,5	35,2	39,1	37,1	37,8	31,6
Ostatné záväzky	65,7	67,9	66,0	67,6	64,3	62,9
Obchodný úver a preddavky	68,1	69,1	69,0	70,6	61,5	63,1
Ostatné	56,6	63,0	53,2	55,5	72,6	62,3
Zahranície						
Pasíva	38,9	39,5	36,2	37,6	40,0	39,7
Cenné papiere okrem akcií	7,8	34,2	22,8	19,4	50,8	41,0
Krátkodobé	0,0	21,4	3,4	1,9	6,5	0,0
Dlhodobé	9,5	38,3	32,1	38,5	59,3	47,3
Úvery	34,7	36,0	32,6	34,9	40,7	38,8
Krátkodobé	28,3	30,4	27,4	33,3	34,3	23,1
Dlhodobé	37,5	38,4	35,3	35,7	44,5	47,4
Akcie a ostatné podiely	47,6	47,6	43,9	45,6	45,0	49,2
Ostatné záväzky	24,3	23,7	23,6	22,5	27,2	22,2
Obchodný úver a preddavky	30,7	29,6	29,1	28,0	36,5	31,2
Verejná správa						
Pasíva	10,4	9,9	9,5	10,0	10,6	13,4
Cenné papiere okrem akcií	32,9	22,7	7,0	13,5	12,4	15,8
Krátkodobé	5,7	5,1	3,8	0,5	59,0	87,2
Dlhodobé	39,9	26,4	9,7	27,7	9,4	7,0
Úvery	3,9	2,9	3,3	3,3	4,3	10,0
Krátkodobé	0,1	0,1	0,0	0,1	2,6	12,7
Dlhodobé	5,5	4,1	5,0	4,8	5,3	8,6
Akcie a ostatné podiely	16,5	16,6	16,5	16,7	16,8	18,7
Ostatné záväzky	3,5	1,7	1,8	1,8	2,1	6,4
Ostatné	16,8	8,3	9,6	9,1	8,2	22,0
Domácnosti a NISD						
Pasíva	1,4	1,4	1,7	1,6	1,4	1,9
Ostatné záväzky	5,5	5,7	7,3	6,9	5,2	6,9
Ostatné	22,9	24,8	32,2	31,1	15,7	11,8

Zdroj: NBS.

Poznámka: Podiely sektorov na celkovom objeme financovania v rámci jednotlivých finančných nástrojov a ich podkategórií.



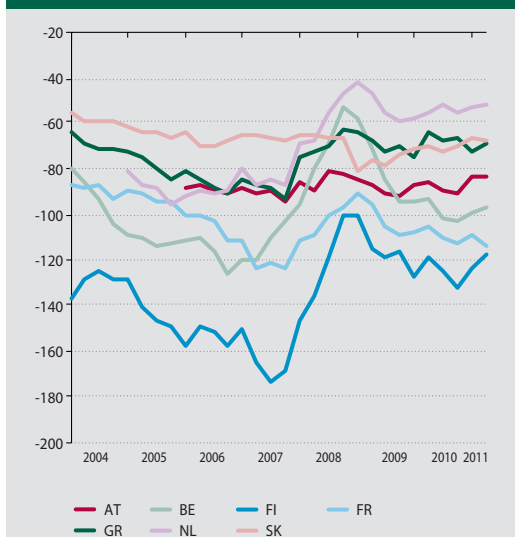
Tabuľka 14 Podiely sektorov na finančných aktívach podnikov (%)						
	2011	2010	2009	2008	2006	2004
PFI						
Aktíva	17,2	18,2	19,1	20,8	21,4	21,0
Obeživo a vklady	98,9	96,3	95,4	97,0	97,8	99,0
Obeživo ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Prevoditeľné vklady	99,0	99,0	98,8	98,9	99,5	99,6
Ostatné vklady	98,0	89,4	86,0	93,8	95,2	98,1
Cenné papiere okrem akcií	1,4	1,7	5,2	9,2	10,6	3,1
Finančné deriváty	28,2	28,1	58,2	42,6	84,0	98,2
Ostatní finanční sprostredkovatelia						
Aktíva	0,01	0,01	0,01	0,01	0,00	0,01
Nefinančné podniky						
Aktíva	56,3	57,4	59,3	59,4	59,4	53,3
Cenné papiere okrem akcií	2,5	2,8	30,3	3,6	2,5	3,9
Krátkodobé	64,2	62,5	72,8	35,7	7,1	4,6
Dlhodobé	1,3	1,8	2,3	2,6	2,0	3,8
Úvery	28,3	43,8	36,7	45,2	19,4	19,0
Krátkodobé	21,9	40,1	34,6	49,3	25,8	38,9
Dlhodobé	43,1	53,3	43,1	36,7	13,1	10,0
Akcie a ostatné podiely	86,6	88,0	90,0	93,3	95,3	89,9
Ostatné pohľadávky	67,0	67,4	66,6	64,2	68,3	64,8
Obchodný úver a preddavky	65,9	64,9	66,5	66,9	62,6	59,2
Ostatné	72,9	81,0	67,0	52,5	88,6	85,1
Zahranície						
Aktíva	18,6	17,0	16,5	13,7	13,2	15,7
Obeživo a vklady	0,6	3,1	4,0	2,0	1,6	0,8
Ostatné vklady	1,7	10,3	14,0	5,4	3,9	1,9
Cenné papiere okrem akcií	20,5	10,6	22,0	23,2	24,9	34,5
Krátkodobé	0,0	0,0	17,5	49,0	68,2	6,2
Dlhodobé	18,2	6,7	23,8	11,6	18,4	46,8
Finančné deriváty	71,8	71,9	41,8	57,4	16,0	1,8
Úvery	71,0	53,8	59,4	47,2	48,5	26,3
Krátkodobé	77,5	59,2	60,5	50,1	70,1	61,0
Dlhodobé	55,9	39,5	56,1	41,2	27,2	10,6
Akcie a ostatné podiely	13,1	11,8	9,4	6,3	4,5	9,6
Ostatné pohľadávky	24,0	25,8	24,6	23,0	24,1	24,6
Obchodný úver a preddavky	28,8	30,5	29,4	28,3	30,9	31,4
Verejná správa						
Aktíva	5,7	5,7	3,1	3,3	4,0	6,9
Cenné papiere okrem akcií	75,6	84,8	42,6	63,9	62,0	58,5
Krátkodobé	35,8	37,5	2,5	15,2	0,0	89,2
Dlhodobé	80,5	91,5	73,6	85,7	78,6	49,4
Úvery	0,0	1,6	3,2	6,7	31,5	54,6
Krátkodobé	0,0	0,0	4,3	0,0	3,4	0,0
Dlhodobé	0,0	5,8	0,0	20,4	59,4	79,4
Akcie a ostatné podiely	4,1	2,8	2,8	2,3	2,7	4,1
Ostatné pohľadávky	6,3	3,4	4,5	2,0	3,2	5,2
Ostatné	5,7	5,7	3,1	3,3	4,0	6,9

Zdroj: NBS.

1) Voči NBS.

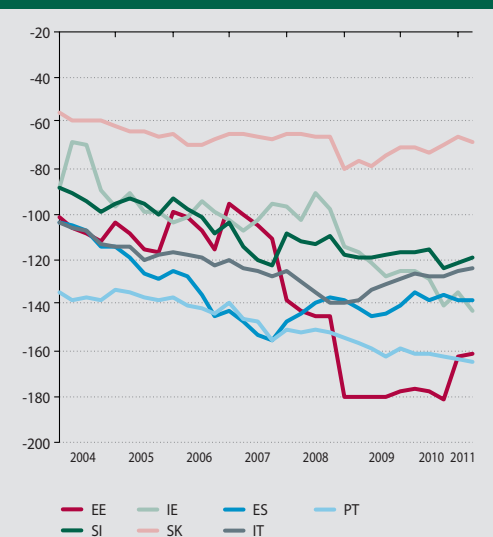
Poznámka: Podiely sektorov na celkovom objeme jednotlivých finančných nástrojov a ich podkategórií.

Graf 83 Netto finančné aktíva (% HDP)



Zdroj: Eurostat.

Graf 84 Netto finančné aktíva (% HDP)



Zdroj: Eurostat.

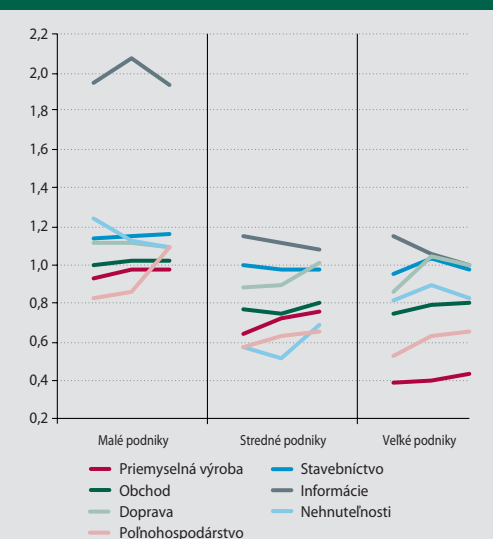
údajov na úrovni odvetví a v členení podľa veľkosti podnikov na základe údajov z databázy Univerzálny register plus (UR+). Databáza má široké pokrytie – obsahuje údaje z účtovných závierok podnikateľských subjektov účtujúcich v systéme podvojného účtovníctva, ktoré sú prílohou k daňovým priznaniam.

Kritériom pre veľkosť podniku je výška majetku. Podniky s majetkom do 1,6 mil. € patria medzi malé podniky, podniky s majetkom medzi 1,6 až 5 mil. € sú zaradené medzi stredné podniky a podniky s majetkom nad 5 mil. € sú označené ako veľké. Z databázy možno získať údaje o stredných hodnotách (kvartiloch) vybraných finančných indikátorov. Mediánové hodnoty sú vhodné na charakteristiku finančného zdravia reprezentatívnej firmy (polovica všetkých hodnotených podnikov v odvetví dosahuje hodnotu daného indikátora). Na rozdiel od priemerných hodnôt sú ale výsledky najmä veľkých podnikov (je ich podstatne menej ako malých podnikov), ktorých pozícia môže byť pri šírení šokov významnejšia, v mediánových hodnotách menej „viditeľné“. Toto obmedzenie je potrebné mať na zreteli pri hodnotení výsledkov.

Vývoj indikátorov je podmienený špecifickými charakteristikami odvetví, preto viac ako úroveň konkrétneho indikátora nás zaujíma pohyb v čase, teda či sa na úrovni mediánového podniku v odvetví vývoj zlepšil alebo zhoršil.

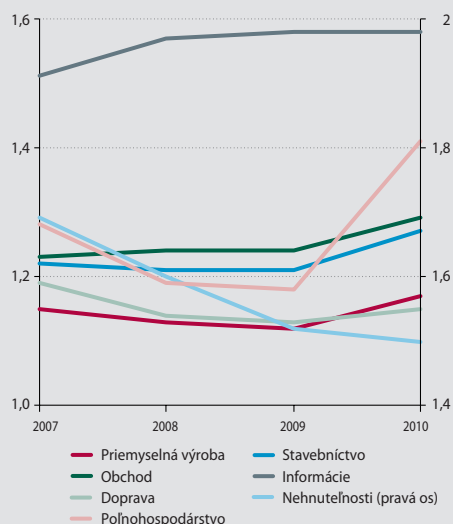
Likvidita 2. stupňa (graf 85) vyjadruje mieru krytia krátkodobých dlhov podniku celkovým krátkodobým majetkom (krátkodobý majetok – zásoby / krátkodobé cudzie zdroje). Rast indikátora znamená rast likvidity. Malé podniky vykazovali všeobecne vyššiu úroveň likvidity ako väčšie podniky. Po poklese v roku 2009 nastalo v sledovaných odvetviach, okrem činností

Graf 85 Likvidita 2. stupňa (koeficient)



Zdroj: UR+.

Poznámka: Krátkodobý majetok – zásoby / krátkodobé cudzie zdroje roky, 2008-2010.

Graf 86 Likvidita 2. stupňa (koeficient)


Zdroj: UR+.

v oblasti nehnuteľností, zlepšenie vývoja indikátora.

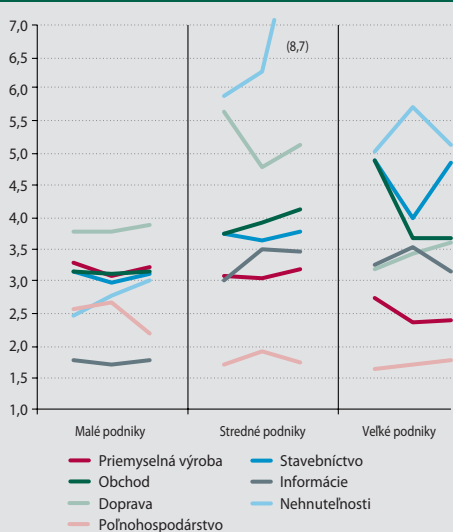
Z ukazovateľov zadlženosti možno kvantifikovať mieru použitia cudzieho a vlastného kapitálu pomocou ukazovateľa finančnej páky (aktíva/vlastné imanie)³⁹ Tento indikátor nepriamo hovorí o zadlženosti podniku (rastie so zadlženos-

ťou). Po všeobecnom zvýšení finančnej páky na úrovni mediánu v roku 2009 nastal v ďalšom roku mierny pokles (graf 88). Tomuto obrazu sa vymyká len vývoj v odvetví činnosti v oblasti nehnuteľností, kde sa finančná páka nepretržite zvyšovala.

Finančná páka na úrovni mediánu nie je v prípade malých firiem jednoznačne nižšia v porovnaní s väčšími podnikmi, čo by svedčalo o širších možnostiach väčších firiem financovať sa nedlhovými financiami, ako sú interné zdroje a akcie.

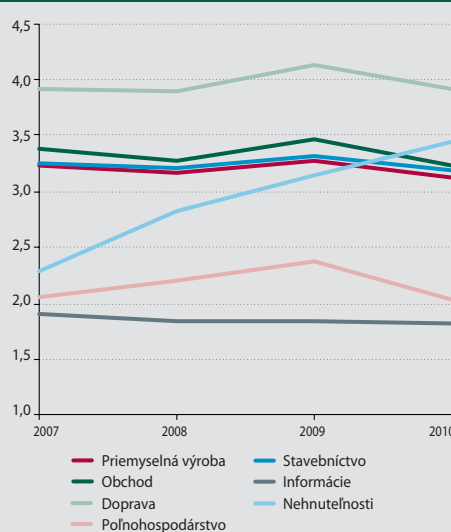
Úrokové krytie (zisk pred zdanením + nákladové úroky /nákladové úroky) sa v sektore dopravy a činnosti v oblasti nehnuteľností v roku 2009 prepadlo do záporných hodnôt (graf 89). Podniky s úrokovým krytím nižším ako 1 nie sú schopné generovať dostatočné príjmy na splácanie úrokov. To znamená, že vo viac ako polovici podnikov týchto dvoch odvetví nebol v roku 2009 vytvorený zisk, ktorý by pokrýval platbu úrokov. Ostatné odvetvia v roku 2010 vykázali zlepšenie, keď ukazovateľ vzrástol nad 1 aj v odvetví dopravy.

Tokové zadlženie vypovedá o tom, za koľko rokov podnik splatí svoje dlhy vyprodukovanými zdrojmi (graf 90). Podobne ako predchádzajúce prezentované indikátory, aj tento naznačuje zlepšenie situácie v podnikovom sektore, kto-

Graf 87 Finančná páka podľa veľkosti (koeficient)


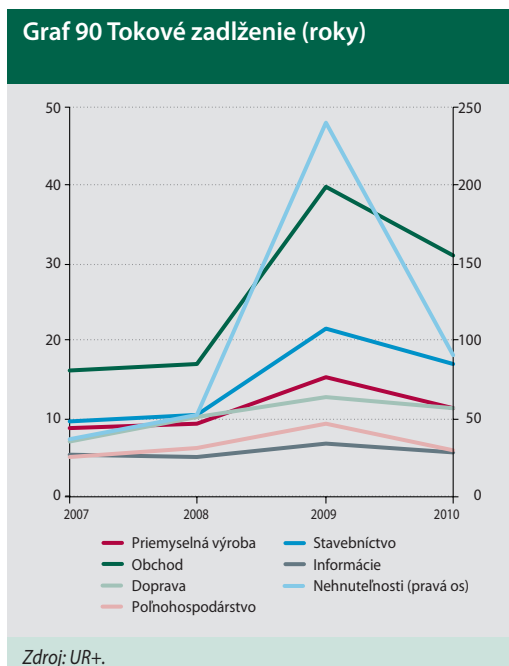
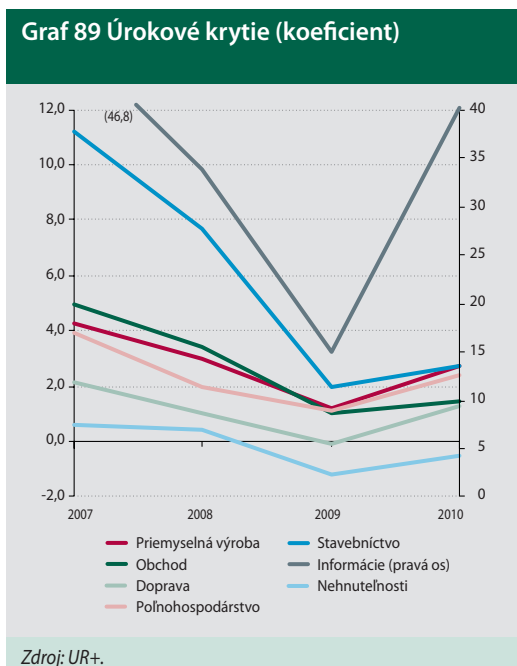
Zdroj: UR+.

Poznámka: Obdobie 2008 – 2010.

Graf 88 Finančná páka podľa odvetví (koeficient)


Zdroj: UR+.

39 V tejto definícii aktíva zahŕňujú finančné aj nefinančné aktíva podniku.



rému sa ale vymyká odvetvie činnosti v oblasti nehnuteľností.

ZÁVERY

Nefinančné podniky v SR neboli po roku 2005 na agregátnej úrovni vystavené kriticky významným bilančným rizikám. Podnikový sektor nebol ani v čase recesie – v porovnaní s ostatnými krajinami eurozóny – nadmerne zadžnený. Menová štruktúra dlhových záväzkov, vzhľadom na členstvo v eurozóna nebola na agregátnej úrovni riziková⁴⁰ (aj keď rizikom môže byť práve úzka orientácia na eurozónu, bez širšej diverzifikácie, vzhľadom na zhoršovanie suverénnej pozície krajín eurozóny).

Vysoký podiel financovania ostatnými záväzkami zrejme predstavoval „nárazník“, ktorý podniky využívali na zníženie negatívneho dopadu obmedzenejšieho financovania počas recesie. Podniky tým kompenzovali cyklickosť vývoja reálnej a finančnej aktivity. V období zvýšenej neistoty a nižšej stability ekonomického prostredia sa firmy vo vyššej miere správali ako finanční sprostredkovatelia medzi sebou.

Vzhľadom na informačnú asymetriu (medzi veriteľmi a dlžníkmi) je otvorenou otázkou, či kooperujúce podniky nemajú o sebe lepšie informácie, než je tomu v prípade, ak medzi nich vstupujú

finanční sprostredkovatelia. Podniky môžu byť tiež schopné v prípade zlyhania dlžníka lepšie využiť kolaterál ako banky.

Cyklickosť vývoja niektorých indikátorov likvidity a zadžnenosti sa prejavila aj v dátach na úrovni odvetví. Existujú rozdiely v pozícii podnikov podľa ich veľkosti. Pozitívom je skutočnosť, že v roku 2010 sa zlepšili výsledky indikátorov likvidity a zadžnenia pre väčšinu sledovaných odvetví.

Proces deleveragingu v SR je v medzinárodnom kontexte pomerne nízky. Pohyby v bilančiach slovenského podnikového sektora boli nižšie aj vzhľadom na nižšie efekty ocenení a ostatných zmien objemu.

Podiel financovania domácimi bankami resp. domácimi finančnými sprostredkovateľmi sa v absolútnych objemoch mierne znížil. Relatívny význam domáceho finančného sektora však výraznejšie neklesol. V roku 2011, po opätovnom raste ekonomiky, nastal nárast relatívneho podielu bánk, ale podiel ostatných finančných inštitúcií na celkovom financovaní podnikového sektora mierne klesol. Zmeny v rozsahu financovania podnikov ostatnými sektormi mohli byť vplyvom substitúcie v časoch horšej dostupnosti financovania. Chýbajú informácie, do akej miery bola táto substitúcia dobrovoľná, či vynútená.

⁴⁰ Samozrejme, na úrovni individuálnych podnikov môže byť situácia odlišná.



Z hľadiska finančnej stability ekonomiky je dôležité, či sa budú zintenzívňovať finančné vzťahy medzi podnikmi (alebo zahraničím), čo by mohlo znamenať zmenu distribúcie úverového rizika v ekonomike. O úverových rizikách v bankách je regulátor vcelku kvalitne informovaný. Ak by boli najväčší veritelia podnikového sektora mimo bankového systému, bude o rizikách zrejme menej informácií.

Ďalším potenciálnym problémom by bolo, že ak nastane pokles financovania prostredníctvom bankového sektora, transmisie menových impulzov do úrokových sadzieb komerčných bánk sa zníži.

Kľúčovou bude stabilita prostredia v blízkej budúcnosti. Od nej bude závisieť, či sa nezhorší finančná pozícia podnikov, ktorá je pomerne krehká. Rovnako je možné, že opätovné zníženie dostupnosti externých zdrojov ďalej prehĺbi finančné väzby medzi podnikmi navzájom. Po-

kiaľ budú podniky nútené financovať si vo väčšej miere svoju činnosť z vlastných zdrojov, mohlo by to znamenať zníženie investičnej aktivity, ktorá je na Slovensku dôležitým motorom rastu. Pri nízkej spotrebe domácností a reštrikcii vo verejnom sektore by to znamenalo ďalšie zhoršenie vyhládok rastu pre budúcnosť.

Literatúra

ECB Monthly Bulletin January 2011.

Eurostat, Eurostat newsrelease 144/2011 Small and medium-sized enterprises: The proportion of unsuccessful loan applications by SMEs has risen with economic crisis.

Debt and deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences McKinsey Global Institute (2009).

Eurostat, Non-financial corporations in the opening phase of the financial crisis, Statistics in focus 34/2010, Eurostat.

Lalinský T., Konkurencieschopnosť podnikov po zavedení eura na Slovensku, Krátka analýza NBS 3/2010.

NBS Štvrťročné finančné účty v SR. Metodika a využitie, 2010.



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	Priemyselná produkcia	7	Graf 37	Priemerné úrokové sadzby na termínované vklady s viazanosťou od 1 do 2 rokov	27
Graf 2	Očakávaný reálny rast HDP	7	Graf 38	Úvery podnikom	27
Graf 3	Medziročná zmena HDP Nemecka	8	Graf 39	Medziročné zmeny objemu úverov podnikom vo vybraných kategóriách	27
Graf 4	Medziročná zmena HDP	9	Graf 40	Investície bánk do dlhopisov emitovaných nerezidentmi	28
Graf 5	Vývoj kurzov mien krajín regiónu V4 voči euru	9	Graf 41	Náklady na znehodnotenie pohľadávok a zmeny v objeme zlyhaných úverov	29
Graf 6	Implikovaná volatilita na akciových trhoch meraná indexom VIX	10	Graf 42	Vybrané položky ziskovosti bankového sektora	29
Graf 7	Svetové ceny komodít	10	Graf 43	Podiel ponechaného zisku na celkovom zisku a aktuálna hodnota ukazovateľa primeranosti vlastných zdrojov	29
Graf 8	Rozpätia výnosov vládnych dlhopisov vybraných krajín voči výnosom nemeckých vládnych dlhopisov	10	Graf 44	Zlyhané úvery domácnostiam	30
Graf 9	Spready na medzibankovom trhu	11	Graf 45	Nezamestnanosť podľa príjmových kategórií	31
Graf 10	Čisté finančné bohatstvo	15	Graf 46	Index reálnych miezd vo vybraných podnikových sektoroch	31
Graf 11	Sektorová finančná páka	16	Graf 47	Ukazovateľ úvery v riziku	32
Graf 12	Vývoj HDP	16	Graf 48	Úroveň tržieb vo vybraných podnikových sektoroch	32
Graf 13	Vývoj produktivity práce a miezd	16	Graf 49	Kvalita portfólia úverov podnikom	33
Graf 14	Financovanie bežného účtu	17	Graf 50	Ukazovateľ úvery ku vkladom	33
Graf 15	Zahraničná zadlženosť	17	Graf 51	Ukazovateľ likvidných aktív	33
Graf 16	Deficit a dlh verejných financií SR	17	Graf 52	Porovnanie garantovanej úrokovej sadzby so skutočným výnosom	36
Graf 17	Dlh vybraných krajín eurozóny v roku 2011	18	Graf 53	Vývoj čistej hodnoty aktív v podielových fondoch predávaných v SR	37
Graf 18	Finančné pasíva	18	Graf 54	Zmena objemu spravovaných aktív v jednotlivých kategóriách fondov za prvý polrok 2011	37
Graf 19	Výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov	18	Graf 55	Čistá hodnota aktív podľa jednotlivých typov fondov k 30. 6. 2011	38
Graf 20	Stav úverov podľa splatnosti	19	Graf 56	Priemerná ročná výkonnosť otvorených podielových fondov podľa jednotlivých kategórií	38
Graf 21	Zisková prírážka, produktivita práce a reálne mzdy	19	Graf 57	Štruktúra majetku fondov podľa základných druhov investícií	38
Graf 22	Produkcia, tržby a investície	20	Graf 58	Vývoj aktuálnej hodnoty dôchodkovej jednotky v jednotlivých typoch fondov	39
Graf 23	Konjunkturálne indikátory	20	Graf 59	Simulované straty bankového sektora	41
Graf 24	Financovanie podľa nástrojov	20	Graf 60	Vývoj najdôležitejších faktorov ovplyvňujúcich výšku vlastných zdrojov	41
Graf 25	Financovanie podľa sektorov	20			
Graf 26	Štruktúra dlhu	21			
Graf 27	Stav likvidných aktív	21			
Graf 28	Miera úspor a investícií	21			
Graf 29	Trh práce – nezamestnanosť a miera voľných pracovných miest	22			
Graf 30	Disponibilný príjem	22			
Graf 31	Aktíva domácností	22			
Graf 32	Rentabilita vlastných zdrojov vo finančnom sektore meraná ROE	25			
Graf 33	Nové úvery domácnostiam	25			
Graf 34	Porovnanie prírastkov stavu úverov a nových úverov na bývanie	26			
Graf 35	Úroková sadzba na nové úvery na bývanie a zo stavu úverov na bývanie	26			
Graf 36	Nové termínované vklady obyvateľstva	26			



Graf 61 Medzinárodný obchod ako podiel na HDP	45	Graf 76 Medziročné zmeny pasív	56
Graf 62 Štvrtročný indikátor napätia	49	Graf 77 Príspevky k rastu pasív	56
Graf 63 Mesačný indikátor napätia	49	Graf 78 Financovanie podnikov	56
Graf 64 Štruktúra aktív	51	Graf 79 Úvery – podľa sektorov	57
Graf 65 Štruktúra financovania	51	Graf 80 Finančná páka	57
Graf 66 Likvidné aktíva	52	Graf 81 HDP a príspevky k rastu	57
Graf 67 Finančné a nefinančné aktíva	52	Graf 82 Štruktúra dlhu – veritelia	58
Graf 68 Financovanie podnikov	53	Graf 83 Netto finančné aktíva	62
Graf 69 Finančná páka	53	Graf 84 Netto finančné aktíva	62
Graf 70 Dlhové indikátory	54	Graf 85 Likvidita 2. stupňa	62
Graf 71 Úrokové krytie	54	Graf 86 Likvidita 2. stupňa	63
Graf 72 Medziročné zmeny aktív	54	Graf 87 Finančná páka podľa veľkosti	63
Graf 73 Príspevky k rastu aktív	55	Graf 88 Finančná páka podľa odvetví	63
Graf 74 Dlh a likvidita	55	Graf 89 Úrokové krytie	64
Graf 75 Úvery poskytnuté	55	Graf 90 Tokové zadĺženie	64

ZOZNAM TABULIEK

Tabuľka 1 Rast reálneho HDP	8	Tabuľka 8 Nastavenie parametrov stresového testovania	40
Tabuľka 2 Schopnosť platiť zvyčajné a neočakávané výdavky	23	Tabuľka 9 Aktíva slovenského finančného sektora	46
Tabuľka 3 Podiel zlyhaných úverov domácnostiam	30	Tabuľka 10 Korelácia vybraných premenných, štvrtročná frekvencia	47
Tabuľka 4 Podiel investícií do dlhových cenných papierov vybraných krajín na celkových aktívach/NAV	34	Tabuľka 11 Korelácie vybraných finančných nástrojov a indikátorov	58
Tabuľka 5 Podiel akciových, devízových a úrokových pozícií v jednotlivých sektoroch finančného trhu	35	Tabuľka 12 Podiely sektorov na financovaní dlhovými nástrojmi	59
Tabuľka 6 Rozdelenie ziskovosti jednotlivých poisťovní a vývoj celkového zisku poisťovného sektora	36	Tabuľka 13 Podiely sektorov na financovaní podnikov	60
Tabuľka 7 Ročná výnosnosť dôchodkových fondov k 30. 6. 2011	39	Tabuľka 14 Podiely sektorov na finančných aktívach podnikov	61

ZOZNAM BOXOV

Box 1 Hlavné výsledky summitu EÚ z októbra 2011 na stabilizáciu dlhovej krízy štátov v eurozóne	12
---	----

